

商界大刁：分析怡和與伍氏家族「世紀分手」背後的資本邏輯

銘察秋 毫

最近，香港商界一段長達半世紀的合作關係，正式走到一個新的轉折點。9月30日，DFI零售集團與由伍氏家族控制的香港食品有限公司公布重組美心食品業務。簡單而言，就是美心歸伍氏，星巴克業務歸怡和。



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

五十年合作為何選擇今天分家？

美心成立於1956年，1972年成為香港食品與怡和集團的合營企業，之後怡和的權益主要由旗下DFI持有。過去半個世紀，雙方共同把美心由一家香港餐飲企業，發展成橫跨中國內地、香港、澳門及東南亞的亞洲大型食品及餐飲集團，目前整個網絡超



●美心旗下星巴克特許經營業務將轉讓至DFI零售集團。
資料圖片

過2,000個門店。所以，今次分手不應理解為合作失敗，更像是兩家企業對資本、管理及未來增長方向作出的重新選擇。對伍氏家族而言，美心是一項高度具有家族控制力的長期資產。餐飲、餅店、月餅及食品業務具有很強的品牌基因、地域特色及家族企業文化。由家族重新取得100%控制權，可以令美心在產品、品牌、人才、內地市場及東南亞擴張方面，有更大的決策自主權。

對DFI及怡和而言，情況則完全不同。DFI近年正積極進行資產組合重整，從過去較為多元化的投資組合型企業，轉向集中於核心零售業務的專注型營運公司。公司亦明確表示，今次交易是戰略轉型的一個重要里程碑。換句話說，不是「美心好不好」，而是「美心是不是今天DFI最需要的資產」。

怡和為何放走美心留下星巴克？

這是整宗交易最值得投資者研究的地方。如果單純以資產數量計算，美心擁有逾1,000間餐廳及餅

店，品牌種類遠比星巴克多；但從DFI的資本策略而言，星巴克反而更加適合留在自己手上。

第一，是業務協同性。DFI本身就是亞洲大型零售營運商，旗下擁有便利店、超市、健康美容、家居及餐飲等業務，覆蓋12個市場、超過7,500個門店。星巴克是一個高度標準化、可複製及具有強大品牌認知度的連鎖零售業務，與DFI既有的零售網絡、會員制度、數碼平台、物業及供應鏈，可以產生直接協同效應。

第二，是規模效應。Coffee Concepts在香港、澳門、泰國、越南、新加坡、柬埔寨及老撾經營超過1,100間星巴克咖啡店。DFI取得控制權後，可以直接把這項業務納入自己的區域零售平台，而不是繼續透過50:50合營企業分享收益。DFI更預計，星巴克業務將即時增加集團收入及營業利潤率，2028年全年收入貢獻可達約9億美元，中期營運利潤率目標約8%至9%。

第三，是資本回報。DFI一方面取得一項自己可以直接管理、具有現金流及亞洲增長潛力的核心零售資產，另一方面又收到約3.4億美元現金，進一步改善資產負債表。公司更將2027年股息派發比率提高至80%，直接把資產重組的部分利益回饋股東。

這次是雙贏局面。從伍氏家族角度看，這次交易同樣是一個重要的戰略升級。美心是一個香港消費市場罕見的本土品牌資產，旗下餐廳、餅店、食品及節慶產品具有深厚的品牌護城河。香港食品成為唯一股東後，可以更加靈活地推動美心在中國內地及東南亞市場的發展，不再需要在重大策略問題上

與另一名50%股東協調。更重要的是，伍氏家族並沒有與怡和斷絕關係。雙方仍然會在採購、供應鏈、物業、數碼化及yuu獎賞計劃等方面合作，這次是股權分開、合作不斷。這種安排其實很有香港商業智慧：分開資本控制權，但保留最有價值的商業協同。

由「什麼都做」走向「做最擅長的事」

今次交易對香港零售及餐飲業最大的啟示，是傳統大型企業正在由「什麼都做」走向「做最擅長的事」。過去幾十年，香港大型企業習慣透過合營、交叉持股及多元化建立龐大商業版圖。這種模式在市場高速增長時具有優勢，但當香港人口結構、消費模式、租金成本及競爭環境發生變化後，企業更加需要計算每一項資產的資本回報率。這也是香港零售業未來十年的關鍵課題。消費者不再只是到店消費，而是會員、數碼支付、外賣、社交媒體、電商及實體零售融合。誰能夠掌握消費者數據、供應鏈、物業網絡及品牌，誰就更有能力降低成本、提高效率及增加客戶價值。今次怡和與伍氏家族的「世紀分手」，表面上是兩個企業的一次資產重組，深層次卻是香港傳統商業模式的一次縮影。

對香港企業而言，真正值得學習的，也許不是如何避免分手，而是如何在合作數十年後，仍然能夠找到一個令雙方都能夠更專注、更有競爭力、同時又保留合作空間的完滿的分手方案。

這才是這場五十年商業婚姻留給香港市場最重要的一課。

香港美股期貨：聯通內外的衍生品基石 助力跨境資本穩健運作(三之二)

李志森 香港中資期貨業協會副會長 興證國際期貨有限公司董事

三、香港股票期貨市場：立足本土 聯通內地與環球的衍生品樞紐

香港股票期貨市場依託港交所營運，產品涵蓋港股個股期貨、港股指數期貨，同時提供美股股票期貨，構建「港股+美股」雙線並行的股票期貨產品體系。香港是內地企業首選的海外上市平台，大量新經濟企業、央企及民企來港上市，港股資產的基本面與內地經濟緊密相連。港股現貨市場之中，南向資金參與度持續提升，不少內地投資者持有港股現貨，股票期貨正好為這批持倉提供直接對沖工具。當港股受到內地經濟數據、行業政策或海外利率波動影響時，投資者可以使用港股指數期貨或個股期貨對沖持倉下跌風險，穩定跨境持倉信心，減少現貨市場恐慌性拋售。

香港衍生品市場的獨特定位，是服務環球投資者的離岸風險管理中心。互聯互通機制由滬深港通起步，其後擴展至債券通、互換通，互換通更是全球首個衍生品互聯互通機制，代表兩地金融合作由現貨延伸至衍生品領域。股票期貨雖然尚未納入互聯互通交易標的，但可與互聯互通體系相輔相成：滬深港通解決跨境現貨投資需求，香港股票期貨則為這些跨境現貨持倉提供風險對沖方案。國際投資者透過北向資金持有A股，擔心市場回調，可以在香港使用相關指數期貨

對沖；南向資金持有港股，可選用港股股票期貨避險；配置美股資產的投資者，則可透過香港美股股票期貨管理海外市場風險。完善的離岸風險管理工具，能夠減輕外資持有中國相關資產的顧慮，吸引長線資金布局港股及內地資產，支持內地企業在港融資。

香港股票期貨市場發展，亦帶動兩地金融行業協同發展。不少內地券商、期貨公司設立香港子公司，取得SFC牌照開展衍生品經紀業務；內地資管機構、家族辦公室在香港搭建環球資產配置組合，股票期貨成為組合管理的常用工具。兩地金融人才往來頻繁，業界透過香港市場熟悉股票期貨交易、風控及產品設計，帶動行業整體水平提升。香港作為離岸人民幣業務樞紐，隨着人民幣計價股票期貨產品逐步豐富，可進一步拓展離岸人民幣的應用場景，鞏固香港離岸人民幣中心地位。當然，股票期貨屬於槓桿衍生品，本身帶有市場風險。香港證監會與內地監管機構均重視投資者適當性管理，兩地合力推進投資者教育，區分專業機構投資者與個人投資者，設立參與門檻，引導市場理性運用期貨工具，避免過度槓桿投機，守住跨境金融風險底線。多年來香港股票期貨市場運作平穩，跨境風險可控，相關風控經驗，亦可供內地業界借鑒。（待續）

（內容僅供市場參考，不構成任何投資建議。）

一人公司：一台電腦開啟創業新可能(二之二)

數碼港 智 敢想 能普惠



鄭松岩
香港數碼港行政總裁

成功的一人公司（OPC）關鍵是解決真實問題。成功的OPC不是以一個人承擔多少工作來衡量，而是能否以少數人和一隊人工智能（AI），在較低成本下快速而可靠地回應企業、社會或個人用戶的真實需要。客戶不會因企業使用了多少模型或智能體而付費；他們關心的是問題有否獲得解決、服務是否可靠、成果能否看見及方案能否隨市場回饋迅速調整。因此創辦人應把重複工作交給工具，時間留給理解客戶和市場、作出關鍵判斷、提升品質及建立信任。當好做法被整理成可重複的流程，創業者售賣的便不再只是工具或席位，而是能以合理成本持續交付、經得起市場檢驗的結果與價值。

數碼港為一人公司而設的起步平台OPC Hub的意

義在於除為年輕創業者，及由在職人士與青年組成的小團隊，提供工作空間外，亦是能把構思落地的創業生態。透過科技合作夥伴，OPC成員可以較低成本取得AI算力、雲端資源、Token、AI PC和網絡安全工具，並獲得培訓、技術交流及共享空間支援，減輕起步階段的資源壓力。

讓好想法更快更穩走向市場

Hub更重要的作用，是協助小團隊由「做得出」走向「賣得出」。數碼港的企業、投資者、科技及專業服務網絡，可為創業者帶來試點、合作、展示及投資者配對的機會，讓產品在真實市場驗證、改良和成長。這正是OPC Hub與一般創業支援的不同之處：它同時補足技術、夥伴和市場通道三項創業早期最迫切的需要。讓青年、在職人士和小團隊以較低成本把行業經驗轉化為產品、走向市場，這種做法也與香港第一個五年規劃推動創科、人才和產業融合的方向相通。

全球國債孳息升 第四季多事之秋

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球投資者聚焦債息走勢，所言非虛。君不見甫踏入10月份首個交易日，美國10年期國債孳息率先向上後回軟，馬上令本來有明顯跌幅的道指回穩，效果立竿見影。更多的市場聯動，可以見諸全球市場，不只單看美國。比方說，隨着美債息趨升，歐債息亦趨升。誠然，部分人將短期觸發因素歸咎於法國方面研究減赤計劃，但明眼人一看，首先不易落實，始終歐陸經濟缺乏增長動力，本已屬死症，無法透過快速賺錢以支付之前的欠債及利息。聽着聽着，市場可能以為在講美國，實際上，美國經濟增長可還快一點呢。

金融海嘯量寬後遺症

顯然，歐陸比美國更難削減開支、增加稅收，故此，執行上是不太可行。換言之，歐債息升，某程度上可能跟美債息升關係較大。始終多年來，市場把美債息看作無風險利率的替代品，而在此之上，再加個風險溢價，此之所以，當美債息向上，其他亦相應向上。只不過，打從去年關稅貿易戰開打，以至全球各地央行外匯儲備減持美匯美債，市場意識到，美債當然並非無風險。另一因素，當然是金融海嘯量寬帶來

的後遺症，不只有美，亦有歐的份兒，這一點如今漸反映。全球金融市場而言，第四季屬多事之秋，幾乎可以斷言！

結構問題恐難解

為了向公眾解畫，美國財長最新說法，不是否認美債息向上，卻認為這並非美國獨有，而是全球現象，簡言之，即使債息向上，亦不是什麼大不了的事，各國皆然。然耶？非耶？從一個角度看，他沒有說錯。現實中，不論是美債或歐債，長中短期孳息率向上，都是投資者客觀可見。誠然，如上文所述，相當程度源於全球金融海嘯後，量寬和超低息年代，帶來的後遺症，直到如今。然而，即使如此，卻不等於美國財金當局角色可以淡化。

當日是非常時期非常手段，但即使危機過去，沒人敢真的退市，因為生怕市場反應不佳，造成金融市場震盪云云。更何況，貨幣供應增加，帶來資產泡沫，才有日後的科技股熱潮，以至更近期的AI創新。更別談，從各屆政府為討好選民，短期大派福利，不肯面對現實加稅減開支，更是司空見慣。

產品能做出來只是第一步；要走得更遠還要穩定、安全，並能持續為客戶創造價值。隨着AI智能體不再只提供建議，而會協助執行任務、處理資料，甚至發起交易，安全、身份驗證與風險管理已成為新創企業的基本要求。數碼港的OPC生態另一個鮮明特色，是把創新與可信發展並行推進。透過Web4.0與智能體安全聯盟，數碼港匯聚人工智能、區塊鏈及網絡安全力量，協助初創把安全、身份驗證與風險管理納入產品設計，建構可信的OPC產品與平台，助創業者追求速度同時建立安全防線，也有助提升用戶信心，為市場採用和推廣打好基礎。AI時代最昂貴或許不是技術成本，而是等待成本。OPC並非一條保證成功的捷徑，卻為年輕人提供更低成本、更能發揮創意的起點，讓不同世代專業與數碼能力有機會互相成就。只要願意學習、善用AI、聚焦真實價值，並在數碼港生態支持下踏出第一步，一人公司也能大有可為。（完）

持盈保泰 降槓桿股價

短期而言，上述結構性難題，看不出從根本上有解決之道，起碼基於一眾官僚的基本特質，尤其是各種制度誘因，大致上意見接受，一切照舊。如此一來，隨着下半年投資者關注債息，投資者宜自求多福，降低槓桿比例；配置上，第四季應相應降低股債比例，持盈保泰，才可靈活捕捉短線機會。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）



●全球國債孳息率趨升，有分析指出，投資者宜降低槓桿。圖為紐約證交所。資料圖片

EIP-8288 背後的以太坊路線演進（三之一）

孫偉 HashKey Group 高級研究員

加密演義

萬向區塊鏈實驗室舉辦的第十二屆全球區塊鏈峰會落幕了，久未公開露面的以太坊聯合創始人 Vitalik Buterin 再次現身，並連續發表兩場演講。但相比於 Vitalik 本人帶來的關注度，作為可能是以太坊近幾年最值得關注的協議提案之一 EIP-8288 在社交媒體上幾乎沒有掀起什麼聲量。過去幾輪牛熊裏，以太坊的每一次重要技術變革，往往都會伴隨着極其熱烈的討論。從 PoS、Rollup，到後來持續多年的賬戶抽象，技術路線本身就是市場敘事的一部分。

這種盛況如今明顯淡了。人們討論得更多的是傳統資產的代幣化、穩定幣、機構資金入場，以及鏈上金融如何與現實世界資產結合。某種程度上，這當然是一件好事。隨着行業發展，底層技術路線本來就會逐漸成為基礎設施的一部分。如同互聯網發展至今，人們已經很少關心 TCP/IP 和路由協議本身，而更多關心建立在這些基礎設施之上的產品、資產和商業模式。

但也正因為如此，EIP-8288 這樣的技術提案反而更值得關注。因為它觸及的是以太坊未來十年一個更根本的問題：以太坊究竟應該負責什麼？

一、過去十年的以太坊：從世界計算機到世界結算層

2015年以太坊的經典敘事就是世界計算機。相比比特幣主要解決價值轉移，以太坊加入了EVM和智能合約，讓開發者可以在區塊鏈上部署程式。不需要信任一台中心服務器。任何人都可以重新執行一遍代碼，驗證結果是否正確。

隨着DeFi、NFT和鏈上交易逐漸擴大，高昂的Gas讓主網在經濟上不再可行。於是，Rollup改變了一切，同時伴隨着大量L2項目的出現。大量交易可以在L2完成執行，再把結果和必要數據交回主網，由L1承擔安全與最終結算。隨後，數據也開始了分拆。EIP-4844引入Blob以後，Rollup使用的數據不再需要和普通EVM交易爭奪完全相同的區塊空間；隨後PeerDAS又繼續推進數據可用性架構，讓節點不必完整承擔所有數據處理負擔。

背後的思路其實是一致的：凡是不需要所有節點共同完成的工作，就沒有必要讓所有節點重複完成。再到後來的賬戶體系，其實也是在沿着同樣的方向發展。可以說，以太坊技術路線演進的十年，反覆回答的問題只有一個：一條公鏈上，哪些事情必須由整個網絡共同完成，哪些事情可以交給更專業的系統完成以後，再交給主網確認？Rollup把執行拆了出去，Blob開始把數據與執行分離，賬戶抽象開始拆分授權、付費和執行，而EIP-8288下一步想拆分的，是驗證本身。

（待續）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。