港股透視

風險加速暴露 危中有機時刻

葉尚志
第一上海首席策略師

港股在國慶長假前表現震動，總體謹慎觀望的氣氛未能散去。事實上，外圍市場正值風高浪急的時刻，金融市場的系統性風險，仍有隨時滾雪球式放大的可能，這個對於進入假期期間的內地與香港股市來說，相信將會是對盤面的最大考驗。恒指昨漲近60點，盤中一度下探至17,000點邊沿，而大市成交量在假期前也出現了縮減，進一步降回到800多億的水平。

目前，港股仍處尋底格局發展，美元指數和港股成交量的變化，依然是我們的最主要觀察指標。然而，市場的風險也正在暴露，估計到了危中有機的時刻。現階段可能已經是到了考慮擁抱風險的時候，以操作的角度來看，也就是值博率的考量，我們還是維持這個觀點看法，可以密切注視。

港股表現震動，在盤中曾一度下跌150點低見17,016點，險守17,000點關口，長假在即加上外圍風險未散，資金仍有先鎖定一下倉位的傾向。指數股繼續分化，其中，內房股和內銀股表現相對突出，人行、銀保監決定階段性調整差別化住房信貸政策，估計內地至少有23個城市符合新政要求，首套房貸利率下限可降至4.1%以下，碧桂園（2007）漲了8.98%，建行（0939）和工行（1398）分別漲近3%，都站到恒指成份股最大漲幅榜的前五。

比亞迪可考慮趁低吸納

另一方面，掛牌第二日的半新股零跑汽車（9863），首掛當天比招股價跌了有34%後再跌22.25%，對汽車股整體的氣氛構成打擊。其中，在我們重點關注名單裏的比亞迪股份（1211），也跌3.18%至194.4元收盤，是6個月來首次跌回到200元關口以下，建議可以關注趁低逐步吸納配置的機會。

恒指收盤報17,222點，上升56點或0.33%。國指收盤報5,914點，上升1點或0.03%。恒生科指收盤報3,450點，下跌32點或0.93%。另外，港股主板成交量進一步縮降至849億元，而沽空金額有157.1億元，沽空比率回降至18.5%但依然超標。至於升跌股數比例是833：794，日內漲幅超過13%的股票有43隻，而日內跌幅超過12%的股票有43隻。由於假期影響關係，港股通繼續暫停開通。

免責聲明：此報告所載的內容、資料及材料只提供給閣下作參考之用，閣下不應依賴報告中的任何內容作出任何投資決定。第一上海證券有限公司/第一上海期貨有限公司/其關聯公司或其僱員將不會對因使用此報告的任何內容或材料而引致的損失而負上任何責任。

股市領航

周大福差異化品牌策略提升體驗

潘鐵珊
香港股票分析師協會副主席

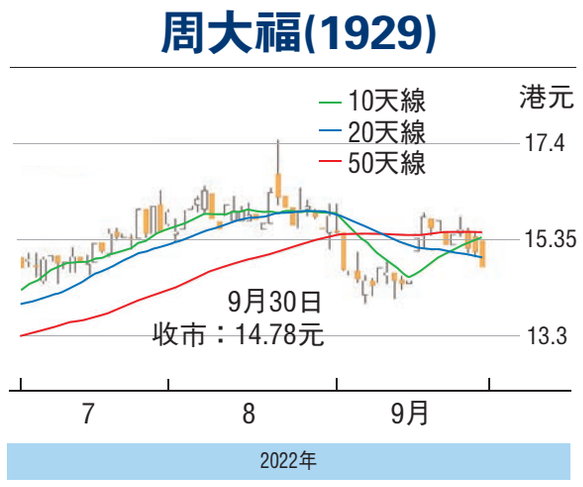
周大福（1929）在香港及世界各地擁有龐大的零售網絡，設有逾5,902個零售點遍布大中華、韓國、日本、新加坡、馬來西亞與美國，再配合自身發展的電子商務業務，加強實現全渠道零售。截至今年3月31日止的年度業績，錄得營業額達989.4億元，比2020年同期增41%；而集團股東應佔年度全面收益則同比升3.2%至74.5億元，表現不俗。

雖然第二季內地疫情反彈，周大福仍積極拓展內地市場，季內在內地淨開設312個零售點。在內地中產人口持續增長的大環境下，人均可支配收入和生活水平不斷提升，相信長線集團的業務仍是相當有前景。

持續加強與顧客聯繫

除傳統線下店舖拓展外，集團亦會在內地發展電子商務業務，除了加強現時與各電商平台如天貓、京東、唯品會的合作之外，同時亦通過直播帶貨、短視頻、線上社交網絡等不同的模式加強與顧客的聯繫。集團在內地的智慧零售業務亦取得可觀增長。加上香港及澳門正處於逐漸復甦的軌道上，相信隨着消費需求回穩及日後旅遊消費回復，會有一定的增長空間。

至於香港及澳門方面，雖然集團持續關閉個別旅遊區零售點，但於特選民生區開設新的零售點，並採用不同主題的裝潢設計，以迎合本地顧客的需求。在內地，隨着消費氣氛轉好加上當地購物中心的發展，集團以多個自家珠寶品牌Hearts On Fire、Enzo、SOINLOVE及MONOLOGUE，加上例如周大福薈館、周大福鐘錶和體驗店等各種具針對性的零售店舖種類，進行加深顧客體驗的差異化品牌策略。



筆者認為，可考慮於現價買入，上望16.70元，跌穿14.80元止蝕。

（筆者沒有持有相關股份，筆者客戶持有相關股份）

心水股

股份	昨收報(元)	目標價(元)
周大福(1929)	14.78	16.70
藥明生物(2269)	47.40	62.00
中生製藥(1177)	3.69	4.00

股市縱橫 韋君

支持力經得起考驗 藥明生物可留意

美國總統拜登較早前啟動的「國家生物技術和生物製造計劃」，表明今次的行政命令，是希望減少在生物科技產業上對內地的依賴，轉移將生產基地返回美國本土。藥明生物（2269）在去年底的業務收入當中，美國佔比達五成，內地則佔26%，歐洲市場佔22%，反映美國針對內地生物製藥的行動對其影響不容忽視。早在今年2月底，藥明生物已被美國列入未經核實名單，最近推出行政命令，無疑令其增添了不明朗因素，但公司有意回購，以及大行紛紛加入唱好行列，加上今年上半年業績表現理想，都可望支持其股價後市收復失地，故不妨趁低部署分段收集。

業績方面，截至今年6月底六個月，藥明生物上半年收益72.06億（人民幣，下同），按年增加63.5%。錄得純利25.35億元，增長37.6%，每股盈利61分。不派中期息。上半年，IND前服務收益26.38億元，增加8.1%；早期臨床開發服務收益12.84億元，增加42.7%；後期臨床開發服務及商業化生產收益31.52億元，增加63.5%。銷售及服務成本上升79.8%至37.93億元。期內，毛利34.13億元，增加48.6%；毛利率由52.1%降至47.4%。 收益增長高於毛利增長主要因去年同期是錄得極高利潤率的特殊時期，集團盡可能控制員工人數增長的情況下推進執行大量新的綜合項目。

對於美國最新的行政命令，大摩認為不太可能直接限制美國生物製藥公司使用中國受託研究機構（CRO）/CDMO。該行指藥明生物計劃在2022年至2023年每年投入55億至65億元作為資本支出，至2026年海外產能投資約為30億美元，該行認為海外設施不太可能與中國設施相比。大摩維持藥明生物「增持」評級，以及目標價119.8元（港元，下同）。

近日宣布有意回購

另一方面，藥明生物周一開市前發公告表示，繼早前在今年6月10日的股東周年大會上授出的購回該公司股份的一般授權後，集團在上周五（23日）已議決動用購回授權，以不時在公開市場上以不超過3億美元（約23.4億港元）總價格購回股份。集團董事會認為，股份的當前成交價未能反映其內在價值或實際業務前景，並為該公司提供進一步購回股份的良機。此外，根據聯交所資料顯示，摩根大通於9月13日增持藥明生物936萬股或0.22%，每股平均價55.3609元，涉資5.18億元，最新持股量增至10.04%。

就股價走勢而言，該股上周四退至45.7元獲支持，其後的3個交易日均告反彈，及至周三起又出現回吐。該股昨低見46.35元已獲支持，反映此前的支持力仍經得起考驗，收報47.4元。可候47元附近收集，上望目標為50天線的62元，宜以失守45.7元支持則止蝕。

板塊透視 耀才證券研究部分析員 鄧均樂

宜耐心等待股市超跌訊號

本周，環球股市繼續下挫，上周引發市場憂慮的利淡因素幾乎沒有改變。期內，擁有今年FOMC投票權的聯儲官員James Bullard和Loretta Mester相繼發表「鷹派」言論，與此同時，美國的經濟數據超出預期，首次申領失業金人數意外跌至5個月低位，亦間接支持了聯儲進取加息的理據。

值得留意的是，美國國債息率雖然一同抽升至逾10年來的高位，但長短債息倒掛的情況卻是20年來最明顯。目前2年期與10年期債息相差0.44厘，迫近2000年最多的0.47厘，亦令市場憂慮美國經濟能否持續支撐強勁的加息步伐。下周美國將公布通脹指標8月個人消費支出（PCE）物價指數及核心PCE物價指數，投資者可以先留意美國面臨的通脹壓力會否放緩。

上文提到，美元一枝獨秀會引起他國的走資壓力，內地方面，離岸人民幣曾經跌穿自中美貿易戰的紀錄低位，引發內地與香港股市的沽壓。緊隨其後，人民銀行接連表示要維持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定，「逆周期因子」再現後人民幣即期收升過千點子，股市的跌勢亦出現了放緩。不過，內地的經濟數據仍然較為參差，雖然官方製造業採購經理指數（PMI）升至50.1重返擴張區間，但財新統計的數據卻跌至48.1，差過市場預期並繼續位於收縮，官方要維持匯價穩定，相信仍然要靠更多方面的政策，才能收窄中美的息差。

恒指未到「終極一跌」

下周內地並無重要經濟數據公布，投資者只好觀望10月16日中共二十大所提出的施政方針，在此之前股市探底的機會仍高。恒指於本周再度跌穿逾11年低位，回顧自9月22日起，指數一直出現跟3月15日低位「底背馳」的現在，但指數往往出現高開低走，以及一浪低於一浪的格局，這種「陰跌」的現象證明目前仍然未到熊市終極一跌的悲觀階段。筆者上周提過，以基本因素以及技術走勢作出分析，均指出恒指需要下試16,000點的水平才能出現超跌反彈的情況，投資者宜耐心等候。

滬深股市述評 興證國際

臨近長假 A股三大指數縮量齊跌

市場選擇「持幣過節」，A股三大指數昨繼續縮量下跌。上證指數收報3,024點，跌0.55%，成交額2,402.63億元（人民幣，下同）；深證成指收報10,778點，跌1.29%，成交額3,205.78億元；創業板指收報2,288點，跌1.89%，成交額1,031.92億元；個股跌多漲少，漲跌比為0.37:1，其中漲停42家，北向資金淨流出13億元， 房地產板塊領漲，電力設備、國防軍工領跌。

市場普遍靜待變化

三季度以指數大幅回調收官，調整已現底部信號，靜待變化。在國慶長假前的最後一個交易日，指數不出意外的以縮量下跌收官。縮量博弈下，市場總體做多意願不足，做空情緒進一步得到宣洩，但勢能也在逐步衰減。從昨天的交易盤面上看，受央行、銀保監會階段性放寬首套房貸利率下限消息的刺激，房地產、金融等板塊表現出較好的韌性。而新能源等賽道股再次遭遇了大幅的調整。

回顧整個第三季度，市場自7月初階段性高點後便一路回調，隨着節前最後一個交易日的結束，本輪調整在風險溢價水平、總體估值水位、機構資金配置等維度上都指向市場已經調整到了底部區域。其他一些交易層面的信號也傳遞類似的資訊。我們看到市場的成交量持續萎縮；今年調整最為顯著的板塊之一的醫藥生物也在最近逐步企穩回彈。

儘管如此，多頭在節後是否會王者歸來還有待諸多宏觀和微觀層面重要事件的演繹，我們建議戰略上保持樂觀，但戰術上仍以謹慎為主。控好倉位，小步前行。優先考慮調整充分、三季報成長確定性高以及具有估值安全邊際的標的進行均衡的配置。

紅籌國企窩輪 張怡

創新藥收入增 中生製藥候低撈

中生製藥（1177）近期反覆尋底，周四曾跌至3.58元水平，造出2019年1月中以來的低位。中生反覆尋底，除了受板塊投資氣氛欠佳的影響外，集團上半年業績出現大倒退，也成為資金減磅的主要原因。不過，集團業績未如理想，並非與主營業務有關，因此市場似無過度悲觀的必要，在估值已趨於偏低下，不妨考慮趁低部署作中長線吸納。

業績方面，截至今年6月底止中期業績，集團收入按年升5.9%至151.9億元（人民幣，下同），不過受聯營公司科興中維拖累，純利大跌77.3%至19.2億元，每股基本盈利0.103元，每股派中期息6港仙，按年升兩倍。中生製藥表示，隨着市場環境不斷變化，科興的新冠疫苗銷量下降，使集團應佔聯營公司及一家合營公司盈利按年大跌93.4%至5.03億元，實質盈利貢獻僅4.69億元。

期內，集團主營業務收入均錄得增幅，新產品收入升24.6%至66.1億元；抗腫瘤用藥收入升16.7%至49.6億元；創新藥收入升14.2%至34.9億元。此外，期內研發總開支增16.5%至21.92億元，正進行臨床試驗和申報生產之在研產品共418件，其中抗腫瘤用藥230件、呼吸系統用藥31件、肝病用藥29件、心腦血管用藥16件、內分泌用藥9件、外科3件、鎮痛4件及其他類用藥96件。

中生製藥預期，創新藥收入佔比年底將升至24%，收入將在2023年突破100億元大關，創新藥收入佔比進一步提升。集團將致力傳統公立醫院銷售，擴大營銷管道、新營銷手段資源、擴大新營銷收益佔比等收入體系，聚焦於創新度高及具市場潛力產品。

消息方面，集團旗下附屬公司北京泰德製藥自主研發的I類創新藥「TDI01」已於9月23日獲得國家藥監局批准開展新冠肺炎的臨床試驗。TDI01是全球首個通過高選擇性地抑制ROCK2激酶來抑制新冠病毒對宿主細胞的侵染，從而實現顯著抗擊病毒作用的小分子創新藥。

中生製藥昨收報3.69元（港元，下同），升6仙或1.65%。該股往績市盈率3.87倍，市賬率1.87倍，估值在同業中仍偏低。趁股價尋底部署收集，博反彈目標為4元關，惟失守3.5元支持則止蝕。

看好滙豐留意購輪25456

滙豐控股（0005）近日在40元水平爭持，股價昨收41.25元，升2.1%。若看好滙豐後市反彈行情，可留意滙豐星展購輪（25456）。25456昨收0.073元，其於明年3月16日最後買賣，行使價0.1，現時溢價26.74%，引伸波幅31.58%，實際槓桿10.23倍。

新股透視 復星恒利證券

內地AR/VR內容行銷龍頭 飛天雲動增長可期

飛天雲動(6610)是AR/VR服務提供商，提供各種與AR/VR相關的服務，主要包括AR/VR營銷服務、AR/VR內容開發、AR/VR SaaS及IP授權。 根據艾瑞諮詢的資料，按收入計，飛天雲動在中國的AR/VR內容及服務市場排名第一，於2021年佔市場份額的2.6%。按收入計，飛天雲動也在中國的AR/VR服務市場中排名第一，於2021年佔市場份額的13.5%。

主要催化劑：所處賽道增速快。根據艾瑞諮詢的資料，2021年中國AR/VR內容及服務市場規模為人民幣217億元並預期將由2022年的人民幣357億元增加至2026年的人民幣1,302億元，複合年增長率為38.2%。飛天雲動業務發展將受惠所處賽道的高速增長。

業務具協同效應，可產生交叉銷售。飛天雲動的AR/VR營銷服務業務的客戶在體驗過基於AR/VR的營銷方式的有效性後可能會產生自行設計AR/VR解決方案的需求，而這會促進客戶使用AR/VR SaaS平台服務，使客戶由AR/VR營銷服務業務客戶轉變為AR/VR SaaS客戶。

毛利率持平同業，未來或有提升空間。2019年、2020年及2021年，飛天雲動的毛利率分別為30%、31%、29%，與A股上市同業毛利率水平相當。其處於起步階段的AR/VR SaaS業務毛利率高達50%以上，遠高於整體毛利率，我們預計，若其AR/VR SaaS業務持續發展，則整體毛利率預計持續改善。

我們給予飛天雲動的收入預測在2022年/2023年/2024年營收增速為38%/38%/24%，隨着業務效應具交叉銷售潛力，毛利率具備一定提升空間。參考同業估值區間約在6.7倍-6.9倍2022年預測市銷率，中位估值約6.8倍。我們認為可給予飛天雲動5.5倍-6.1倍2022年預測市銷率，約45億至50億元市值。

另外，參考A股同業，我們認為可給予飛天雲動27倍2022年預測市盈率，約40億港元市值。鑑於現時港股流動性風險，我們認為40億-50億港幣為合理估值區間，飛天雲動發行價區間為2.21-2.88港元，對應市值為40億至52億港元，飛天雲動的發行價區間與我們的估值區間相仿。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。