

每日投资策略

行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市上涨，港股医疗保健、信息技术与工业领涨，原材料、必选消费与电讯跑输，南向净买入 14.8 亿港元，药明生物、小米与小鹏净买入最多，腾讯控股、中芯国际与快手净卖出居前。A 股半导体、国防军工与机械涨幅居前，消费者服务、日常消费零售与可选消费零售跌幅最大。
- 日元创两周新高。日本央行可能在 12 月加息，政策利率将从 0.5% 上调至 0.75%。日本政府理解干预央行政策将进一步推升通胀和国债收益率，很可能不干涉此次降息。
- 美股连续反弹，工业、信息技术与通讯服务涨幅居前，日常消费、医疗保健与可选消费下跌。美失业数据无碍本月降息预期，重磅 PCE 通胀数据公布前，美股涨势消减，芯片指数止步两连涨，但英伟达反弹超 2%；指引向好的 Salesforce 涨近 4%。中概指数扭转两连跌。微软宣布将从明年 7 月 1 日起提高面向商业和政府客户的 Office 办公软件价格，其中部分企业级套餐涨幅超过 10%。
- 美国初请失业金人数意外下降，显示劳动力市场仍具韧性，美债价格回落、收益率盘中加速反弹。美元指数盘中再创一个月新低后转涨。俄乌和谈陷僵局，原油两连涨至两周新高。黄金连续小幅反弹。伦铜回落。

行业点评

■ 半导体行业 - 宽禁带半导体 - SiC/GaN：驱动新一轮 AI 基础设施升级

我们认为，在碳化硅 (SiC) 和氮化镓 (GaN) 的带动下，宽禁带半导体行业正步入一个全新的、多年持续的增长阶段。汽车电动化依然是核心的长期驱动力，但更具结构性的新需求前沿正在打开，即 AI 数据中心的电力架构重构。

行业正从传统 54V 直流供电 (DC) 加速迈向 800V 高压直流 (HVDC) 架构，这一转变对新一代高功率 AI 机架至关重要，而其物理和经济可行性都高度依赖 SiC 和 GaN 的应用。这一演进正把相关材料的定位，从单纯的“性能增强器”提升为“关键基础设施组件”，由此形成一个具备高度延续性的投资主线。我们预计，那些具备规模优势、在 8 英寸晶圆上技术领先、拥有车规级认证产品管线，并具备系统级解决方案能力的企业，将成为本轮趋势中的主要受益者。

强劲的市场增长。根据 TrendForce 数据，2024 年全球 SiC 功率器件市场规模约 34 亿美元，同比增长 12%，其中汽车应用占比超过 70%；GaN 器件市场则同比增长 43%，达到约 3.88 亿美元。我们预计随着在汽车和可再生能源领域的渗透率持续提升，以及 AI 数据中心等新兴应用的打开，SiC 和 GaN 市场仍将保持稳健扩张。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

全球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,936	0.68	29.29
恒生国企	9,106	0.86	24.92
恒生科技	5,615	1.45	25.68
上证综指	3,876	-0.06	15.63
深证综指	2,439	-0.10	24.58
深圳创业板	3,067	1.01	43.23
美国道琼斯	47,851	-0.07	12.47
美国标普 500	6,857	0.11	16.59
美国纳斯达克	23,505	0.22	21.72
德国 DAX	23,882	0.79	19.96
法国 CAC	8,122	0.43	10.04
英国富时 100	9,711	0.19	18.82
日本日经 225	51,028	2.33	27.91
澳洲 ASX 200	8,618	0.27	5.63
台湾加权	27,796	0.01	20.67

资料来源：彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	47,244	0.24	34.46
恒生工商业	14,385	0.95	27.87
恒生地产	18,418	0.25	23.50
恒生公用事业	38,184	0.65	7.07

资料来源：彭博

AI 数据中心成为结构性需求前沿。随着 AI 机架单机功率向 1MW 推进，传统供电架构在电流上限、铜耗压力以及能效瓶颈等约束下，正逐步变得低效。行业正在向 800V HVDC 架构演进，这一升级同样依赖 SiC 和 GaN 才能在物理与成本层面成立。该趋势将为上下游生态带来多层次的增量机会：数据中心电力使用效率（PUE）有望最高改善约 5%，整体拥有成本（TCO）有望最高降低约 30%，同时为机架功率扩展至 1MW 以上提供可扩展性基础。

我们继续看好英诺赛科（2577 HK，买入，目标价：49 港元），其为纯 GaN 领域的龙头企业，根据 TrendForce 数据，2024 年市占率约 30%，位居全球第一。我们预计公司在 2024-2027E 年间的收入将实现约 55.2% 的复合年增长率，主要受益于行业顺风、清晰的战略定位，以及与 NVIDIA 等全球合作伙伴的协同推进。潜在风险包括：1) GaN 渗透率不及预期；2) 供应链扰动；3) 知识产权相关诉讼。（[链接](#)）

公司点评

■ Salesforce (CRM US, 买入, 目标价: 392.0 美元) - 3QFY26 业绩稳健; Agentforce 与数据云业务维持强劲趋势

Salesforce 公布 3QFY26 业绩：总营收同比增长 9% 至 103 亿美元，符合彭博一致预期；非 GAAP 营业利润同比增长 17% 至 36 亿美元，较一致预期高出 4%，主因费用确认时点及坏账费用调整的影响。cRPO 同比增长 11% 至 294 亿美元，较指引高约 1%，主要依托 Agentforce 业务的强劲势头带动订单增长。3QFY26 Agentforce 及 Data 360 业务 ARR 达到约 14 亿美元，同比增长 114%。展望 4QFY26，管理层预计总营收将同比增长 11%-12% 至 111.3 亿-112.3 亿美元，包含 Informatica 并表带来约 3 个百分点贡献；cRPO 预计同比增长约 15%，包含 Informatica 并表带来约 4 个百分点贡献。考虑到 Agentforce 及 Data 360 业务的强劲势头，预计 FY27/28 将带来更显著收入贡献，我们上调 FY26-28 总营收预测 0%-3%，并将目标价上调 1% 至 392.0 美元，基于 21x FY26E EV/EBITDA。维持“买入”评级。（[链接](#)）

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。