

每日投资策略

公司首发

全球市场观察

- 9月3日，A/H股整体震荡。上证指数涨0.0%，深证成指涨0.1%，创业板基本持平，非银金融、有色金属和航运相对强势，建材、消费者服务和耐用消费品收跌。港股恒指跌0.4%，恒生科技跌1.1%，原材料、医疗保健和工业收涨，可选消费、能源和信息科技领跌。南向资金净买入33.95亿港元，腾讯、MiniMax和友邦保险获较多净买入，美团、智谱和中国人寿遭净卖出。人民币继续走强，美元兑离岸人民币升破6.720，收于6.718附近、创三年半新高。
- 日韩股市窄幅震荡，日经225跌0.2%，韩国KOSPI涨0.3%。日本央行鹰派委员暗示可能采取更快、甚至连续加息，市场已基本计入9月加息25bps，推动美元兑日元大跌1.8%至155.76；但30年期日债拍卖好于预期，暂时缓解全球长债抛售压力。欧洲Stoxx 600涨0.5%，全球收益率从高位回落带动风险偏好修复，但布伦特仍处95美元以上，能源进口成本继续限制欧洲估值扩张。
- 美股大幅反弹，道指涨1.2%，标普500涨1.1%，纳指涨1.4%。沃勒释放偏鸽信号后，9月加息概率由约63%快速回落至52%，高Beta资产普遍修复。Snowflake涨16.6%，产品收入增速连续三个季度加快并上调全年指引，验证企业AI应用需求；博通逆势跌2.7%，尽管AI半导体收入同比增长221%，但四季度指引未能满足高预期。汽车、软件和多元金融领涨，能源、消费者服务和食品饮料收跌。
- 美债收益率回落，曲线牛陡。2年期收益率跌3.50bps至4.33%，10年期跌1.20bps至4.77%，30年期跌1.37bps至5.25%。沃勒表示若未来两周通胀继续改善，将倾向9月维持利率不变；但8月ISM服务业PMI升至55.4，价格支付指数升至72.6、创2022年8月以来最高，显示能源涨价正在向服务业传导。当天债市上涨主要来自联储反应函数转鸽，而非通胀风险消失。短端因此明显跑赢，但财政供给、更高 r^* 和AI资本需求仍限制长端收益率下行空间。
- 布伦特原油微跌0.1%至95.52美元/桶，盘中一度明显回落，但美伊冲突尚未实质降温，供应风险溢价仍维持高位。现货黄金大涨2.4%至4491.85美元/盎司，受美元走弱和实际利率回落推动；白银涨2.5%。比特币涨5.3%至8.14万美元，创5月中旬以来最高收盘。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,213	-0.39	-1.63
恒生国企	8,385	-0.77	-5.93
恒生科技	4,468	-1.08	-18.99
上证综指	3,942	0.02	-0.67
深证综指	2,513	0.05	-0.71
深圳创业板	3,313	0.01	3.41
美国道琼斯	53,686	1.18	11.70
美国标普500	7,748	1.06	13.18
美国纳斯达克	26,584	1.40	14.38
德国DAX	26,003	0.63	6.18
法国CAC	8,286	0.07	1.68
英国富时100	10,832	0.70	9.06
日本日经225	64,214	-0.17	27.56
澳洲ASX 200	9,020	0.46	3.51
台湾加权	45,858	-0.67	58.33

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	56,347	0.06	15.15
恒生工商业	12,360	-0.73	-10.94
恒生地产	19,440	0.67	10.69
恒生公用事业	39,062	-0.05	2.73

资料来源: 彭博

公司首发

■ 天岳先进 (2631 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 82.50 港元) - 全球 SiC 衬底龙头: 8 英寸切换叠加涨价周期, 盈利拐点已现, 进入量价齐升阶段; 首予买入

首次覆盖天岳先进, 给予“买入”评级, 目标价 82.5 港元。天岳先进是全球最大的导电型碳化硅 (SiC) 衬底制造商。据富士经济数据, 2025 年市场份额为 27.6%。公司目前正处于三重拐点叠加的历史机遇期: 1) 行业从 6 英寸向 8 英寸切换, 公司 8 英寸份额达 51.3%, 代差优势在切换期持续放大; 2) 2025 年价格战出清后, 2026 年行业供需格局反转, 英飞凌、意法半导体等龙头年内已完成两轮涨价, 产品进入量价齐升通道; 3) 公司 2Q26 毛利率已回升至 25.4% (一季度为 19.1%), 我们预计 2026 年全年有望扭亏, 且业绩释放拐点已到。

机遇期: 6 英寸晶圆向 8 英寸晶圆切换的历史机遇期。8 英寸单片芯片产出约为 6 英寸的 2 倍、芯片单位综合成本可降低约 50% (公司年报), 全球器件厂商 8 英寸项目总投资已超 1,754 亿元。切换期技术壁垒陡增, 先发者收获份额, 公司 8 英寸份额 51.3%, 是全球唯一具备 8 英寸大规模供应能力的衬底厂商。

份额: 领先优势持续扩大。富士经济数据显示公司导电型衬底份额从 2023 年的 12% 升至 2025 年的 27.6%, 超越 Wolfspeed (WOLF US, 未评级) 跃居全球第一; 12 英寸产品全球首发并已获头部客户订单, 显著领先同行。

价格: 行业供需边际改善和公司产品结构改善, 进入 ASP 上行周期。2025 年车规级 6 英寸衬底现货价一度从年初 4,000-4,500 元/片跌至 2,000 余元/片 (上海有色网), 全行业普遍亏损; 2026 年以来供需反转, 6 英寸价格止跌企稳、8 英寸小幅上行, 头部厂商产能利用率普遍超 90% 有望维持当前趋势。

成本: 成本领先兑现盈利弹性。公司是 2023-2025 年三家纯衬底厂商中唯一保持正毛利率的企业 (17.5%/32.9%/17.1%), 同期天科合达毛利率转负 (-25.0%)、Wolfspeed 陷入破产重整。涨价周期中, 成本最低者的盈利弹性最大。

风险提示: 涨价持续性不及预期; 8 英寸产能投放过快导致价格再度承压; 下游新能源车/AI 需求波动; 地缘政治与出口管制风险。 ([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。