

今日焦點:

► 金山軟件 (3888 HK, 港幣23.74元, 市值328億港元) : 具備強勁下行保護的人工智能主題股份

金山軟件是一家軟件公司，擁有三項業務支柱，分別為金山辦公 (688111 CH, 持股51.45%)、金山雲 (3896 HK) 以及網絡遊戲。近期，其姊妹公司、同樣由雷軍先生擁有的小米，從公開市場購入金山股份，將其持股比例由22.88%提升至24.12%，引發市場關注。我們認為，金山目前的估值仍然合理，WPS軟件提供下行支撐，而遊戲及雲端資產則帶來上行潛力。

金山辦公是關鍵的價值錨點：其WPS Office擁有穩固的用戶基礎，估計在中國市場佔有率達34%，領先微軟Office的28%。截至2026年3月底，全球每月活躍設備數達6.72億 (同比增長7%)，覆蓋超過220個國家及地區。截至2025年底，海外付費個人用戶達285萬 (同比增長63%)，而國內用戶數量仍然錄得強勁增長，同比增長11%至4,615萬。在2020年至2025年間，金山辦公的收入及淨利潤年複合增長率分別約為21%及16%，顯示在較大規模下仍保持穩健增長。

展望未來，其WPS Office持續升級，加入更多AI服務功能，並推動更多用戶轉化為WPS AI活躍用戶。此前有報道指，中國每月活躍用戶超過8,000萬 (同比增長307%)。此外，本地化需求亦推動在私營機構及政府部門的更高滲透率。

在2026年第一季度，該分部錄得收入同比增長24%至人民幣16.1億元。在2025財年，其收入為人民幣59.3億元 (同比增長16% / 佔集團收入61%)，淨利潤為人民幣18.4億元 (同比增長12% / 淨利潤率30%)。憑藉金山持有金山辦公51.45%權益，該部分貢獻約佔金山淨利潤的47%。

金山雲提供人工智能催化劑：目前，預計人工智能雲端約佔金山公共雲收入的一半，帶動2026年第一季度公共雲收入同比增長47%至近人民幣20億元。同時，小米及更廣泛金山生態系統內的客戶仍然是需求的重要支柱，約佔總雲端收入的25%至30%。

雖然強勁的AI運算需求持續推動AI雲端服務增長，但同時亦需要持續的資本開支，或會對短期盈利能力構成壓力。然而，鑑於金山的領先市場地位及其與小米生態系統的深度融合，公司仍處於有利位置，能夠在持續的AI驅動增長趨勢中保持關鍵參與者角色。

具備穩健現金流的遊戲組合：其網絡遊戲業務以西山居 (金山持有約72%權益) 營運的《劍網3》系列為主導。此外，金山世遊 (持股80%) 正積極引進授權遊戲，例如Rovio的《憤怒鳥》及《鵝鴨殺》，旨在維持其用戶基礎。儘管《劍網3》系列收入有所下跌，但該分部仍然是公司的現金牛。

強勁的資產負債表提供下行保護：截至2026年3月底，公司持有約人民幣233億元現金，銀行貸款僅為人民幣1,000萬元。淨資產為人民幣345億元，相當於現價市賬率僅0.83倍。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,842	0.5%	-3.1%
中資企業指數	8,375	0.0%	-6.0%
紅籌指數	4,320	0.1%	7.6%
港深300指數	4,891	2.4%	5.7%
上海A股	4,296	1.6%	6.8%
上海B股	271	1.4%	6.8%
深圳A股	2,919	3.4%	10.2%
深圳B股	1,146	1.1%	-9.4%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	51,671	0.9%	7.5%
標普500	7,554	1.7%	10.4%
美國納斯達克指數	26,683	3.1%	14.8%
日經平均指數	69,512	0.3%	38.1%
英國富時指數	10,430	-0.4%	5.0%
法國證商公會指數	8,384	0.4%	2.9%
德國法蘭克福指數	24,894	1.1%	1.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,311	2.2%	-0.2%
銅價 (美元/盎司)	3,434	0.4%	35.0%
銀價 (美元/盎司)	69	2.9%	-2.6%
原油 (美元/桶)	80	-4.9%	41.6%
銅價 (美元/盎司)	13,745	1.9%	10.6%
鋁價 (美元/盎司)	3,379	-3.5%	12.8%
鎳價 (美元/盎司)	1,773	3.1%	-14.3%
鎘價 (美元/盎司)	3,590	2.7%	15.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	589	0.9%	16.2%
玉米 (美分/蒲式耳)	441	0.3%	-4.4%
糖 (美分/磅)	106	-14.0%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,134	0.2%	6.4%
PVC (美元/噸)	4,735	0.5%	49.2%
CRB 指數	364	-1.3%	3.0%
BDI			45.4%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	160.3	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.5	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.1		185.8	1.1	7.8
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	201.8		8.5
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.7	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	16	-14.4%

我們的觀點：我們看好金山目前的風險回報狀況。金山辦公已是中國辦公軟件市場的領導者。WPS與微軟Office完全兼容，易於使用，並獲得多設備生態系統支持。它應繼續受惠於國產軟件替代、政府數碼化及國企需求。

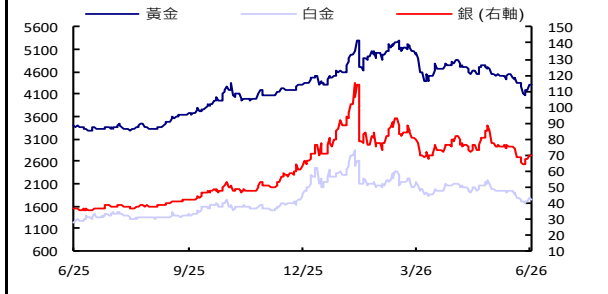
市場對AI減少辦公軟件訂閱需求的擔憂似乎被誇大。WPS收入仍主要由個人用戶驅動，而WPS 365企業收入僅佔約12%。預期AI更有可能提高用戶參與度、會員轉化率及每用戶平均收入，而非取代現有訂閱。隨著一鍵生成PPT、文檔摘要、智能改寫及試算表分析等功能日趨成熟，WPS AI可支持會員價格上調及企業版本升級。

在估值方面，預計金山在扣除其上市子公司所持現金後，應佔淨現金約為人民幣90至100億元。此外，金山辦公2026財年預測應佔綜合盈利約為人民幣13.9億元。按15倍市盈率估值，相當於公允價值約人民幣209億元。

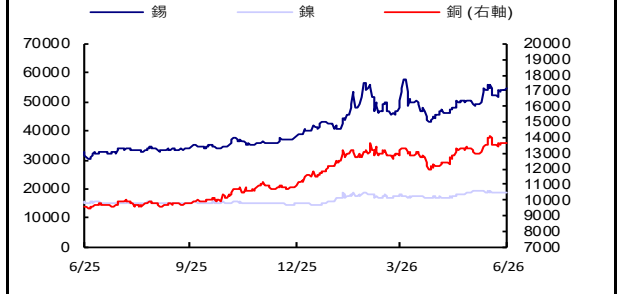
單是上述兩個部分已超過金山目前的市值，意味著網絡遊戲分部及金山雲實際上相當於免費。該股現價相當於2026財年預測市盈率17倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

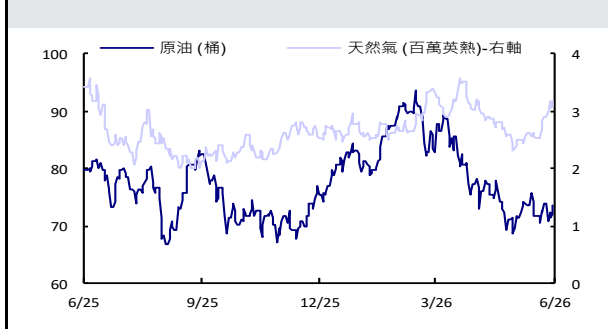
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4328	(6.9)	(0.3)	27.4
白金 (盎司)	1773	(9.1)	(12.9)	41.5
銀 (盎司)	70	(6.3)	(0.6)	92.5



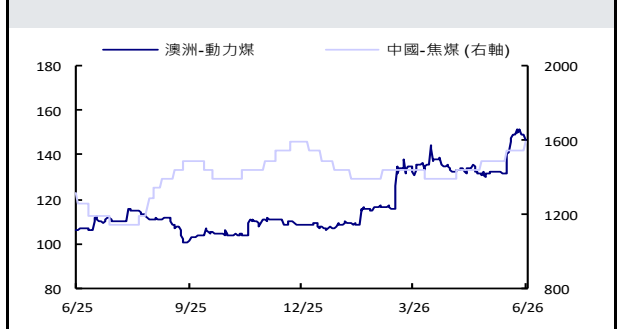
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13624	4.5	14.8	42.0
鎳 (噸)	18973	7.2	29.7	23.1
錫 (噸)	54746	10.3	31.1	68.0



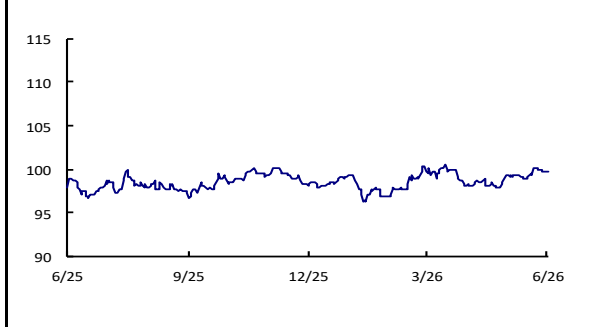
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	80.8	(20.3)	40.6	12.5
天然氣 (百萬英熱)	3.1	9.1	(14.6)	(16.0)



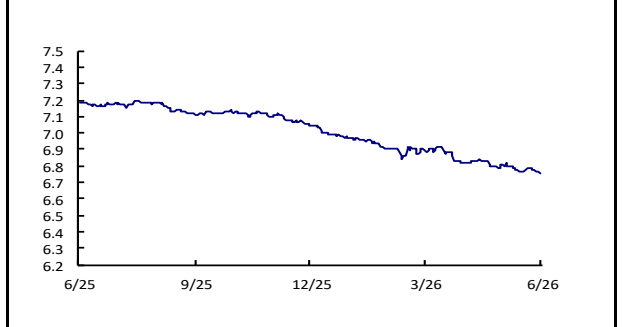
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1590.0	14.4	3.2	21.4
澳洲動力煤 (US\$/t)	146.4	2.7	36.1	38.1



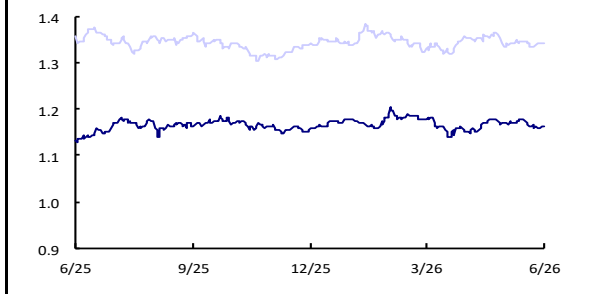
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.6	(0.3)	1.3	1.7



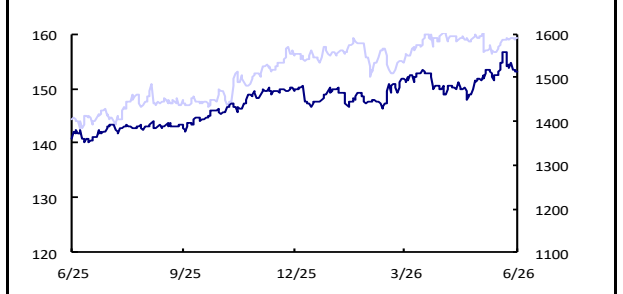
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(2.0)	(3.3)	(5.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	0.6	(0.9)	2.7
英鎊	1.3	14	(0.5)	(12)



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.3	0.2	2.4	10.4
韓圓	1514.6	(0.1)	4.8	11.4



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		26年6月16日
零售業銷售額	月		26年6月17日
國內生產毛額	季		26年6月25日
個人收入與支出	月		26年6月25日
耐久財訂單	月		26年6月25日
消費者信心指數	月		26年6月30日
採購經理人指數	月		26年7月1日
就業報告	月		26年7月2日
貿易收支	月		26年7月7日
消費者物價指數	月		26年7月14日
生產者物價指數	月		26年7月15日
首次申請失業保險金人數	週		26年6月18日
新屋銷售	月		26年6月24日
批發庫存	月		26年6月26日
工廠訂單	月		26年7月2日
成屋銷售量	月		26年7月9日
工業生產指數	月		26年6月15日
商業庫存	月		26年6月17日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
零售業銷售額	月		26年6月16日
工業生產報告	月		26年6月16日
採購經理人指數	月		26年6月30日
外匯儲備	季		26年7月7日
M2貨幣供應量	月		26年7月9日
生產者物價指數	月		26年7月9日
消費者物價指數	月		26年7月9日
貿易收支	月		26年7月14日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年6月16日
消費者物價指數	月		26年6月23日
貿易收支	月		26年6月25日
M2貨幣供應量	月		26年6月30日
零售業銷售額	月		26年7月2日
採購經理人指數	月		26年7月6日
外匯儲備	月		26年7月7日
國內生產毛額	季		26年7月31日
生產價格	季		26年9月14日
工業生產報告	季		26年9月14日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)
鄧雨欣 (Amelia Deng)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com
amelia.deng@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306
(852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455