

金山软件

3888 HK

中国互联网行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

游戏业务处于转型期

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 5 月 28 日发布的题为《Games in transition》的报告，金山软件 2026 年一季度业绩整体符合预期。游戏业务收入同比续降 23%，主要受高基数及现有主力游戏持续调整影响。办公软件收入同比增长 24%，主要受 WPS365 与个人版业务驱动。游戏业务需要更长时间才能展现清晰增长路径。

游戏业务：高基数叠加持续调改导致收入持续下滑

游戏收入同比降 23%，主要因《尘白禁区》（Containment Zone）与《剑网 3》（JX3）高基数而流水同比下滑及现有的游戏持续调整。《解限机》（Mecha Break）尚未实现反弹，《鹅鸭杀》（Goose Goose Duck）仍处商业化早期阶段。

办公软件：WPS365 与个人版表现强劲

办公软件方面，总营收同比增速加快至 24%，主要受益于 WPS365 与个人版业务强劲增长。WPS365 收入保持 61% 的同比高增长。个人版收入同比增长 14%，主要因月活跃设备数（MADs）同比上涨 4%，以及付费渗透率与 ARPU 提升。WPS AI 的用户规模与渗透率持续提升。

游戏业务持续亏损且经营杠杆恶化

公司整体毛利率同比降 2.2 个百分点至 80%，其中游戏业务毛利率同比降 11 个百分点至 66%，主要因高毛利的《剑网 3》等现有游戏表现疲软。游戏业务销售管理费用同比收缩，费用管控严格，而办公软件运营支出随收入增长同步上升。营业利润同比降 34%，游戏业务持续亏损且经营杠杆恶化。净利润同比激增 4 倍至 21 亿元，其中约 10 亿元来自大模型公司股权投资的未实现收益。

新游储备有限且年内收入贡献度低

游戏产品线包括三款已获得版号的作品：1) 《剑侠世界 4》（JX World 4）计划于 2026 年二季度测试、四季度上线；2) 《猫咪和汤》（Cats & Soup）计划 2026 年四季度上线；3) 两款《愤怒的小鸟》（Angry Bird）系列游戏将于 2026 年四季度至 2027 年初推出。现有游戏作品中，《剑网 3》版本更新仍是资源投入的重点。

催化因素

科技国产化：新政策发布与更新及项目招标进展；WPS AI 应用或微软 Copilot 等竞品的用户渗透率、定价与商业化进展；新游戏用户数与流水表现超预期；联营公司金山云盈利进展。

投资风险

游戏收入过度依赖《剑网3》系列；对金山云的持续投入；WPS AI 表现与商业化进展的不确定性；政企国产化推进停滞；综合办公软件领域竞争态势恶化。

公司概况

金山软件是中国互联网综合型企业，业务涵盖办公软件、网络游戏、云服务与安全软件。公司通过并表子公司运营办公软件与游戏业务，并通过联营公司开展云计算与安全软件业务。

收入按产品分类

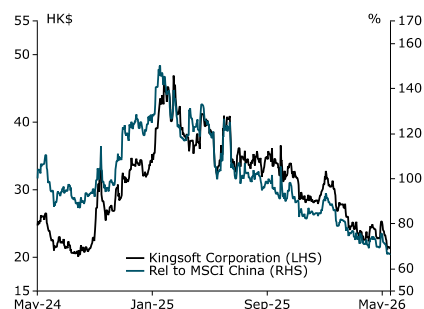
娱乐软件及其他	50.4%
办公软件及服务	49.6%

收入按地区分类

亚洲	97.3%
美洲	1.4%
欧洲	1.0%
中东及非洲	0.3%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026年5月27日): 21.24 港元

市场共识目标价(路孚特): 34.97 港元

12个月最高/最低价: 40.95 港元/21.16 港元

主要股东:

雷军 22.60%

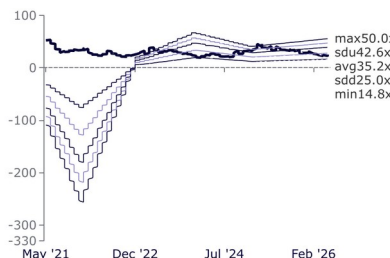
市值: 37.50 亿美元

腾讯 7.80%

3个月日均成交额: 36.35 百万美元

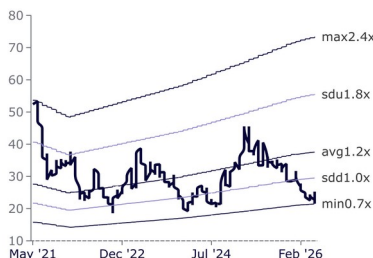
资料来源: 彭博, 路孚特

市盈率区间



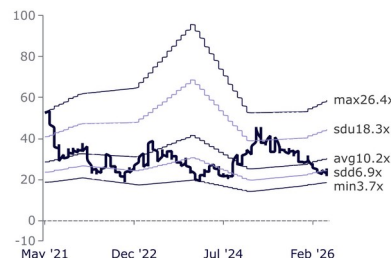
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
网易	NTES US	787.1	123.92	16.8	13.9	12.6	3.6	2.9	2.5	2.4	2.7	3.0	22.6	22.6	21.4

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 5 月 27 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。