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。

中信证券 CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026 年 11 月 11 日

软银集团

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

9984 JP

日本通信行业

融资完成，折价处于极端水平

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 11 月 10 日发布的题为《Funding done, discount at extremes》的报告，软银集团（SBG）报告上半年净亏损 7,680 亿日元，中信里昂认为无关紧要。OpenAI 的账面价值维持在 8,520 亿美元该轮融资价格不变。过桥融资已偿还，但主要是通过以英特尔、OpenAI 和 Arm 为担保的借款，且 4.2 万亿日元的母公司债务将于 2029 年 3 月财年到期。对美国数据中心电力设备计提的 5,970 亿日元费用，是 Stargate 项目首个可衡量的成本。

盈利反映的是融资，而非运营

软银上半年净亏损 7,680 亿日元，而一年前为 2.92 万亿日元利润。1.73 万亿日元的投资收益（主要来自一季度的英特尔）被数据中心费用、4,330 亿日元衍生品亏损和 7,910 亿日元财务成本所抵消，后者包括过桥融资费用的加速摊销。控股公司分部的投资收益在二季度转为 3,040 亿日元亏损。

OpenAI 维持了 3 月轮融资；新一轮融资是下一个估值标记

OpenAI 持股在 9 月末按 996 亿美元入账，维持不变，随着 10 月 100 亿美元分批投资增至约 1,096 亿美元，对应持股约 13%。10 月报告的 1.25 万亿美元投前估值轮融资将是自 3 月以来首次重新定价。Anthropic 预计本月晚些时候上市，将提供首个参考点。

过桥融资已偿还，但更多债务现在以持股为担保

再融资依赖于英特尔持股的 73.5 亿美元预付远期合约、以 OpenAI 股份担保并由软银集团担保的 100 亿美元贷款、Arm 保证金贷款增加 50 亿美元，以及 118.7 亿美元的母公司定期贷款。母公司还款集中在 2029 年 3 月财年，规模为 4.2 万亿日元，其中包括 1.57 万亿日元 OpenAI 支持的贷款，这使再融资与 OpenAI 上市时间挂钩。

催化因素

1) OpenAI 下一次定价融资轮是主要催化因素，因为这是唯一会重新标记软银集团最大非上市资产的事件。

2) Arm 的季度业绩同时驱动 NAV 和情绪，因为在进行资产支持融资后，Arm 约占持股价值的 55%。

3) SB Energy 上市以及美国数据中心项目融资进展将明确 AI 基础设施建设的融资路径。

4) ABB Robotics 收购完成将确认物理 AI 配置。

5) 恢复股票回购将是缩小折价的最直接杠杆。

投资风险

CEO 是软银集团战略愿景的关键部分，因此如果他因任何原因不再参与公司经营，市场将非常担忧。软银公司面临电信领域竞争加剧，这可能成为问题。鉴于日本利率极低，软银集团的高债务水平目前容易偿付，但如果利率开始上升，这可能成为问题。OpenAI 确认具体的 IPO 时间以及明确估值，可能被市场视为负面因素，因为投资者可能押注折价重新扩大。软银集团可能发行更多债务来收购在购买时尚未盈利的业务。该公司通过愿景基金对私营公司进行了重大投资，而这些投资的细节相当不透明，因此对私营估值的看法变化可能导致股价大幅波动；美国 IPO 市场状况是一个关键因素，其他宏观条件也是如此。就 SOTP 估值而言，该公司通常是日元疲软的受益者，因为其大部分资产在海外，但反过来，日元走强是一个风险。与阿里巴巴持股相关的未到期衍生品合约可能影响会计利润，外汇波动也可能如此。这些风险如果出现，可能导致股价在短期、中期或长期大幅下跌。另一方面，需求增强或与风险相悖的事件等积极因素，可能导致股价重新估值。

公司概况

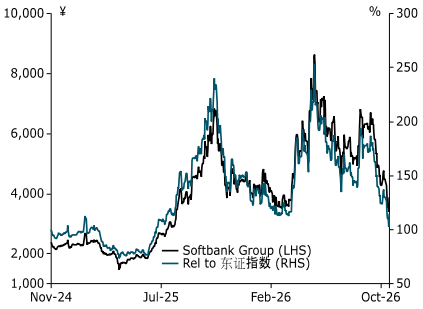
软银投资移动和互联网资产的战略在过去 30 年为公司带来了巨大增长。而且，随着日本消费者日益接受互联网服务以及全球对 AI 的兴趣不断增加，未来似乎还有更多增长。软银在其核心移动通信和互联网文化市场的地位强劲、稳固且利润丰厚。

收入按产品分类	
软银	90.3%
Arm	8.1%
软银愿景基金与 Delta 基金	0.0%

收入按地区分类	
亚洲	91.7%
美洲	4.3%
欧洲	3.1%
中东和非洲	1.0%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 11 月 10 日): 3872.0 日元

12 个月最高/最低价: 8632.0 日元/3400.0 日元

市值: 1399.00 亿美元

3 个月日均成交额: 18.90 亿美元

市场共识目标价（路孚特）: 8765.30 日元

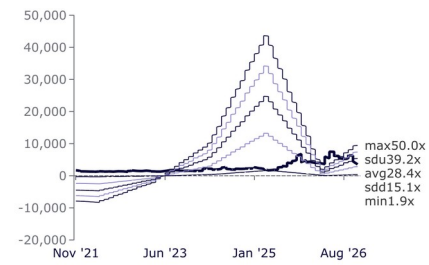
主要股东:

孙正义 32.66%

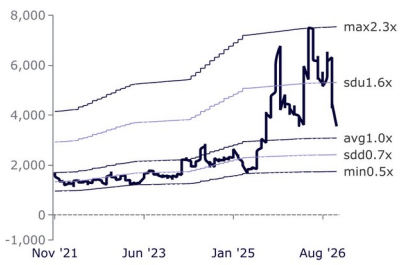
野村控股 6.29%

资料来源：彭博, 路孚特

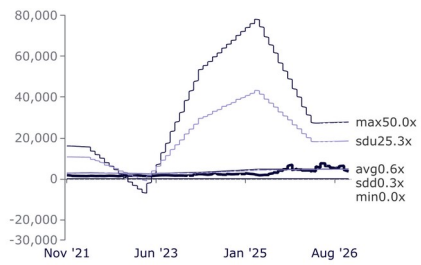
市盈率区间



市净率区间



企业价值/息税折旧摊销前利润区间



免责声明请参考封底

资料来源：彭博　　资料来源：彭博　　资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
KDDI	9433 JP	715.5	2839.00	15.3	13.6	12.7	2.2	1.9	1.7	2.8	3.0	3.1	14.1	14.7	14.1

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 11 月 10 日的收盘价。lcc: 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。