中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·港股公司简评　　社会服务

翻新影响下业绩表现优质，期待客流集聚效应提升

金沙中国有限公司（1928.HK）

核心观点

公司 24Q3 净收益 17.70 亿美元，同比-1.0%，净利润 2.68 亿美元，同比+16.0%。经调整 EBITDA 为 5.85 亿，同比-7.3%。24Q3 博彩业务整体赢额计算较 2019 同期恢复度 83.2%，环比+2.2pct。净收益和净利润较 2019 恢复度环比 24Q2 均提升，在伦敦人改造影响下展现营收和盈利稳定性。伦敦人原喜来登酒店改造为名汇并逐步开业，名汇娱乐场开业，整体改造进度可观。待优质物业释放后，叠加行业恢复加速和政策提振，预计客流吸引力提升。

事件

公司 24Q3 净收益 17.70 亿美元，同比-1.0%，净利润 2.68 亿美元，同比+16.0%。经调整 EBITDA 为 5.85 亿，同比-7.3%。

简评

改造影响下展现强韧收入和盈利能力

公司 24Q3 净收益同比基本保持稳定，净利润仍实现较好增长，在 Q3 受到伦敦人改造导致部分客房和娱乐场关闭的影响下，依然展现出较强的营收和盈利稳定性，公司在澳门博彩业仍保持较为稳健的市占率水平。24Q3 净收益恢复至 2019 同期的 83.9%，环比年内 Q1 和 Q2 恢复度均有提升，环比 Q2 恢复度+2.1pct。24Q3 净利润较 2019 同期恢复度 59.0%，环比 24Q2+10.9pct。24Q3 经调整 EBITDA 较 2019 同期恢复度 77.5%，环比 24Q2+4.2pct。考虑到下半年伦敦人改造对供给的影响大于上半年，24Q3 表现优质；公司整体博彩数据看，24Q3 贵宾业务赢额较 2019 同期恢复度 43.2%，环比快速回升，环比 24Q2+11.2pct。中场业务赢额较 2019 恢复度 93.1%，环比 24Q2 为-5.0pct，一定程度受到伦敦人物业娱乐场影响，24Q3 公司博彩业务整体赢额计算较 2019 同期恢复度 83.2%，环比 24Q2 为+2.2pct，有所提升。

分物业看，威尼斯人 24Q3 娱乐场收益较 2019 恢复度 80.4%，环比 24Q2 为+0.7pct。整体收益净额恢复度 81.3%，环比+1.0pct。经调整 EBITDA 恢复度 78.1%，环比+0.1pct；伦敦人 24Q3 娱乐场收益较 2019 恢复度 94.2%，环比+5.4pct。整体收益净额恢复度 94.5%，环比+2.6pct。经调整 EBITDA 恢复度 73.4%，环比+11.0pct。

维持　　增持

刘乐文
liulewen@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521080003
SFC 编号:BPC301

陈如练
chenrulian@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520070008
SFC 编号:BRV097

发布日期：2024 年 10 月 28 日

当前股价：18.66 港元

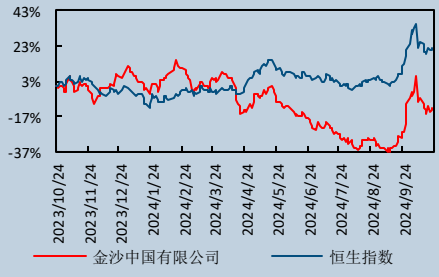
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
21.33/7.63	19.16/1.44	-12.19/-33.08

12 月最高/最低价（港元）	24.50/13.42
总股本（万股）	809,337.96
流通 H 股（万股）	809,337.96
总市值（亿港元）	1,510.22
流通市值（亿港元）	1,510.22
近 3 月日均成交量（万）	2714.59
主要股东	
Venetian Venture Development Intermediate II	71.02%

股价表现



相关研究报告

24.08.19	【中信建投社服商贸】金沙中国有限公司(1928):博彩业务韧性恢复，待伦敦人翻新完成望释放增量体验

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

伦敦人改造进度可观，优质物业增量叠加行业恢复提速助成长

伦敦人原喜来登酒店改造为万豪酒店旗下品牌，改名伦敦人名汇，打造 2405 间优质客房和系列全新体验配套，套房数量约增至 1500 间，有明显提升，实际释放面积可观且逐步开业。伦敦人名汇娱乐场也已开业，金光综艺馆预计 12 月翻新完成并迎来首秀。总体看伦敦人改造翻新的进度较可观，预计可按计划完成改造。全新升级后的酒店客房、娱乐场、演艺馆及其他娱乐设施整体体验提升，预计有望在完全开业后获取更多的客流和市场份额。若明年派息恢复，则公司凭借澳门领先的中场业务和非博彩业务占比、优质物业升级以及较疫情前大幅提升的增量面积、股东回馈提升等逻辑，有望再度加强优质客群集聚能力。澳门在十一国庆假期期间，日均入境旅客超 2019 同期，日均博彩收益也接近 2019 同期水平，表现超预期。今年适逢澳门回归 25 周年，此前国务院港澳办表示更多惠港惠澳政策还将持续推出，年内自由行城市增加、琴澳旅行团等系列政策已对澳门入境旅客恢复及年内消费增长产生良好效果，后续值得期待。

投资建议：预计 2024~2026 年实现归母净利润 10.73 亿美元、16.13 亿美元、18.82 亿美元，当前股价对应 PE 分别为 19X、13X、11X，对应 EV/EBITDA 分别为 11.5X、7.5X、6.5X，维持“增持”评级。

表 1： 盈利预测

单位/百万美元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6534	7275	8020	8535
变化率	307.1%	11.3%	10.2%	6.4%
归母净利润	692	1073	1613	1882
变化率	——	55.1%	50.3%	16.7%
经调整 EBITDA	2225	2384	2697	3090
EV/EBITDA		11.5	7.5	6.5
P/E		19	13	11

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

1、若年末内地赴澳门客流修复不及预期，则可能出现娱乐场客流整体修复不及预期，且博彩桌利用率不高的情况，从而影响收入端修复；

2、未来若澳门博彩 VIP 业务收缩幅度较大，且自营 VIP 和中场业务难以提供充足的客流以弥补，则会导致较疫情前的博彩毛收入较难修复，新博彩法对博彩桌数量上限有所规定，若博彩业呈现较明显的存量趋势，则可能带来收入端压力；

3、各牌照承诺未来 10 年投资金额，主要聚焦非博彩和外国客人引流，存在投资难取得较好回报率的风险；

4、伦敦人等物业翻新改造带来的业绩扰动以及改造完成后效果验证仍存在不确定性；

5、若消费者认为博彩业可选消费属性较强，承载力有限，则可能一定程度影响消费选择。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15％以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk