

24Q4 中场环比止跌，伦敦人营收环比上升

华泰研究

2025 年 1 月 31 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

24.70

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

易楚妍

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

港股金沙中国的母公司美股 LVS 于美国时间 1 月 29 日盘后发布 24Q4 财报，LVS 盘后股价一度涨逾 10%，主要系：1) 新加坡业绩超预期；2) LVS 2025 年季度派息由每股 0.2 美元提升到 0.25 美元；3) 金沙中国或重启派息。我们认为，金沙中国短期内或因博彩市场份额下滑面临压力，但今年 5 月伦敦人名汇正式开放后，共将新增 2405 间豪华酒店套房，加上目前已升级的威尼斯人综艺馆重新开放，整体接待能力将大幅提升，预计有助于业绩改善。

24Q4 VIP 中场恢复不及行业，但中场环比止跌

金沙中国 24Q4 博彩毛收入 16.39 亿美元，同比-4%，环比-3%，恢复至 19Q4 的 75%（行业 80%）。VIP 毛收入 1.10 亿美元，恢复至 20%（行业 43%），同比-15%，环比-38%；中场毛收入 13.66 亿美元，恢复至 93%（行业 111%），同比-4%，环比+2%；老虎机毛收入 1.63 亿美元，恢复至 101%（行业 87%），同比持平，环比-2%。金沙中国中场业务在 24Q4 环比回暖，相较于 24Q3 中场环比下滑，我们认为此前因物业翻新，金沙因市场份额低迷面临的压力有所缓解。目前伦敦人名汇已开放约 1000 间客房，预计 5 月全部竣工后将显著提升接待能力，助力重夺市场份额。

EBITDA margin 继续承压，伦敦人营收环比已明显上升

金沙中国 24Q4 净收入 17.71 亿美元，同比-5%，环比持平；经调整 EBITDA 为 5.71 亿美元，同比-13%，环比-2%，恢复至 19 年的 70%；EBITDA Margin 为 32.2%，对比 19Q4/23Q4/24Q3 的 36.7%/35.1%/33.0%。作为核心资产，威尼斯人 24Q4 净收入 6.82 亿美元，占总收入的 39%，经调整 EBITDA 为 2.50 亿美元，恢复至 2019 年的 68%，EBITDA Margin 为 36.7%，对比 19Q4/23Q4/24Q3 的 41.0%/40.4%/38.6%。伦敦人 24Q4 净收入 5.18 亿美元，同比-12%，环比+13%，EBITDA Margin 27.8%，对比 23Q4/24Q3 的 32.3%/27.0%。金沙旗下威尼斯人综艺馆已经重新启用，1 月 4 日成功举办 2024 腾讯视频星光大赏等大型活动，2 月将举办任贤齐演唱会。此外伦敦人也将于 2 月举办李克勤演唱会，以吸引中老年高消费客群。

维持买入，目标价 24.7 港元，对应 25 年 EV/EBITDA 为 12x

在 2024 年一系列经济政策推动下，澳门旅游业显著复苏。2025 年政策累积效应或将加速内需回暖，澳门博彩板块或将从中受益。此前，金沙集团 CEO 与中国商务部副部长进行会谈，亦释放积极信号。我们预计行业 GGR 25/26/27 年将恢复至 19 年的 85%/92%/97%。我们认为澳门博彩板块 EV/EBITDA 估值应往拉斯维加斯（25E 一致预期 8.4）靠拢。金沙为行业龙头之一且酒店房间最多，应向美股高端酒店行业（25E 一致预期 17.5x）靠拢，叠加重启派息利好，给予 25E 12x EV/EBITDA。

风险提示：政策落地不及预期，测算存在误差，海外博彩市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	12,514	51,057	55,435	63,289	72,806
+/-%	(44.16)	308.00	8.57	14.17	15.04
归属母公司净利润 (港币百万)	(12,334)	5,407	4,533	7,258	10,059
+/-%	50.93	(143.84)	(16.17)	60.13	38.59
EPS (港币，最新摊薄)	(1.52)	0.67	0.56	0.90	1.24
ROE (%)	(1,682)	(197.02)	202.71	89.25	59.91
PE (倍)	(12.20)	27.84	33.22	20.75	14.97
PB (倍)	(27.58)	(4,816)	33.44	12.80	6.90
EV EBITDA (倍)	(86.26)	12.15	11.50	9.66	7.87

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

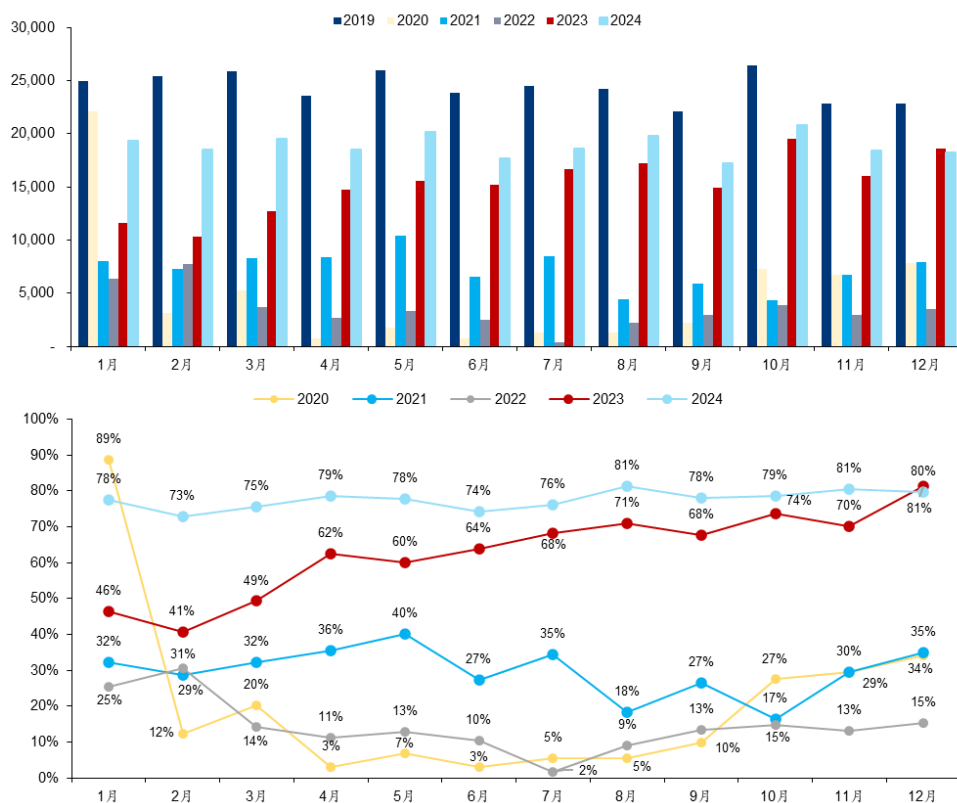
目标价 (港币)	24.70
收盘价 (港币 截至 1 月 28 日)	18.60
市值 (港币百万)	150,537
6 个月平均日成交额 (港币百万)	400.80
52 周价格范围 (港币)	13.24-24.65
BVPS (美元)	0.07

股价走势图



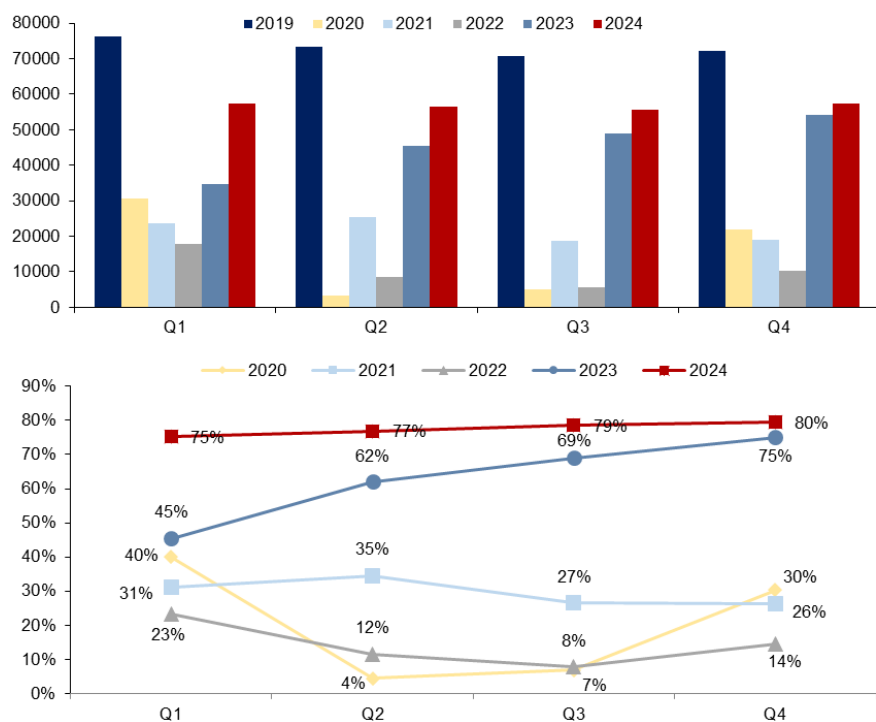
资料来源：S&P

图表1：澳门总博彩恢复情况：2024 年 12 月 GGR 修复至 2019 年同期 80%（百万澳门元）



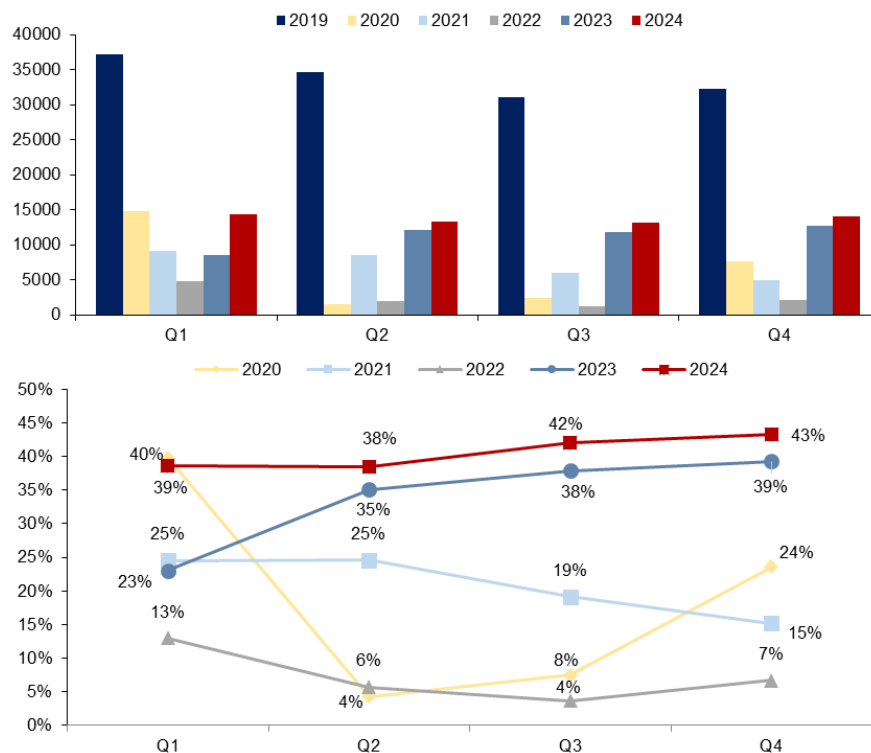
资料来源：DICJ，华泰研究

图表2：澳门博彩总收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



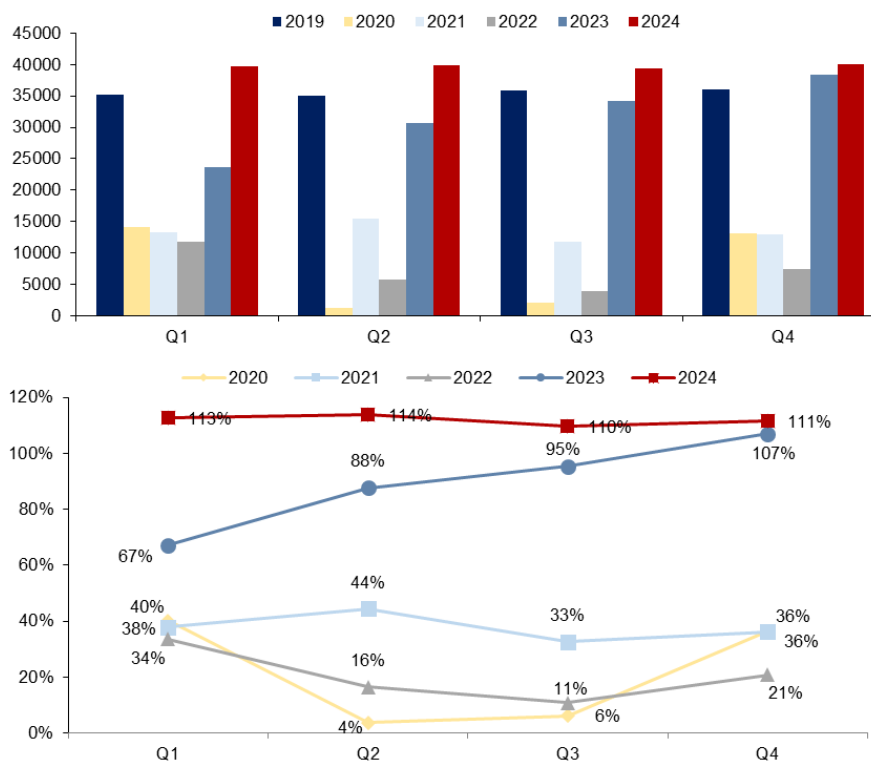
资料来源：DICJ，华泰研究

图表3：澳门 VIP 博彩收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



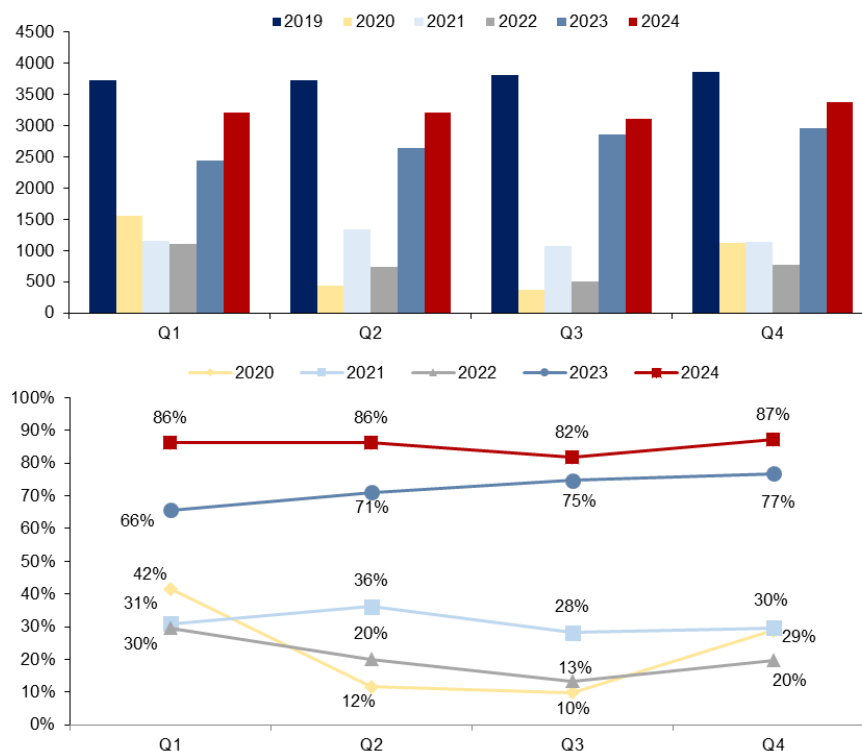
资料来源：DICJ、华泰研究

图表4：澳门中场收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



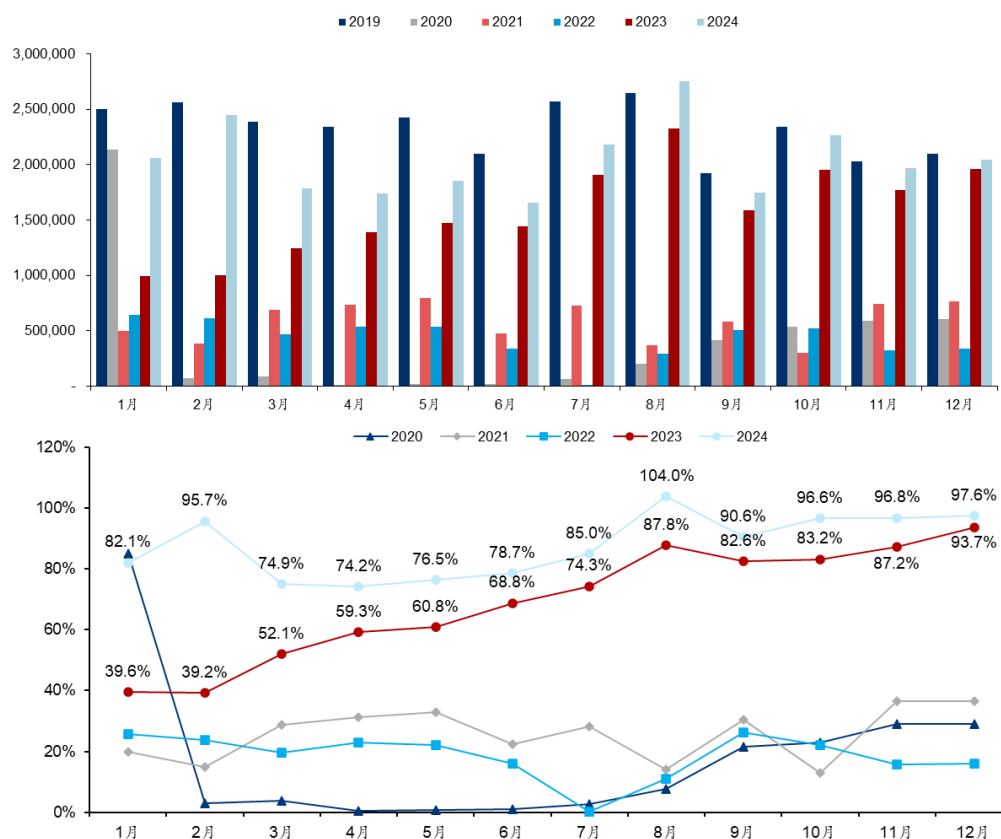
资料来源：DICJ、华泰研究

图表5：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



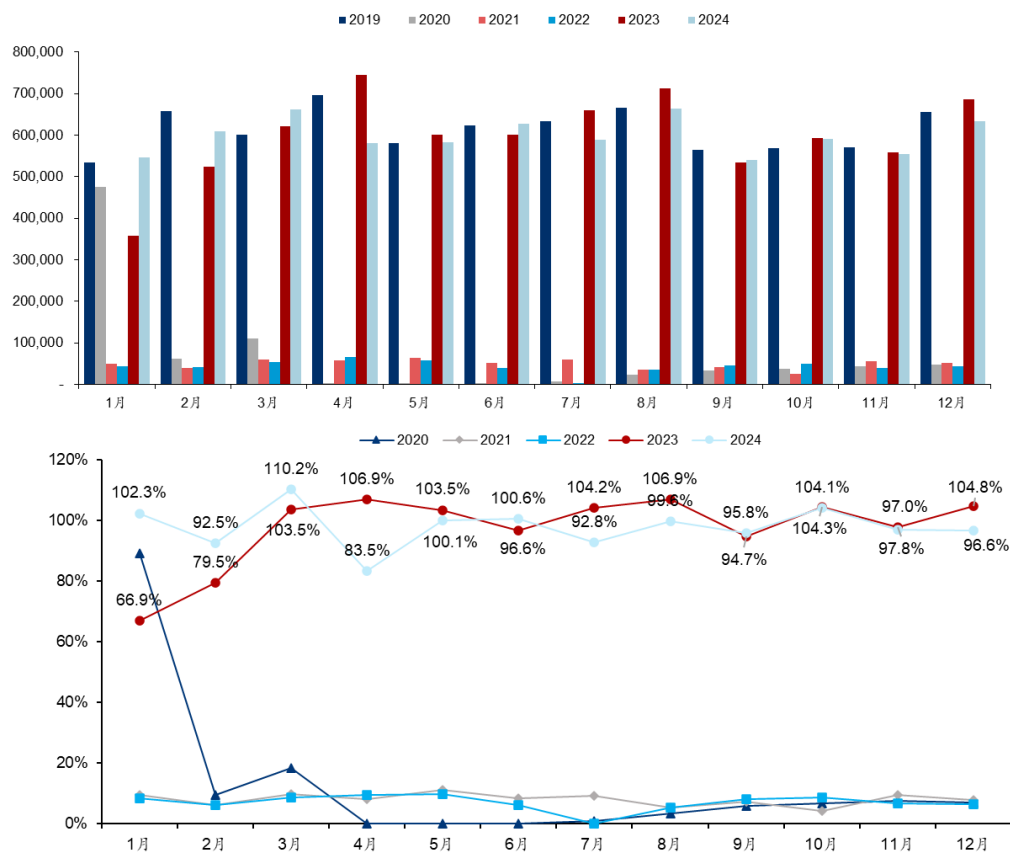
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2024 年 12 月访澳内地游客恢复至 2019 年 97.6%的水平（人，%）



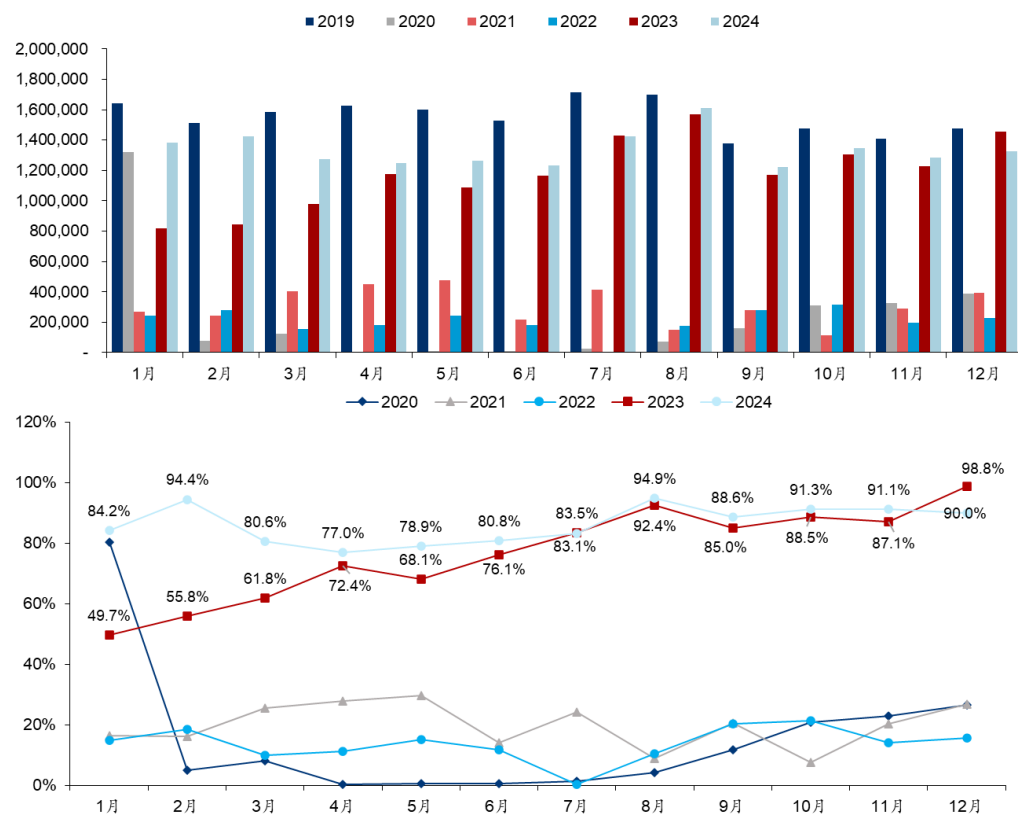
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表7：2024年12月访澳香港游客恢复至2019年同期水平96.6%（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表8：2024年12月访澳过夜游客恢复至2019年90.0%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表9：2019年以来澳门博彩营收同比增速（%）

营收同比增速（%）																									
GGR	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	
行业数据	0%	0%	-4%	-8%	-60%	-96%	-93%	-70%	-22%	685%	284%	-13%	-25%	-67%	-70%	-46%	95%	436%	779%	421%	65%	24%	14%	6%	
新濠博亚	-1%	15%	17%	4%	-42%	-87%	-90%	-67%	-40%	187%	151%	-20%	-21%	-73%	-73%	-49%	54%	463%	774%	383%	69%	22%	15%		
金沙中国	8%	0%	-5%	-4%	-66%	-100%	-95%	-73%	-13%	10430%	357%	-10%	-35%	-66%	-63%	-37%	160%	462%	792%	417%	44%	14%	3%	-2%	
永利澳门	-3%	-2%	-21%	-21%	-63%	-100%	-94%	-68%	-23%	breakeven	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%	17%	8%		
美高梅中国	20%	26%	25%	5%	-62%	-96%	-94%	-60%	4%	1124%	545%	-5%	-15%	-58%	-72%	-43%	131%	456%	879%	481%	83%	37%	14%		
银河娱乐	-11%	-12%	-11%	-16%	-65%	-97%	-94%	-68%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	908%	411%	59%	35%	16%		
澳博控股	-5%	-10%	-13%	-8%	-62%	-90%	-90%	-76%	-33%	200%	160%	-1%	-4%	-46%	-61%	-40%	53%	246%	502%	339%	77%	31%	31%		
VIP	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	
行业数据	-13%	-16%	-22%	-23%	-60%	-96%	-92%	-76%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%	10%	11%	10%	
新濠博亚	-8%	7%	16%	-6%	-26%	-78%	-89%	-77%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%		
金沙中国	0%	-13%	-36%	-20%	-71%	-101%	-90%	-90%	-9%	breakeven	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	-15%	
永利澳门	-7%	-9%	-41%	-39%	-67%	-106%	-96%	-80%	-41%	breakeven	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%		
美高梅中国	3%	22%	4%	-20%	-69%	-96%	-95%	-74%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%	-22%	-25%		
银河娱乐	-24%	-25%	-27%	-29%	-67%	-96%	-93%	-74%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1352%	514%	64%	49%	35%		
澳博控股	-19%	-31%	-43%	-28%	-70%	-95%	-93%	-86%	-59%	115%	62%	-62%	-29%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%	4%	132%		
Mass	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	
行业数据	18%	21%	19%	9%	-60%	-96%	-94%	-64%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	4%	
新濠博亚	9%	29%	22%	12%	-56%	-97%	-93%	-59%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%		
金沙中国	13%	5%	9%	3%	-64%	-99%	-96%	-67%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%	17%	4%	-4%	
永利澳门	2%	8%	7%	5%	-57%	-98%	-93%	-57%	-5%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%	32%	9%		
美高梅中国	35%	36%	48%	31%	-58%	-98%	-95%	-52%	22%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%	50%	21%		
银河娱乐	9%	7%	11%	0%	-62%	-98%	-95%	-61%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	888%	400%	57%	32%	13%		
澳博控股	8%	8%	12%	8%	-58%	-89%	-89%	-71%	-21%	241%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%	25%		

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表10：澳门博彩恢复至2019年水平（%）

恢复至2019年水平	GGR								VIP								中场								老虎机							
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	####	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%
金沙博亚	43%	57%	58%	64%	72%	70%	66%		17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%		61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%		75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%	
新濠中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	75%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	93%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	101%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%		12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%		74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%		47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%		28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%		117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%		64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%		11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%		72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%		60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%		5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%		55%	68%	78%	83%	92%	93%	97%		87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	

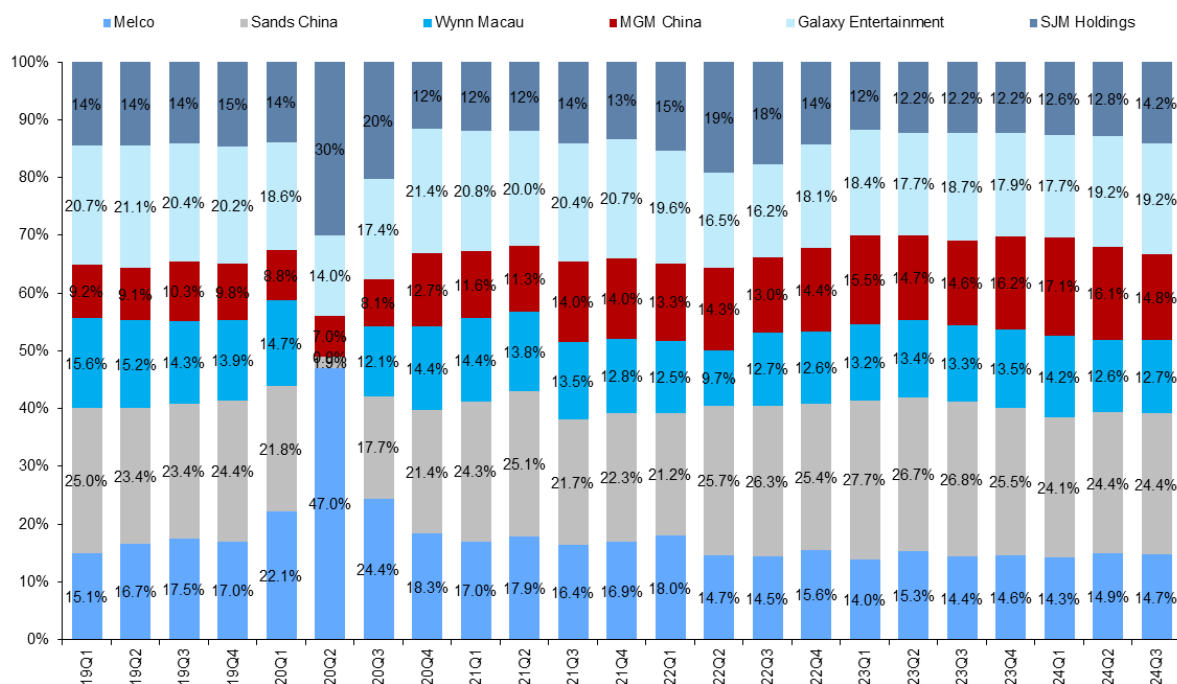
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表11：2023年以来澳门博企EBITDA同比和环比增速

	EBITDA同比增速								EBITDA环比增速								EBITDA恢复至19年水平							
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
新濠博亚	448%	412%	371%	712%	107%	17%	16%		397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%		35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%	
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	4%	-7%	-13%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	-2%	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%	70%
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	3%	87%		330%	58%	4%	16%	14%	-6%	3%		40%	72%	85%	85%	88%	82%	87%	
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%		450%	16%	8%	16%	23%	-2%	-19%		90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%	
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%	26%	2%		1270%	30%	12%	1%	1%	4%	-7%		51%	60%	72%	72%	76%	76%	74%	
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	102%	83%		103%	1287%	32%	24%	23%	1%	19%		3%	43%	60%	59%	83%	87%	109%	

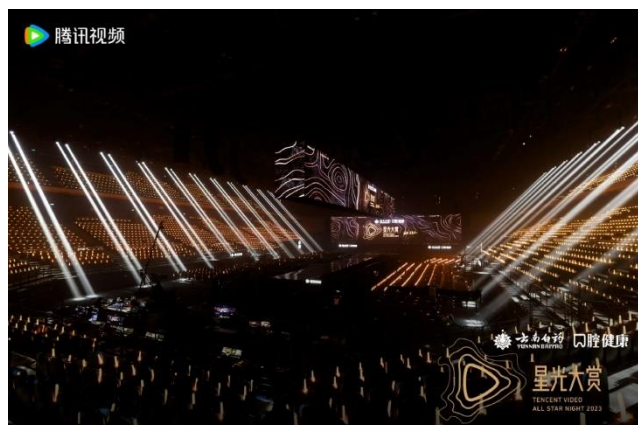
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表12：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）



资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表13：腾讯 2024 星光大赏



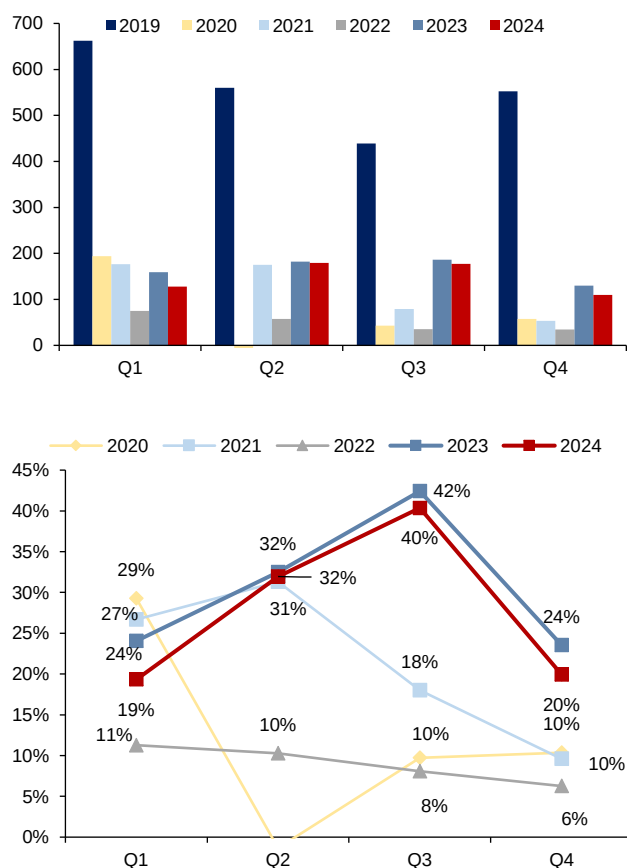
资料来源：金沙中国官网、华泰研究

图表14：任贤齐澳门演唱会



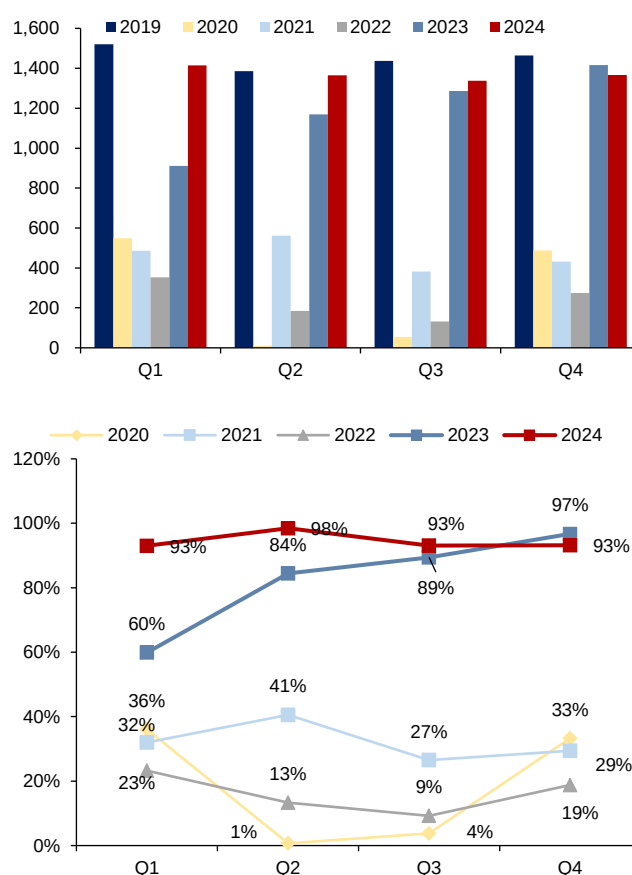
资料来源：金沙中国官网、华泰研究

图表15: 金沙VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万美元)



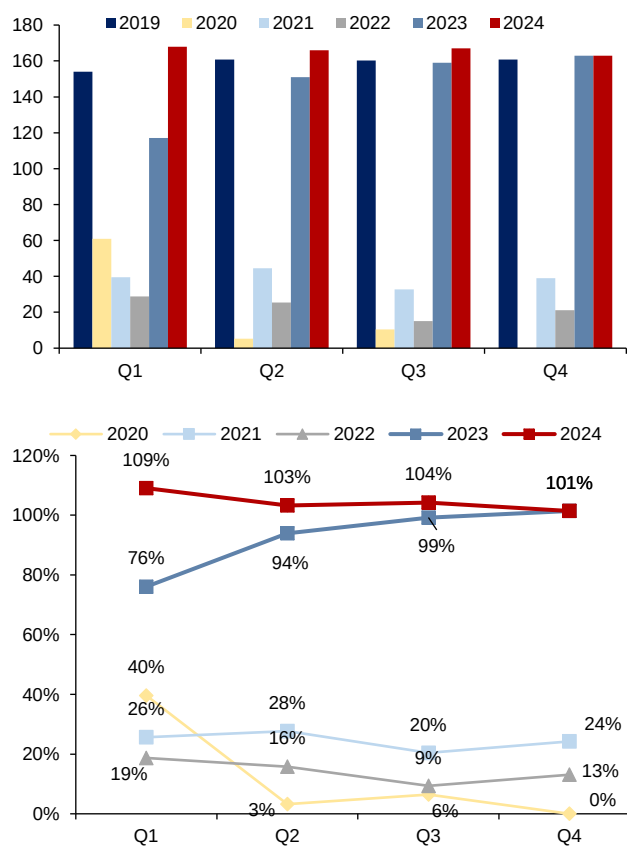
资料来源: 金沙公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表16: 金沙中场业务毛收入对比19年修复情况(百万美元)



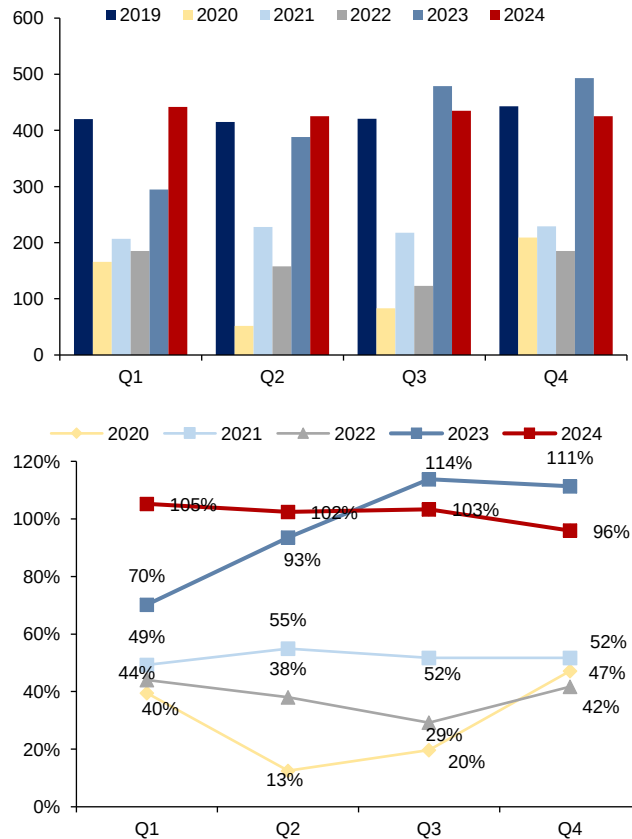
资料来源: 金沙公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表17: 金沙老虎机业务毛收入对比19年修复情况(百万美元)



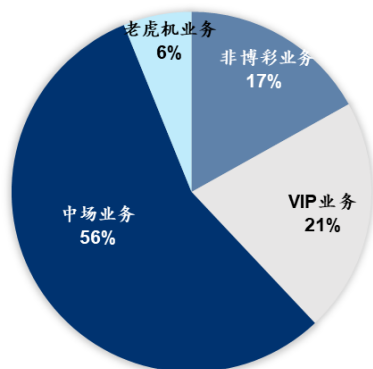
资料来源: 金沙公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表18: 金沙非博彩业务毛收入对比19年修复情况(百万美元)



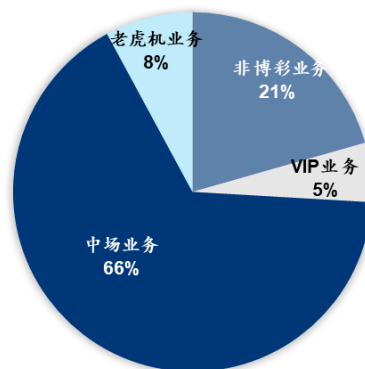
资料来源: 金沙公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表19：金沙 19Q4 金沙中国各业务收入占比



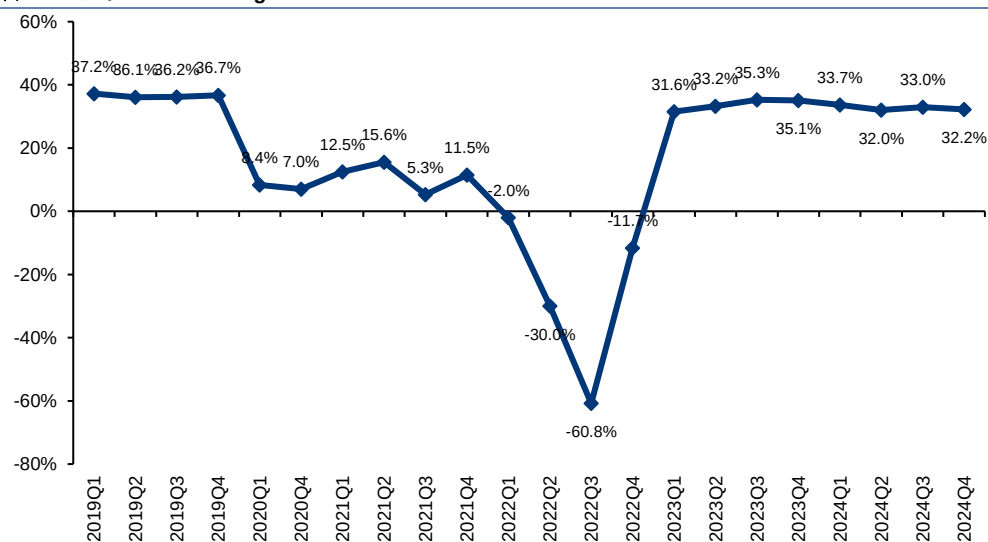
资料来源：金沙公告、Visible Alpha、华泰研究

图表20：24Q4 金沙中国各业务收入占比



资料来源：金沙公告、Visible Alpha、华泰研究

图表21：金沙 EBITDA Margin



注：由于疫情期间（2020Q2-Q3）EBITDA Margin 为异常值，故我们不予展示

资料来源：金沙公告、华泰研究

图表22：金沙中国目标价测算

	2025E
EBITDA (百万港元)	21,032
EV/EBITDA (倍)	12.0
企业价值 (百万港元)	252,384
现金 (百万港元)	4,474
长短期债务 (百万港元)	57,124
少数股东权益	0
市值 (百万港元)	199,735
总股数 (百万)	8,093
目标价	24.7

资料来源：Wind、华泰研究预测



图表23：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表

公司	股票代码	2024年涨跌幅%	年初至今 涨跌幅%	总市值 (亿美元)	收入 (十亿美元)			EBITDA (十亿美元)			PE			EV/EBITDA		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
香港上市公司 均值																
银河娱乐	27 HK	-22.79	0.76	186.77	47.93	52.17	62.06	13.99	15.58	19.16	13.38	12.08	9.67	9.29	8.34	6.78
金沙中国	1928 HK	-8.53	-11.00	193.28	61.80	67.54	77.70	20.47	23.33	28.03	14.66	11.41	8.53	9.78	8.58	7.14
永利澳门	1128 HK	-14.13	5.38	38.33	29.70	31.22	37.07	8.09	8.43	10.20	10.66	9.44	6.11	6.98	6.70	5.54
澳博控股	880 HK	8.91	-9.29	22.25	31.42	32.97	36.14	4.62	5.23	6.02	17.85	10.20	7.07	9.27	8.18	7.11
美高梅中国	2282 HK	6.51	10.06	53.38	31.63	33.17	31.78	8.47	8.87	9.33	9.10	8.17	7.49	7.12	6.80	6.47
新濠国际	200 HK	-18.46	-3.14	8.41	39.27	41.11	41.11	9.79	9.99	-0.01	14.52	15.76	15.76	7.22	7.07	
美国上市公司 均值																
金沙集团	LVS US	5.61	-15.44	314.88	96.07	101.53	107.47	35.82	38.71	42.04	15.80	13.72	11.32	8.99	8.32	7.66
美高梅国际	MGM US	-22.87	-1.85	101.26	133.74	137.05	140.45	36.72	38.85	41.06	14.90	12.09	9.24	8.44	7.98	7.55
永利度假	WYNN US	-4.92	-2.38	92.37	56.14	57.72	60.98	16.37	16.93	18.03	16.33	14.82	10.89	9.26	8.96	8.41
新濠博亚	MLCO US	-35.08	1.38	24.64	37.92	40.27	46.47	9.34	9.98	0.00	11.71	8.00	6.10	7.76	7.27	
凯撒娱乐	CZR US	-29.10	6.46	75.60	91.33	93.89	96.48	31.03	32.10	33.56	31.00	18.16	12.53	8.13	7.86	7.52
佩恩国民博彩	PENN US	-24.25	4.84	31.72	54.34	56.99	60.61	13.33	14.94	16.77	30.86	12.91	6.60	7.93	7.08	6.31
博伊德赌场	BYD US	16.50	5.73	67.79	30.58	31.27	29.02	10.23	10.47	10.72	11.60	10.59	9.93	7.89	7.71	7.53
美股高端酒店集团 均值																
万豪酒店	MAR US	24.24	3.84	804.95	207.40	220.45	231.05	41.74	44.55	47.98	27.19	24.17	21.72	17.59	16.48	15.31
希尔顿酒店	HLT US	35.36	2.74	619.03	93.30	101.37	107.79	28.63	31.15	33.83	31.79	27.41	23.58	19.66	18.07	16.64
洲际酒店	IHG US	39.10	7.38	211.49	21.14	22.62	24.92	10.15	10.94	11.84	26.34	23.44	20.74	18.09	16.77	15.51
凯悦酒店	H US	20.19	0.30	151.21	54.81	58.08	63.10	9.17	9.90	11.25	41.56	32.97	23.06	14.62	13.55	11.92

注：港股截至1月28日收盘价，美股截至1月29日收盘价，以当地货币记录
资料来源：Bloomberg（含一致预期）、华泰研究

风险提示

- 1. 政策落地不及预期：2024年9月以来澳门客流恢复受中国消费刺激政策带动，政策后续落地情况或影响客流及博彩收入恢复。
- 2. 测算存在误差：金沙中国2024-2026年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
- 3. 海外博彩市场竞争加剧：若下半年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门博彩收入复苏水平。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,514	51,057	55,435	63,289	72,806
销售成本	(4,218)	(21,048)	(23,005)	(26,265)	(30,215)
毛利润	8,296	30,009	32,429	37,024	42,592
销售及分销成本	(8,046)	(8,970)	(9,419)	(9,890)	(10,384)
管理费用	(5,848)	(6,322)	(7,586)	(9,103)	(10,924)
其他收入/支出	(3,470)	(5,004)	(7,206)	(8,228)	(9,465)
财务成本净额	(3,314)	(3,782)	(3,635)	(2,455)	(1,669)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(12,381)	5,790	4,583	7,349	10,150
税费开支	46.78	(382.89)	(50.59)	(90.59)	(90.59)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(12,334)	5,407	4,533	7,258	10,059
折旧和摊销	(6,152)	(6,322)	(6,322)	(6,322)	(6,322)
EBITDA	(2,527)	17,386	18,151	21,032	24,782
EPS (港币, 基本)	(1.52)	0.67	0.56	0.90	1.24

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	148.14	203.16	223.48	245.82	270.41
应收账款和票据	1,131	2,891	3,932	5,297	7,186
现金及现金等价物	13,270	10,635	8,162	4,474	4,456
其他流动资产	7.80	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动资产	14,557	13,729	12,317	10,017	11,913
固定资产	61,625	58,050	59,211	60,395	61,603
无形资产	241.70	3,719	3,794	3,870	3,947
其他长期资产	NA	NA	6,533	7,186	7,904
总长期资产	67,793	67,708	69,538	71,451	73,455
总资产	82,349	81,438	81,855	81,468	85,368
应付账款	7,079	10,150	11,021	12,582	14,474
短期借款	15,305	125.02	117.00	117.00	118.00
其他负债	0.00	1,727	0.00	0.00	0.00
总流动负债	22,384	12,002	11,138	12,699	14,592
长期债务	64,074	64,950	61,923	52,931	45,081
其他长期债务	1,349	4,516	4,291	4,076	3,872
总长期负债	65,423	69,466	66,213	57,007	48,954
股本	631.54	632.93	634.82	634.82	635.82
储备/其他项目	(6,089)	(664.19)	3,869	11,127	21,186
股东权益	(5,458)	(31.26)	4,503	11,762	21,822
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	(5,458)	(31.26)	4,503	11,762	21,822

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(12.20)	27.84	33.22	20.75	14.97
PB	(27.58)	(4,816)	33.44	12.80	6.90
EV EBITDA	(86.26)	12.15	11.50	9.66	7.87
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(3.80)	3.71	4.30	5.57	6.78

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(2,527)	17,386	18,151	21,032	24,782
融资成本	3,314	3,782	3,635	2,455	1,669
营运资本变动	(960.38)	4,431	(416.61)	(39.95)	(226.04)
税费	46.78	(382.89)	(50.59)	(90.59)	(90.59)
其他	(3,561)	(10,322)	(7,555)	(8,072)	(9,021)
经营活动现金流	(3,688)	14,893	13,763	15,284	17,113
CAPEX	(1,879)	(14,105)	(7,557)	(7,582)	(7,607)
其他投资活动	NA	NA	455.59	130.24	56.15
投资活动现金流	(2,534)	(1,407)	(7,101)	(7,451)	(7,551)
债务增加量	(77.97)	(15,511)	(3,035)	(8,992)	(7,849)
权益增加量	9,356	7.81	1.89	0.00	1.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	4,920	(3,657)	(6,102)	(2,528)	(1,734)
融资活动现金流	14,198	(19,160)	(9,135)	(11,520)	(9,581)
现金变动	7,976	(5,673)	(2,473)	(3,687)	(18.50)
年初现金	5,287	13,270	10,635	8,162	4,474
汇率波动影响	7.80	(15.63)	0.00	0.00	0.00
年末现金	13,270	10,635	8,162	4,474	4,456

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(44.16)	308.00	8.57	14.17	15.04
毛利润	(41.64)	261.74	8.07	14.17	15.04
营业利润	116.54	(207.12)	(15.39)	19.30	20.55
净利润	50.93	(143.84)	(16.17)	60.13	38.59
EPS	50.93	(143.83)	(16.18)	60.11	38.57
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	66.29	58.78	58.50	58.50	58.50
EBITDA	(20.20)	34.05	32.74	33.23	34.04
净利润率	(98.57)	10.59	8.18	11.47	13.82
ROE	(1,682)	(197.02)	202.71	89.25	59.91
ROA	417.00	517.00	617.00	717.00	817.00
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(1,211)	(174,153)	1,196	412.98	186.71
流动比率	0.65	1.14	1.11	0.79	0.82
速动比率	0.64	1.13	1.09	0.77	0.80
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.16	0.62	0.68	0.78	0.87
应收账款周转天数	36.79	14.18	22.16	26.25	30.86
应付账款周转天数	658.51	147.35	165.65	161.76	161.19
存货周转天数	11.31	3.00	3.34	3.22	3.08
现金转换周期	(610.41)	(130.17)	(140.16)	(132.29)	(127.25)
每股指标 (港币)					
EPS	(1.52)	0.67	0.56	0.90	1.24
每股净资产	(0.67)	(0.00)	0.56	1.45	2.69

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 金沙中国有限公司（1928 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 金沙中国有限公司（1928 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司