

買入

2025 年 02 月 05 日

24 年第四季度業績符合預期，倫敦人第二期將能推動集團表現

- **24 年第四季度業績概況：**淨收益同比減少 5.0%，環比減少 0.6%，到 17.6 億美元（恢復到 2019 年的 79%）。貴賓業務環比減少 39.6%（此業務恢復到 19 年同期的 19%），中場業務業務環比增長 2.1%（高端中場環比減少 1.0%，為 19 年同期的 103%；大眾中場環比增長 5.5%，恢復到 19 年同期的 85.0%）。零售業務方面：毛收入和經營利潤分別環比增長 8.8%/8.3%（分別恢復到 2019 年的 85.0%/81.8%）。酒店入住率為 98.9%，平均價格為 236 美元。經調整 EBITDA 環比減少 2.4%到 5.71 億美元（恢復到 19 年同期的 70%）。EBITDA 率環比減少 0.6 個百分點到 32.4%。季度淨利潤環比減少 11.6%到 2.37 億美元。期內業務主要受倫敦人第二期的翻新工程及澳門回歸 25 周年的影響，但總體業績表現符合預期。集團持有現金約 19.7 億美元，淨負債減少 0.4 億到 60.4 億美元。
- **各娛樂場的表現：**澳門威尼斯人、倫敦人、巴黎人、澳門四季酒店及百利宮娛樂場、澳門金沙的收入分別恢復到 2019 年同期的 75%、93%、57%、91%、57%；其經調整 EBITDA 分別為 250 百萬美元、144 百萬美元、69 百萬美元、83 百萬美元、20 百萬美元（分別恢復到 2019 年同期的 68%、74%、57%、81%、50%）。
- **其他要點：**第四季度零售收入同比的減少，主要是受疫情後的擠壓消費需求導致去年較高基數的影響。倫敦人名匯的娛樂場已於去年9月底開業，今年春節前後也增加了新的高端中場博彩區。酒店方面：集團於去年第四季度推出315間套房，春節前約有1000間套房和客房投入服務。預計今年5月前，全部1500間套房和905間客房能推出市場。集團重視 EBITDA表現和利潤分紅。預計EBITDA率會隨著收入的增加和良好的費用控制而提升。期內，集團回購了2.5億美元等值的股票，母公司的持股比例提升到72.3%。
- **維持買入評級，目標價24.45港元：**縱使路氹的專案缺少20%的酒店客房，金沙中國依然能取得穩定的EBITDA，證明集團擁有良好的管理能力和受市場歡迎的產品。隨著倫敦人第二期的投入，我們相信集團的收入和利潤率將能逐步提升。集團作為澳門最大規模綜合娛樂度假村的經營者，在中場和非博彩領域擁有領先地位；我們對集團的長期發展充滿信心。我們維持買入評級，目標價為24.45 港元，對應2025 年11.5 倍的 EV/EBITDA。
- **風險因素：**我們認為以下是一些比較重要的風險：宏觀不確定性、訪澳的需求低於預期、倫敦人項目的表現低於預期、政策的風險。

王柏俊

852 2532 1915

Patrickwong@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	博彩和娛樂
股價	17.28 港元
目標價	24.45 港元 (+41.5%)
股票代碼	1928
已發行股本	80.93 億股
市值	1399 億港元
52 周高/低	24.65/13.24 港元
每股淨現值	0.51 港元
主要股東	LVS Sands Corp 72.3%

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入（百万美元）	1,605	6,534	7,080	7,808	8,539
变动（%）	-44.2%	307.1%	8.4%	10.3%	9.4%
EBITDA（百万美元）	-323	2,225	2,330	2,657	2,952
变动（%）	-194.7%	-788.9%	4.7%	14.0%	11.1%
净利润（百万美元）	-1,582	692	1,006	1,246	1,587
变动（%）	-	-143.7%	45.4%	23.8%	27.4%
每股收益（美仙）	-19.55	15.86	19.99	21.92	19.61
市盈率@17.28港元（倍）	(6.9)	8.5	6.7	6.1	6.9
每股股息（美仙）	0.0	0.0	0.0	4.6	5.9
股息现价比（%）	0.00%	0.00%	0.00%	2.08%	2.66%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

損益表						財務分析					
〈美元〉〈百萬元〉， 財務年度截至12月31日						〈美元〉〈百萬元〉， 財務年度截至12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
总收入	1,605.0	6,534.0	7,080.0	7,807.8	8,539.2	盈利能力					
净博彩收入	947.0	4,841.0	5,346.0	6,004.1	6,496.5	EBITDA 利率 (%)	-20.1%	34.1%	32.9%	34.0%	34.6%
其他收入	658.0	1,693.0	1,734.0	1,803.8	2,042.8	净利率 (%)	-98.6%	10.6%	14.2%	16.0%	18.6%
经营开支	(2,768.0)	(5,309.0)	(5,772.0)	(6,192.3)	(6,622.0)	营运表现					
EBITDA	(323.0)	2,225.0	2,330.0	2,657.0	2,951.9	实际税率 (%)	0.4%	6.6%	4.8%	4.8%	4.8%
营运利润	(1,163.0)	1,225.0	1,308.0	1,615.5	1,917.2	财务状况					
净财务开支	(425.0)	(484.0)	(408.8)	(307.4)	(250.7)	净资产负债率	-1608.9%	-256550.0%	858.2%	402.4%	222.5%
税前盈利	(1,588.0)	741.0	899.2	1,308.1	1,666.5	财务杠杆系数	0.73	1.65	1.45	1.24	1.15
所得税	6.0	(49.0)	(42.7)	(62.1)	(79.2)	ROA	-15.0%	6.7%	10.2%	12.9%	16.0%
净利润	(1,582.0)	692.0	1,006.5	1,246.0	1,587.3	ROE	226.0%	-17300.0%	100.4%	66.5%	53.2%
增长						股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	2.08%	2.66%
博彩净收入 (%)	-52.3%	411.2%	10.4%	12.3%	8.2%						
EBITDA (%)	-	-	4.7%	14.0%	11.1%						
净利润 (%)	-	-	45.4%	23.8%	27.4%						
资产负债表						现金流量表					
〈美元〉〈百萬元〉， 財務年度截至12月31日						〈美元〉〈百萬元〉， 財務年度截至12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2025年 预测
现金	790.0	1,361.0	931.3	701.2	909.1	税前盈利	(1,588.0)	741.0	899.2	1,308.1	1,666.5
存货	19.0	26.0	26.0	26.0	26.0	折旧和摊销	750.0	809.0	760.6	757.6	797.6
其他流动资产	1,057.0	296.0	296.0	296.0	296.0	营运资金变化	(76.0)	227.0	0.0	0.0	0.0
总流动资产	1,867.0	1,683.0	1,253.3	1,023.2	1,231.1	其他	441.0	516.0	366.1	245.3	171.6
固定资产	7,904.0	7,339.0	7,378.4	7,420.8	7,423.3	营运活动现金流	(473.0)	2,293.0	2,025.9	2,310.9	2,635.6
无形资产	31.0	476.0	476.0	476.0	476.0	资本开支	(241.0)	(231.0)	(800.0)	(800.0)	(800.0)
投资物业	598.0	566.0	566.0	566.0	566.0	其他投资活动	(84.0)	51.0	50.4	52.9	55.6
其他	37.0	70.0	70.0	70.0	70.0	投资活动现金流	(325.0)	(180.0)	(749.6)	(747.1)	(744.4)
总资产	10,562.0	10,258.0	9,867.7	9,680.1	9,890.4	负债变化	1,200.0	(1,948.0)	(1,246.8)	(1,059.8)	(900.8)
应付帐款	907.0	1,299.0	1,299.0	1,299.0	1,299.0	派息	0.0	0.0	0.0	(373.8)	(476.2)
短期负债	1,964.0	16.0	16.0	16.0	16.0	其他	621.0	(504.0)	(459.2)	(360.3)	(306.3)
其他	0.0	57.0	57.0	57.0	57.0	融资活动现金流	1,821.0	(2,452.0)	(1,706.0)	(1,793.9)	(1,683.3)
总短期负债	2,871.0	1,372.0	1,372.0	1,372.0	1,372.0	现金变化	1,023.0	(339.0)	(429.7)	(230.1)	207.9
长期借款	8,255.0	8,312.0	7,065.2	6,005.4	5,104.6	期初持有现金	678.0	1,702.0	1,361.0	931.3	701.2
其他负债	136.0	578.0	578.0	578.0	578.0	汇兑损益	1.0	(2.0)	0.0	0.0	0.0
总负债	11,262.0	10,262.0	8,603.2	7,543.4	6,642.6	期末持有现金	1,702.0	1,361.0	931.3	701.2	909.1
股东权益	(700.0)	(4.0)	1,002.5	1,874.6	2,985.8						

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。