

2025 年 4 月 28 日

2025 年一季报业绩点评：业绩基本符合预期，新物业
爬坡进度仍需验证

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万美元）	7,080.0	7,553.1	8,313.7	8,649.3
同比	8.4	6.7	10.1	4.0
经调整物业 EBITDA（百万美元）	2,329.0	2,473.4	2,895.1	3,039.6
同比	-	6.2	17.0	5.0
每股收益-最新股本摊薄（美元/股）	0.13	0.16	0.21	0.23
EV/经调整物业 EBITDA	9.4	8.8	7.5	7.2

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

- **1Q25 金沙中国实现总博收 16.0 亿美元，环比下滑 1.8%。**其中，贵宾/中场（含角子机）分别实现博收 1.6/14.5 亿美元，环比分别增长 49.3%/下滑 5.5%。博监局数据口径下，行业贵宾/中场（含角子机）博收环比分别增长 3.3%/下滑 0.5%。公司中场业务表现较行业有一定差距，主要系受到威尼斯人中场业务环比下滑 8.2%的拖累。管理层目前已经注意到了这一情况，并将采取行动吸引更多高价值客户，以一定程度上弥补普通中场客户需求的不足。
- **1Q25 金沙中国业绩基本符合预期。**营收端，1Q25 公司实现净收益 17.1 亿美元，环比下滑 3.5%，略低于市场预期约 3%。其中，博彩/非博彩业务分别贡献 12.7/4.4 亿美元，环比分别下滑 3.2%/4.4%。两大业务环比均有所下滑。**利润端**，1Q25 公司实现经调整物业 EBITDA 5.35 亿美元，环比下滑 6.3%，基本符合市场预期。对应经调整物业 EBITDA 利润率为 31.3%，环比下滑 0.9pct，主要系开放威尼斯人综艺馆和伦敦人二期之后，员工人数有所增加，同时员工薪酬亦有所上涨。
- **伦敦人二期客房已翻新完成，但爬坡进度仍需验证。**伦敦人二期的 2,405 间套房及客房已于 25 年 4 月中旬全部翻新完成，公司将以充足的客房供应来迎接五一黄金周的入境客流。同时，管理层指出，伦敦人二期将是公司未来 6-12 个月的增长动力，但我们认为该物业的爬坡进度仍需持续验证，主要基于：1）宏观经济较弱的情况下，博彩行业增长放缓，或已进入存量竞争状态，仅凭新物业未必能吸引足够多的高价值客户；2）尽管客流恢复情况较好，但入境旅客多为广东省内当日往返的旅客，该人群的博彩消费能力普遍不高。若该现象持续，将会对伦敦人二期的爬坡造成一定不利影响。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年净收益分别为 75.5/83.1/86.5 亿美元，预计公司经调整物业 EBITDA 分别为 24.7/29.0/30.4 亿美元。当前股价对应 2025-2027 年 EV/EBITDA 分别为 8.8/7.5/7.2 倍。尽管公司目前的估值较有吸引力，但考虑到公司威尼斯人中场业务下滑明显&伦敦人二期爬坡的进度仍不明朗，我们下调目标价至 21.0 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**中国宏观经济增长不及预期、澳门旅游业复苏低于预期、海外博彩市场分流、澳门博彩监管政策趋严。

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

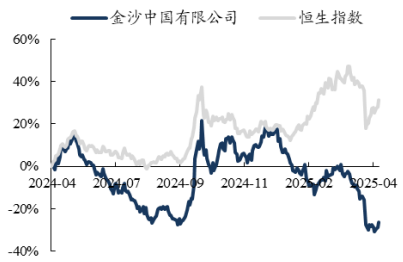
ouyangshirui@dwzq.com.hk

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

股价走势



数据来源：iFind

市场数据

收盘价(港元)	13.62
一年最低/最高价	12.20/22.70
市净率(倍)	13.8
流通 H 股市值(百万港元)	110,232

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	0.99
资产负债率(%)	90.8%
总股本(百万股)	8,093.4
流通 H 股(百万股)	8,093.4

数据来源：iFind

相关研究

《金沙中国有限公司 (1928.HK)：2024 年三季报业绩点评：业绩略超预期，物业翻新扰动将于 Q4 达峰，利润率有望平稳恢复》

2024-10-24

金沙中国有限公司三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,285	2,218	2,611	3,217	营业收入	7,080	7,553	8,314	8,649
现金	1,970	1,899	2,270	2,844	博彩净收益	5,346	5,593	6,168	6,433
应收账款	287	287	306	337	客房	774	862	930	946
存货	28	32	35	36	购物中心	493	572	606	628
其他流动资产	0	0	0	0	餐饮	369	385	460	489
非流动资产	8,884	8,431	7,992	7,537	会议, 渡轮及其他	98	140	150	154
投资物业净额	528	485	442	399	博彩税	-2,694	-2,773	-3,063	-3,197
物业及设备净额	7,691	7,281	6,885	6,474	职工薪酬	-1,223	-1,294	-1,360	-1,422
无形资产净额	438	438	438	438	折旧及摊销	-754	-748	-766	-782
其他非流动资产	227	227	227	227	存货成本	-89	-87	-95	-100
资产总计	11,169	10,649	10,603	10,754	其他经营支出	-954	-1,075	-1,063	-1,059
流动负债	2,993	2,242	2,237	3,490	营业利润	1,366	1,577	1,967	2,090
应付账款	1,342	1,415	1,510	1,563	利息收入	68	44	49	69
短期借款	1,639	815	715	1,915	利息支出	-424	-330	-293	-297
其他流动负债	12	12	12	12	利润总额	1,010	1,291	1,723	1,863
非流动负债	7,145	6,345	6,645	5,745	减: 所得税费用	35	0	0	0
长期借款	6,520	5,720	6,020	5,120	归母净利润	1,045	1,291	1,723	1,863
其他非流动负债	625	625	625	625					
负债合计	10,138	8,587	8,882	9,235	每股收益-摊薄(美元)	0.13	0.16	0.21	0.23
归属母公司股东权益	1,031	2,062	1,719	1,516	经调整物业 EBITDA	2,329	2,473	2,895	3,040
少数股东权益	0	1	2	3					
所有者权益合计	1,031	2,063	1,721	1,519	收入增长率(%)	8.4	6.7	10.1	4.0
负债和股东权益总计	11,169	10,649	10,603	10,754	归母净利润增长率(%)	51.0	23.5	33.5	8.1
现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,072	2,394	2,806	2,893	每股净资产(美元)	0.13	0.25	0.21	0.19
投资活动现金流	-810	-251	-278	-257	最新发行在外股份(百万股)	8,093	8,093	8,093	8,093
筹资活动现金流	-658	-2,213	-2,157	-2,061	ROE-摊薄(%)	203.5	83.5	91.1	115.0
现金净增加额	604	-71	371	574	经调整物业 EBITDA 率(%)	32.9	32.7	34.8	35.1
折旧和摊销	754	748	766	782	资产负债率(%)	90.8	74.6	77.8	80.0
资本开支	-848	-295	-327	-327	EV/经调整物业 EBITDA	9.4	8.8	7.5	7.2

数据来源: iFind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违犯当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>