金沙中国（1928）

更新报告

买入

2025 年 07 月 25 日

5 和 6 月份的表现在提升中；预计未来 EBITDA 将能达 27 亿美元

- **25 年第二季度业绩概况：**净收益同比增长 2.3%，环比增长 5.3%，到 17.9 亿美元（恢复到 2019 年的 84%）。 贵宾业务同比减少 13.3%，环比减少 4.9% （此业务恢复到 19 年同期的 28%），中场业务业务同比增长 0.8%，环比增长 7.5% （高端中场同比减少 0.3%，环比增长 5.2%；大众中场同比增长 1.9%， 环比增长 9.5%）。零售业务方面：毛收入和经营利润分别同比增长 7.8%/4.8%，环比增长 0.8%/持平；奢侈品的表现还是偏弱。 酒店入住率为 96.2%，平均价格为 226 美元。 经调整 EBITDA 同比增长 0.9%，环比增长 5.8%到 5.66 亿美元（恢复到 19 年同期的 74%）。EBITDA 率同比减少 0.4 个百分点，环比提升 0.1 个百分点到 31.6%。季度净利润同比减 13.0%，环比增长 5.9%到 2.14 亿美元。 总体业绩表现符合预期。集团持有现金约 9.85 亿美元，净负债减少 0.9 亿到 59.4 亿美元。
- **各娱乐场的表现：**澳门威尼斯人、伦敦人、巴黎人、澳门四季酒店及百利宫娱乐场、澳门金沙的收入分别为 663 百万美元、642 百万美元、194 百万美元、194 百万美元及 71 百万美元；其经调整 EBITDA 分别为 236 百万美元、205 百万美元、44 百万美元、66 百万美元、9 百万美元 （分别恢复到 2019 年同期的 70%、124%、32%、80%、21%）。
- **其他要点：**近期行业的良好表现是受益于人流的增加，新项目的推出及受欢迎的非博彩产品；其中高端中场还是主要的增长动力。伦敦人第二期的2405间客房已投入服务，这项目获得良好的客户反馈。之前集团没有太注重在客户的推广费用开支，现在策略有所改变。随着更积极的推广活动，看到集团5和6月份的表现是有提升；相信未来市场份额和EBITDA也能继续提升。短期来看，预计集团的EBITDA将能达27亿美元（其中澳门威尼斯人和伦敦人的EBITDA预计为20亿美元）。集团重视股东回报，期内回购了1.79亿美元的股份，持股比例提升到73.4%。当资本开支状况有所改善，不排除会增加分红。
- **维持买入评级，目标价25.31港元：**25年第二季度业绩符合预期。随着伦敦人第二期的投入及新的推广活动政策的执行，我们相信集团的收入和利润将能逐步提升。集团作为澳门最大规模综合娱乐度假村的经营者，在中场和非博彩领域拥有领先地位； 我们对集团的长期发展充满信心。我们维持买入评级，目标价为25.31 港元，对应2025 年14 倍的EV/EBITDA。
- **风险因素：**我们认为以下是一些比较重要的风险:宏观不确定性、访澳的需求低于预期、伦敦人项目的表现低于预期、政策的风险。

王柏俊

852 2532 1915

Patrickwong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	博彩和娱乐
股价	18.60 港元
目标价	25.31 港元
	(+36.1%)
股票代码	1928
已发行股本	80.93 亿股
市值	1511 亿港元
52 周高/低	22.45/11.95 港元
每股净现值	0.99 港元
主要股东	LVS Sands Corp 73.4%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入（百万美元）	6,534	7,080	7,436	8,071	8,537
变动（%）	307.1%	8.4%	5.0%	8.5%	5.8%
EBITDA（百万美元）	2,225	2,329	2,354	2,620	2,818
变动（%）	-788.9%	4.7%	1.1%	11.3%	7.6%
净利润（百万美元）	692	1,045	1,063	1,361	1,484
变动（%）	-143.7%	51.0%	1.7%	28.1%	9.1%
每股收益（美仙）	15.86	19.99	21.92	16.82	23.44
市盈率@18.6港元（倍）	9.1	7.3	6.6	8.6	6.2
每股股息（美仙）	0.0	3.2	3.9	5.0	25.4
股息现价比（%）	0.00%	1.35%	1.65%	2.12%	10.65%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表

〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
总收入	6,534.0	7,080.0	7,436.4	8,070.8	8,537.3
净博彩收入	4,841.0	5,346.0	5,668.5	6,066.7	6,370.5
其他收入	1,693.0	1,734.0	1,767.9	2,004.2	2,166.9
经营开支	(5,309.0)	(5,714.0)	(6,058.5)	(6,433.1)	(6,816.4)
EBITDA	2,225.0	2,329.0	2,353.8	2,620.3	2,818.4
营运利润	1,225.0	1,366.0	1,377.9	1,637.7	1,720.9
净财务开支	(484.0)	(357.0)	(262.2)	(208.8)	(162.7)
税前盈利	741.0	1,010.0	1,115.7	1,428.9	1,558.2
所得税	(49.0)	35.0	(53.0)	(67.9)	(74.0)
净利润	692.0	1,045.0	1,062.7	1,361.0	1,484.2
增长					
博彩净收入（%）	411.2%	10.4%	6.0%	7.0%	5.0%
EBITDA（%）	-	4.7%	1.1%	11.3%	7.6%
净利润（%）	-	51.0%	1.7%	28.1%	9.1%

财务分析

〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	34.1%	32.9%	31.7%	32.5%	33.0%
净利率(%)	10.6%	14.8%	14.3%	16.9%	17.4%
营运表现					
实际税率（%）	6.6%	-3.5%	4.8%	4.8%	4.8%
财务状况					
净资产负债率	-256550.0%	943.4%	492.9%	290.2%	191.4%
财务杠杆系数	1.65	1.35	1.23	1.15	1.10
ROA	6.7%	9.4%	9.7%	12.3%	13.0%
ROE	-17300.0%	101.4%	59.9%	49.9%	39.4%
股息收益率（%）	0.00%	1.35%	1.65%	2.12%	10.65%

资产负债表

〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	1,361.0	1,970.0	1,686.1	1,797.7	2,160.3
存货	26.0	28.0	28.0	28.0	28.0
其他流动资产	296.0	287.0	287.0	287.0	287.0
总流动资产	1,683.0	2,285.0	2,001.1	2,112.7	2,475.3
固定资产	7,339.0	7,691.0	7,740.8	7,750.6	7,720.4
无形资产	476.0	438.0	438.0	438.0	438.0
投资物业	566.0	528.0	528.0	528.0	528.0
其他	70.0	102.0	102.0	102.0	102.0
总资产	10,258.0	11,169.0	10,934.9	11,056.3	11,388.7
应付帐款	1,299.0	1,342.0	1,342.0	1,342.0	1,342.0
短期负债	16.0	1,639.0	1,639.0	1,639.0	1,639.0
其他	57.0	12.0	12.0	12.0	12.0
总短期负债	1,372.0	2,993.0	2,993.0	2,993.0	2,993.0
长期借款	8,312.0	6,520.0	5,542.0	4,710.7	4,004.1
其他负债	578.0	625.0	625.0	625.0	625.0
总负债	10,262.0	9,726.0	8,748.0	7,916.7	7,210.1
股东权益	(4.0)	1,031.0	1,774.9	2,727.6	3,766.6

现金流量表

〈美元〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
税前盈利	741.0	1,010.0	1,115.7	1,428.9	1,558.2
折旧和摊销	809.0	754.0	750.2	790.2	830.2
营运资金变化	227.0	(63.0)	0.0	0.0	0.0
其他	516.0	371.0	209.2	140.9	88.7
营运活动现金流	2,293.0	2,072.0	2,075.1	2,360.0	2,477.1
资本开支	(231.0)	(871.0)	(800.0)	(800.0)	(800.0)
其他投资活动	51.0	61.0	70.4	73.9	77.6
投资活动现金流	(180.0)	(810.0)	(729.7)	(726.1)	(722.4)
负债变化	(1,948.0)	0.0	(978.0)	(831.3)	(706.6)
派息	0.0	0.0	(318.8)	(408.3)	(445.3)
其他	(504.0)	(658.0)	(332.5)	(282.6)	(240.2)
融资活动现金流	(2,452.0)	(658.0)	(1,629.3)	(1,522.3)	(1,392.1)
现金变化	(339.0)	604.0	(283.9)	111.6	362.5
期初持有现金	1,702.0	1,361.0	1,970.0	1,686.1	1,797.7
汇兑损益	(2.0)	5.0	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	1,361.0	1,970.0	1,686.1	1,797.7	2,160.3

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。