

金沙中国 SANDS CHINA (1928 HK)

首次覆盖：澳门博彩龙头，行业复苏扬帆起航

Macau's Leading Gaming Company Sets Sail as the Industry Recovers: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$21.28
目标价	HK\$25.60
HTI ESG	4.3-5.0-4.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$172.23bn / US\$22.13bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$54.13mn
发行股票数目	8,093mn
自由流通股 (%)	26%
1 年股价最高最低值	HK\$22.50-HK\$12.82

注：现价 HK\$21.28 为 2025 年 10 月 03 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	5.6%	24.4%	6.0%
绝对值 (美元)	5.8%	25.5%	5.8%
相对 MSCI China	-3.4%	2.9%	-17.5%

US\$ mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	7,080	7,395	7,907	8,325
Revenue (+/-)	8%	4%	7%	5%
Net profit	1,045	1,074	1,312	1,514
Net profit (+/-)	51%	3%	22%	15%
Diluted EPS (US\$)	0.13	0.13	0.16	0.19
GPM	32.9%	32.7%	33.5%	34.1%
ROE	203.5%	85.5%	76.1%	68.7%
P/E	165	160	131	114

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资要点：作为澳门博彩龙头，在行业复苏的背景下，金沙中国进入“盈利能力提升-现金流质量改善-分红稳定”的正向循环，当前估值仍低于疫情前水平。金沙中国共有 1680 张赌台机 3700 台角子机，为澳门六家上市博企之最。除了受到最大赌台规模的正向影响之外，公司庞大的中场业务基础使其在行业复苏及游客回流时最先受益。金沙中国专注中场业务，定位中高端客户，中场高赢率为公司带来更多的利润，叠加规模最大的赌台及老虎机数量，使得公司的市场份额多年蝉联第一。此外，澳门伦敦人已于 25Q2 改造完成，其经调整 EBITDA 利润率已回升至 31.9%，后续有望持续改善并带动公司整体盈利能力提升。我们首次覆盖给予“优于大市”评级，给予目标价 25.6 港元。

以博彩业务为核心展开多元化业务，专注利润较高的中场业务。2024 年，金沙中国共吸引 9500 万名访客，平均每日约 26 万名访客，恢复至 2019 年的 96.7%；公司净收益同比增长 8.4%至 70.8 亿美元，已恢复至 2019 年的 80.4%。其中，博彩业务是公司的核心收入来源，净收益占比达 76%。博彩及非博彩的净收益分别恢复至 2019 年的 76.2%及 96.9%。疫后，博彩业务增速更为明显，但非博彩业务恢复程度优于娱乐场业务，二者相互借力，为公司的营收增长作出显著贡献。2024 年，公司的博彩毛收入达 67.45 亿元，同比增长 12.0%，恢复至 2019 年的 77.9%。公司也专注利润较高的中场博彩业务。2024 年，公司的 VIP/中场/老虎机的 GGR 分别为 5.95/54.86/6.65 亿美元，占比分别为 9%/81%/10%。2024 年，公司的客房收益达 7.74 亿美元，同比增长 1.7%，恢复至 2019 年的 105.9%。公司经调整物业 EBITDA 同比增长 4.67%至 23.29 亿美元，恢复至 2019 年的 72.9%，经调整物业 EBITDA 利润率为 32.9%。

强者恒强，金沙中国居澳门博彩之首，其赌桌、GGR 及酒店客房市场份额均为第一。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的净收益分别为 550/434/314/287/288/307 亿港元，同比分别增长 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/33.0%/25.6%，分别恢复至 2019 年的 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7%。六家公司的赌桌份额分别为 28.0%/16.7%/12.5%/9.5%/20.8%/12.5%。25H1，六家公司的 GGR 市场份额分别为 22.8%/20.0%/16.2%/12.1%/12.9%/15.9%。受益于早期对非博彩设施的布局，金沙中国非博彩业务的绝对值及占比均第一，在澳门转型为“世界休闲旅游中心”的背景下，公司或将进一步发挥非博彩优势。金沙中国客房数量规模领先，其客房数量达 10892 间，约为银河娱乐的 2 倍。六家公司的酒店客房份额分别为 35.5%/18.0%/6.6%/8.9%/15.1%/16.0%。六家公司的经调整 EBITDA 分别为 181/122/91/82/38/77 亿港元，经调整 EBITDA Margin 分别为 32.9%/28.1%/28.9%/28.6%/13.1%/25.0%。2024 年，六家公司经营性现金流分别为 161/116/83/77/41/87 亿港元。从盈利能力及现金流规模角度，金沙中国因其巨大的体量、庞大的中场业务和综合度假村收入，盈利能力最为强劲，现金流最为雄厚。

盈利预测及估值：我们预计公司 2025-2027 年的净收益为 7395/7907/8325 百万美元，同比增长 4.4%/6.9%/5.3%，博彩毛收入为 7034/7471/7864 百万美元，同比增长 4.3%/6.2%/5.3%，经调整物业 EBITDA 为 2417/2652/2841 百万美元，经调整物业 EBITDA 利润率为 32.7%/33.5%/34.1%。公司在澳门的市场份额持续多年蝉联第一，拥有规模最大的娱乐场及会展中心，为博彩行业龙头，并且公司现金流稳健，盈利能力行业领先。参考可比公司估值，我们给予公司一定的估值溢价。综上所述，我们给予公司 2026E 12.5x EV/EBITDA，对应市值为 2069 亿港元，对应股价为 25.6 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长低于预期，澳门博彩监管政策趋严，海外博彩市场竞争加剧等。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com

骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

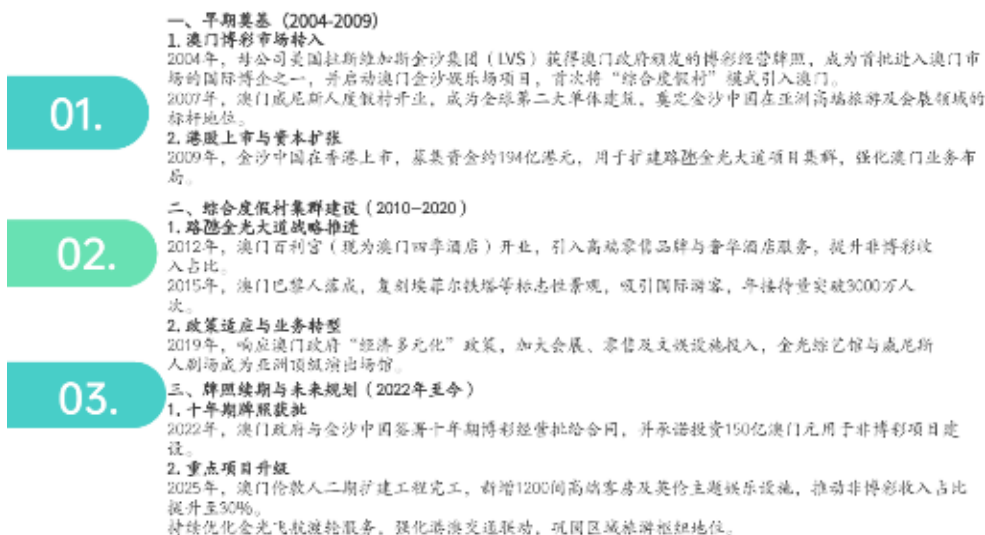
本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. 澳门领先的综合度假村及娱乐场运营商

1.1 金沙中国：亚洲首屈一指的博彩、休闲及会议目的地

澳门六家特许博彩经营者之一，澳门首家上市博彩企业。金沙中国成立于2009年，是中国澳门领先的多用途综合度假村及娱乐场发展商、拥有人及营运商。公司隶属于美国拉斯维加斯金沙集团（LVS），与新加坡滨海湾金沙属同一间母公司。2009年完成港股上市（香港联交所：1928），成为澳门首家上市的博彩企业。其前身可追溯至澳门博彩业开放初期，通过收购澳门金沙等项目逐步布局市场。此外，金沙中国的附属公司威尼斯人澳门股份有限公司持有澳门政府发出的六个特许博彩经营权或转批经营权之一，可在澳门合法运营娱乐场或博彩区。其余五张分别由何鸿燊家族的澳娱、美高梅中国、新濠博亚，以及银河娱乐、永利澳门持有。

图1 金沙中国历史沿革



资料来源：公司官网，Google，HTI

公司在路氹已建成四座互相连接的综合度假村，并在澳门半岛拥有一家娱乐场。澳门半岛大部分的娱乐场均在2002年实行经营权制度以前建设，其特色是分为多层楼面，而属于非博彩休闲娱乐设施的场地很少。澳门金沙于2004年5月开业，是澳门第一家拉斯维加斯式娱乐场。此后，澳门半岛有较多场所引进更现代化的娱乐场模式，设有非博彩消闲设施，借此扩大澳门的吸引力，招徕更广泛的准客户群。路氹为澳门新开发的博彩地区，遍布大型、综合度假村，与澳门半岛主要情况相比，较多面积用于非博彩及休闲设施。公司在路氹已建成四座互相连接的综合度假村，包括多个不同类型的品牌酒店及度假设施，以吸引不同市场档次的消费者。路氹金光大道物业地点便利，离澳门氹仔客运码头约3公里，距离港珠澳大桥约10公里。

图2 金沙中国各物业所在位置



资料来源：公司 2022 年财报，HTI

规模最大的综合度假村，满足不同市场板块的需求。金沙中国旗下物业包括澳门金沙、澳门威尼斯人、澳门百利宫、澳门巴黎人和澳门伦敦人，并拥有全亚洲最大型会展中心之一的金光会展、设有 14000 个座位的威尼斯人综艺馆、1780 个座位的威尼斯人剧场、1200 个座位的巴黎人剧场、1682 个座位的伦敦人剧场、以及 6000 个座位的伦敦人综艺馆；同时经营来往香港及澳门高速客轮服务的两间主要船公司之一的金光飞航。公司的 5 大物业颇具地域建筑风情，为客户带来丰富的视觉盛宴。2024 年 11 月，全新装修的威尼斯人综艺馆已重新开放，适合举办大规模现场文娱活动、世界级演唱会及体育盛事。翻新工程包括豪华的贵宾套房及相关设施、升级的音响及先进的灯光系统，令其成为亚洲配备最先进科技的综艺馆之一。

图3 金沙中国五大物业项目



资料来源：公司招股书，公司 2018-2024 年年报，HTI

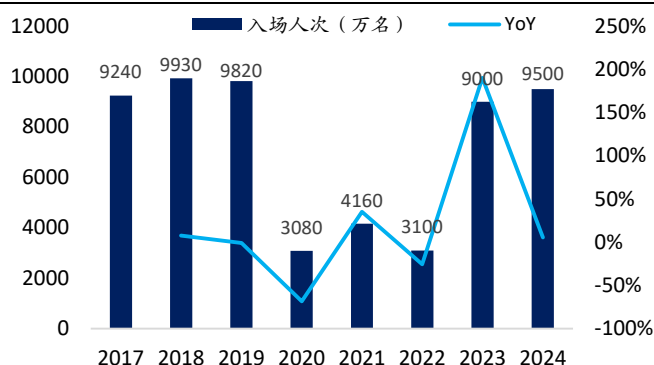
表 1 各物业数据表现

	澳门威尼斯人	澳门伦敦人	澳门巴黎人	澳门百利宫	澳门金沙
开幕时间	2007 年 8 月	2012 年 4 月	2016 年 9 月	2008 年 8 月	2004 年 5 月
酒店客房及套房	2841	4426	2333	649	238
御匾会套房	64	---	208	---	51
御匾豪园	---	---	---	19	---
MICE（平方尺）	1200000	358000	62000	28000	---
剧院（座位）	1800	1701	1200	---	650
综艺馆（座位）	14000	6000	---	---	---
零售总面积（平方尺）	952000	566000	297000	262000	50000
门店数目	350	164	109	138	8
餐厅食肆数目	60	50	24	10	10
博彩设施总面积（平方尺）	503000	400000	272000	108000	176000

资料来源：公司 2024 年年报，HTI
注：MICE 为 Meetings, Incentives, Conferences, and Exhibitions

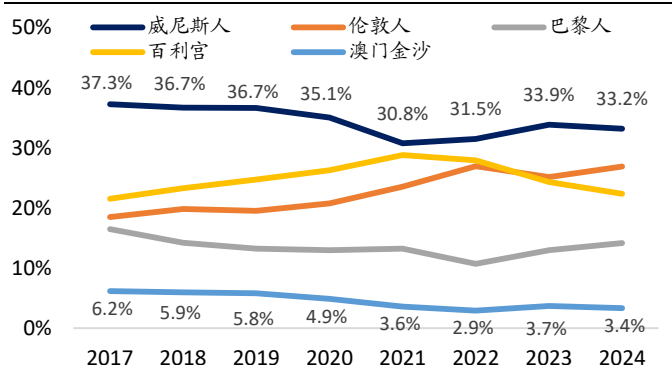
2024 年，公司访客人次恢复至 2019 年的 96.7%，威尼斯人的入场人次占比最高。公司旗下物业的现场表演节目是主要带动人流的因素。2024 年，公司的综艺馆及剧场举办逾 70 项不同的现场表演活动，吸引超过 41.3 万名访客。年内举行的大型娱乐活动包括粤语流行音乐巨星张敬轩在伦敦人综艺馆的驻场演出（19 场演出全部售罄）、A-Lin、张碧晨、林峰、李克勤以及美国歌手 Charlie Puth 等。2024 年，金沙中国吸引共 9500 万名访客，平均每日约 26 万名访客，恢复至 2019 年的 96.7%。其中，威尼斯人/伦敦人/巴黎人/百利宫/澳门金沙的入场人次分别为 3160/2560/1350/2130/320 万，占比分别为 33.2%/26.9%/14.2%/22.4%/3.4%。

图4 金沙中国：物业入场人次



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图5 金沙中国：各物业入场人次占比



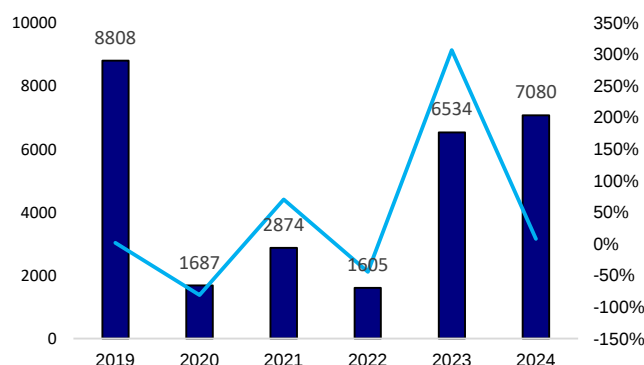
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

1.2 以博彩业务为核心展开多元化业务

1.2.1 盈利表现持续向好

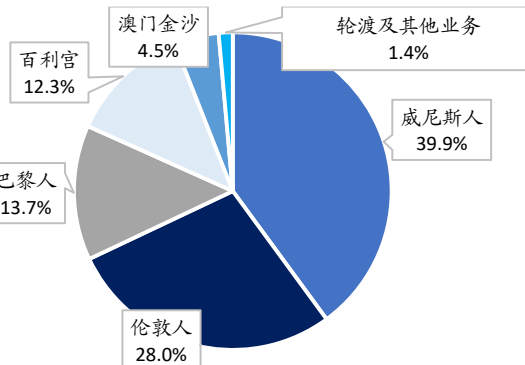
澳门威尼斯人贡献主要收益，受益于伦敦人二期投入使用，公司的净收益有望进一步增长。2024 年，公司整体表现持续向好，净收益同比增长 8.4%至 70.8 亿美元，已恢复至 2019 年的 80.4%。在金沙中国的五大娱乐场中，澳门威尼斯人为公司的标志性娱乐场，也是公司收入的主要贡献者，2024 年，其净收益占比达 39.9%。澳门威尼斯人、澳门伦敦人、澳门巴黎人及澳门百利宫的营运收益取决于入住酒店的顾客人数，而顾客人数会影响酒店客房所收取的价格以及博彩下注额。澳门金沙的营运收益主要由每日到访物业的娱乐场客户所带动。伦敦人二期已于 2025 年 4 月中旬全部翻新完成并投入使用，我们认为，公司的净收益有望进一步增长。

图6 金沙中国：净收益及同比增速（百万美元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

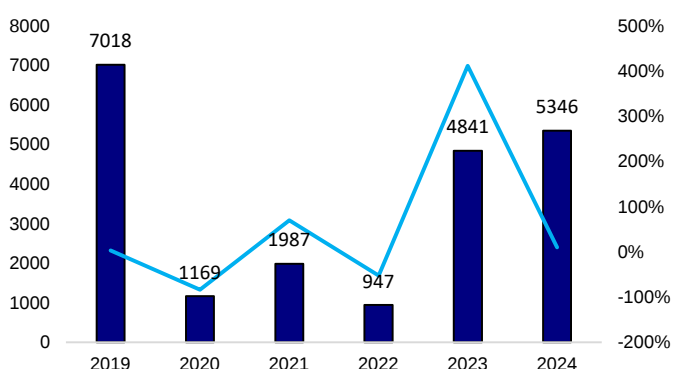
图7 金沙中国：各物业净收益占比（2024 年）



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

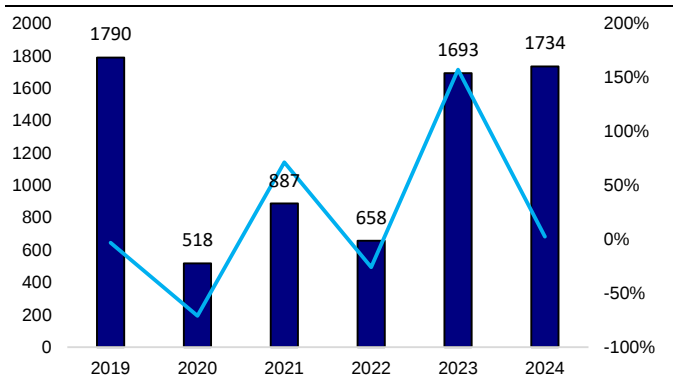
博彩业务是公司的核心收入来源，与非博彩业务互惠互利，共同带动创收。博彩板块 2023/2024 年净收益分别为 48.41/53.46 亿美元，分别同比 +411.19%/+10.43%；非博彩板块 2023/2024 年净收益分别为 16.93/17.34 亿美元，分别同比 +157.29%/+2.42%，博彩业务增速更为显著。2024 年，博彩及非博彩的净收益分别恢复至 2019 年的 76.2%及 96.9%。疫后，博彩业务增速更为明显，但非博彩业务恢复程度优于娱乐场业务，二者相互借力，为公司的营收增长作出显著贡献。博彩业务是公司的核心收入来源，其 2024 年净收益占比达 76%。此外，非博彩业务中的客房及购物中心业务占净收益比分别为 11%和 7%。

图8 金沙中国：娱乐场业务净收益及增速（百万美元）



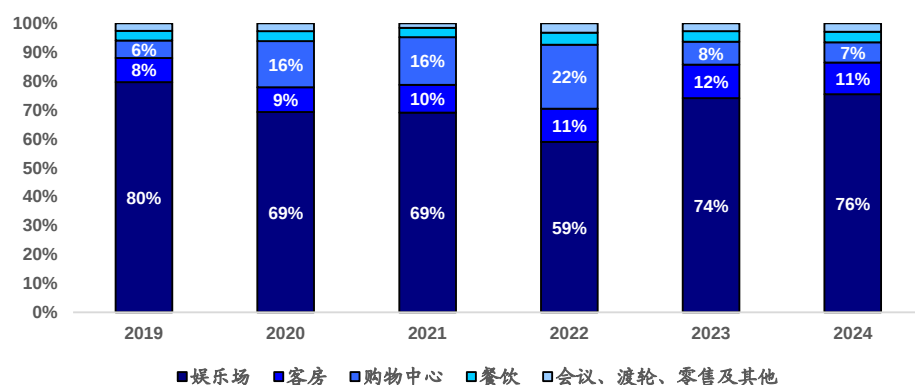
资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

图9 金沙中国：非娱乐场业务净收益及增速（百万美元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

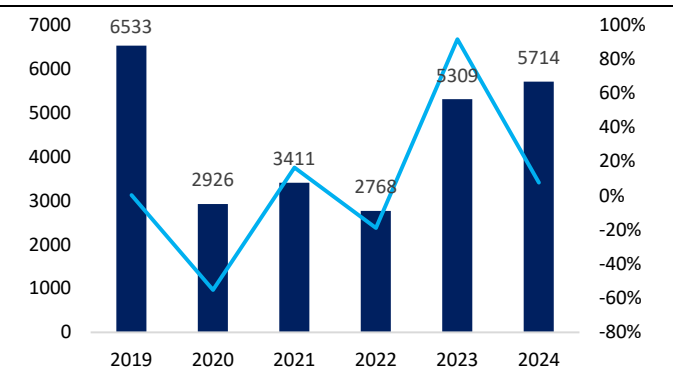
图10 金沙中国：分板块业务占比 (%)



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

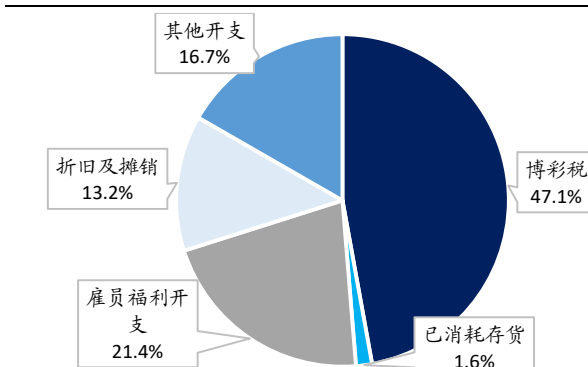
经营开支中，博彩税占比最高。2024 年，公司的经营开支达 57.14 亿元，同比增长 7.6%，占净收益的比例为 80.7%。其中，博彩税/雇员福利开支/折旧及摊销/已消耗库存/其他开支/占经营开支的比例分别为 47.1%/21.4%/13.2%/1.6%/16.7%，博彩税占比最高。根据澳门政府判给的批给及有关法律，公司须就博彩毛收入支付 35% 的博彩税。公司亦须额外支付博彩毛收入的 5% 作公众发展及社会相关贡献。此外，在获许的外国人博彩区产生的博彩毛收入合资格获得 5% 的退税，因此该等区域的博彩税为 35%。

图11 金沙中国：经营开支及增速（百万美元）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

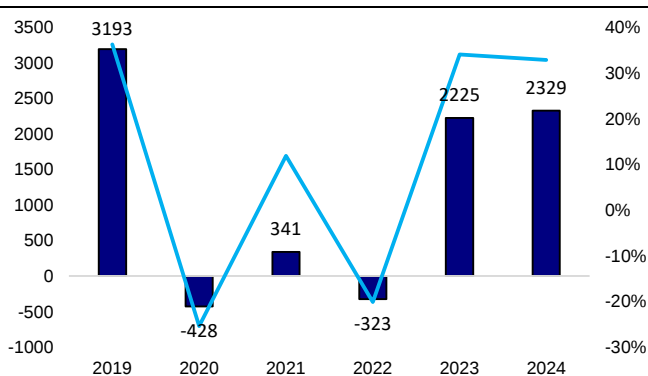
图12 金沙中国：2024 年各经营开支占比



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

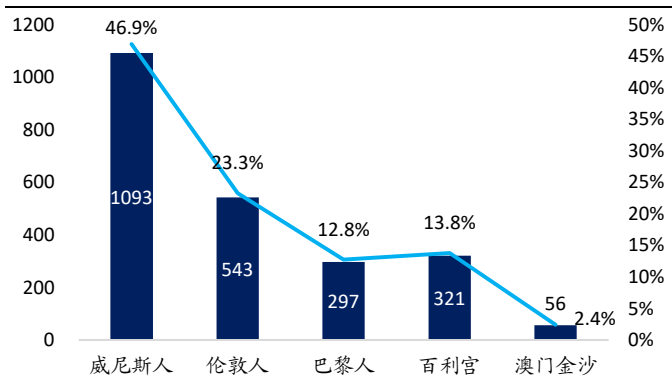
标志性物业威尼斯人盈利能力最强，伦敦人 25Q2 经调整 EBITDA 利润率改善，达 31.9%。2024 年，公司盈利表现持续向好，经调整物业 EBITDA 同比增长 4.67% 至 23.29 亿美元，恢复至 2019 年的 72.9%，经调整物业 EBITDA 利润率为 32.9%。按物业划分，威尼斯人/伦敦人/巴黎人/百丽宫/澳门金沙的经调整物业 EBITDA 分别为 10.93/5.43/2.97/3.21/0.56 亿美元，分别恢复至 2019 年的 77.7%/74.8%/54.6%/93.0%/32.0%，占比分别为 46.9%/23.3%/12.8%/13.8%/2.4%。2024 年，5 家物业的经调整 EBITDA 利润率分别为 38.6%/27.4%/30.5%/36.8%/17.4%。由于物业改造，伦敦人的盈利能力有所下滑，但 25Q2，其经调整 EBITDA 利润率已回升至 31.9%，后续有望持续改善。

图13 金沙中国：经调整 EBITDA 及 EBITDA 利润率 (%)



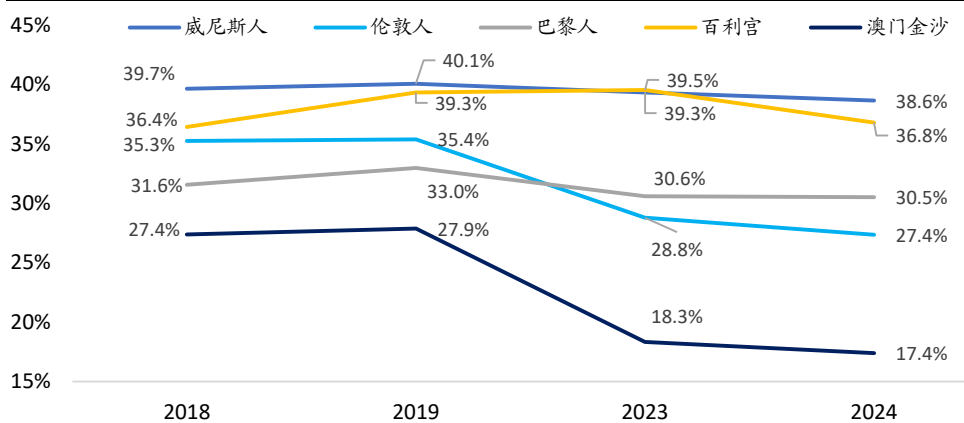
资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

图14 金沙中国：2024 年各物业经调整 EBITDA 及占比 (百万美元)



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

图15 金沙中国：各物业 EBITDA Margin

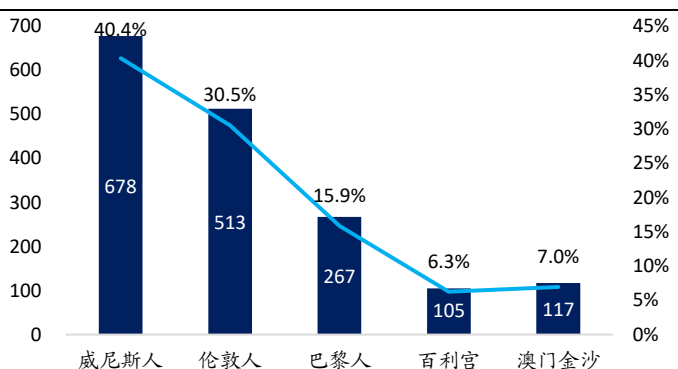


资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

1.2.2 博彩业务：专注利润较高的中场业务

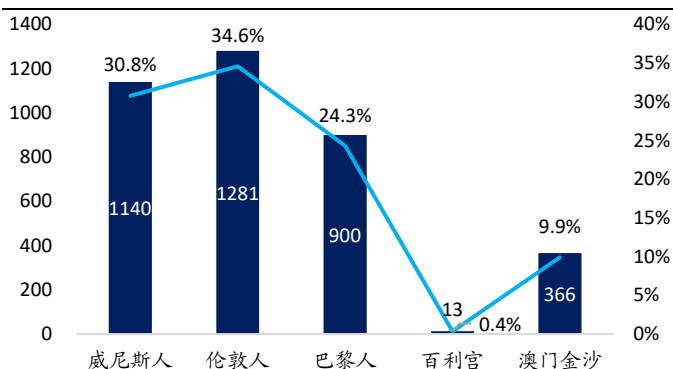
威尼斯人的赌台数量最多，伦敦人的老虎机数量最多。2024 年，金沙中国共拥有 1680 张赌台及 3700 台老虎机。其中，威尼斯人/伦敦人/巴黎人/百丽宫/澳门金沙的赌台数量分别为 678/513/267/105/117 张，占比分别为 40.4%/30.5%/15.9%/6.3%/7.0%；老虎机数量分别为 1140/1281/900/13/366 台，占比分别为 30.8%/34.6%/24.3%/0.4%/9.9%。

图16 金沙中国：各物业赌台数量及占比（张）



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

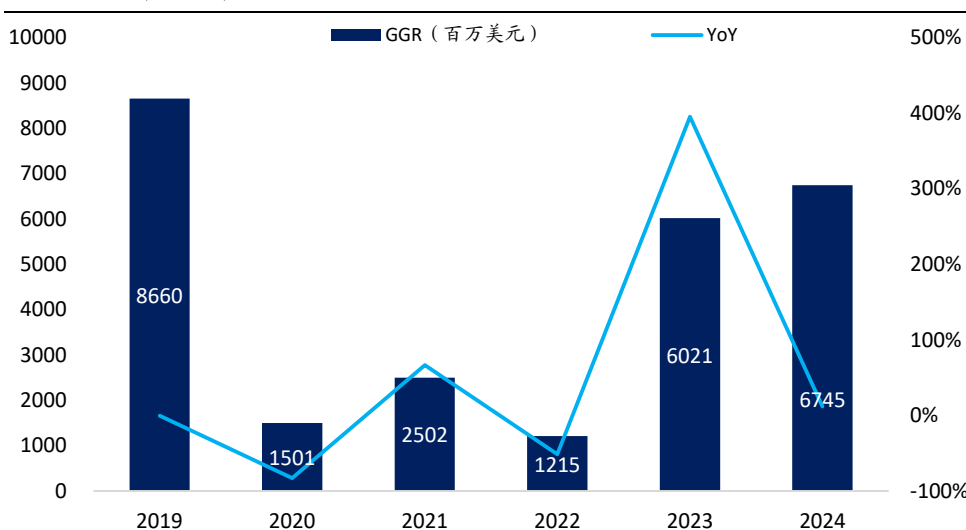
图17 金沙中国：各物业老虎机数量及占比（台）



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

博彩毛收入恢复节奏加快，后续增长动力强。2024 年，公司的博彩毛收入达 67.45 亿元，同比增长 12.0%，恢复至 2019 年的 77.9%。我们认为，公司未来博彩毛收入的增长主要受 3 方面因素影响：1）伦敦人项目的全面竣工，将继续吸引高端客群，提升整体收益率；2）MICE (Meetings, Incentives, Conferences, and Exhibitions) 业务的强势回馈，会展和奖励旅游团能带来消费力强、停留时间长的优质客源，或将推动中场 GGR；3）东南亚及国际客源的恢复，金沙品牌在国际上享有较高知名度，能优先受益于国际航线的复苏。

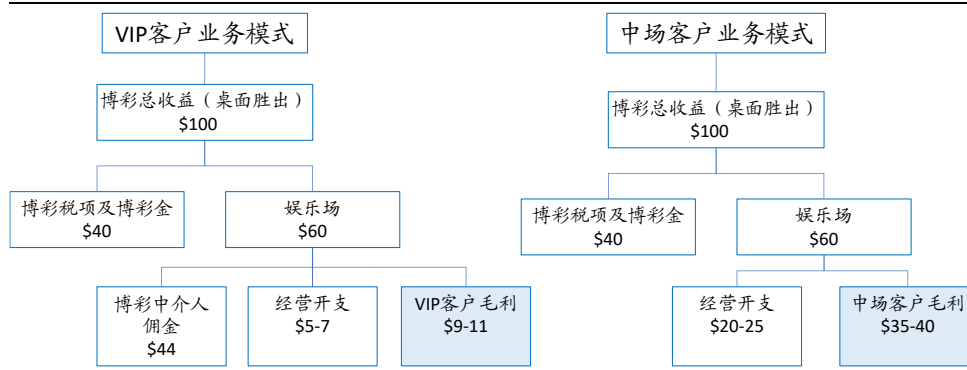
图18 金沙中国：博彩毛收入（GGR）



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

中场博彩桌收益的毛利率，一般较 VIP 客户博彩桌收益的毛利率高出约 4 倍。贵宾客户由博彩中介人招徕。澳门不少的贵宾客户依赖博彩中介人提供旅游及其他安排，方便在特定的娱乐场或博彩区消遣，以及获得礼宾服务及安排换购筹码。博彩中介人亦经常为招徕娱乐场或博彩区的贵宾客户提供更高的信贷。按照行内的惯例，博彩中介人一般就每间贵宾厅每月承购若干娱乐场指定的最少转码。博彩营运商则向博彩中介人回馈佣金，按其招徕娱乐场或博彩区的贵宾客户博彩得胜或输赔金额或其转码下注额计算。因为须向博彩中介人支付佣金，意味着这个市场板块尽管占博彩收益的比例不低，但利润率低于中场客户板块。贵宾客户一般享有博彩中介人或娱乐场提供的各式各样免费服务，包括交通、住宿及食品与饮料。有关免费服务亦影响这项业务转码板块的相关利润率。

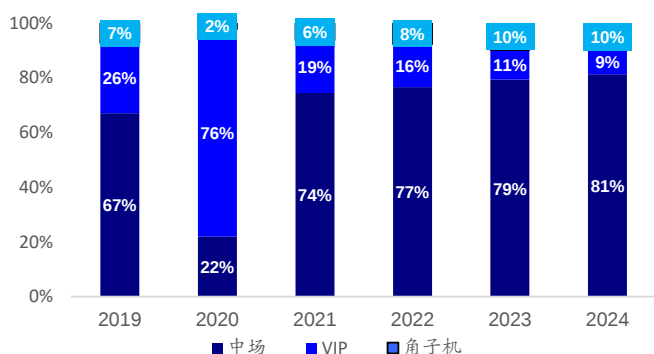
图19 金沙中国：VIP 客户与中场客户毛利率比较



资料来源：公司资料，HTI

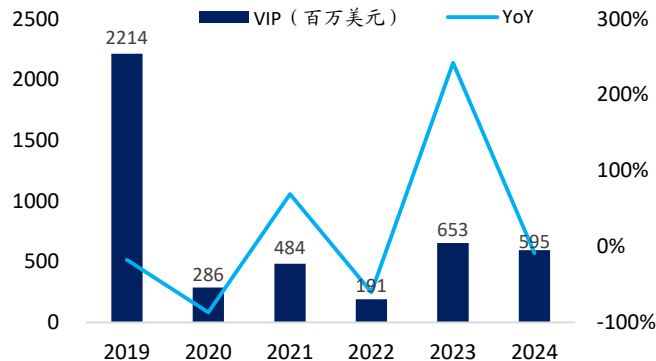
专注利润较高的中场博彩业务，同时继续向贵宾客户及高端客户提供豪华设施与高档次服务。由于经营贵宾客户板块的佣金成本，与其相比，普遍认为于整个博彩市场，以中场客户板块的利润较为丰厚。2024 年，公司的 VIP/中场/老虎机的 GGR 分别为 5.95/54.86/6.65 亿美元，占比分别为 9%/81%/10%。中场占博彩业务比重连续五年持续提高，由 2020 年的 22%提升至 2024 年的 81.33%，然而贵宾业务占比连续下滑。公司将物业定位于把握中场博彩的未来增长机遇，专注利润较高的中场博彩业务，同时带来沉浸式的度假胜地体验，令贵宾客户及高端客户倍感宾至如归。

图20 金沙中国：各板块博彩毛收入分占比



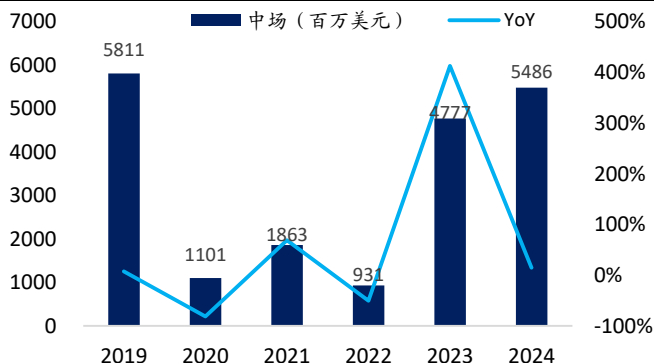
资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

图21 金沙中国：VIP 毛收入及增速



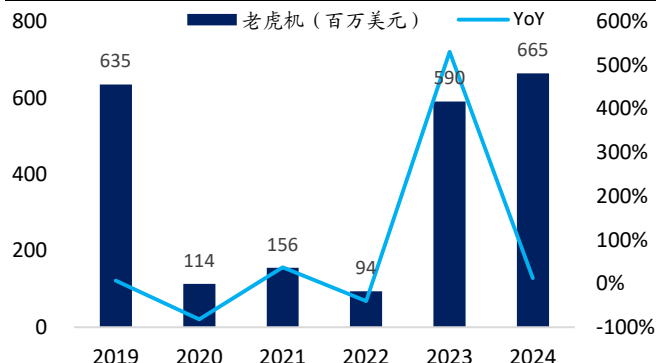
资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

图22 金沙中国：中场毛收入及增速



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

图23 金沙中国：老虎机毛收入及增速



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

1.2.3 多元化优质综合度假村，提供大量非博彩设施

娱乐场与酒店服务相结合，加强业务模式韧性。公司于路氹有近 3000 万平方尺的互联设施，为澳门最大综合度假村运营商并为澳门首个发展商在路氹提供以世界级全球酒店品牌为特色的酒店服务。公司共提供 10829 间酒店客房（包括 19 座尊贵罕有的御匾豪园），占澳门酒店客房总数的比例约为 24.7%。公司借助知名酒店品牌的知名度、销售、市场推广与订房能力，包括四季、康莱德及瑞吉等，吸引不同类别的新客户到访，同时满足不同市场板块需求。此外，公司还提供 154 家各样的餐厅及食肆、现场演出的剧院以及其他综合度假村设施。

图24 金沙中国：澳门威尼斯人豪华皇室套房



资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

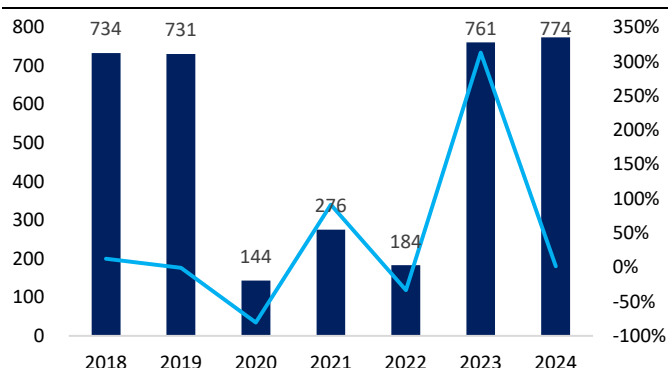
图25 金沙中国：澳门伦敦人维多利亚套房



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

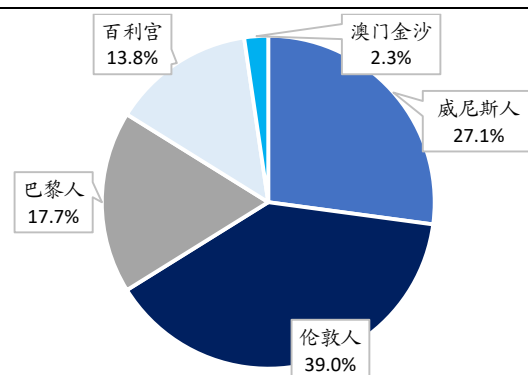
2024 年，客房收益已超 2019 年水平，伦敦人贡献 39.0% 的客房收益。2024 年，公司的客房收益达 7.74 亿美元，同比增长 1.7%，恢复至 2019 年的 105.9%。该增加主要由于入住率增加，部分被因与喜来登大楼改建为伦敦人名汇相关的翻新工程导致可供入住客房减少所抵销。按物业划分，2024 年，威尼斯人/伦敦人/巴黎人/百利宫/澳门金沙的客房收益分别为 2.10/3.02/1.37/1.07/0.18 亿美元，占比分别为 27.1%/39.0%/17.7%/13.8%/2.3%。其中，百利宫的 RevPAR 最高，达 443 美元，约为伦敦人的 2.1 倍，澳门金沙虽入住率最高，达 99%，但客房数量规模不足 300 间，叠加较低的 RevPAR（与公司其他物业相比），其客房收益占比较低。

图26 金沙中国：客房收益及增速（百万美元）



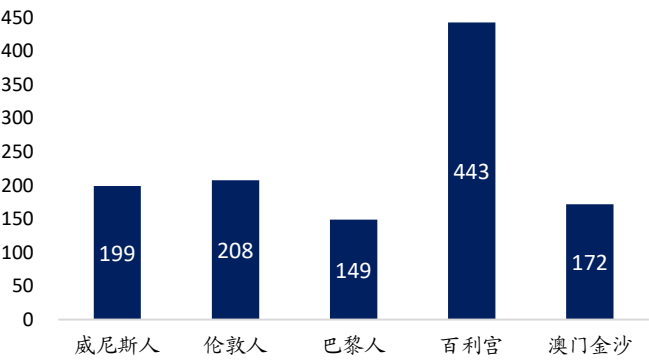
资料来源：公司 2018-2024 年年报，HTI

图27 金沙中国：各物业客房收益占比



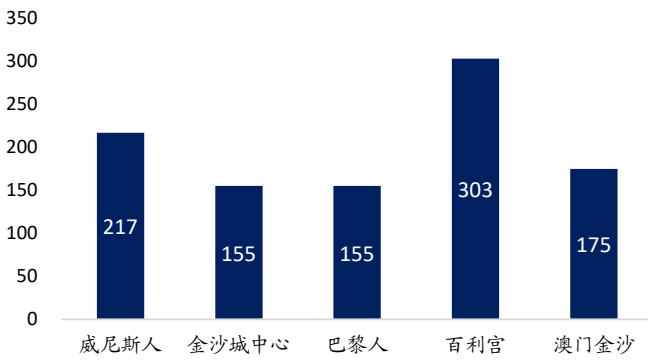
资料来源：公司 2024 年年报，HTI

图28 金沙中国：2024 年各物业酒店 RevPAR（美元）



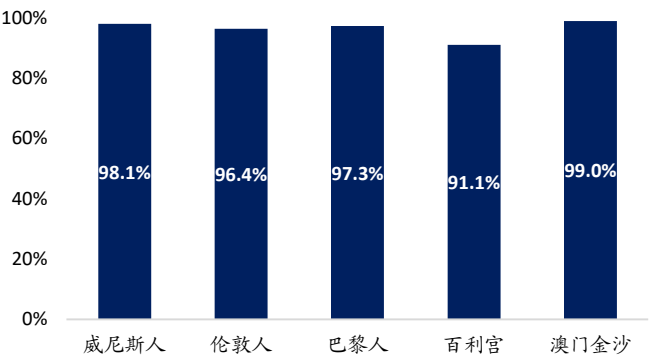
资料来源：公司 2024 年年报，HTI

图29 金沙中国：2019 年各物业酒店 RevPAR（美元）



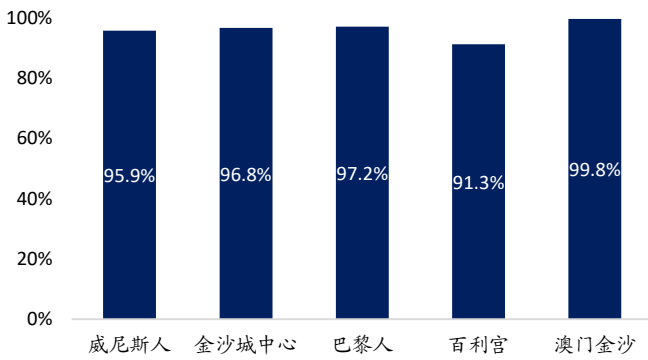
资料来源：公司 2019 年年报，HTI

图30 金沙中国：2024 年各物业酒店入住率



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

图31 金沙中国：2019 年各物业酒店入住率



资料来源：公司 2019 年年报，HTI

公司于综合度假村营运若干亚洲最大型及获利最高的零售购物中心。公司拥有及经营位于澳门威尼斯人、澳门伦敦人、澳门巴黎人及澳门百利宫的零售购物中心，展示约 770 家商店，占约 210 万平方尺的零售空间。公司的零售购物中心为许多全球奢侈设计师品牌及领先亚洲零售品牌的大本营。公司的购物中心为加强综合度假村所提供的其他独有设施及服务选择而设，其策略为物色理想的租户以吸引客户，并提供各式各样的购物选择。

表 2 金沙中国：路氹购物中心

购物中心	可出租总面积 (平方尺)	特选主要租户
威尼斯人购物中心	82424	ZARA、Victoria’s Secret、UNIQLO、Tiffany & Co.、Rolex、Bvlgari、无印良品、马莎、Tommy Hilfiger、Cartier、Chaumet、浪琴、欧米茄、Polo Ralph Lauren、Kenzo、宝诗龙、Diesel、Lululemon、Arc’teryx、Nike、爱彼
伦敦人购物中心	566251	马莎、周大福、Apple、Bottega Veneta、Gucci、Burberry、Tod’s、V&A、DFS、Tory Burch、芝乐坊餐厅、Shake Shack、Jimmy Choo、Alexander McQueen、Polo Ralph Lauren、Stella McCartney、Emporio Armani、Louis Vuitton、Alexander Wang、Mikimoto、UNIQLO、安德鲁饼店及咖啡店
巴黎人购物中心	296818	Antonia、Champion、Jaeger-LeCoultre、Breitling、I.T Menswear、Temptation
四季名店	261898	Cartier、Chanel、Louis Vuitton、Hermès、Gucci、Dior、Versace、Zegna、Loro Piana、Saint Laurent、Balenciaga、Loewe、Roger Vivier、Christian Louboutin、Alexander McQueen、Miu Miu、Tiffany & Co.、Rimowa

资料来源：公司 2024 年财报，HTI
注：不包括目前并非于市场招租的 5 楼楼层约 13 万平方尺的空间

除核心业务外，金沙中国提供许多附加服务，以进一步巩固其竞争地位。为刺激人流到访路氹，提升访客于澳门的体验，公司作出针对性的投资，促进澳门运输网络的发展，提供包括金光飞航渡轮、金光专车、金光穿梭巴士、航空等服务。公司多元化的非博彩设施以及对休闲及商务旅游业的专注程度，使其从竞争对手中脱颖而出。

表3 金沙中国：其他服务

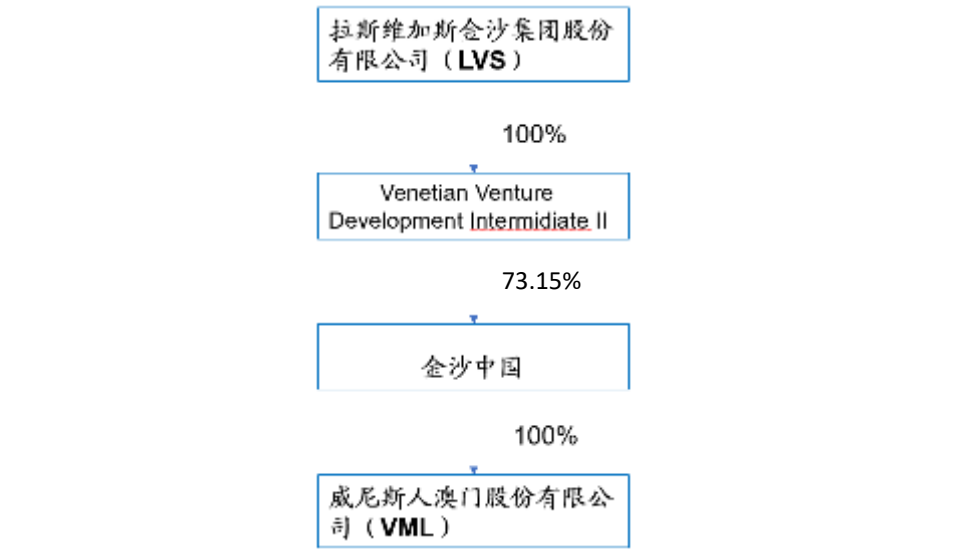
服务类型	运营路线	运营数量
金光飞航渡轮	来往香港港澳码头与氹仔客运码头	每艘定制双体船可载客超过 400 人，最高时速约为 42 海里
金光专车	车队全天候运作	包括逾 110 辆豪华轿车，其中 25 个招牌车款可供我们的贵宾客户专享
金光穿梭巴士	接载乘客往来本公司物业与氹仔客运码头、澳门国际机场、澳门外港客运码头、两个澳门与中国内地的边检站，即拱北关闸口岸及横琴口岸澳方口岸区	备有 150 部穿梭巴士（包括 34 部自置巴士及 116 部租用巴士），繁忙时间每隔 5 至 10 分钟一班，及备有 40 部旅游车按要求提供服务，以支持穿梭巴士服务
航空服务	从全球各地接载贵宾客户及高端客户前往本公司的物业	与 LVS 订立共享服务协议，可使用共有 15 架公司专用飞机的机队。所有飞机均为 LVS 或多个 LVS 控股股东的关连实体拥有

资料来源：公司 2024 年财报，HTI

1.3 股权集中，管理层经验丰富

公司股权架构集中，管理层博彩经验丰富。截至 2025 年 7 月，金沙中国由母公司 LVS 集团控股，持股比例达 73.4%。此外，LVS 通过其全资子公司 Venetian Venture Development Intermediate II 进一步控制公司股权。公司管理层在博彩领域经验丰富，并且汇聚国际视野与地方经验，平均加入公司或母公司 LVS 十年时间以上。董事会主席为 Robert Glen Goldstein，1992-1995 年加入 LVS 前，曾于大西洋城金沙酒店担任市场部行政副总裁，及其母集团的行政副总裁。自 1995 年起，于 LVS 及其附属公司担任其他高级行政职位。2021 年获委任为 LVS 及 Venetian Casino 的主席。

图32 金沙中国股权结构



注：截止 2025 年 6 月 30 日
资料来源：Wind，HTI

表 4 金沙中国：管理层简介（截至 2024 年 12 月 31 日）

姓名	年龄	职位	学历	背景简介
Robert Glen Goldstein	69	董事会主席 兼非执行董事	博士	2021 年 1 月至 2024 年期间 为公司的行政总裁，2015 年 3 月至 11 月期间为临时总裁。自 2014 年 5 月起，先后担任本公司非执行董事及执行董事，并担任本公司多个职位。戈德斯坦先生自 2021 年 1 月起为 LVS 的主席兼行政总裁，且自 2015 年 1 月起担任 LVS 及 LVS Nevada 的董事。2015 年 1 月至 2021 年 1 月担任 LVS 的总裁兼首席营运总裁、2011 年 1 月至 2014 年 12 月担任 LVS 的全球博彩业务总裁、2009 年 7 月至 2014 年 12 月担任 LVS 的行政副总裁，并于 2016 年 8 月 11 月担任 LVS 的秘书。自 1995 年起，于 LVS 及其附属公司担任其他高级行政职位。
王英伟	72	行政副主席 兼执行董事	博士	2015 年 11 月至 2024 年 1 月，为公司的总裁，2015 年 11 月至 2020 年 2 月，曾担任首席营运总裁。现为香港电影发展局及香港艺术发展基金咨询委员会的主席、香港浸会大学基金的荣誉主席、香港国际电影节协会有限公司、亚洲电影大奖学院有限公司及香港公共行政学院的主席兼董事、太平洋地区经济理事会有限公司、香港城市大学基金理事会成员、澳门中华总商会执行委员会成员
郑君诺	49	行政总裁、 总裁兼执行董事	学士	自 2022 年 7 月起，郑先生同时于 LVS 担任行政副总裁—亚洲业务营运，监督 LVS 于亚洲的业务。郑先生于 2020 年 2 月至 2024 年 1 月为公司的首席营运总裁。2013 年加入 LVS 及本集团，担任全球博彩策略高级副总裁，并由 2015 年 3 月至 2020 年 2 月曾担任首席事务长。加入本集团前，郑先生曾于瑞银投资银行任职 14 年，出任不同要职，包括常务董事、香港证券研究部门主管以及中国证券研究部门主管。
Charles Daniel Forman	78	非执行董事	博士	2000-2002 年，曾担任一间私人公司的董事，并参与多项私募股权投资。2000 年，曾担任 Key3Media, Inc.国际业务的行政副总裁。1998-2000 年，曾为展销会业务（包括 COMDEX）ZD Events Inc.的首席法律人员。1995-1998 年，Forman 先生曾担任 Softbank Comdex Inc.的行政副总裁、财务总监及法律人员
孙敏其	51	独立非执行董事	硕士	2007 年加入本公司，并于 2013 年 10 月至 2017 年 4 月期间担任财务部高级副总裁。2017 年 4 月晋升为高级副总裁及财务总监。2022 年 11 月，亦获委任为 VML 的常务董事。2024 年 1 月，进一步晋升为行政副总裁及财务总监。加入本公司前，孙先生自 1996 年开始于上海及新加坡多个通用电气公司分部担任财务总监及财务管理职位
韦狄龙	49	行政副总裁、 首席法律顾问 兼公司秘书	学士	2006 年加入本公司，于 2017 年 1 月至 2020 年 2 月期间担任法律部高级副总裁兼公司秘书。韦先生为香港公司治理公会的资深会员

资料来源：公司 2024 年财报，HTI

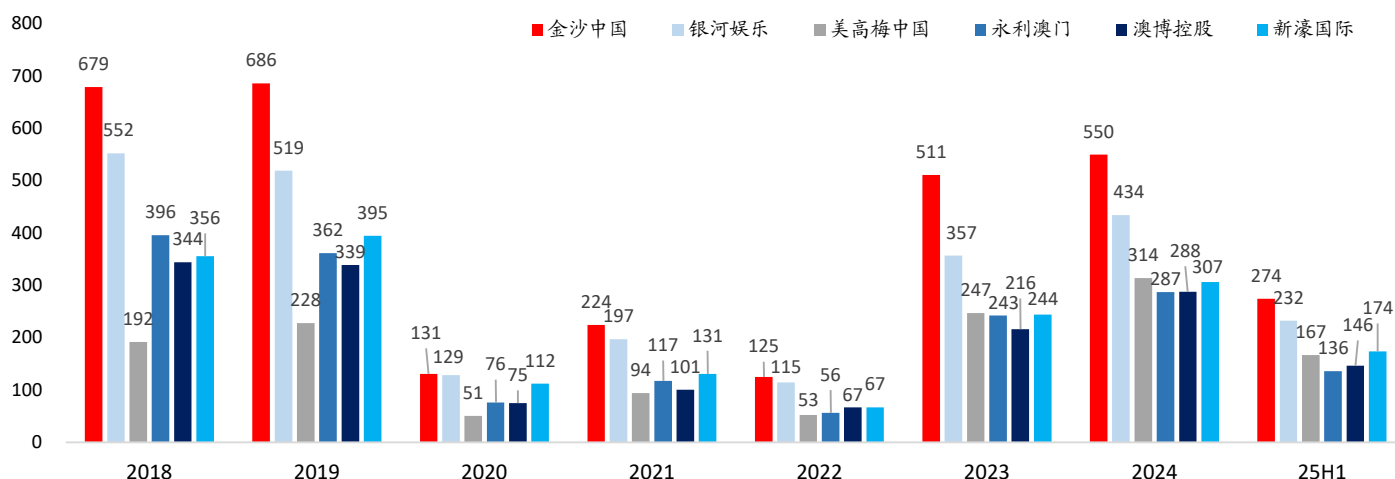
2. 强者恒强，金沙中国居澳门博彩业之首

金沙中国净收益水平最高，美高梅中国已超过疫情前水平。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的净收益分别为 550/434/314/287/288/307 亿港元，同比分别增长 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/33.0%/25.6%，分别恢复至 2019 年的 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7%。

各博彩企业特点总结：

- 金沙中国：母公司为拉斯维加斯金沙集团，擅长大型综合度假村，拥有澳门最大的赌场和会展设施，专注中场业务
- 银河娱乐：早期侧重 VIP 业务，现转型高端中场业务，旗舰项目澳门银河定位高端家庭及大众市场
- 美高梅中国：赌牌续约后，赌桌数量增长 35.9%，通过创意体验吸引多元化客群，如艺术展览、奶茶等免费小食及社交媒体营销等
- 永利澳门：专注高端市场，以奢华服务和设计感著称
- 澳博控股：历史品牌，本土资源
- 新濠国际发展：侧重创新与科技，引入 VR 体验及电子博彩等，唯一一家在海外地区有博彩业务的澳门博彩企业

图33 六家博彩公司：净收益（亿港元）



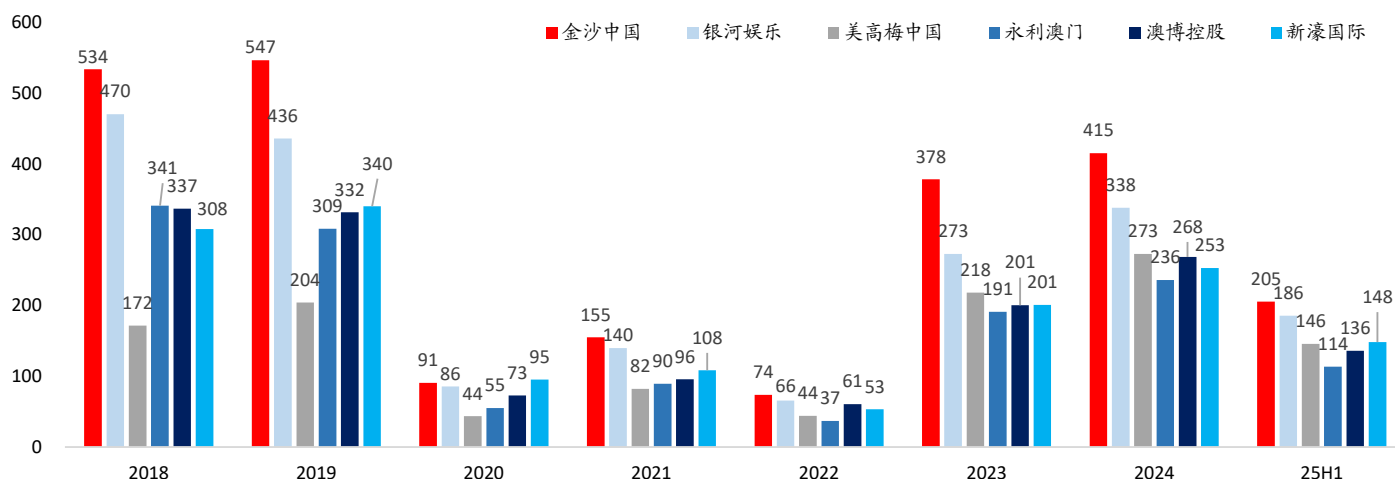
资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：新濠国际发展的净收益数据为澳门地区净收益

2.1 博彩业务：金沙中国领先行业

美高梅中国的博彩业务已超 2019 年水平，金沙中国恢复节奏虽不及美高梅中国，但其博彩净收益仍排第一。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的博彩业务净收益分别为 415/338/273/236/268/253 亿港元，同比分别增长 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/33.0%/25.6%，分别恢复至 2019 年的 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7%，占比分别为 75.7%/77.9%/86.9%/82.2%/93.3%/82.6%。较 2019 年相比，各家的博彩收益占比均有不同程度的下滑，我们认为，主要由于在澳门转型为旅游中心的背景下，各家都在加大非博彩设施的投入，提升非博彩业务收入。

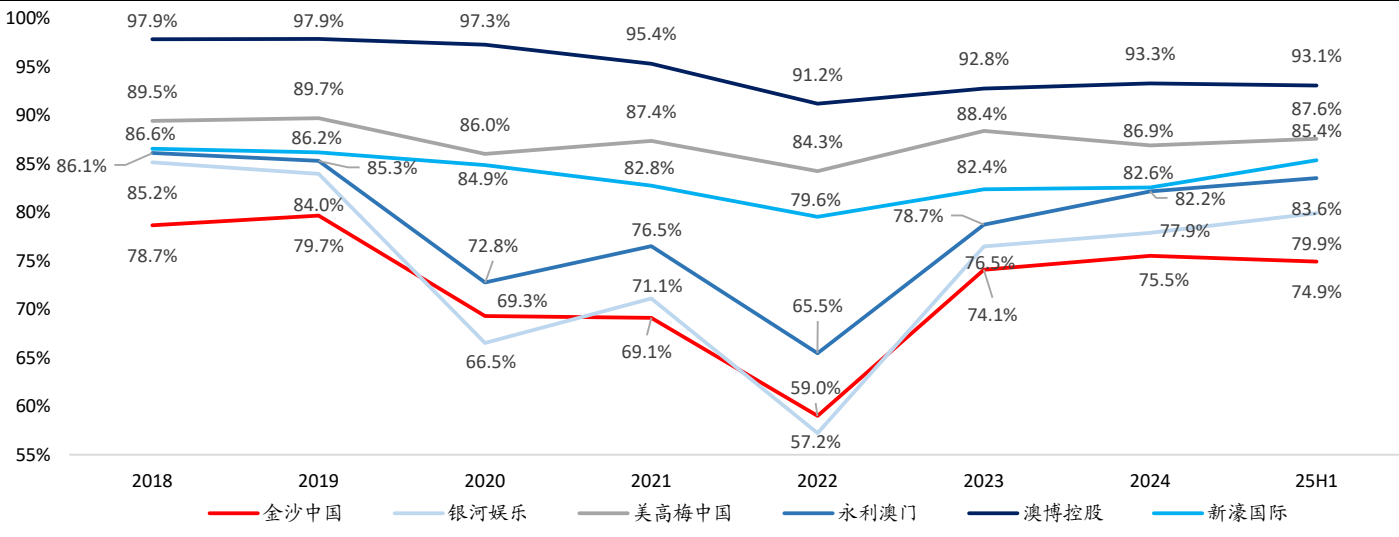
图34 六家博彩公司：博彩业务净收益（亿港元）



资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：新濠国际发展的博彩净收益数据为澳门地区博彩净收益

图35 六家博彩公司：博彩业务净收益占比



资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI
注：新濠国际发展的博彩净收益占比数据为澳门地区博彩净收益占澳门地区净收益的比例

澳门路氹地区竞争激烈，各家旗下物业独具特色。在不考虑卫星赌场的情况下，除了新濠国际发展，其余 5 家博彩公司在路氹及澳门半岛地区均布局了娱乐场。其中，路氹地区的竞争更为激烈，各家旗下标志性的娱乐度假村均位于路氹中心地区，且独具特色，如威尼斯人、澳门银河、美狮美高梅、永利皇宫、上葡京及新濠天地。**金沙中国旗下物业威尼斯人、伦敦人、百利宫及巴黎人位于黄金地段，并且互相联通，品牌效应更加突出，**黄金地段带来的竞争优势可扩大客户覆盖范围及收益潜力。此外，澳博控股大部分的卫星娱乐场聚集在澳门半岛地区，卫星娱乐场停运后，其他几家位于澳门半岛的物业或将受益。

图36 六家博彩公司：博彩物业布局（左图为路氹地区，右图为澳门半岛区域）



资料来源：YY 评级，HTI
注：澳博控股计划收购十六浦和凯旋门，并将其改为直营赌场

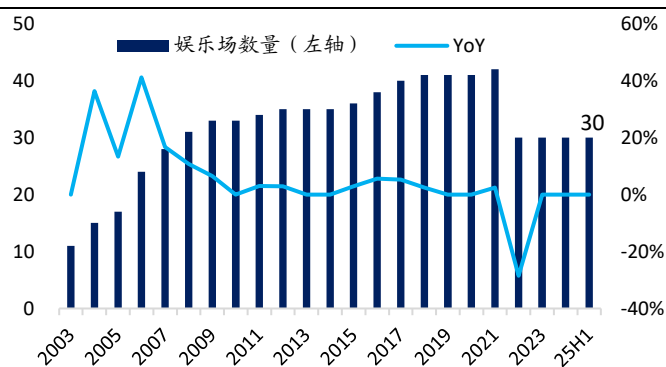
图37 六家博彩公司：路氹地区标志性物业



资料来源：各酒店官网，Google，HTI

卫星娱乐场将于年底停止营运，娱乐场将更加集中。6月9日，澳博控股、新濠国际发展和银河娱乐均发布公告，三家博彩公司旗下的11家卫星赌场（第三方在酒店等场所经营，但挂靠在持牌博彩公司名下）将于今年底结束运营。这11家卫星赌场中有9家属于澳博控股，分别为君怡、励宫、财神、置地、十六浦、凯旋门、英皇宫殿、金碧汇彩及皇家金堡；1家属于银河娱乐，为华都娱乐场；1家属于新濠国际发展，为骏龙娱乐。澳博控股计划收购十六浦和凯旋门，并将其改为直营赌场。除去卫星娱乐场后，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的直营娱乐场数量分别为5/3/2/2/4/3家。

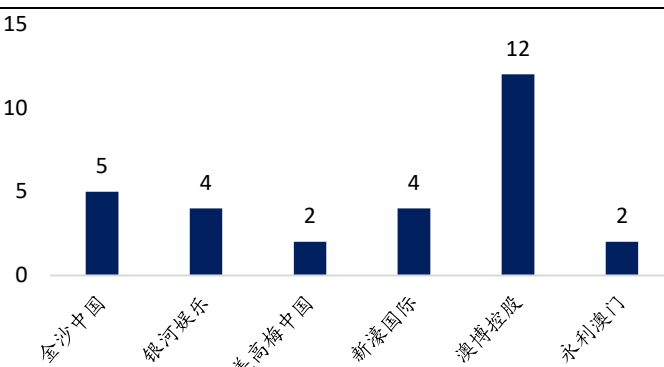
图38 中国澳门：娱乐场数目及同比增速



资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

注：1) 数据截至2025年6月30日
2) 包括角子机和卫星赌场

图39 6家博彩公司娱乐场数量(个)

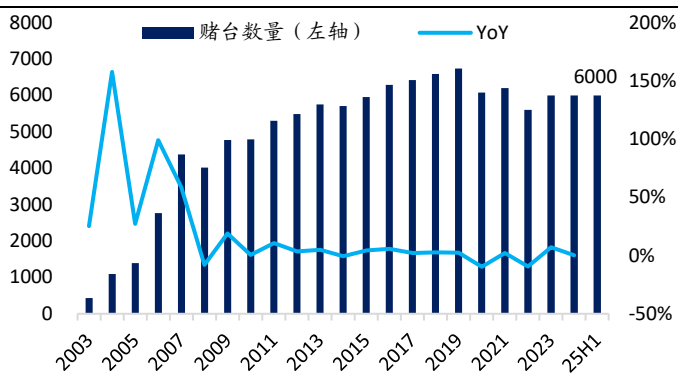


资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

注：1) 澳博控股原有13家娱乐场，卫星娱乐场君怡已于7月30日终止运营；2) 数据截至2025年7月31日

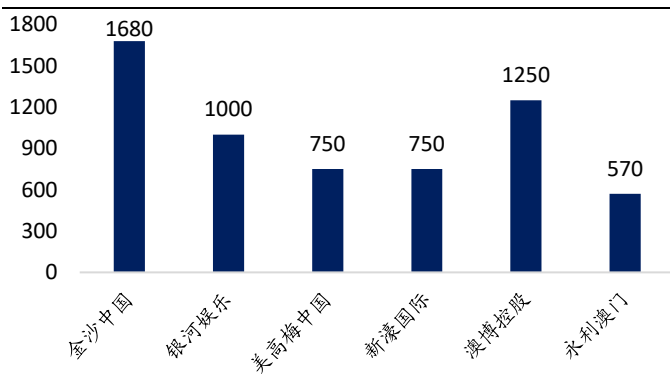
赌牌续约后，金沙获批最多的赌台和角子机，占比分别为28%及31%，而美高梅中国赌台增长最多，较2019年增长35.9%。澳门政府自2014年起明确要求以2013年5500张赌桌为基数，2022年前的赌桌数量年增长率不得超过3%。2022年，新《博彩法》落地，赌台及角子机总数下调至6000及12000个。根据新《博彩法》，金沙中国获批1680张赌台机3700台角子机，占比分别为28.0%及30.8%，为澳门六家大型上市博企最多，而美高梅中国赌台增长最多，较2019年增长35.9%，赌台数量达750张。我们认为，在澳门政府限制各企业赌台数量增长的环境下，金沙中国现有的赌台及角子机数量将为未来持续稳定的娱乐场业务提供保障。

图40 中国澳门：赌台数目及同比增速



资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

图41 6家博彩公司赌台批给数量（个）



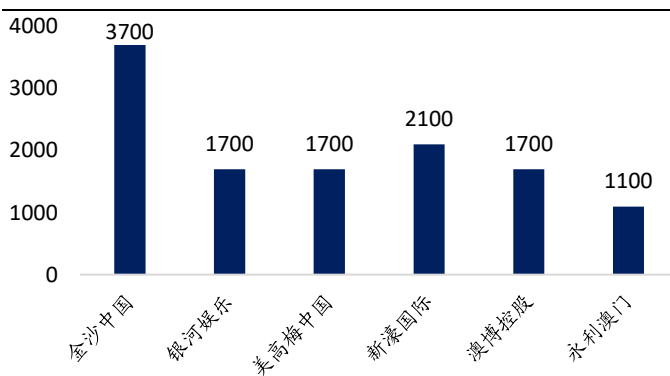
资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

图42 中国澳门：角子机数目及同比增速



资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

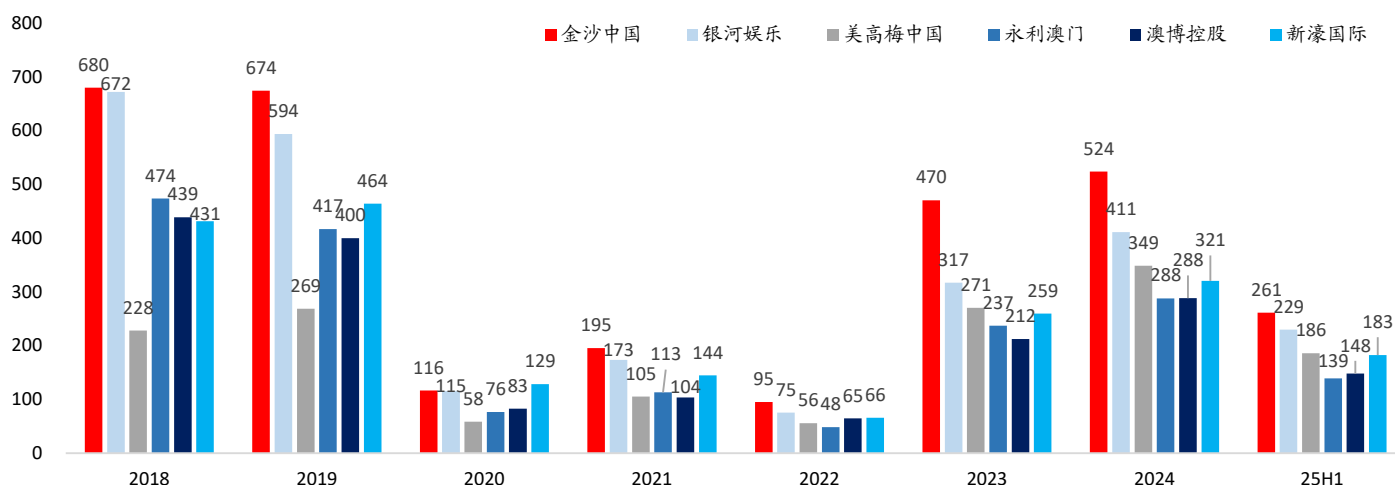
图43 6家博彩公司角子机批给数量（个）



资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

2024 年，受益于最多的赌台数量及庞大的中场业务规模，金沙中国的 GGR 约为第二名银河娱乐的 1.3 倍。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的净收益分别为 550/434/314/287/288/307 亿港元，同比分别增长 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/33.0%/25.6%，分别恢复至 2019 年的 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7%。赌桌及老虎机的数量决定了各家公司 GGR 的上限。2024 年，美高梅中国的 GGR 较 2029 年提升 37.9%，主要是受赌台大幅增长的影响。此外，金沙中国除了受到最大赌台规模的正向影响之外，其庞大的中场业务基础使其在游客回流时最先受益。

图44 六家博彩公司：GGR

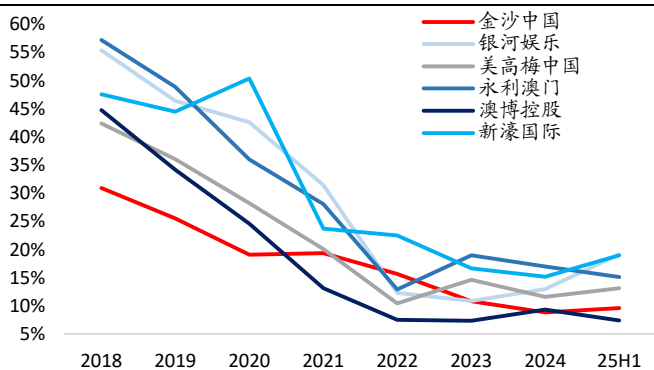


资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：新濠国际发展的 GGR 数据为澳门地区 GGR

高杠杆贵宾模式向大众中场消费结构转型。2018-2024 年，各家的 VIP 业务 GGR 占比均呈现不同程度下滑。我们认为，新《博彩法》限制了 VIP 业务的发展，博彩业逐步由高杠杆贵宾模式向大众中场消费结构转型。新《博彩法》中，提出 1) 从事博彩中介业务须取得由经济财政司司长发出的博彩中介牌照，且不可移转；2) 每一博彩中介仅可于一间承批公司内从事博彩中介业务，并仅得以收取佣金的方式为承批公司推介娱乐场幸运博彩活动，不得以任何方式与承批公司分享娱乐场的收入。

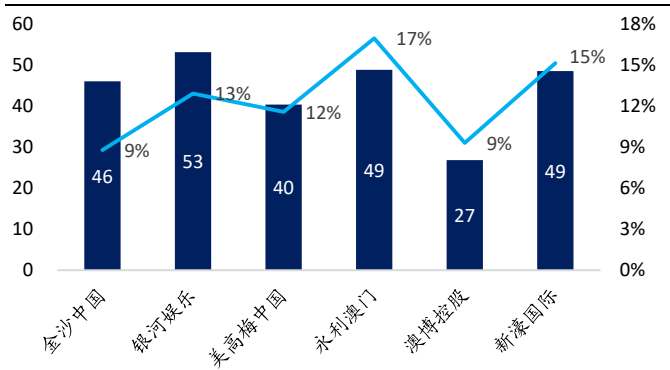
图45 六家博彩公司：VIP GGR 占其 GGR 的比例



资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图46 六家博彩公司：2024 年 VIP GGR 及占比

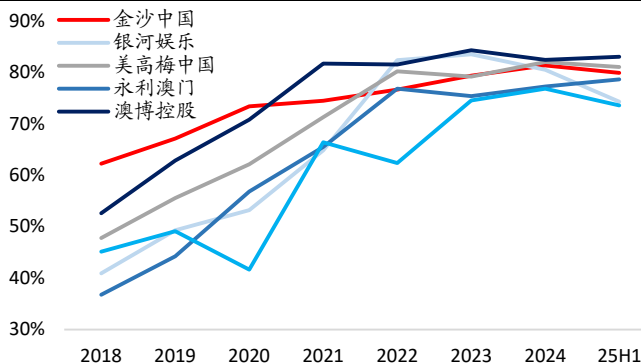


资料来源：各公司 2024 年财报，HTI

注：新濠国际发展的数据为澳门地区数据

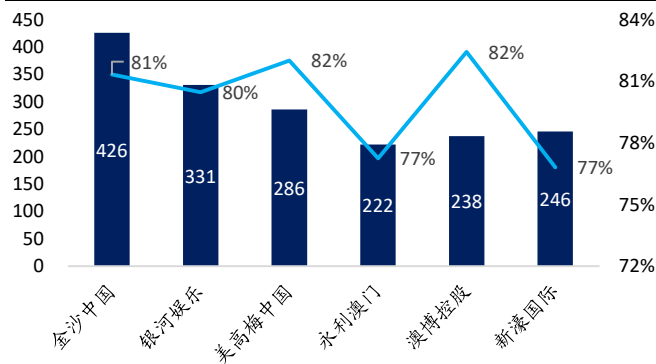
金沙中国以中场业务为主，永利澳门以 VIP 业务为主。2018-2019 年，永利澳门及银河娱乐的 VIP 博彩毛收入占比超 50%，而美高梅中国、澳博控股及新濠国际发展的 VIP 毛收入占比接近 50%，唯金沙中国的 VIP 博彩毛收入占比约为 30%，和友商差距较大。在友商侧重 VIP 业务的时候，金沙中国将重心放在利润率更高的中场业务上，这也使得在行业 VIP 业务萎缩时，公司的博彩毛收入受影响较小。随后，各家将重心逐步转移至中场业务，2024 年，除永利澳门，各家中场博彩毛收入占比均超 80%。

图47 六家博彩公司：中场 GGR 占其 GGR 的比例



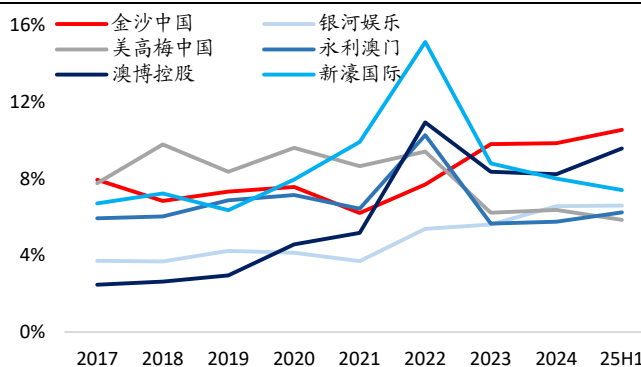
资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI
注：新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图48 六家博彩公司：2024 年中场 GGR 及占比



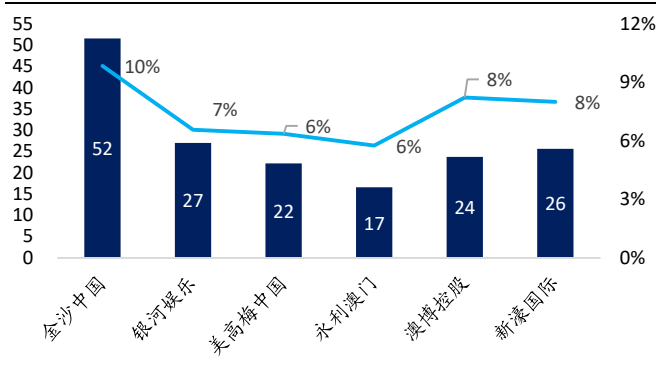
资料来源：各公司 2024 年财报，HTI
注：新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图49 六家博彩公司：老虎机 GGR 占其 GGR 的比例



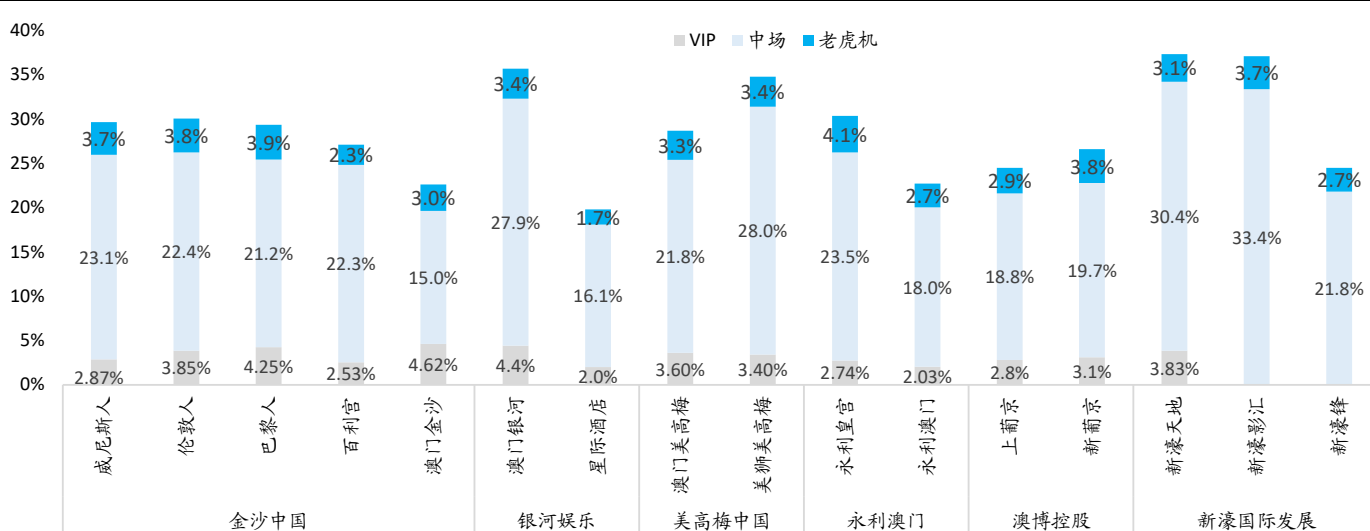
资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI
注：新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图50 六家博彩公司：2024 年老虎机 GGR 占其 GGR 的比例



资料来源：各公司 2024 年财报，HTI
注：新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图51 六家博彩公司：VIP/中场/老虎机赢率（25H1）



资料来源：各公司 25H1 年财报，HTI

从百家乐及免佣百家乐最低限注额角度分析，金沙中国的最低下注额覆盖区间更广泛，且专注中高端客户。桌面博彩为亚洲的主要博彩方式，其中百家乐为最受欢迎的博彩游戏。从百家乐及免佣百家乐最低限注额角度分析，金沙中国的 5 家娱乐场百家乐最低下注额为 1500-3000 港元，免佣百家乐最低下注额为 300-500 港元；银河娱乐的直营娱乐场百家乐最低下注额为 3000 港元，免佣百家乐最低下注额为 1000 港元；美高梅中国的娱乐场百家乐最低下注额为 5000 港元，免佣百家乐最低下注额为 500-1000 港元；永利澳门的娱乐场百家乐最低下注额为 2000-3000 港元，免佣百家乐最低下注额为 1000 港元；澳博控股的直营娱乐场百家乐最低下注额为 300-3000 港元，免佣百家乐最低下注额为 200-500 港元；新濠国际发展的直营娱乐场百家乐最低下注额为 3000-5000 港元，免佣百家乐最低下注额为 500-1000 港元。金沙中国的最低下注额覆盖区间更广泛，可吸引到不同群体的客户，其最低下注额区间在友商中位于中部区域，也显示出其专注中高端客户的策略。

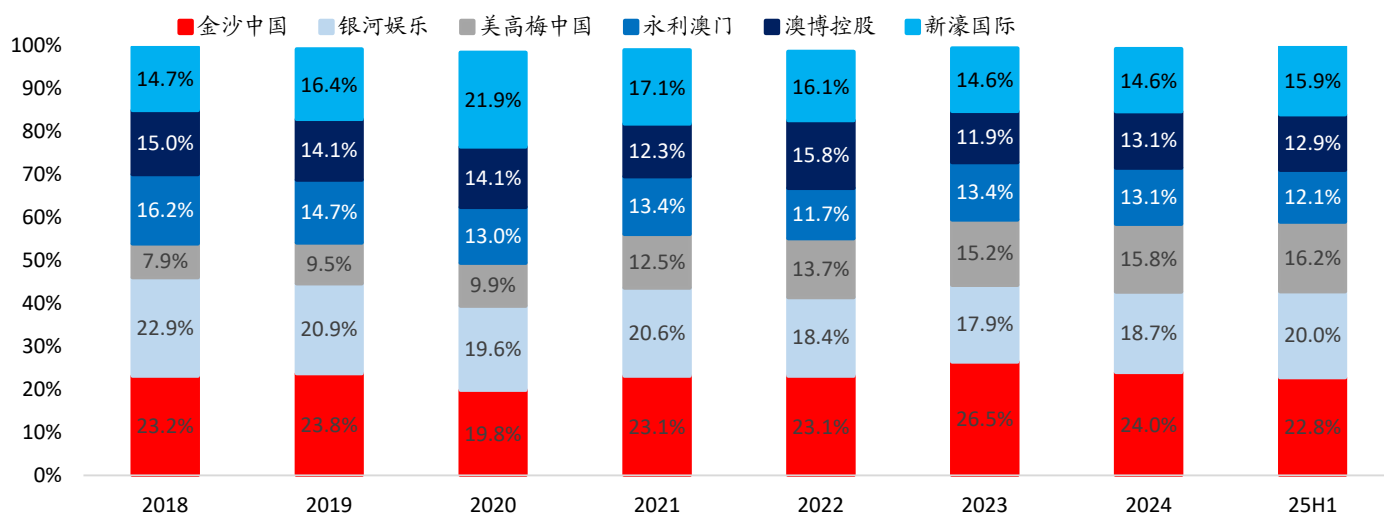
表 5 六家博彩公司：各赌场百家乐及免佣百家乐最低限注金额对比

公司	娱乐场	百家乐（港元）	免佣百家乐（港元）
金沙中国	澳门威尼斯人	3000	500
	澳门伦敦人	3000	500
	澳门巴黎人	2000	500
	百利宫	3000	500
	澳门金沙	1500	300
银河娱乐	澳门银河	3000	1000
	星际	3000	1000
	百老汇	-	-
	华都	500	300
美高梅中国	澳门美高梅	-	500
	美狮美高梅	5000	1000
永利澳门	永利澳门	2000	1000
	永利皇宫	3000	1000
澳博控股	新葡京	3000	300
	上葡京	3000	500
	葡京	300	200
	澳门凯旋门	500	300
	十六浦	500	200
	皇家金堡	300	200
	英皇宫殿	500	200
	财神	300	300
	置地	300	200
	励宫	500	300
	回力海立方	300	300
	金碧汇彩	300	-
新濠国际发展	新濠影汇	5000	500
	新濠天地	5000	1000
	新濠锋	3000	500
	骏龙	300	200

资料来源：The Maven of Macau，HTI

中场高赢率确保公司在中场业务结构性上升的过程中攫取更高利润，成就金沙中国于澳门博彩业的领先地位；金沙中国及银河娱乐，二者合计约占一半的市场份额。金沙中国专注中场业务，定位中高端客户，中场高赢率为公司带来更多的利润，叠加规模最大的赌台及老虎机数量，使得公司的市场份额多年蝉联第一。2024 年，受伦敦人改造影响，市场份额略有下滑。25Q2，伦敦人已投入使用，该项独具特色的物业有望提升公司的市场份额。银河娱乐为吸引超高价值的客户，打造新项目嘉佩乐酒店，现已全面开业。我们认为，伦敦人的翻新及嘉佩乐酒店的全面开业，市场份额的竞争或将更加激烈。

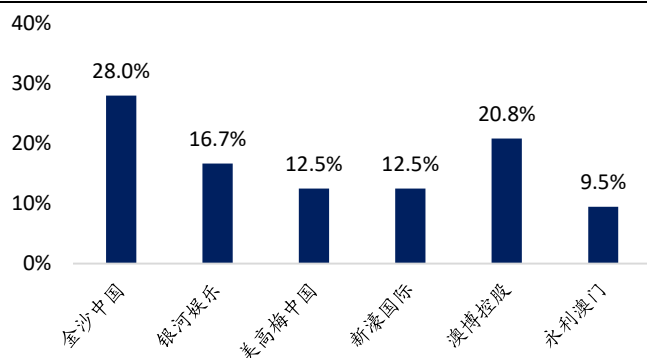
图52 六家博彩公司：GGR 市场份额



资料来源：各公司 2018-25H1 年财报，HTI

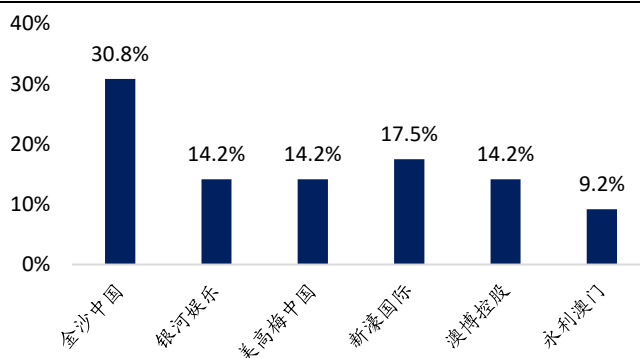
注：新濠国际发展的 GGR 数据为澳门地区 GGR

图53 六家博彩公司：赌桌份额



资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

图54 六家博彩公司：老虎机份额

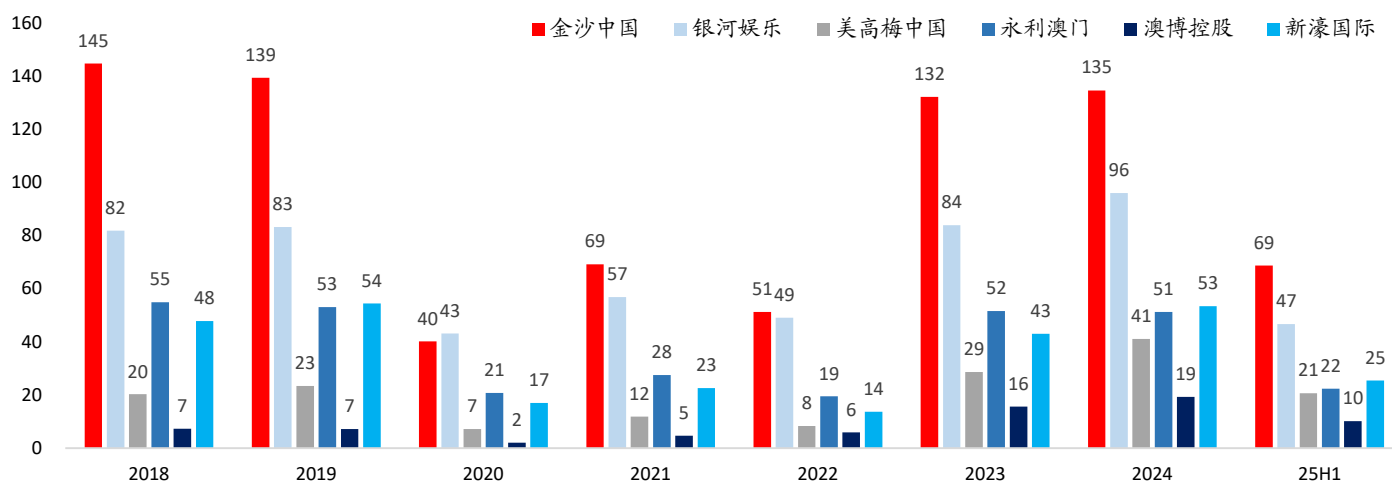


资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

2.2 金沙早期布局多元化业务，非博彩占比业内最高

金沙中国非博彩业务的绝对值及占比均第一，在澳门转型为“世界休闲旅游中心”的背景下，公司或将进一步发挥非博彩优势。新一轮的赌牌竞投后，推动多元化发展及发展非博彩业成为澳门未来 10 年的发展重点。在此背景下，受益于早期对非博彩设施的布局，金沙中国的非博彩业务净收益持续多年维持第一（不考虑疫情特殊时期），并且其非博彩业务占总营收比重在业内占比最高，2024 年为 24.49%。值得注意的是，各家都在加大博彩业务的投资，较 2019 年相比，各家 2024 年的非博彩业务净收益占比均有明显的提升。我们认为，在澳门政府积极调整经济结构，将澳门由博彩城市向“世界休闲旅游中心”转型的背景下，金沙中国的非博彩业务优势将有望助力公司未来长期稳定发展。

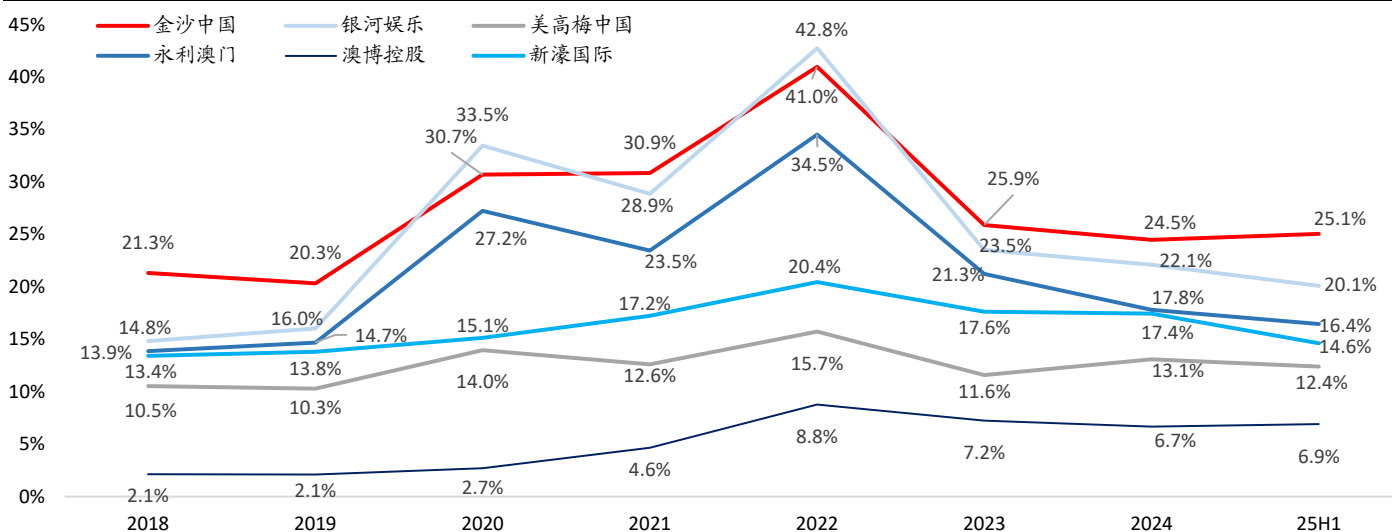
图55 六家博彩公司：非博彩业务净收益（亿港元）



资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：新濠国际发展的非博彩净收益数据为澳门地区非博彩净收益

图56 六家博彩公司：非博彩业务净收益占比



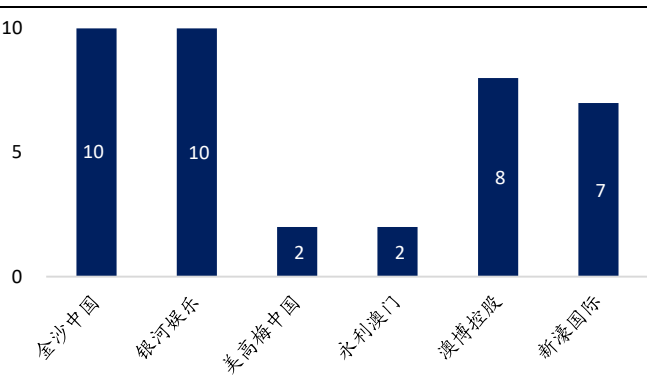
资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：新濠国际发展的非博彩净收益占比数据为澳门地区非博彩净收益占澳门地区净收益的比例

酒店与博彩相结合，开门广迎天下客，金沙中国客房数量规模领先。客房业务与博彩业务紧密相连，顾客人数会影响酒店客房所收取的价格以及博彩下注额，结合酒店及博彩设施的度假村将更受欢迎。2024 年，金沙中国拥有最多的酒店客房，其客房数量达 10892 间，约为银河娱乐的 2 倍。酒店正跨越单一提供住宿的传统角色，迈进提供多方面体验的领域。酒店可透过一系列服务，包括提供水疗、健身服务及其他娱乐康健项目，丰富收益来源。提供该等服务使酒店能够面向更广泛的市场，既可吸引寻求工作与生活平衡体验的商务旅客，亦可吸引寻求全面住宿体验的休闲旅客，从而提高入住率及收益。行业近年酒店客房新增计划：

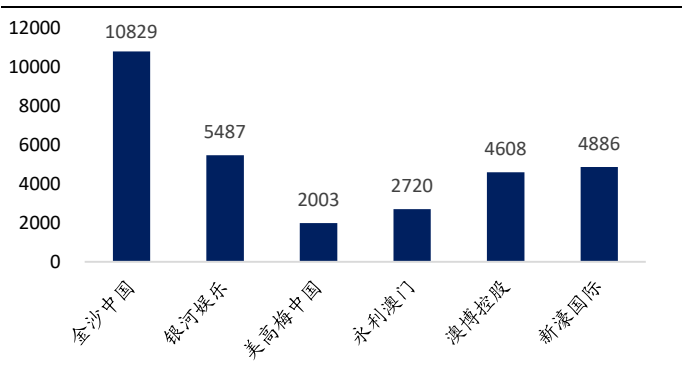
- 银河娱乐 Phase 4，预计新增 1500 间酒店客房，预期 2027 年完成；
- 澳博控股计划收购位于信德口岸商务中心的物业，收购完成后，该物业将改建为拥有约 250 间客房的三星级酒店，预计获得必要的建筑工程施工许可证后约 24 个月内竣工。

图57 六家博彩公司：酒店数量（个）



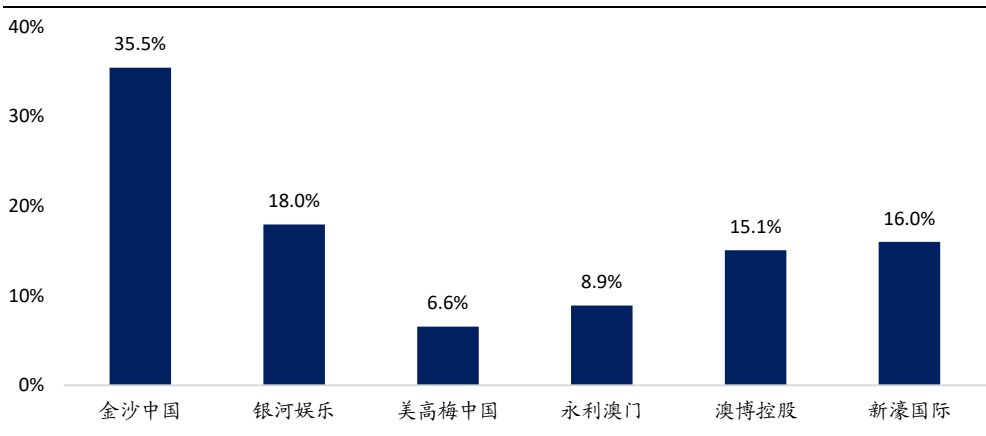
资料来源：携程官方网站，各公司 2024 年财报，各公司官网，HTI

图58 六家博彩公司：酒店房间数量（间）



资料来源：携程官方网站，各公司 2024 年财报，各公司官网，HTI

图59 六家博彩公司：酒店房间份额



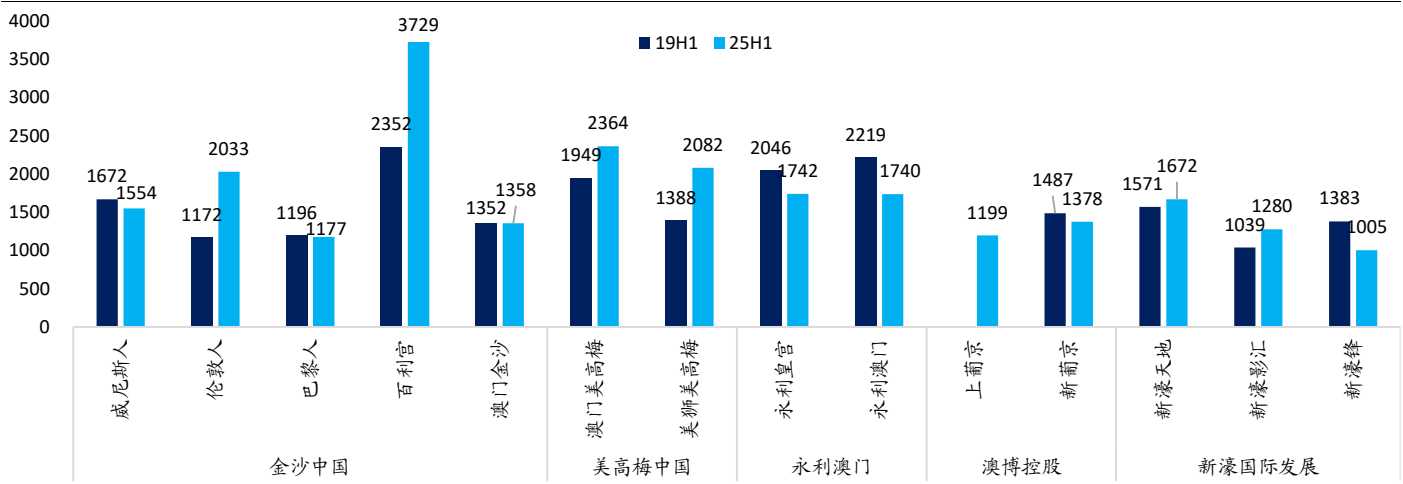
资料来源：携程官方网站，各公司 2024 年财报，各公司官网，HTI

表 6 六家博彩公司：物业及酒店对比

金沙中国		银河娱乐		美高梅中国		永利澳门		澳博控股		新濠国际	
酒店	房间数	酒店	房间数	酒店	房间数	酒店	房间数	酒店	房间数	酒店	房间数
澳门威尼斯人	2905	安达仕	715	澳门美高梅	585	永利皇宫	1706	上葡京	1350	摩珀斯	772
澳门伦敦人	594	悦榕庄	256	美狮美高梅	1418	永利澳门	1014	Palazzo Versace	271	颐居	300
伦敦人名汇	2405	银河酒店	1449					THE KARL LAGERFELD	270	君悦	791
伦敦人御园	368	大仓酒店	488					新葡京	431	迎尚	300
康莱德	659	JW 万豪	1015					回力酒店	132	W 酒店	557
瑞吉	400	莱佛士	450					十六浦索菲特	408	新濠影汇	1936
澳门巴黎人	2541	丽思卡尔顿	233					葡京酒店	926	新濠峰	230
四季	379	嘉佩乐	100					葡京人	820		
四季名荟	289	星际酒店	467								
澳门金沙	289	百老汇酒店	314								

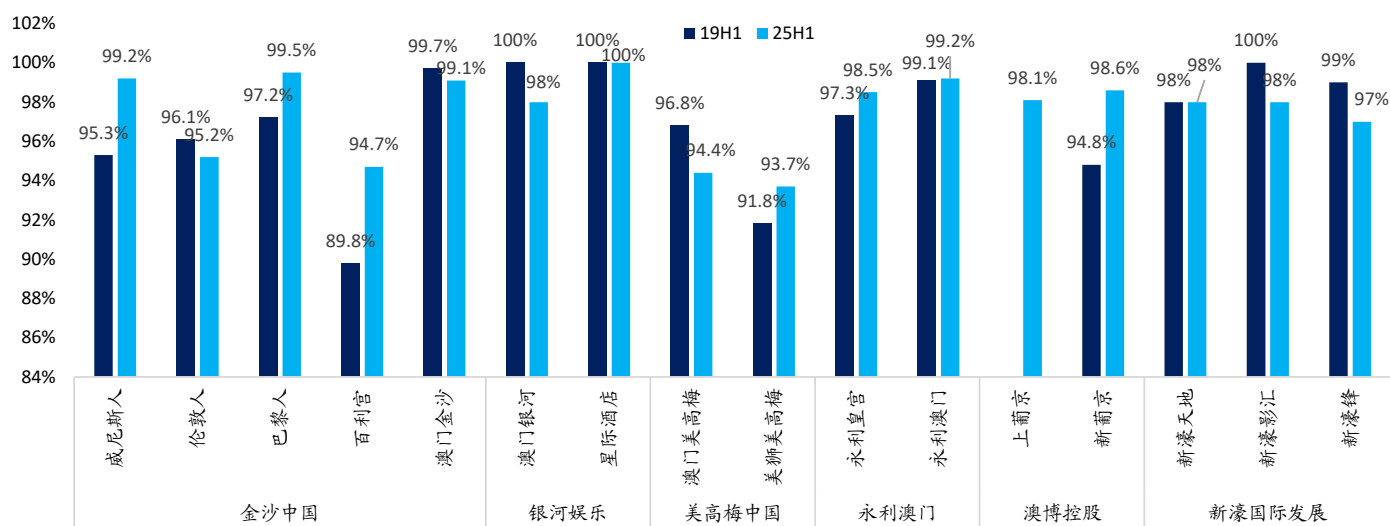
资料来源：携程官方网站，各公司 2024 年财报，各公司官网，HTI
注：1) 部分数据来自携程官网，或与实际数据不符；2) 四季酒店房间数包括 19 间御匾豪园

图 60 六家博彩公司：19H1 及 25H1 酒店 RevPAR 对比（港元）



资料来源：各公司 25H1 财报，HTI

图61 六家博彩公司：19H1 及 25H1 酒店入住率对比



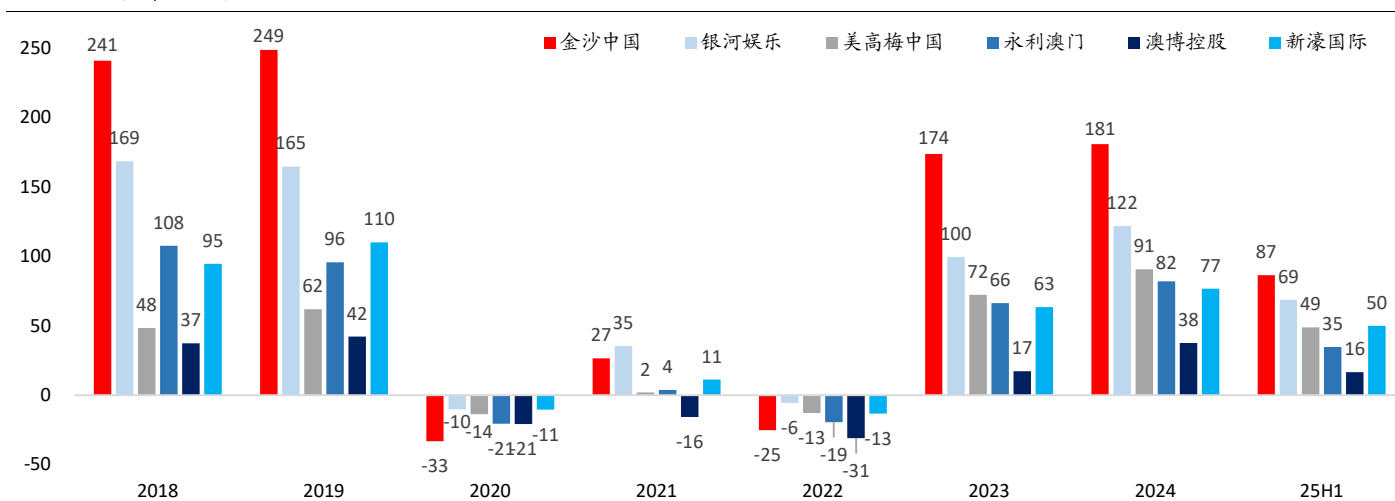
资料来源：各公司 25Q2 财报，HTI

2.3 金沙中国及银河娱乐达百亿级别的盈利及现金流，实力强劲

金沙中国的经调整 EBITDA Margin 最高，伦敦人已于 25Q2 投产，公司的经调整 EBITDA 及 EBITDA Margin 于 2025 年有望进一步提升。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的经调整 EBITDA 分别为 181/122/91/82/38/77 亿港元，同比分别增长 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/33.0%/25.6%，分别恢复至 2019 年的 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7%，经调整 EBITDA Margin 分别为 32.9%/28.1%/28.9%/28.6%/13.1%/25.0%。其中，美高梅中国、永利澳门及澳博控股的经调整 EBITDA Margin 已超过 2019 年的水平。

- 金沙中国受到伦敦人物业改造的影响，其 2024 年经调整 EBITDA Margin 仍低于 2019 年的水平。伦敦人二期的 2405 间套房及客房已于 2025 年 4 月中旬全部翻新完成并投入使用，我们认为，这或将带动金沙中国 2025 年的经调整 EBITDA 及 EBITDA Margin。
- 澳博控股的 9 家卫星娱乐场将于 2025 年年底全面关闭，我们认为公司的盈利能力具备较大提升空间。
- 银河娱乐引进酒店品牌嘉佩乐，我们认为其非博彩收入能力或将提升，有望带动经调整 EBITDA 回升。

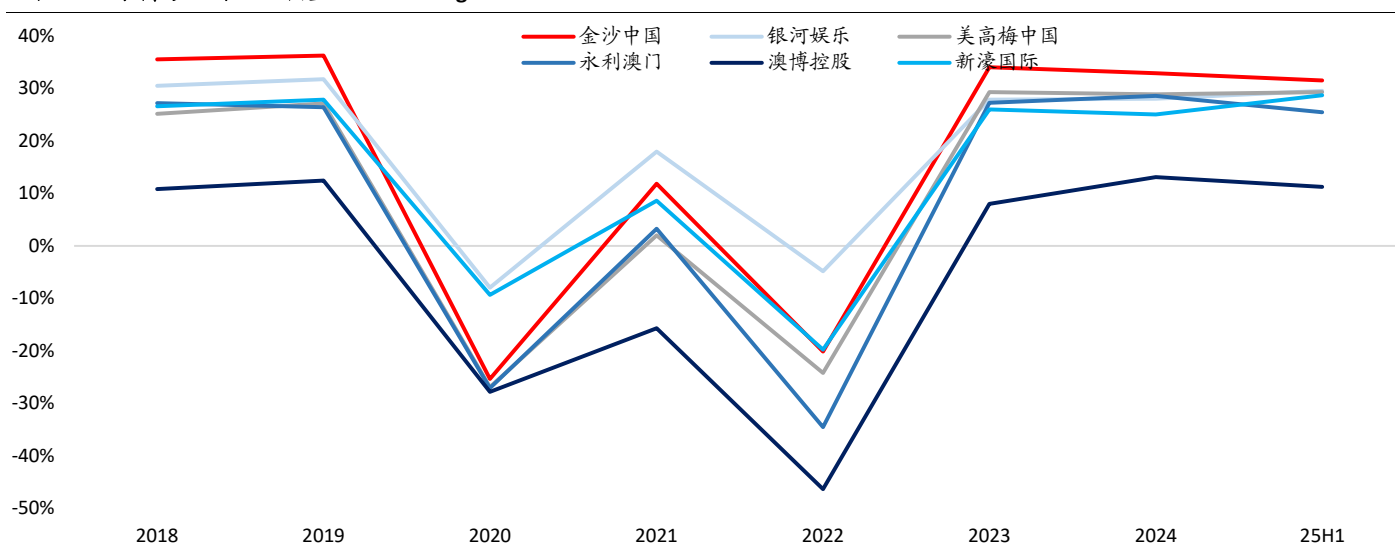
图62 六家博彩公司：经调整 EBITDA (亿港元)



资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

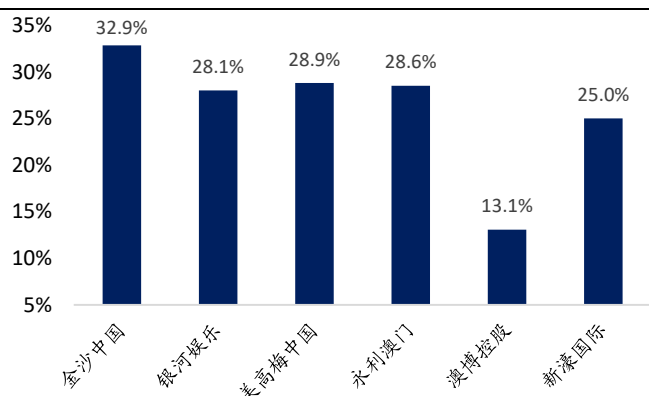
图63 六家博彩公司：经调整 EBITDA Margin



资料来源：各公司 2018-25H1 年财报，HTI

注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

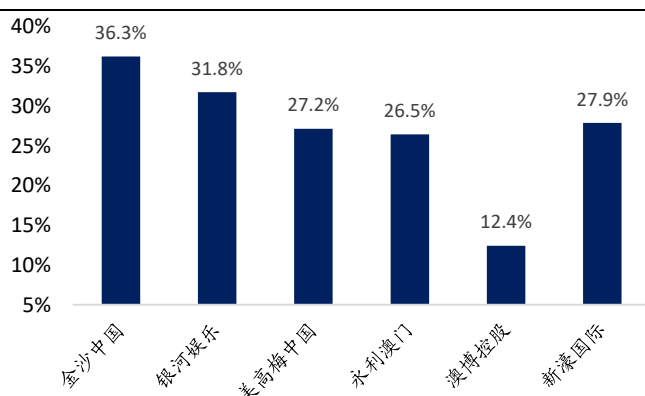
图64 六家博彩公司：2024 年经调整 EBITDA Margin



资料来源：各公司 2018-2024 年财报，HTI

注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图65 六家博彩公司：2019 年经调整 EBITDA Margin

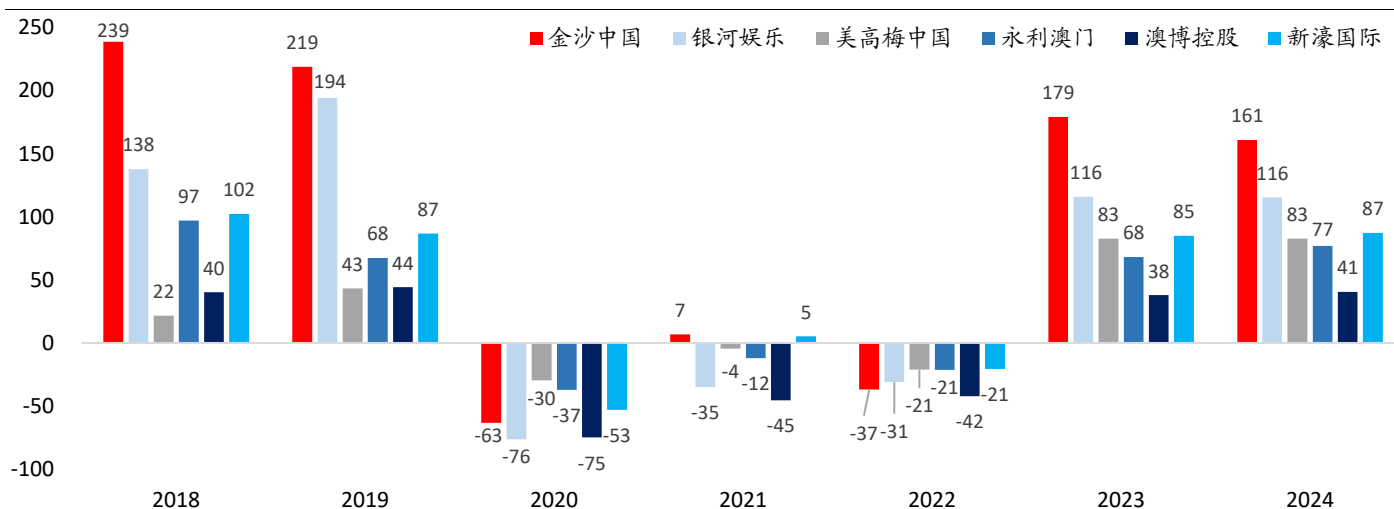


资料来源：各公司 2018-2024 年财报，HTI

注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

金沙中国与银河娱乐百亿级别的经营性现金流展示出超强的“造血”能力，有助未来发展规划。随着疫情结束，6 家博彩企业的经营性现金流于 2023 年均已由负转正，并持续强劲复苏。2024 年，各家经营性现金流分别恢复至 2019 年的 73.5%/59.4%/190.7%/114.0%/91.7%/100.6%。从现金流规模和稳健性角度，6 家公司可大致分为两个梯队：1) 以金沙中国和银河娱乐为代表的百亿级别梯队，该梯队因其巨大的体量、庞大的中场业务和综合度假村收入，现金流最为雄厚；2) 美高梅中国、永利澳门、澳博控股及新濠国际发展为数十亿级别的第二梯队，现金流同样稳健，但规模较小。

图66 六家博彩公司：经营性现金流（亿港元）

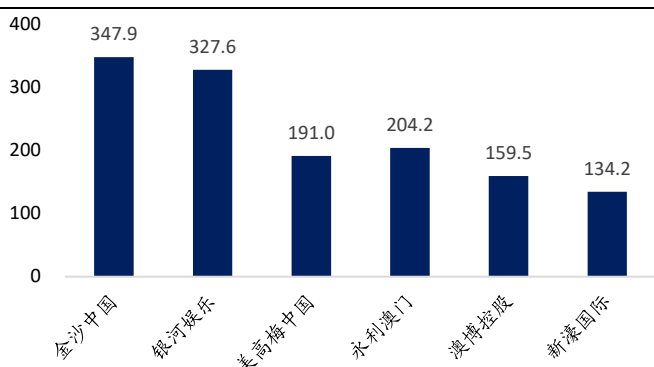


资料来源：各公司 2018-2024 年财报，HTI

注：新濠国际发展的数据包括海外业务

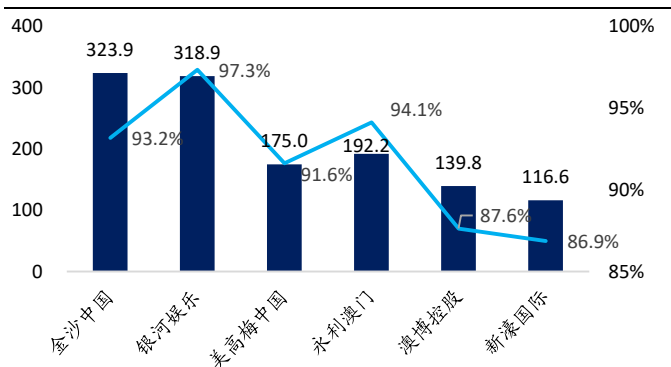
金沙中国承诺投资额及非博彩投资额居 6 家承批商之首。金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展承诺在博彩批给合同十年期限内（截至 2023 年 12 月 31 日）分别投资 347.9/327.6/191.0/204.2/159.5/134.2 亿港元。其中，非博彩投资额分别为 323.9/318.9/175.0/192.2/139.8/116.6 亿港元，主要将用于投资旅游及娱乐业务，以支持澳门政府进一步发展澳门经济多元化，以及吸引更多海外旅客的目标。多家承批公司已公佈并最近完成于路氹就新度假村发展项目进行的巨额投资，这有助于路氹的发展，并进一步带动澳门转型为亚洲领先的商务及休闲旅游中心。我们认为，在此背景下，各家的非博彩收益占比或将提升，并且于澳门发展新增的综合度假村产品亦将带动博彩产品的需求上升。

图67 六家博彩公司：承诺投资总额（亿港元）



资料来源：各公司 2024 年财报，HTI

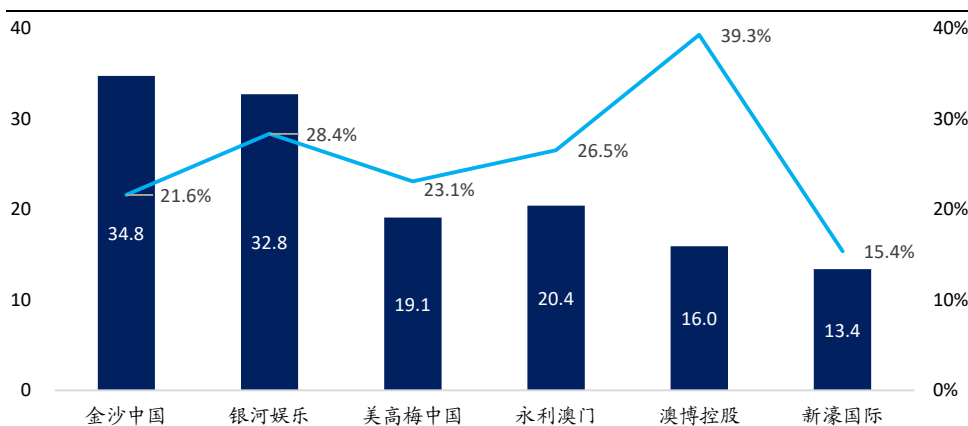
图68 六家博彩公司：承诺投资非博彩项目金额及占比（亿港元）



资料来源：各公司 2024 年财报，HTI

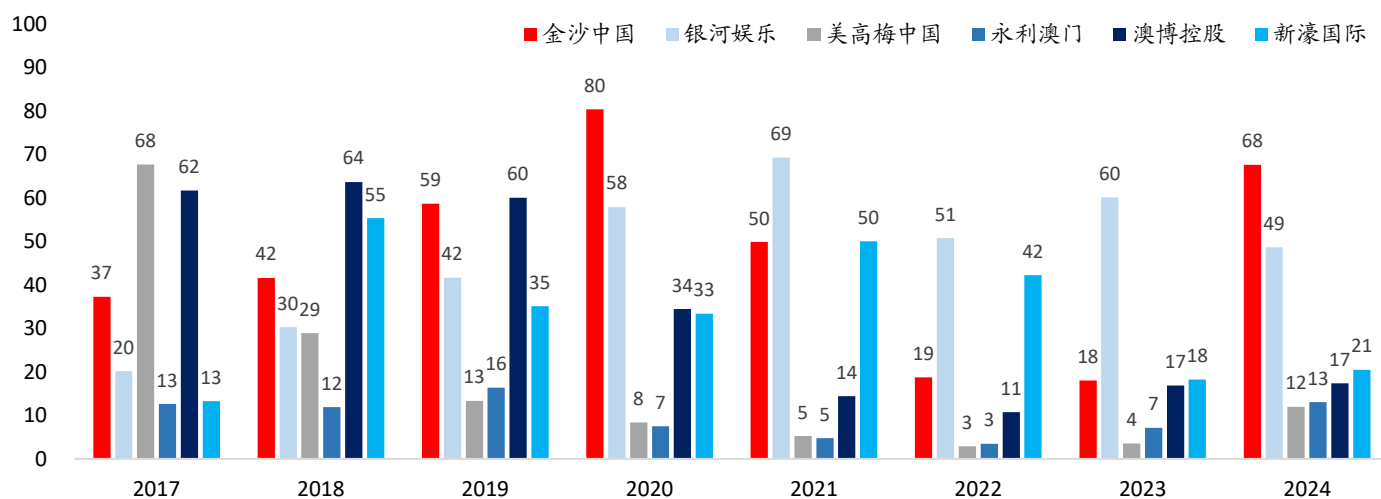
金沙中国现金流恢复，年均承诺投资额占经营性现金流的比例不高，分红率有望回升。随着各家博彩公司步入“营收稳增长-规模效益提升-盈利能力提升-现金流质量提高”的正向循环，其分红率有望回升至疫情前水平。金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展年均承诺投资额分别为34.8/32.8/19.1/20.4/16.0/13.4亿港元，占2024年经营性现金流的比例分别为21.6%/28.4%/23.1%/26.5%/39.3%/15.4%。金沙中国承诺的投资额最高，但其年均承诺投资额占经营性现金流的比例其仅高于新濠国际发展。我们认为，随着金沙中国伦敦人项目的投入产出比持续提升，其盈利能力及现金流质量均有望进一步提升，分红率或随之增长。

图69 六家博彩公司：年均承诺投资额及其占2024年经营性现金流的比例（亿港元）



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

图70 六家博彩公司：CapEx（亿港元）

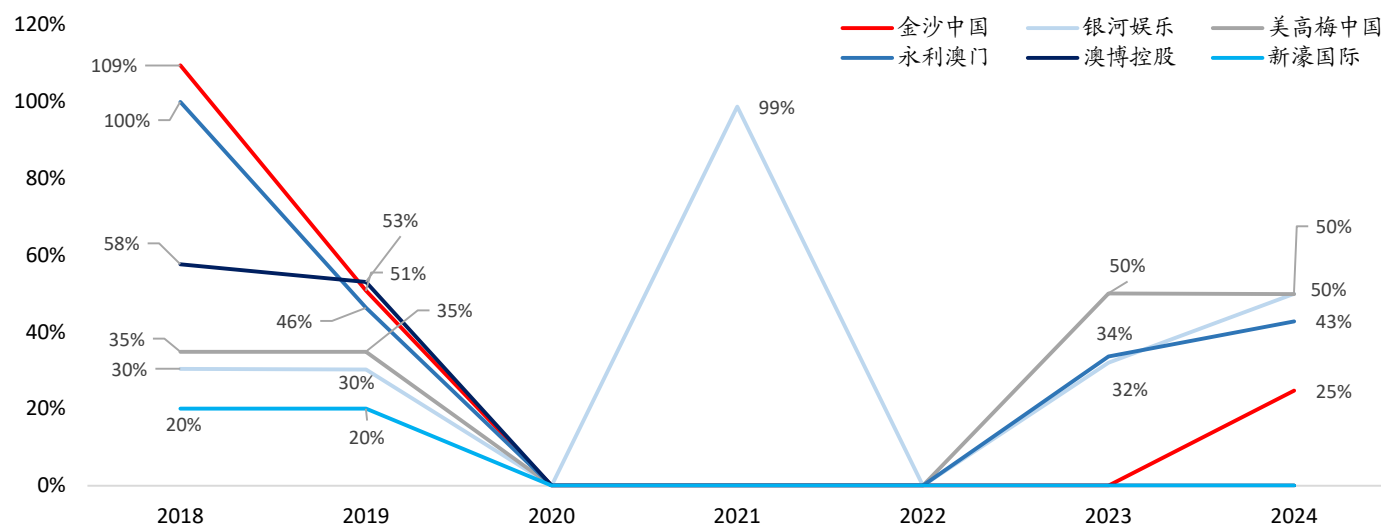


资料来源：Wind, HTI

注：新濠国际发展的数据包括海外业务

受收购两家卫星赌场影响，澳博控股派息时间或将推迟。2023 年，银河娱乐、美高梅中国及永利澳门已经恢复派息，并且银河娱乐及美高梅中国的分红率以高于 2019 年的水平。金沙中国于 2024 年恢复派息，分红率不及 2019 年的水平。澳博控股还未恢复派息，其计划收购澳门凯旋门娱乐场及十六浦娱乐场的所在物业，该项计划或将使公司资产负债率提升以及延缓派息时间。

图71 六家博彩公司：分红率

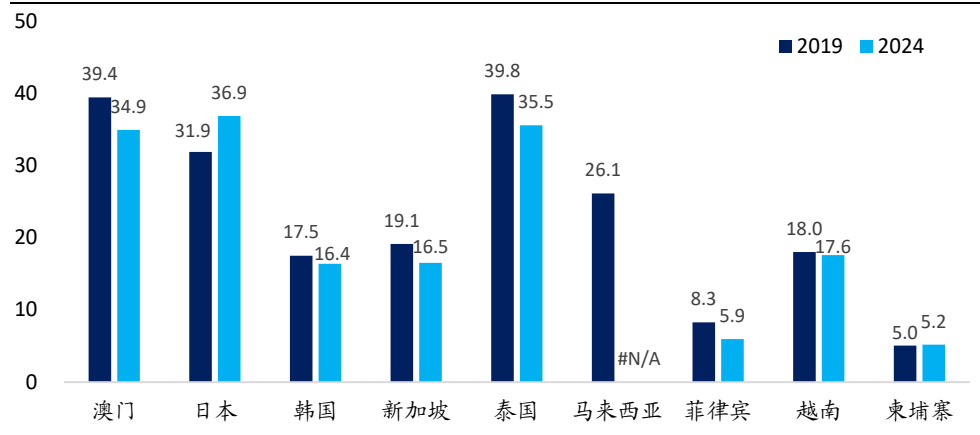


资料来源：Wind, HTI

2.4 海外博彩崛起，分流国际客源

从亚洲拥有赌场的地区入境游客人数来看，泰国、澳门和日本较为热门。2024 和 2019 年各地区入境游客人数方面，除日本和柬埔寨实现正增长外，其余地区均出现不同幅度下滑。2019 年，入境人数前三为泰国、澳门和日本，而 2024 年后，日本 2024 年入境人数由 31.9 增长到 36.9 百万人，已经超过澳门和泰国，成为亚洲入境热门地区。

图72 各地区入境游客人数（百万人）



资料来源：Wind，HTI
注：马来西亚 2024 年数据未披露

除了澳门地区的竞争外，在亚洲其他地区，博彩业务蓬勃发展，竞争正由点向面地扩展。澳门为全球最大的博彩市场，亦为中国唯一提供合法娱乐场博彩的地区。但是，在亚洲地区，韩国和新加坡以及正在快速崛起的新兴市场马来西亚、菲律宾、越南和柬埔寨的博彩业蓬勃发展，其业务模式也在向着综合度假村的模式迈进。澳门的核心竞争力在于其成熟的综合度假村模式、内地游客的稳定客源，以及政策支持的连贯性。然而，面对全球博彩业的多元化竞争，澳门需进一步强化非博彩业务（如会展、娱乐）、优化游客体验。与此同时，新兴市场的崛起将推动亚洲博彩业进入“多极化”时代，以维持其全球领先地位。

表 7 各国（地区）在建赌场

国家或地区	政策及赌场数量	赌台/角子机数量	签证
澳门	2022 年 6 月 21 日，澳门立法会通过了《第 7/2022 号法律-修改第 16/2001 号法律〈娱乐场幸运博彩经营法律制度〉》，对卫星赌场模式进行了重大调整。根据这项法律，卫星赌场的过渡期将在 2022 年 12 月 31 日结束；过渡期结束后，卫星赌场不再以博彩分成模式运营，而是必须转型为管理公司，仅能收取定额的管理费用。2022 年 12 月 16 日，澳门行政长官颁布相关批示，美高梅、银河、威尼斯人、新濠博亚、永利和澳娱综合等六家博彩企业获得新的 10 年经营批给，并于 2023 年 1 月 1 日起生效。	2024 年，澳门赌台及角子机数量保持稳定，分别为 6000、12000 个	持港澳通行证过关，停留时间不超过 7 日 1) 珠海户籍：每周一次 2) 横琴粤澳深度合作区户籍和居住证持有人：1 年内可不限次数 3) 其他人员：每隔 60 天
日本	2018 年 7 月 27 日，日本立法《特定综合度假区开发法》，目前法律规定 IR（Integrated Resorts，综合度假村）区域数限于全国 3 处，每处 IR 限于 1 栋赌场设施，每栋赌场的博彩区域面积不得超过 IR 设施总面积的 3%。其赌场营业执照的标准为 3 年期限的更新制度。 赌场综合度假区计划于 2029 年对外营业。	-	旅游签
韩国	韩国娱乐场业始于 1967 年，在亚洲目前已开放的博彩区域中，韩国是对本国人的管控最为严格的地区之一。整个韩国来看， 共有大小赌场 18 家，其中只有 1 家“江原乐园”赌场允许韩国人进入，其余 17 家都为外国人专用赌场。	2024 年，韩国赌台及角子机的数量分别为 1370、3096 个	济州岛免签，其他地区旅游签，停留不超过 30 日
新加坡	拥有 2 个大型合法赌场：圣淘沙名胜世界和滨海湾金沙赌场。 这些综合度假村不仅为游客提供博彩服务，还包括酒店、购物中心和娱乐设施，已成为新加坡旅游业的重要组成部分。新加坡政府对赌场的监管较为完善，运营也十分成熟。	2024 年，新加坡赌台及角子机的数量分别为近 1100 个、5400 个左右	免签，停留不超过 30 日
泰国	2025 年 7 月 8 日，泰国内阁会议通过了财政部的提议， 同意撤回《综合娱乐场所法》修订版草案提交国会审议的议程。 该草案拟通过建立娱乐综合体和赌场，使地下赌博业合法化，以吸引游客，增加税收，刺激经济发展。考虑到泰国当前政局动荡，该法案短期内的重新推进存在较大不确定性	-	免签，停留不超过 30 日
马来西亚	唯一的合法赌场云顶赌场 ，于 1970 年获得特许开办	2024 年，共有约 450 张赌桌	免签，停留不超过 30 日
菲律宾	菲律宾的博彩业可划分为： 1) PAGCOR（菲律宾娱乐和博彩公司）：菲律宾国有企业 2) 在岸持牌赌场：PAGCOR 吸引国内外资本并发放牌照建立的综合度假村 3) 电子博彩(iGaming)：通过互联网平台运营的线上博彩业务 4) 离岸博彩(POGO)：针对外国人的网上电子博彩，已于 2024 年底被政府关停	知名赌场： 1. 冈田马尼拉（Okada Manila）：500 张赌桌和 3000 台老虎机 2. 索莱尔（Solaire Resort and Casino）：360 张赌桌和 1620 台老虎机 3. 新濠天地赌场（City of Dreams Manila）：267 张赌桌和 2278 台老虎机 4. 北索莱尔赌场（Solaire North）：200 张赌桌和约 3000 台老虎机	免签，停留不超过 7 日
越南	共有 9 家合法娱乐场	2024 年，共有约 546 张赌桌，超 3822 台角子机	免签，停留不超过 90 日
柬埔寨	柬埔寨法律不允许柬埔寨公民赌博，但巴维和波贝等边境城镇拥有大量赌场，服务外国客户，允许赌博非法的邻国公民参与。为了明确和加强对该行业的监管，皇家政府于 2020 年出台了《商业博彩管理法》将商业赌博区分为两种类型：禁区和允许区。 截至 2024 年底，柬埔寨商业博彩委员会已累计向 195 家赌场颁发经营许可证，但其中 1 张执照被吊销，1 张被暂停，15 张执照已到期。	2025 年，柬埔寨角子机的数量为 4495 个	免签，停留不超过 7 日

资料来源：各公司年报，各地博彩监管局，各地旅游局，Korea Casino Association，央视网，搜狗百科，会安南岸娱乐场官网，搜狐新闻，NEWSWATCH，YY 评级，HTI

近年来，全球博彩业呈现区域性扩张趋势。以泰国为例，其政府原计划在 2025 年通过赌场合法化政策，发放最多五张综合娱乐场所许可证，旨在吸引外国游客并刺激经济复苏。泰国预计每年可吸引超 360 万游客进入赌场，与新加坡、澳门等传统博彩中心形成竞争。但是，2025 年 7 月 8 日，泰国内阁会议通过了财政部的提议，同意撤回《综合娱乐场所法》修订版草案提交国会审议的议程，该法案短期内的重新推进存在较大不确定性。此外，日本大阪也计划在 2025 年建设综合度假村与赌场，进一步加剧亚洲市场的竞争。

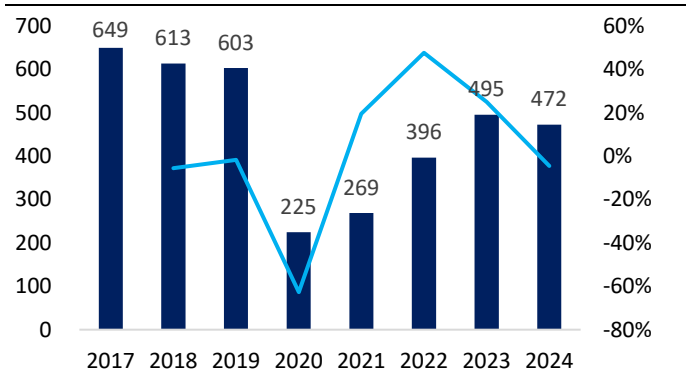
表 8 各地区赌场建设计划

国家或地区	赌场建设计划	预计完工时间	基础情况
澳门	无在建赌场	-	-
日本	大阪・梦洲地区 IR	2029 年	该项目 2025 年资金 50%由欧力士出资，50%由美高梅日本出资。2025 年度的计划包括完成各 IR 设施的详细设计和准备工程，开始建设各 IR 设施，并进行必要的协调和行政协商。
韩国	江原乐园的第二赌场营业所	2028 年上半年	预计最多可容纳 2500 人
新加坡	MBS 扩建项目	2030 年	预计花费 80 亿美元，项目包括一座拥有豪华客房和套房的酒店塔楼、一个屋顶景点、高级游戏区、会议设施和一个拥有约 1.5 万个座位的最先进的现场娱乐场所
泰国	泰国计划将建设 5 大娱乐综合体	-	潜在选址为曼谷 2 所、东部经济走廊（芭提雅）1 所、普吉岛 1 所、清迈 1 所。
柬埔寨	Naga3	2029 年	该项目由 NagaCorp Ltd.开发，预计耗资 35 亿美元，将使集团的产能增加至少两倍。目前 Naga 3 项目地下室的地基和结构工程已大致完成。
越南	云屯综合旅游娱乐区	预计自土地交付之日起，基本建设及运营周期为 9 年	该项目总投资超 20 亿美元，资金来源于投资者注资、贷款及募集资金，运营期限不超过 70 年。根据获批方案，该项目总面积达 244.45 公顷，定位为集博彩、旅游、酒店、度假村、公寓式酒店、商业街、购物中心、会议中心、体育设施及高端康养服务于一体的超级综合体。

资料来源：Korea Casino Association, JCRC, 腾讯网, NAGACORP 官网, LVS24H1 财报, HTI

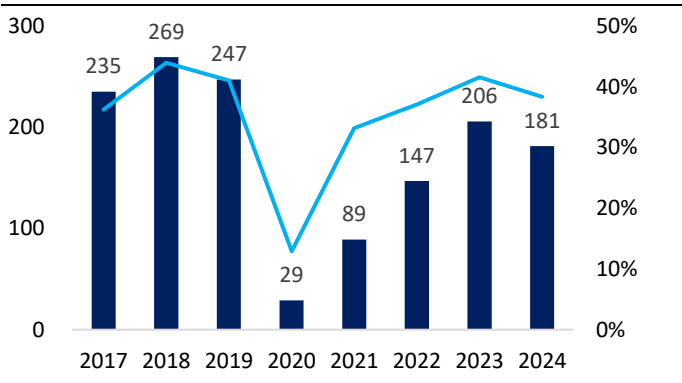
除澳门核心业务外，新濠国际发展在菲律宾及塞浦路斯均运营博彩业务，2024 年，其海外业务收入占比约为 15.3%。菲律宾方面，尽管市场竞争日趋激烈，新濠天地（马尼拉）依然展现出非凡的韧性。受益于国际旅客到访人次增长、入境旅游消费收入增加，以及政府加强对旅游发展的承诺，公司的表现于 2024 年维持稳健。新濠天地（马尼拉）于 2025 年踏入开业 10 周年，其至今一直为公司带来稳定收益。为进一步扩展其全球业务版图，公司将继续实施策略性的轻资产模式，同时在新兴博彩市场开拓新机遇。City of Dreams Sri Lanka 内的娱乐场预计将于 25Q3 开幕，使公司得以扩展新濠天地的品牌及扩展客户基础。同时，公司在泰国新开设的办事处将有助其抓住新机遇。

图 73 新濠国际发展：菲律宾净收益及增速（百万美元）



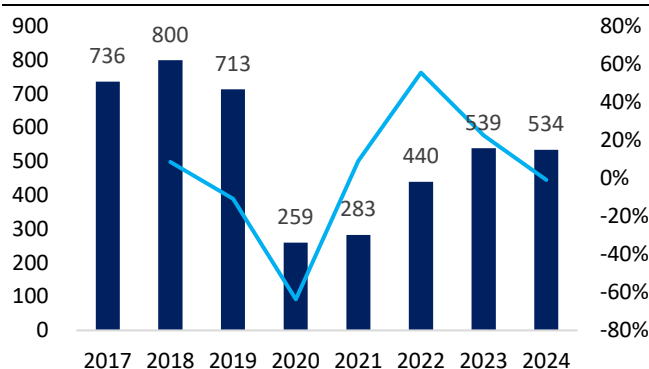
资料来源：新濠国际发展 2024 年财报, HTI

图 74 新濠国际发展：菲律宾 EBITDA 及 EBITDA Margin（百万美元）



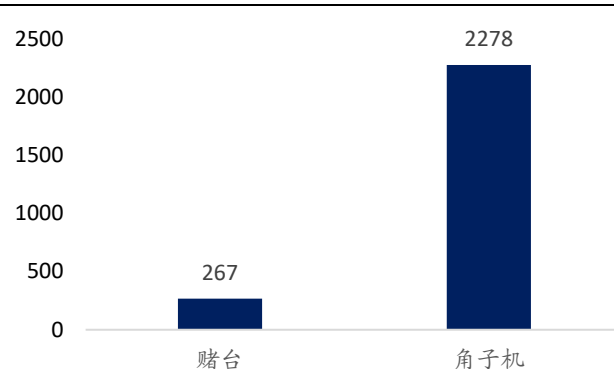
资料来源：新濠国际发展 2024 年财报, HTI

图75 新濠国际发展：菲律宾 GGR 及增速（百万美元）



资料来源：新濠国际发展 2024 年财报，HTI

图76 新濠国际发展：菲律宾赌台及角子机数量（个）



资料来源：新濠国际发展 2024 年财报，HTI

3. 至暗时期已过，澳门旅游业持续复苏

3.1 澳门博彩业从“规模扩张”转向“质量提升”

3.1.1 澳门博彩业的历史背景

澳门独特的历史背景。澳门自 16 世纪起成为葡萄牙殖民地，19 世纪中期因转口贸易地位下降和财政危机，澳葡政府于 1847 年宣布赌博合法化，逐步将博彩业纳入合法经营范畴。这一政策最初以“慈善彩票”为起点，后扩展至番摊、骰宝等多种形式，奠定了澳门作为“东方蒙卡罗”的基础。19 世纪合法化后博彩业成为经济支柱，2002 年澳门政府推出国际投标，终结垄断局面，三项经营权分别赋予银河、澳博和永利澳门。2002 年 12 月，金沙中国附属公司威尼斯人澳门（以下简称“VML”）、银河以及澳门政府订立转批经营权合约，自此金沙中国得以在澳门以独立于银河的方式发展及经营博彩设施项目，其他两个获得转批资格的为新濠博亚和美高梅金殿超濠。

3.1.2 交通便利且地理位置优越

优越的地理位置奠定客流量基础。澳门位于中国内地东南沿海，在广东省的西面，由澳门半岛、氹仔和路环两个岛屿，以及填海而成的路氹区域组成。澳门博彩市场在地理上被分隔为两个地区，半岛区及路氹。目前，半岛区是博彩及娱乐活动的中心、密集度很高，其拥有澳门 34 座娱乐场度假村物业中的 23 个。半岛区横跨 9.3 平方公里，在地理上与中国内地珠海连接。半岛区因其离中国内地、主要入境码头及沿港澳码头主要停靠点较近，所以拥有最大的客流量。其中澳门凯旋门、永利澳门的万利酒店与澳门美高梅相邻，创造出一个娱乐场聚集地，步行即可到达任一娱乐场。

图77 澳门路氹金光大道



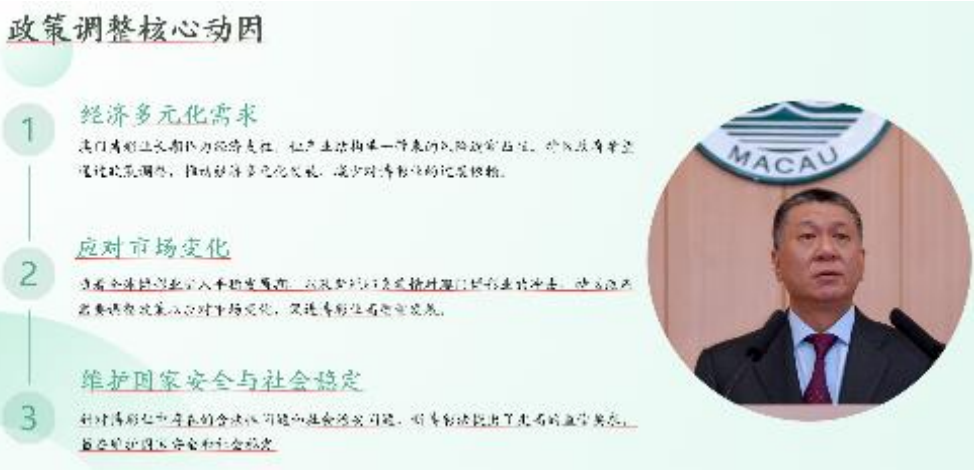
资料来源：Google, HTI

交通网络完善且多样化。除澳门国际机场外，澳门亦拥有连接澳门与氹仔岛的轻轨系统，横琴至氹城仅需 2 分钟；威尼斯人、永利等酒店运营的免费接驳车，覆盖机场、口岸及市区景点，高峰时段需凭消费凭证乘坐；珠海设拱北、横琴及青茂口岸，通过快速。港澳之间乘直升机航程约 15 分钟，经开通的港珠澳大桥车程约为 30 分钟，而船程约为一小时。其中，金沙中国设金光飞航渡轮服务和喷射飞航渡轮服务，班次密集，仅需一小时来往港澳。澳门通过多元化交通网络、免费接驳服务及高效通关系统，构建了高便利性的出行生态，满足旅客从经济型到高端化的全场景需求。

3.1.3 赌桌数量及可用于博彩业土地供给受限，引导澳门产业转型

澳门土地资源紧缺。澳门土地资源高度稀缺，博彩企业新建或扩建娱乐场需依赖政府土地批给，但自 2018 年起，澳门政府已明确禁止新城填海土地用于博彩业。目前仅有银河娱乐第三、四期及上葡京等少数项目获批新土地。受限于土地供应，博彩企业被迫转向现有物业的翻新和改造，例如通过优化赌场空间布局、提升非博彩设施（如酒店、会展中心）占比来维持竞争力。

图78 《新博彩法》实施因素



资料来源：Google, HTI

新《博彩法》颁布，博彩桌数量增速受限。为推动澳门经济多元化发展，降低对博彩业务的依赖，澳门政府于 2022 年 6 月颁发《娱乐场所幸运博彩经营法律制度》（即《新博彩法》）。2022 年 7 月，澳门政府启动新一轮赌牌公开程序，要求竞标企业提交非博彩业务发展规划等材料，11 月，赌牌竞投结果公布，明确六家持牌企业，分别为美高梅金殿超濠、银河娱乐场、威尼斯人澳门、新濠博亚、永利度假村以及澳娱综合度假。《新博彩法》重点在牌照上限和批给期限做出调整。

图79 《新博彩法》牌照发放与管理机制

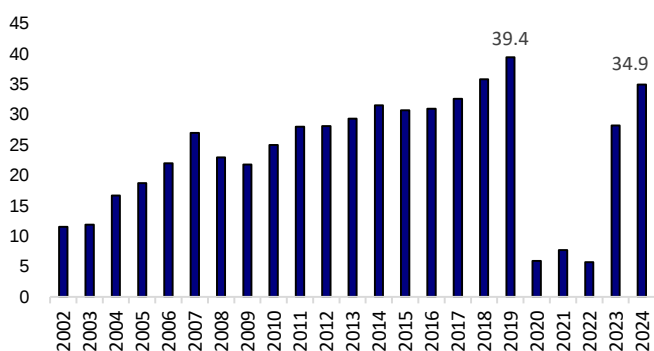


资料来源：Google, HTI

3.1.4 访澳人数持续复苏，博彩业为澳门财政的主力贡献者

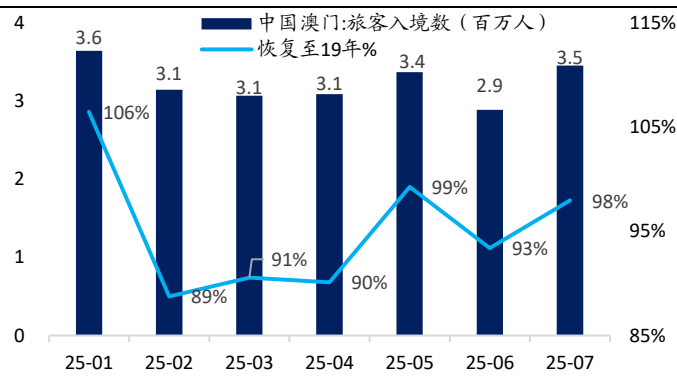
至暗时期已过，访澳人数持续复苏。根据澳门统计暨普查局数据显示，2002-2019 年，澳门旅客入境数由 1153.08 万人增加至 3940.62 万人，年均复合增速为 7.50%，增势显著。其中，中国大陆访澳门旅客由约 424.04 万人增加至约 2792.32 万人，年均复合增速为 11.72%。以广东广州及汕头为例，两地旅行团出行至澳门人数分别由 7.3 万人、684 人增加至 64.4 万人、1.6 万人，年均复合增速分别为 13.63% 以及 20.40%。然而 2020 年新冠疫情的爆发，对澳门旅游及博彩业造成重大影响，以致企业经营业绩和来自经营业务的现金流大幅下降。2020 年澳门入境旅客量同比锐减 85.04%，仅 589.68 万人次，较 2019 年减少 3350.93 万人次；旅游物价指数同比下跌 8.2%。依赖旅游业的澳门 GDP 显著下滑，中小企业面临现金流断裂风险，居民就业与生活压力剧增。博彩业、酒店业等核心产业收入缩水超 80%。

图80 中国澳门：旅客入境数（百万人）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

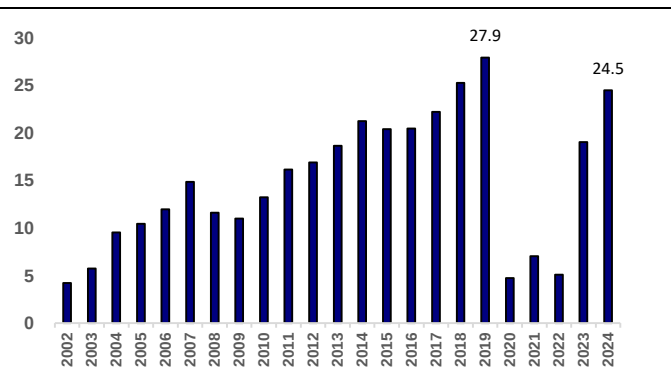
图81 中国澳门：2025 年月度旅客入境数及恢复情况



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

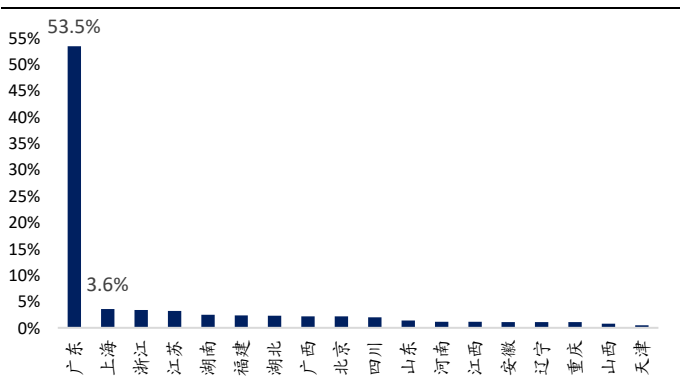
2024 年，澳门旅客入境人数恢复至 2019 年的 88.64%。为应对旅游业的显著低迷，澳门一方面控制疫情传播，一方面推出消费券、税费减免等措施维持本地经济活力，为旅游业复苏奠定基础。2023 年 1 月入境旅客环比增长 2.6 倍，2024 年全年旅客入境人数达 3492.87 万人，已恢复至 2019 年的 88.64%，其中 24 年大陆旅客入境人数达 2449.14 万人，恢复至 19 年全年的 87.71%。我们认为借助粤港澳大湾区合作，大陆入境旅客人数有望持续提升。

图82 中国澳门：中国大陆旅客入境数（百万人）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

图83 中国澳门：2024 年各省份旅客占比



资料来源：澳门旅游局，HTI

3.2 博彩业为澳门财政的主力贡献者

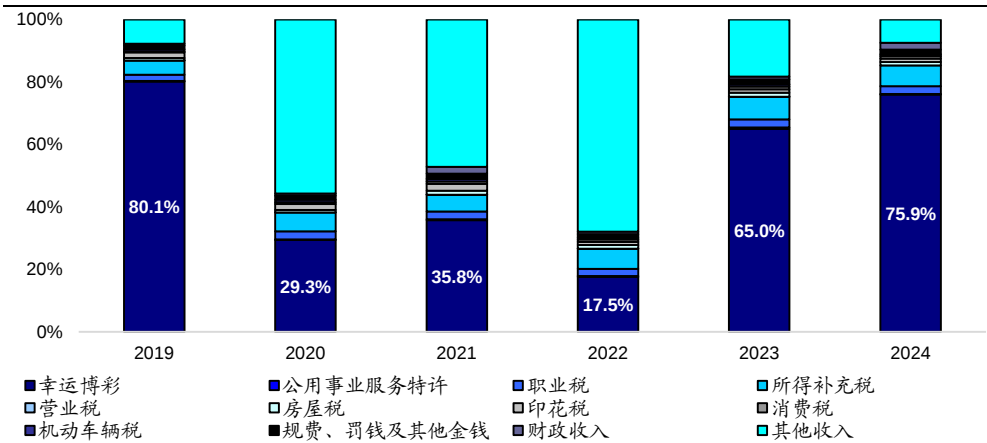
博彩税占财政总收入 80%以上。2004 年之前，澳门经济高度依赖博彩业，该产业占澳门 GDP 比重长期维持在 50%以上。2004-08 年，博彩业进入黄金发展期，2004 年澳门 GDP 增长率突破 47%，并超越拉斯维加斯成为全球最大赌城，此时博彩业占 GDP 比重达到 80%。根据澳门统计局数据显示，2008 年，澳门旅游业境内生产总值为 174 亿美元，占整体境内生产总值的 81.1%。在旅游业境内生产总值中，博彩业境内生产总值为 134 亿美元，占境内旅游业总值的 76.8%。2024 年，随着澳门经济结构转型的成功，如旅游、会展、金融等非博彩产业占比提升至 61.7%，博彩业对澳门 GDP 的直接贡献已降至约 37.2%。然而，尽管其 GDP 占比下降，但博彩税仍占澳门财政总收入的 75%以上，政府借此支撑社会福利和中小企业税收减免政策。

表 9 澳门博彩业对 GDP 贡献率历年变化

澳门博彩业对GDP贡献率历年变化
1970年代-1980年代：制造业主导期
1970年代末：纺织业占澳门GDP约40%，为经济最大支柱，博彩业尚未成为核心产业
1980年代后期：制造业转移至内地，博彩业逐步取代传统产业，但初期占比仍较低
1999年回归初期：博彩业“一业独大”
1999年：澳门回归时，博彩业占GDP比重长期维持在50%以上，最高峰时超过70%，成为经济绝对支柱
就业依赖：博彩相关岗位占据主导地位，失业率从回归前的6%降至2%左右
2004-2008年：黄金发展期
2004年：博彩业进入爆发式增长阶段，澳门GDP增长率达47%，超越拉斯维加斯成为全球最大赌城，博彩业占GDP比重升至80%
2024年：多元化转型成果
直接贡献率下降：博彩业对GDP的直接贡献降至37.2%，非博彩产业（旅游、会展、金融等）占比提升至61.7%，经济结构显著优化
财政依赖度仍高：博彩税占政府财政收入75%以上，但税收用于支持社会福利和中小企业发展
关键转折与政策驱动
“1+4”战略：以博彩业为基础，推动旅游休闲、会展商贸、中医药及文化创意四大新兴产业发展，降低单一产业风险
区域合作深化：与横琴协同开发中医药产业，拓展经济腹地，进一步稀释博彩业权重

资料来源：Google，HTI

图84 澳门特别行政区一般综合收入主要组成部分 (%)



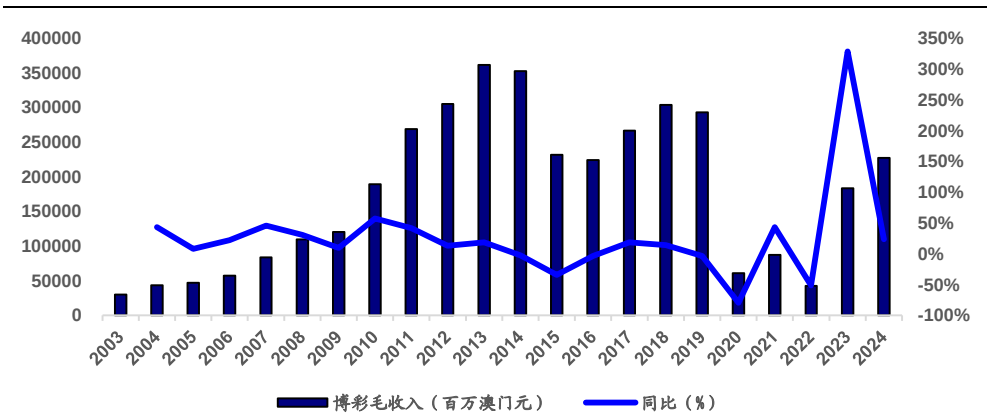
资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

3.3 高速发展终成全球最大博彩市场

3.3.1 收入规模持续领先

澳门自 2007 年起成为全球最大博彩市场。亚洲是世界博彩业增长最迅速的市场，亚洲其他娱乐场及博彩中心包括马来西亚、新加坡、日本、韩国、菲律宾和越南。2007 年起澳门博彩毛收入超越拉斯维加斯，成为全球最大博彩市场。2010 年，澳门市场是拉斯维加斯金光大道和大西洋城市场收入之和的逾 2.5 倍。2024 年毛收入达 2274.20 亿澳门元（约合 283.76 亿美元），远超其他地区。以赌桌密度和单桌收入计算，澳门核心赌场（如葡京、威尼斯人）日均客流量超 3 万人次，单月营收可达 30 亿澳门元，效率居全球之首。

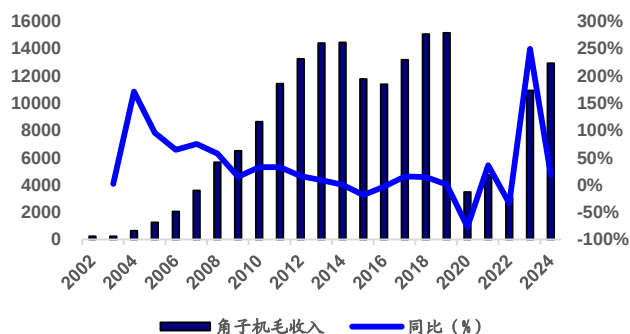
图85 中国澳门：博彩毛收入（百万澳门元）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

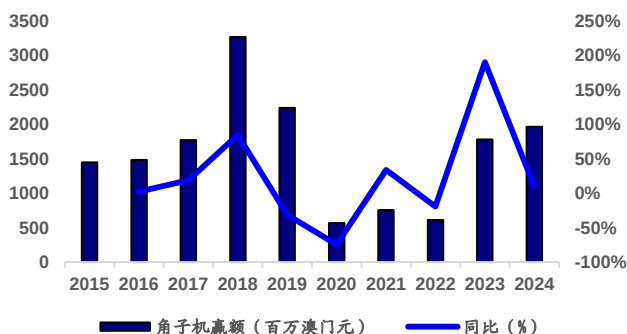
尽管全球经济衰退就临时增加的签证限制使中国内地跨境访问减少，但澳门博彩收入仍于 2009 年大幅增长，娱乐场收入总额同比提升 9.74%。该趋势于 2010 年仍在持续，2010 年澳门录得博彩收入总额为 1840.65 亿元，较 2009 年同比提升 57.49%。2002-2019 年角子机毛收入年均复合增速分别为 27.89%，2024 年该收入已恢复至 2019 年的 85.34%。

图86 中国澳门：角子机博彩毛收入



资料来源：博彩监察协调局，HTI

图87 中国澳门：角子机赢额及同比

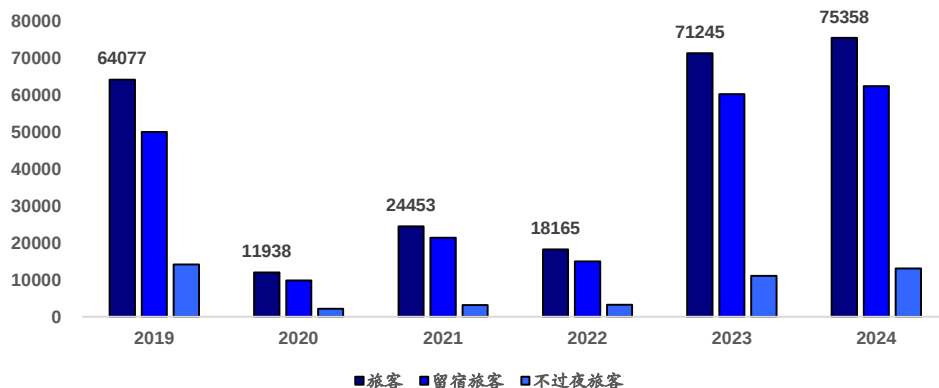


资料来源：Bloomberg，HTI

3.3.2 “单一赌城”向“综合旅游休闲中心”升级

2023 年非博彩业 GDP 首次超过博彩业。澳门博彩业曾占 GDP 比重超 60%，但 2015 年后收入波动加剧，暴露依赖单一产业的脆弱性。对此，澳门博彩企业向综合度假村模式升级，新濠影汇、永利皇宫等综合体引入如购物中心、剧场、主题乐园等非博彩设施，将游客停留时长由平均 1-2 天延长至 3-4 天。此外，澳门会展产业亦日见崛起，2024 年澳门会展收入同比增长 24%。国际会议数量居亚太地区前列，推动商务旅游增长。2023 年非博彩业 GDP 占比升至 61.7%，首次超过博彩业；旅游业收入中非博彩消费占比达 45%。经济多元化成果显著。

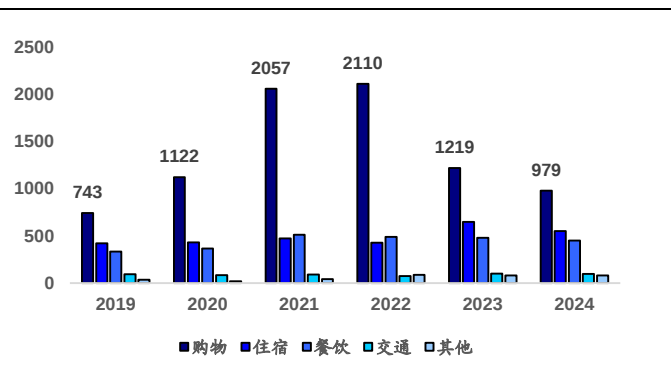
图88 中国澳门：旅客总消费（不含博彩业务）（百万澳门元）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

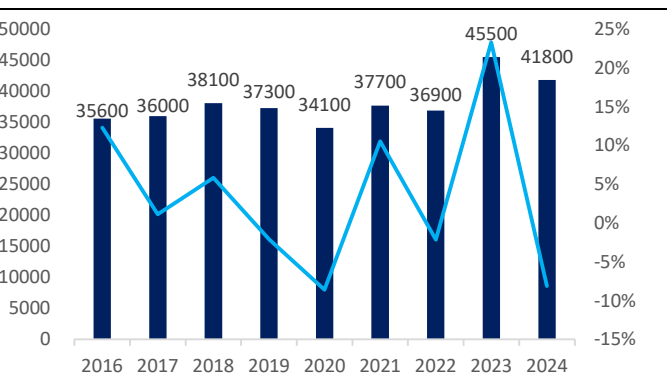
根据澳门统计暨普查局数据显示，访澳旅客总消费额（不含博彩业务）疫情后见明显好转，由 2020 年的 119.38 亿元提升至 2024 年的 753.58 亿元，年均复合增速为 58.51%，我们认为主要系综合度假村转型及政策刺激所致。然而，人均旅客消费自 2022 年以来有所下滑，2024 年购物/住宿/餐饮/交通方面分别同比降低-19.69%/-14.84%/-5.65%/-3.96%，我们认为或与消费弱复苏有关。

图89 中国澳门：按消费类别统计旅客人均消费（澳门元）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

图90 中国澳门：酒店房间数量及同比



资料来源：Wind，HTI

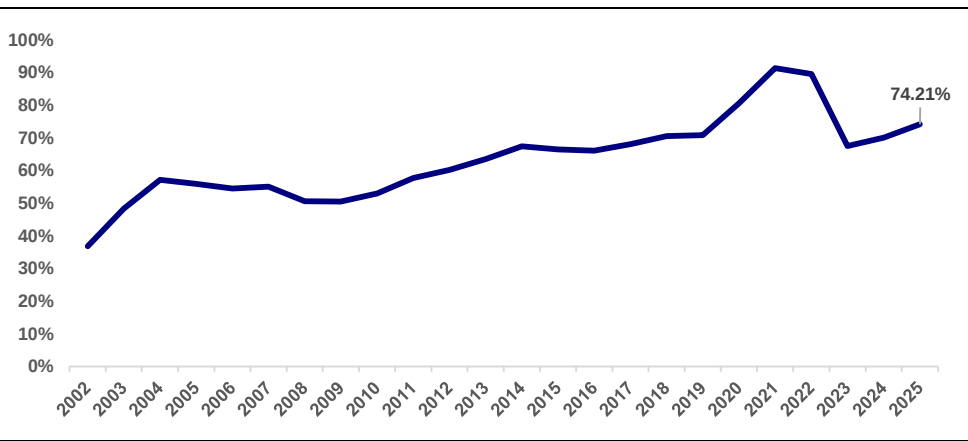
3.4 中国经济增速助力澳门博彩业蓬勃发展

3.4.1 访澳旅客主要来自中国大陆及香港地区

访澳旅客以内地为主，个人游签证放宽成转折点。澳门位于亚洲中部，坐享三十亿人口市场。抵达澳门的旅客一般来自中国内地及其它亚洲地区，如香港和台湾。根据澳门统计局数据显示，2002 年访澳旅客中，中国大陆旅客占 36.77%。自 2003 年 7 月起，来自中国内地的旅客获准根据个人游计划，以个人身份申请到访港澳的签证，个人游计划予以执行后，中国内地旅客人数大幅上升，2004 年中国大陆旅客人数已超 50%，2021 年达到最高占比 91.42%。

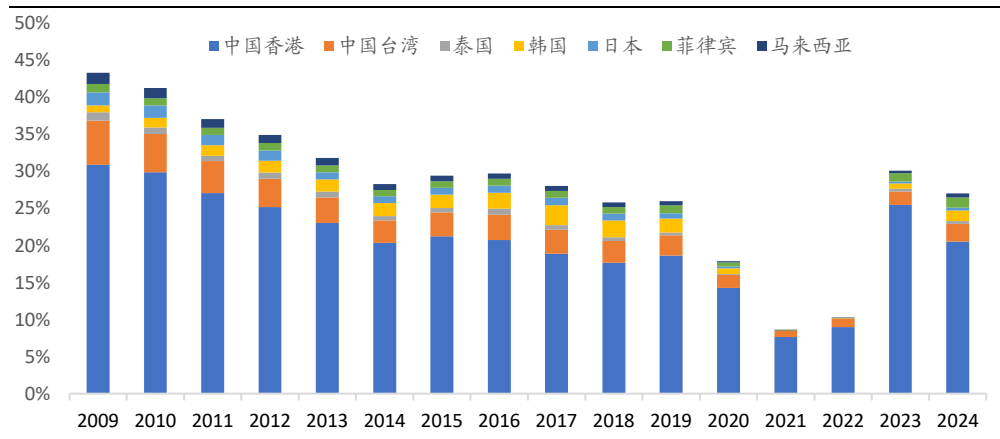
此外，澳门政府亦持续放宽签证条件。2025 年起，北京、上海、南京、杭州、成都等 16 个城市居民可享无限次澳门签注，随时往返。珠海市户籍居民同期可申请“一周一行”签注，每自然周可入境澳门一次，停留时间不超过 7 天。我们认为，随着政策的持续放宽，访澳内地旅客有望持续提升。

图91 中国澳门：中国大陆旅客占比（%）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

图92 中国澳门：亚洲其他旅客占比（%）



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

地理位置优势有望带动亚洲其他地区访客上升。我们认为，受益于 1）澳门世界级综合度假村的相继发展。2）亚洲整体经济的增长。3）不断扩大的基建发展等因素带动，其吸引力将日益提升，有望令澳门吸引更多来自亚洲其他地区或更远地区的旅客。

图93 亚洲主要城市抵达澳门行程时间

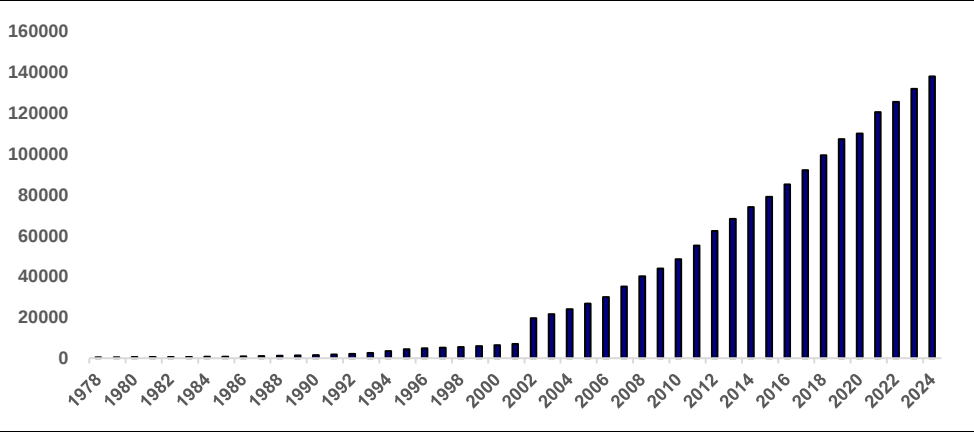


资料来源：金沙中国招股书，HTI

3.4.2 中国经济强劲表现推动澳门旅游及博彩业快速发展

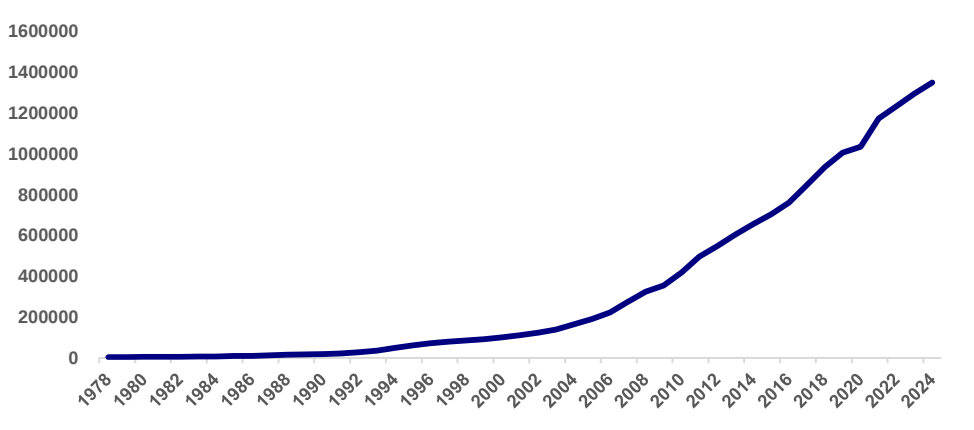
中国经济增速表现强劲。近 50 年来，我国经济增势显著。1978 年我国 GDP 为 3684.80 亿元，到 2004 年增至 16.42 万亿元，按可比价格计算年均增长率超 9%，为世界发展最快的国家之一。2008 年我国 GDP 达 32.43 万亿元，2019 年突破 100 万亿元。2003 至 2023 年我国名义 GDP 年均复合增速达 12.3%，实际增速长期高于全球平均水平（年均 8.9% vs.3%）。

图94 中国：城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，HTI

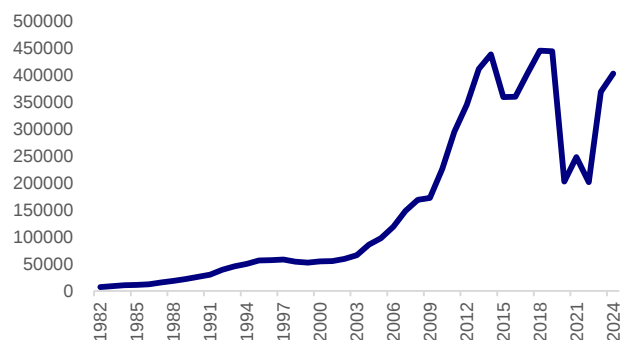
图95 中国：GDP 现价（亿元）



资料来源：国家统计局，HTI

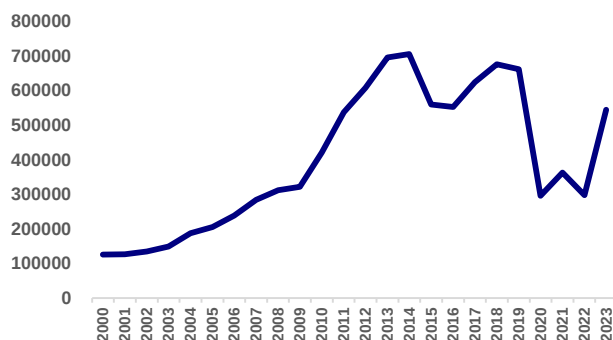
澳门地区自回归以来，本地生产总值持续攀升。由 1999 年的 523.28 亿澳门元提升至 2019 年的 4445.4 亿澳门元，累计增长约 8.5 倍。2020 年开始，受疫情影响，GDP 数值开始下滑，2023 年开始触底反弹，2024 年 GDP 达 4033.14 亿澳门元（约合人民币 3660 亿元），同比实质增长 8.8%。人均 GDP 由 2000 年的 12.63 万提升至 2019 年的 66.15 万澳门元，年均复合增速 9.11%。此外，香港地区本地生产总值的持续提升亦对澳门经济发展有积极作用。

图96 中国澳门: GDP 现价 (百万澳门元)



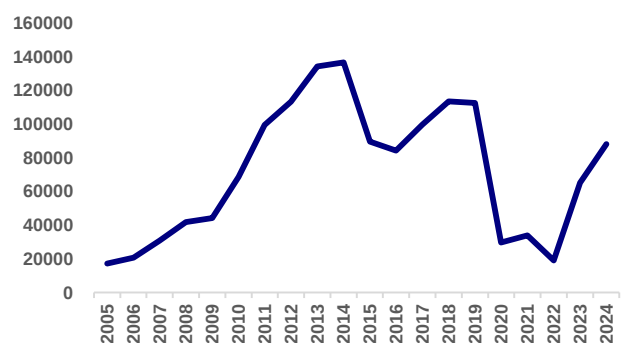
资料来源: 澳门统计暨普查局, HTI

图97 中国澳门: 人均 GDP (澳门元)



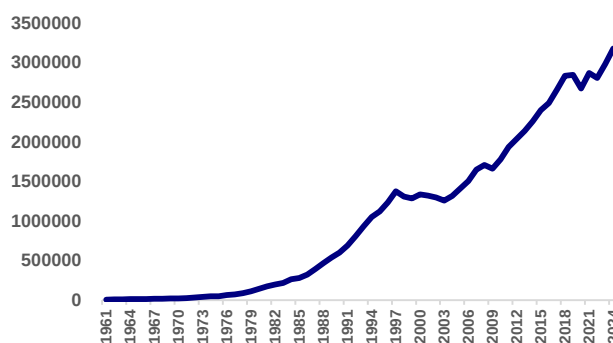
资料来源: 世界银行, HTI

图98 中国澳门: 博彩税总收入 (百万澳门元)



资料来源: 澳门统计暨普查局, HTI

图99 中国香港: GDP 现价 (百万港元)

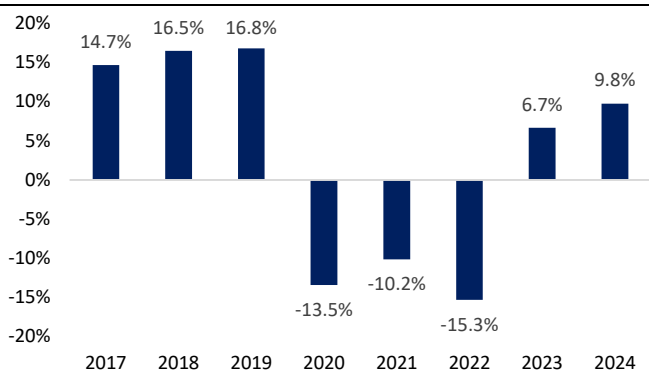


资料来源: 香港政府统计处, HTI

4. 盈利预测及估值

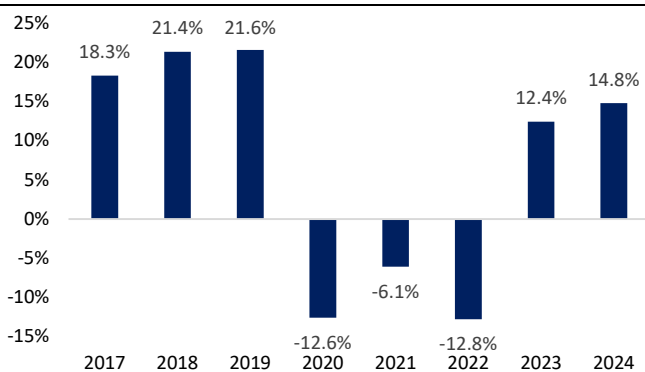
公司的盈利能力及偿债能力有望回复至2019年的水平。疫情期间, 公司的盈利能力及偿债能力均受损。2020-2022年, 由于利润为负值, 公司的 ROA 及 ROIC 均为负值, 但2023年二者双双转正, 也显示出疫后公司强大的营运能力。我们认为, 公司的 ROA 及 ROIC 在短期内有望回复至2019年的水平。2023-2024年, 公司的 Net debt/adjusted EBITDA 比值超过2.5, 而2019年该比值仅为1.0, 我们认为, 公司的伦敦人项目已完成翻新并全部投入使用, 待产能爬坡结束后, 公司的 Net debt/adjusted EBITDA 比值及资产负债率有望逐步降低至疫情的水平。

图100 金沙中国: ROA



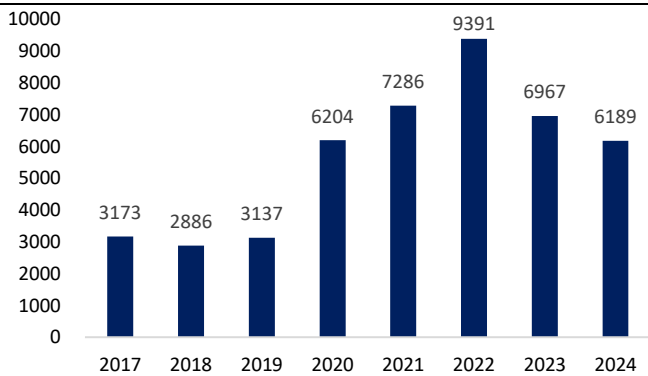
资料来源: Bloomberg, HTI

图101 金沙中国: ROIC



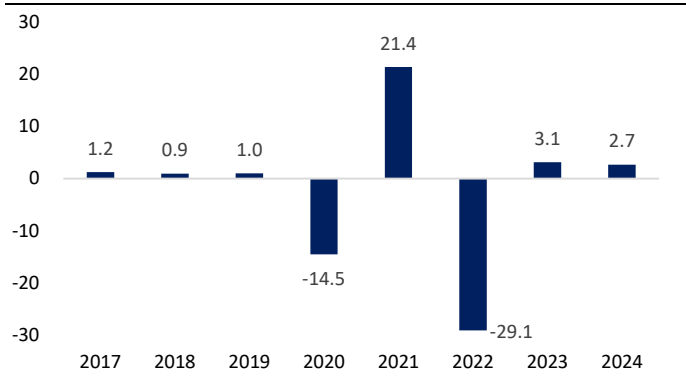
资料来源: Bloomberg, HTI

图102 金沙中国：Net debt（百万美元）



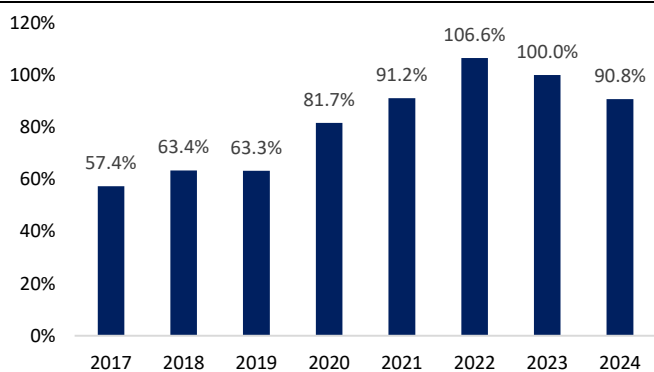
资料来源：Bloomberg, HTI

图103 金沙中国：Net debt/adjusted EBITDA



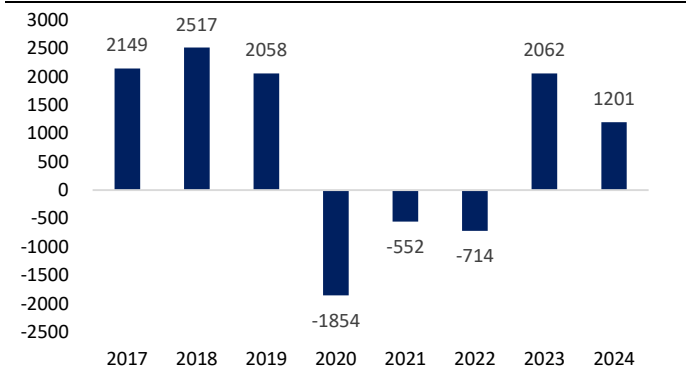
资料来源：Bloomberg, HTI

图104 金沙中国：资产负债率



资料来源：Bloomberg, HTI

图105 金沙中国：FCF



资料来源：公司 2017-2024 年财报, HTI

我们预计公司 2025-2027 年的净收益为 7395/7907/8325 百万美元，同比增长 4.4%/6.9%/5.3%，博彩毛收入为 7034/7471/7864 百万美元，同比增长 4.3%/6.2%/5.3%，经调整物业 EBITDA 为 2417/2652/2841 百万美元，经调整物业 EBITDA 利润率为 32.7%/33.5%/34.1%。公司在澳门的市场份额持续多年蝉联第一，拥有规模最大的娱乐场及会展中心，为博彩行业龙头，并且公司现金流稳健，盈利能力行业领先。参考可比公司估值，我们给予公司一定的估值溢价。综上所述，我们给予公司 2026E 12.5x EV/EBITDA，对应市值为 2069 亿港元，对应股价为 25.6 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 10 公司分项预测表 (百万美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
博彩收益	4841	5346	5512	5878	6192
增速 (%)	411.2%	10.4%	3.1%	6.6%	5.3%
非博彩收益	1693	1734	1883	2030	2133
增速 (%)	157.3%	2.4%	8.6%	7.8%	5.1%
净收益	6534	7080	7395	7907	8325
增速 (%)	307.1%	8.4%	4.4%	6.9%	5.3%
GGR	6021	6745	7034	7471	7864
增速 (%)	395.4%	12.0%	4.3%	6.2%	5.3%
经调整 EBITDA	2225	2329	2417	2652	2841
增速 (%)	-	4.7%	3.8%	9.7%	7.1%
经调整 EBITDA Margin (%)	34.1%	32.9%	32.7%	33.5%	34.1%

资料来源：公司 2023 年及 2024 年财报，HTI

表 11 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EV/EBITDA (倍)			PE (倍)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
27 HK	银河娱乐	11.78	10.88	10.02	17.12	15.68	14.53
2282 HK	美高梅中国	8.79	8.48	8.20	11.94	11.02	10.28
1128 HK	永利澳门	7.92	7.12	6.77	15.25	11.21	9.61
880 HK	澳博控股	11.47	9.33	8.37	128.00	21.62	14.16
200 HK	新濠国际发展	7.17	6.65	6.39	40.28	16.22	9.90
	均值	9.43	8.49	7.95	42.52	15.15	11.70
1928 HK	金沙中国	12.48	11.10	10.29	20.56	16.37	14.32

注：收盘价为 2025 年 10 月 3 日价格

资料来源：Bloomberg，HTI

5. 风险提示

宏观经济增长低于预期，澳门博彩监管政策趋严，海外博彩市场竞争加剧等。

财务报表分析和预测

利润表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
净收益	7,080	7,395	7,907	8,325	每股摊薄收益（美元）	0.1	0.1	0.2	0.2
博彩净收益	5,346	5,512	5,878	6,192	每股净资产（美元）	0.1	0.2	0.2	0.3
客房	774	827	913	950	每股经营现金流（美元）	0.3	0.2	0.3	0.3
购物中心	493	507	536	568	营业收入yoy%	8.4%	4.4%	6.9%	5.3%
餐饮	260	302	320	339	EBITDA yoy%	4.7%	3.8%	9.7%	7.1%
会议、轮渡及其他	207	247	261	276	EBIT yoy%	11.6%	3.7%	15.1%	10.9%
经营支出	(5,714)	(5,979)	(6,277)	(6,517)	经调整EBITDA率%	32.9%	32.7%	33.5%	34.1%
经营利润	1,366	1,417	1,631	1,808	EBIT%	19.3%	19.2%	20.6%	21.7%
利息收入	67	54	21	23	净利率%	14.8%	14.5%	16.6%	18.2%
利息支出	(424)	(397)	(340)	(317)					
除所得税前利润	1,010	1,074	1,312	1,514	ROA	9.8%	10.2%	13.3%	15.8%
所得税利益/（开支）	35	-	-	-	ROE	203.5%	85.5%	76.1%	68.7%
本公司权益持有人应占年									
内利润	1,045	1,074	1,312	1,514	资产负债率	91%	85%	80%	74%
经调整EBITDA	2,329	2,417	2,652	2,841	Net debt/EBITDA	2.7	2.4	1.8	1.4

现金流量表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,045	1,074	1,312	1,514	现金及等价物	1,970	829	882	1,029
折旧摊销	754	840	854	861	应收账款	287	287	287	287
营运资金变动	(44)	-	-	-	存货	28	28	28	28
应收账款	9	-	-	-	流动资产总额	2,285	1,144	1,197	1,344
存货	(2)	-	-	-	净固定资产	8,219	8,180	7,809	7,439
应付账款	(51)	-	-	-	净无形资产	438	438	438	438
其他经营活动所产生的现金	318	(1)	(1)	(1)	其他非流动资产	227	227	227	227
经营活动所产生的现金净额	2,072	1,913	2,165	2,374	非流动资产总额	8,884	8,845	8,474	8,104
资本支出	(871)	(800)	(482)	(490)	总资产	11,169	9,989	9,671	9,447
其他投资活动产生的现金	61	-	-	-	应付账款	1,342	1,342	1,342	1,342
投资活动所产生的现金净额	(810)	(800)	(482)	(490)	短期借款	1,639	800	700	2,900
短期负债增加（减少）	1,623	(839)	(100)	2,200	即期所得税负债	12	12	12	12
长期负债增加（减少）	(1,792)	(792)	(700)	(2,900)	流动性负债	2,993	2,154	2,054	4,254
其他融资相关的现金流项目	(490)	(311)	(104)	(104)	长期借款	6,520	5,728	5,028	2,128
融资活动所产生的现金净额	(658)	(2,254)	(1,630)	(1,738)	其他长期负债	625	625	625	625
现金流变化（净额）	604	(1,141)	53	146	非流动性负债总额	7,145	6,353	5,653	2,753
期初现金流	1,361	1,970	829	882	负债总额	10,138	8,507	7,707	7,007
汇率影响	5	-	-	-	股本	81	81	81	81
现金流变化（总额）	609	(1,141)	53	146	储备	950	1,401	1,883	2,359
期末现金流	1,970	829	882	1,029	所有者权益	1,031	1,482	1,964	2,440
FCF	1,201	1,113	1,683	1,884	少数股东权益	-	-	-	-
					总负债及所有者权益	11,169	9,989	9,671	9,447

备注：以上各表均为简表
资料来源：公司 2024 年财报，HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights: As a leading gaming company in Macau, Sands China has entered a positive cycle of 'improving profitability - enhancing cash flow quality - stable dividends' amid the industry's recovery, with its current valuation still below pre-pandemic levels. Sands China has a total of 1,680 gaming tables and 3,700 slot machines, the highest among the six listed gaming companies in Macau. In addition to benefiting from the largest number of gaming tables, the company's extensive mass-market business allows it to be the first to benefit from industry recovery and the return of tourists. Sands China focuses on the mass-market segment, targeting mid-to-high-end clients, with high win rates in the mass market generating more profit for the company. Combined with having the largest number of gaming tables and slot machines, the company has maintained the top market share for many years. Furthermore, The Londoner Macao was fully renovated by 25Q2, and its adjusted EBITDA margin has rebounded to 31.9%, with prospects for continued improvement, driving the company's overall profitability. We initiate coverage with an "Outperform" rating and a target price of HKD 25.6.

The company has developed a diversified business centered on its gaming operations, focusing on mass market segment, which is more profitable. In 2024, Sands China attracted a total of 95 million visitors, averaging about 260,000 visitors per day, recovering to 96.7% of 2019 levels. In 2024, the company's net revenue increased by 8.4% YoY to \$7.08 billion, recovering to 80.4% of the 2019 level. Among these, gaming segments remain the company's core source of income, accounting for 76% of net revenue. Net revenue from gaming and non-gaming segments recovered to 76.2% and 96.9% of 2019 levels, respectively. Post-pandemic, the growth rate of gaming operations became more apparent, while the recovery of non-gaming parts surpassed that of gaming parts, with the two complementing each other and significantly contributing to the company's revenue growth. In 2024, the company's gross gaming revenue (GGR) reached \$6.745 billion, up 12.0% YoY, recovering to 77.9% of the 2019 level. The company focuses on the more profitable mass market. In 2024, the company's GGR for VIP/mass/slot machines were \$595 million/\$5.486 billion/\$665 million, accounting for 9%/81%/10%, respectively. In 2024, the company's hotel revenue reached \$774 million, up 1.7% YoY, recovering to 105.9% of the 2019 level. The company's adjusted property EBITDA increased 4.67% YoY to \$2.329 billion, recovering to 72.9% of the 2019 level, with an adjusted property EBITDA margin of 32.9%.

Sands China ranks first in Macau's gaming industry, holding the top market share in gaming tables, GGR, and hotel rooms. In 2024, the net revenues of Sands China/Galaxy Entertainment/MGM China/Wynn Macau/SJM Holdings/Melco were HKD 55 /43.4/31.4/28.7/28.8/30.7 billion, respectively, representing YoY growth of 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/3.0%/25.6%, and achieving 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7% of their 2019 levels respectively. The gaming table market shares for six companies are 28.0%/16.7%/12.5%/9.5%/8.0%/12.5%, respectively. In 1H25, the GGR market shares of Sands China/Galaxy Entertainment/MGM China/Wynn Macau/SJM Holdings/Melco were 22.8%/20.0%/16.2%/12.1%/12.9%/15.9%, respectively. Benefiting from early investments in non-gaming facilities, Sands China ranks first in both absolute value and proportion of non-gaming business. Amid Macau's transformation into a 'world leisure tourism center, the company is likely to further leverage its non-gaming advantages. Sands China leads in hotel room capacity, with 10,892 rooms, roughly twice that of Galaxy Entertainment. Hotel room shares for Sands China/Galaxy Entertainment/MGM China/Wynn Macau/SJM Holdings/Melco are 35.5%/18.0%/6.6%/8.9%/15.1%/16.0%, respectively. Sands China/Galaxy Entertainment/MGM China/Wynn Macau/SJM Holdings/Melco reported adjusted EBITDA of HKD 18.1/12.2/9.1/8.2/3.8/7.7 billion, respectively, with adjusted EBITDA margins of 32.9%/28.1%/28.9%/28.6%/13.1%/25.0%. In 2024, the operating cash flows of six companies were HKD 16.1/11.6/8.3/7.7/4.1/8.7 billion, respectively. In terms of profitability and scale of cash flow, Sands China is the strongest in profitability and has the most robust cash flow due to its massive size, extensive mass market, and integrated resort revenue.

Earnings and Valuation: We expect the companies' net revenue for FY25-27E to be USD7,395/7,907/8,325mn, up 4.4% /6.9%/5.3%; gaming gross revenue of USD7,034/7,471/7,864mn, up 4.3% /6.2%/5.3%; and adjusted property EBITDA of USD2,417/2,652/2,841mn, with adjusted property EBITDA margins of 32.7%/33.5%/34.1%. The companies have continuously held the leading market share in Macau for many years, possess the largest casinos and convention centers, are industry leaders in gaming, and have robust cash flow and leading profitability in the sector. Referring to comparable company valuations, we assign a 12.5x 2026E EV/EBITDA, corresponding to a market value of HKD206.9 billion, and a target share price of HKD25.6. We initiate the coverage with Outperform rating.

Risks: Macroeconomic growth not as expected, stricter gaming regulatory policies in Macau, and fierce competition in overseas gaming markets, etc.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

the company integrate sustainable initiatives in the areas of low-carbon transition, waste, water stewardship, and materials and resources

Social:

dedicated to supporting and uplifting people and helping community remain a great place to live, work and visit.

Governance:

extensive system of policies, procedures and oversight practices ensures responsibly manage all aspects of business and extended relationships

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，骆雅丽，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

国泰海通担任 1928.HK 及 0027.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 1928.HK and 0027.HK.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22

December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect

any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
