

## 金界控股（03918）公司点评报告

### 中场博彩桌表现出色，利润率同比显著改善

方正证券研究所 证券研究报告

#### 分析师

陈佳妮

登记编号：S1220520080002

#### 强烈推荐（首次）

#### 公司信息

行业	博彩
最新收盘价(港元)	5.72
总市值(亿)(港元)	253.00
52周最高/最低价(港元)	5.72/2.61

#### 历史表现



数据来源：wind 方正证券研究所

#### 相关研究

**事件：**公司披露 25 年中期业绩。25H1 公司实现净收入 2.92 亿美元，同比 +19.9%；经剔除海参崴项目减值影响，公司 EBITDA 为 2.0 亿美元，同比 +38.5%。

**各个业务板块稳健复苏，中场博彩桌表现出色。**25H1 公司博彩毛收入（GGR）3.32 亿美元，同比 +17.2%。其中，中场博彩桌业务 GGR 为 1.62 亿美元，同比 +24.0%；中场电子博彩机业务 GGR 为 0.70 亿美元，同比 +14.4%；高端贵宾业务 GGR 为 0.68 亿美元，同比 +13.5%，转介贵宾业务 GGR 为 0.32 亿美元，同比 +1.9%。

中场博彩桌业务的快速增长，主要是因为增加新的赌场赢率更高的博彩游戏、提高限额博彩区域在中场业务的占比。23Q2 至 25Q2 高限额中场赌桌的数量自 4 张逐渐增加至 60 张，中场博彩桌业务赢率从 16.9% 稳步提高至 23.2%。

25H1 高端贵宾业务额恢复至 19 年同期的 138.8%，主要因为部分转介贵宾客户转变为高端贵宾客户，以及外国直接投资带动当地经济增长。高端贵宾业务转码额同比 +89.0%，但赢率为 3.1%，低于去年同期的 4.0%。

**各个业务毛利率保持稳定，综合毛利率受益于结构改善。**25H1 公司综合毛利率为 80.7%，同比改善 1.8%，主要是因为毛利率更高的中场博彩桌业务增长更快。分业务看，中场博彩桌业务毛利率为 91.9%，同比 +0.3 个点；中场电子博彩机毛利率为 82.7%，同比 -0.6 个点；高端贵宾业务毛利率为 77.8%，同比 +3.3 个点；转介贵宾业务毛利率为 24.6%，同比 +0.4%。从毛利结构看，中场博彩桌业务、中场电子博彩机、端贵宾业务、转介贵宾业务和分博彩业务分别占比为 54%、21%、19%、3% 和 3%。

**大幅压缩行政开支，EBITDA 率和净利率显著提高。**25H1 公司经剔除海参崴项目减值影响 EBITDA 率为 58.6%，同比改善 9.2 个点；经剔除海参崴项目减值影响净利率为 43.5%，同比增加 13.4 个百分点。利润率的提高除了因为毛利率改善，还因为大幅压缩行政开支。25H1 公司行政开支为 0.26 亿美元，同比下降 35.6%。

**公司在东南亚博彩公司中竞争优势凸显。**金边为亚洲核心城市区新兴的旅游休闲目的地，公司在金边方圆 200 公里范围内享有至 2045 年的独家经营权。柬埔寨的博彩税在亚洲具有竞争力，税率为中场业务 GGR 的 7% 和非中场业务 GGR 的 4%。公司能够利用较低的运营成本向高端客户提供更具有吸引力的返佣政策。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司中长期有望维持稳健增长。需求端：持续的外国直接投资吸引外国企业及外籍人士，为公司带来更多商务客流；更多直飞航班增加便利性，刺激旅游需求并带来更多休闲客流；由于东南亚经济增速更快，带动东南亚客群和本地市场博彩消费支出提高。供给端，除了现有的金界一期和二期项目，金界三期项目也稳步推进中，助力公司承接更多的客流量，以及提供最佳的博彩及旅游产品。我们预计 25-27 年公司 EBITDA 为 4.01 亿、4.45 亿和 4.87 亿美元，对应 25 年 EV/EBITDA 为 7.4x，对应 25 年 P/E 为 11.4x。由于公司拥有至 2045 年独

家经营权、长期可持续增长潜力，及估值水平显著低于澳门博彩同行，我们给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**亚洲地区间竞争加剧的风险；金界三期项目进度低于预期；旅游需求改善低于预期。

**盈利预测 (美元)**

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	528	676	740	798
(+/-)%	4.41	27.91	9.53	7.75
归母净利润	110	289	334	373
(+/-)%	-38.34	163.53	15.58	11.89
EPS (元)	0.02	0.07	0.08	0.08
ROE (%)	5.08	12.33	13.12	13.68
PE	15.04	11.23	9.72	8.68
PB	0.77	1.38	1.28	1.19

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按照最新股本摊薄

## 1 关键盈利假设

图表1:金界控股收入拆分表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	533	562	718	786	847
yoy	15.7%	5.5%	27.7%	9.5%	7.7%
博彩业务	515	543	699	764	823
贵宾业务	178	148	217	243	260
中场业务	210	269	333	359	388
电子博彩机	127	126	150	162	174
非博彩业务	18	20	19	22	25
博彩税	-31	-34	-42	-46	-50
返佣	-81	-72	-102	-110	-116
毛利	422	457	574	630	682
博彩业务	406	440	558	611	661
贵宾业务	107	87	126	145	158
中场业务	194	248	306	330	357
电子博彩机	105	105	126	136	147
非博彩业务	15	16	16	19	21
EBITDA	293	203	401	445	487
yoy	19.9%	-30.7%	97.8%	10.8%	9.5%
净利润	178	110	289	334	373
yoy	65.7%	-38.3%	163.5%	15.6%	11.9%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2 可比公司估值表

我们选取澳门博彩公司作为可比公司。金界控股在金边方圆 200 公里范围内享有至 2045 年的独家经营权, 客流量及客单价均且受益于东南亚经济蓬勃发展。同时, 当前 P/E 估值水平低于澳门博彩公司平均值。

图表2:可比公司估值表 (截至 2025/8/26)

证券简称	市值 (亿港元)	收盘价 (港元)	EPS (港元)			P/E		
			2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
金沙中国	1,708	21.1	1.05	1.30	1.48	20.2	16.3	14.3
银河娱乐	1,841	42.1	2.30	2.53	2.78	18.3	16.6	15.1
永利澳门	387	7.4	0.49	0.59	0.69	15.1	12.5	10.7
美高梅中国	614	16.1	1.26	1.38	1.48	12.7	11.7	10.9
澳博控股	246	3.5	0.08	0.16	0.23	42.2	22.2	15.2
新濠博亚	289	73.9	3.25	4.44	6.14	22.7	16.7	12.0
<b>行业平均</b>						<b>21.9</b>	<b>16.0</b>	<b>13.0</b>
金界控股	253	5.7	0.51	0.59	0.66	11.2	9.7	8.7

资料来源: Bloomberg, Wind, 方正证券研究所; 说明: 可比公司数据来源 Bloomberg 一致预期, 美元对港币按 7.8 计算



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com