



中信证券
CITIC SECURITIES

低税垄断博彩资产，价值重估正当时

金界控股（03918.HK）投资价值分析报告

姜妍

消费产业首席分析师

S1010510120056

刘济玮

社会服务行业联席首席分析师

S1010521010002

蒋若涵

新零售行业联席首席分析师

S1010524120011

张祥钧

社会服务分析师

S1010526060003

中信证券研究部

2026.6.26

金界控股为柬埔寨最大的综合度假村运营商，旗下核心物业 NagaWorld 位于柬埔寨首都金边市区核心位置。作为东南亚最具潜力的新兴市场，柬埔寨是承接中国投资、面向北美出口的重要轻工制造基地，丰富产业集群吸引大量商务客群常驻金边。公司独家垄断金边方圆 200 公里范围内的娱乐场经营权，近年来经营重心已由中介贵宾业务转向中场业务，稳定的本地商务客群为公司构筑较强的经营韧性。我们认为相较澳门运营商，金界的低博彩税、区域垄断优势明显，宽松的监管给予公司更为灵活的运营弹性。尽管柬埔寨旅游业受负面舆论冲击明显，但金界当前依赖的柬埔寨商旅客流及 FDI 仍然增长稳定。我们认为本轮柬埔寨对于灰色产业整治力度远强于过往，或将为客流复苏奠定更健康的增长基础，看好金界短期受益于基础设施改善及对华免签政策带来的本地商务扩张及客流增量。同时，Naga 3 认购协议终止已消除潜在股份稀释风险，我们看好项目打开公司中长期成长性。我们认为当前公司股价低估明显，股东回报稳健，结合 EV/EBITDA 与 DCF 两种估值方法，给予公司目标价 7 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **柬埔寨最大综合度假村运营商。**金界控股为东南亚领先的综合度假村运营商，核心物业 NagaWorld 位于柬埔寨首都金边市区，享有金边方圆 200 公里范围内至 2045 年的独家娱乐场经营权。NagaWorld 当前拥有近 1700 间客房，配备近 500 张赌桌及 2000 台电子博彩机，并设有各类丰富非博彩设施。公司客群基础稳定，主要依托常驻金边的外籍商务及投资客群。2025 年公司营收同比增长 26.2%至 7.1 亿美元，公司经调整 EBITDA 同比增长 38.5%至 4.0 亿美元。其中娱乐场收入占比 98%，业务结构已由中介贵宾业务逐步转向利润率更高的中场及自营 VIP 业务（中场 GGR 占比已达 70%，毛利贡献占比达 78%）。

■ **柬埔寨为承接中国投资，面向北美出口的重要纺织及轻工制造基地。**柬埔寨地处中南半岛核心地带，兼具面向欧美市场的贸易政策优势与低成本劳动力供给，近年持续承接国际产业转移，吸引外资企业设厂（其中中国内地 FDI 占比近 7 成）。金边作为柬埔寨门户城市，依托交通、人口及产业配套优势，形成完善的纺织及轻工制造产业集群。我们认为 NagaWorld 作为金边唯一的博彩休闲娱乐综合度假村，核心客群并非中国大陆旅游娱乐客流，而是常驻本地的外籍商务人士及投资客群，需求基本盘表现稳定。

■ **为什么我们喜欢金界？——相较澳门运营商，金界具备低税垄断优势，且运营更为灵活。**柬埔寨博彩监管较为宽松，截至 2025 年末，柬埔寨商业博彩管理委员会已发放 195 张博彩牌照，除金界外，柬埔寨多数娱乐场分布在边境及西哈努克港。其中边境娱乐场主要面向泰/越跨境客流，西港牌照分散，金界在金边则拥有稳定且垄断的市场格局。柬埔寨拥有全球范围内最低的博彩税率（贵宾 4%，中场 7% vs. 澳门约 40%），同时博彩牌照对金界赌桌数量、游戏种类、博彩中介人返佣等均无显著限制。公司能够根据市场情况灵活适应客户偏好，释放运营弹性。

■ **负面产业整治拖累贵宾业务修复预期，但估值已充分反映相关担忧。**柬埔寨持续大力整治灰色产业，我们认为当前市场核心担忧公司贵宾业务或因此持续承压（1Q26 贵宾 GGR 高基数下已同比下滑 27%）。但我们认为，公司业务结构持续转型，贵宾业务已非业绩核心驱动，当前公司相较澳门运营商估值折价处于历史高位，已充分计入相关不确定性。

金界核心依托的柬埔寨本地商务需求韧性显著（2025 年柬埔寨商务入境客流同比增长 11%，FDI 同比增长 16%），我们认为持续政策利好（如 26 年 6 月

金界控股	03918.HK
评级	买入（首次）
当前价	3.70 港元
目标价	7.00 港元
总股本	4,423 百万股
港股流通股本	4,423 百万股
总市值	164 亿港元
近三月日均成交额	14 百万港元
52 周最高/最低价	6.71/3.47 港元
近 1 月绝对涨幅	-7.96%
近 6 月绝对涨幅	-20.60%
近 12 月绝对涨幅	2.08%

起柬埔寨政府试行对华免签政策)与基础设施改善有望进一步推动商务活动扩张,为客流复苏奠定更健康的增长基础。同时,Naga 3 项目仍在积极推进,我们认为公司稳健的经营现金流足以支持相关资本开支,并有望稳步提升股东回报,我们看好项目打开公司中长期成长空间。

■ **风险因素:**宏观经济复苏放缓影响旅客出行意愿和消费能力的风险;博彩税率提升及监管政策趋严的风险;治安环境改善及负面舆论消除进度不及预期的风险;其他国家博彩竞争分流的风险;新改建项目经营情况不及预期的风险;汇率大幅波动风险。

■ **盈利预测、估值与评级:**考虑到柬埔寨宽松的博彩监管政策以及金界显著的垄断优势,我们看好公司未来将通过丰富的产品、服务供给与核心客群维持长期粘性。我们判断当前多重政策、基建利好或将推动柬埔寨入境客流健康增长,预计金界在 2026 年下半年受益于免签政策下,本地商务活动扩张带来的增量娱乐消费需求。我们预测公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 7.5/8.2/8.8 亿美元,经调整 EBITDA 将分别达到 4.5/4.9/5.3 亿美元,现价对应 EV/EBITDA 为 4.1/3.7/3.5 倍。公司当前估值优势明显,且股东回报稳健(公司上市以来平均派息率约 60%,我们预测 2026 年股息率超 6%)。结合 EV/EBITDA 估值法和 DCF 估值方法,基于审慎原则,我们给予公司目标价 7 港元,首次覆盖予以“买入”评级。

项目/年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	563	710	751	822	883
营业收入(百万港元)	4,355	5,515	5,777	6,324	6,796
营业收入增长率 YoY	5.5%	26.2%	5.8%	9.5%	7.5%
净利润(百万美元)	110	310	349	386	425
净利润(百万港元)	849	2,409	2,684	2,973	3,272
净利润增长率 YoY	-38.3%	182.8%	12.6%	10.8%	10.1%
每股收益 EPS(基本)(美元)	0.02	0.07	0.08	0.09	0.10
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.19	0.54	0.61	0.67	0.74
每股净资产(港元)	3.77	4.22	4.62	5.05	5.52
每股净资产(美元)	0.49	0.54	0.60	0.66	0.72
毛利率	87.3%	87.5%	91.1%	91.3%	91.4%
净利率	19.5%	43.7%	46.5%	47.0%	48.1%
净资产收益率 ROE	5.1%	12.9%	13.1%	13.3%	13.4%
PE	18.3	6.5	5.8	5.2	4.8
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
PS	3.8	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	9.1	4.5	4.1	3.7	3.5

资料来源:中信证券财经数据库系统,中信证券研究部预测
盘价[首页]盈利预测数据-注(中文)

注:股价为 2026 年 6 月 25 日收

目录

公司概况：柬埔寨最大综合度假村运营商	6
股权结构与管理团队	8
财务分析：贵宾业务持续转型	9
经济发展提速，宽松监管支撑博彩扩张	11
柬埔寨：东南亚潜力新星	11
柬埔寨博彩：监管宽松，博彩税优势显著	16
核心看点	19
低税垄断优势显著，运营弹性释放增长	19
对华免签政策或推动增量需求	22
Naga 3 打开成长空间，股东回报有望持续提升	25
风险因素	27
盈利预测及估值、评级	28
盈利预测	28
估值评级	29

插图目录

图 1: 金界控股市值/营收/EBITDA 变化	6
图 2: NagaWorld 位于金边核心位置	7
图 3: NagaWorld.....	7
图 4: NagaWorld 中场大厅.....	7
图 5: NagaWorld VIP 大厅.....	7
图 6: NagaCity Walk (中免运营) 连接 Naga 1 及 Naga 2.....	8
图 7: NABA 剧院.....	8
图 8: Naga 1 客房	8
图 9: Naga 2 Penthouse	8
图 10: 金界控股股权结构.....	9
图 11: 金界收入及增速	10
图 12: 金界毛利及增速	10
图 13: 金界 GGR 结构变化	10
图 14: 金界控股毛利拆分: 中场为核心贡献.....	11
图 15: 金界控股各业务毛利率情况	11
图 16: 金界人工成本与管理费用情况	11
图 17: 金界人均薪酬及增速.....	11
图 18: 金界博彩税及占比情况.....	11
图 19: 柬埔寨人均 GDP (美元) 及 YoY (右轴)	12
图 20: 东盟十国人均 GDP 情况	12
图 21: 2015-2024 年东盟十国 GDP 复合增速情况.....	12
图 22: 柬埔寨外贸依存度 (%)	13
图 23: 柬埔寨获批投资项目总额及金界 GGR (百万美元)	13
图 24: 柬埔寨 FDI 结构 (十亿美元, 左轴) 及增速 (右轴)	13
图 25: 2025 年柬埔寨前十大出口产品品类	14
图 26: 美国对东南亚国家“对等关税”税率 (2025 年 8 月)	14
图 27: 柬埔寨主要纺织产业聚落及金界经营范围	15
图 28: 金边当地有大量中资中小企业 (1)	15
图 29: 金边当地有大量中资中小企业 (2)	15
图 30: 柬埔寨主要娱乐场分布.....	17
图 31: 柬埔寨三大国际机场客流变化 (万人次)	17
图 32: 亚太主要市场博彩税率.....	18
图 33: 柬埔寨公共债务占 GDP 比重.....	19
图 34: 柬埔寨 2024 年税收结构	19
图 35: 金界与澳门六大运营商 EBITDA Margin 对比	20
图 36: 金界/金沙中国/澳门银河 (物业) /美高梅中国中场赢率对比	22
图 37: 新加坡 MBS 转码理论赢率与实际赢率变化.....	22
图 38: 柬埔寨入境客流变化 (人)	22
图 39: 柬埔寨入境中国籍客流变化 (人)	22
图 40: 柬埔寨客流 YoY 变化	23
图 41: 柬埔寨吴哥窟不同国籍客流占比变化.....	23
图 42: 柬埔寨吴哥窟为东南亚重要旅游目的地	23
图 43: 柬埔寨吴哥窟客流变化 (万人次)	24

图 44: 1Q26 中国内地国际通航 TOP10 国家出港航班数	24
图 45: 金边德崇新机场已于 2025 年 9 月启用	24
图 46: 金边德崇新机场内部	24
图 47: Naga 3 示意图	25
图 48: Naga 3 当前地基工作已基本完成 (2026 年 5 月)	25
图 49: 金界控股历史分红情况 (美元)	27
图 50: 澳门博彩行业 GGR 演变历史	30
图 51: 澳门博彩行业运营商 EV/EBITDA (forward) 情况	30
图 52: 金界 EV/EBITDA (forward) 历史折价情况	31
图 53: 金界控股 DCF 估值表	32

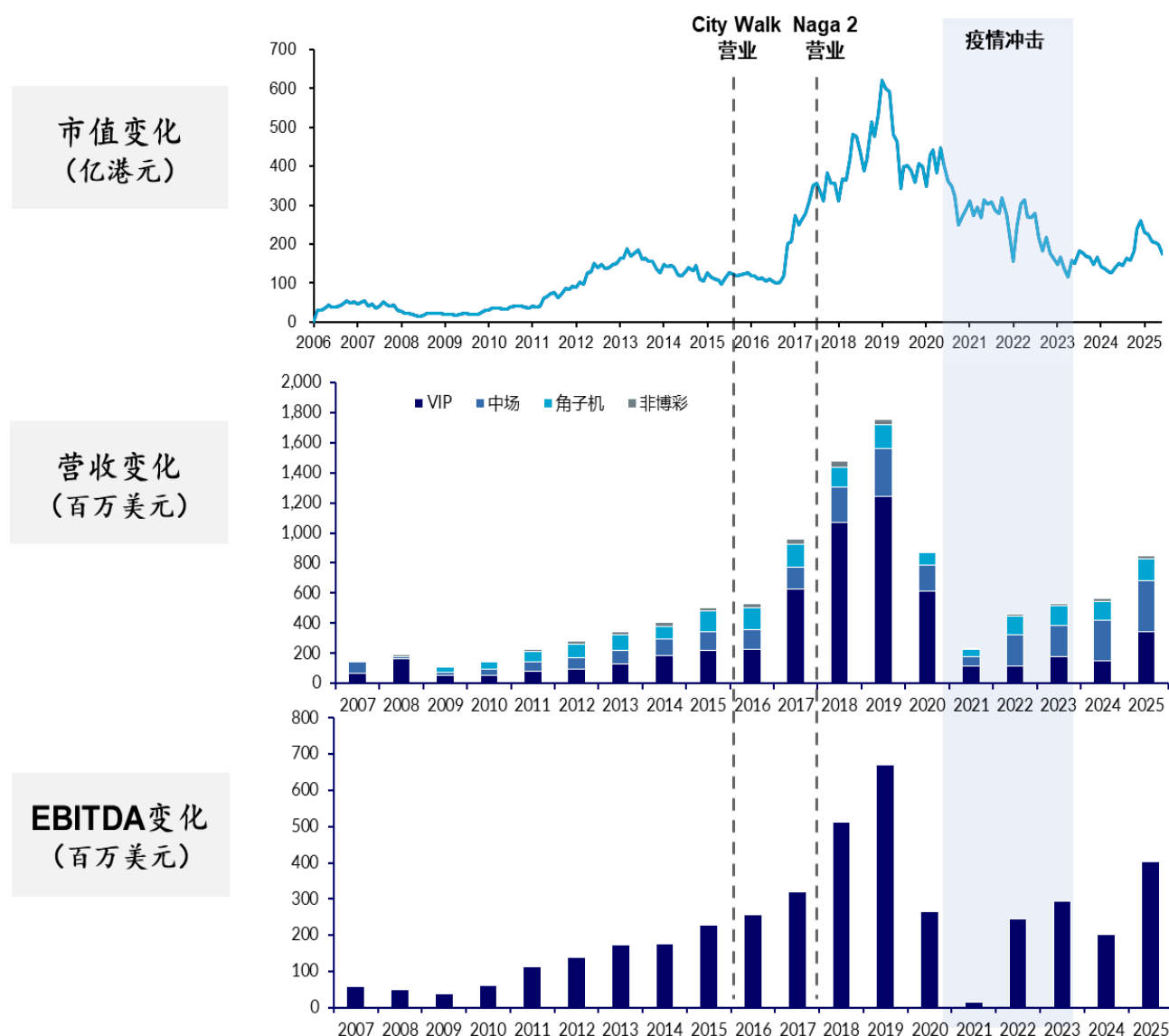
表格目录

表 1: 金界控股主要管理层介绍	9
表 2: 柬埔寨货物出口目的地及 FDI 净流入来源 (2025 年)	14
表 3: 纺服行业主要 OEM 产能分布及美国收入占比 (FY2024)	16
表 4: 金界博彩经营权延期情况	19
表 5: 柬埔寨与澳门、新加坡博彩市场对比情况	20
表 6: 澳门百家乐主要下注选项	21
表 7: Naga 3 (2019 年方案) 与澳门新开物业对比情况	25
表 8: Naga 3 项目主要事件	26
表 9: 2023-2028 年金界控股各细分业务营收及预测情况	28
表 10: 2023-2028 年金界控股各类营业成本增长及预测情况	29
表 11: 2023-2028 年金界控股盈利预测及估值水平	29
表 12: 金界控股与澳门六大博彩运营商盈利预测及 EV/EBITDA 估值对比	31
表 13: 公司 DCF 估值假设	32

■ 公司概况：柬埔寨最大综合度假村运营商

金界控股为柬埔寨最大的综合度假村运营商：公司当前拥有柬埔寨首都金边唯一一家综合式酒店及娱乐城 NagaWorld，持有为期达 70 年（至 2065 年）的赌场牌照，并享有在柬埔寨金边市方圆 200 公里范围内（除西哈努克港、柬越边境等）的独家赌场经营权（至 2045 年）。公司由马来西亚华人企业家曾立强于 1995 年创立，2006 年在港交所上市。

图 1：金界控股市值/营收/EBITDA 变化



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

图 2: NagaWorld 位于金边核心位置



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3: NagaWorld



资料来源：公司公告

NagaWorld 为东南亚领先的综合娱乐城。公司 1995 年起于金边市区湄公河上的驳船经营业务，并在 2003 年将业务转移至 NagaWorld 娱乐城。NagaWorld 位于柬埔寨首都金边市中心，当前设有约 500 张赌桌和约 2,000 台电子博彩机，并配备丰富的非博彩设施。2017 年 Naga 2 建成后，该娱乐城拥有 1,658 间豪华客房和套房、20 多家餐厅、2 家豪华水疗中心，并设置了 NABA 剧院（约 2,000 坐席）及柬埔寨领先的会展设施。Naga 1 和 Naga 2 通过地下购物步行街（NagaCity Walk）连接，该步行街拥有约 13,248 平方米的零售和公共空间，其中中国中免租赁该购物中心约 3,800 平方米的零售空间，提供完备的购物体验。

图 4: NagaWorld 中场大厅



资料来源：公司公告

图 5: NagaWorld VIP 大厅



资料来源：公司公告

图 6: NagaCity Walk (中免运营) 连接 Naga 1 及 Naga 2



资料来源: 公司公告

图 7: NABA 剧院



资料来源: 公司公告

图 8: Naga 1 客房



资料来源: 公司公告

图 9: Naga 2 Penthouse

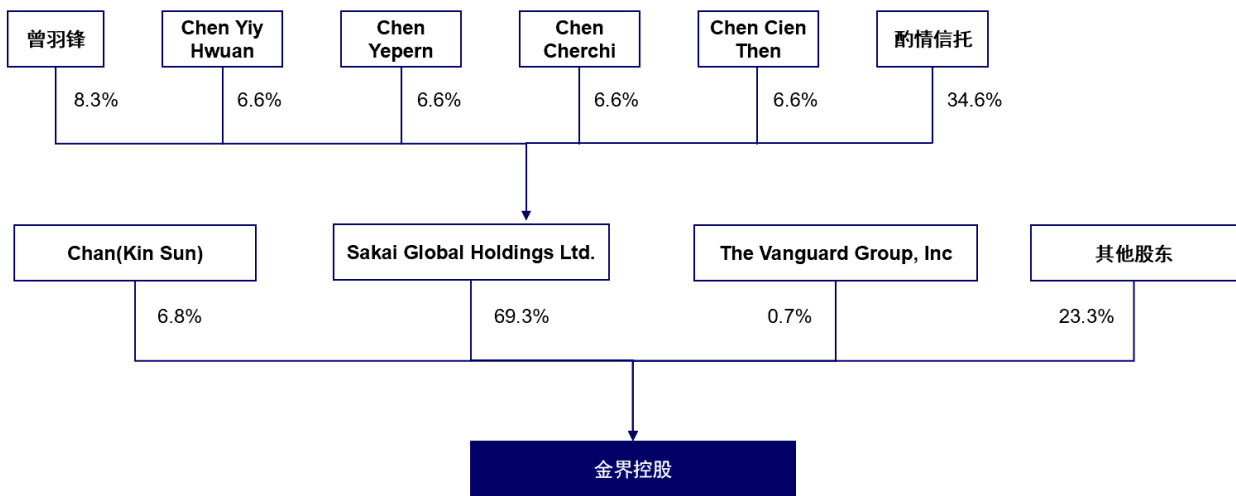


资料来源: 公司公告

股权结构与管理团队

东南亚华人家族企业。公司 1995 年由已故马来西亚华人企业家曾立强创立, 在其 2023 年逝世后, 其次子曾羽锋担任公司执行董事兼行政总裁, 负责公司运营, 其另一子 Chen Yiy Hwuan 当前担任公司酒店业务行政总裁。从股权结构看: 曾立强在 2022 年将其持有公司股份全部转让给其创立的家族信托 Sakai Trust (由 Sakai Global 全资拥有, 共持有公司约 69.3% 的股权, 受托人为其五名儿子), 其中曾羽锋可获分派 8.3% 股权, 另外四子 (Chen Yiy Hwuan、Chen Yepern、Chen Cherchi 及 Chen Cien Then) 各可获分派 6.6% 股权, 另外 34.6% 股权以酌情信托形式持有 (曾立强五名儿子为受益人)。

图 10：金界控股股权结构



资料来源：公司公告，LSEG，中信证券研究部（截至 2025 年末）

职业经理人管理核心业务。公司核心娱乐场运营业务由职业经理人团队负责，公司前任董事会主席 Timothy McNally 于 2005 年加入公司，曾于香港赛马会出任行政管理委员会成员，负责企业管制，并曾于美国联邦调查局任职近 25 年，担任多个高级职位。在 2025 年退休离任后，Philip Lee 接任公司董事会主席。Philip Lee 于 2009 年加入公司，曾任公司财务总监，拥有丰富的行业经验。我们认为当前公司治理结构稳定，管理团队延续了创始人谨慎、克制的集团战略与管理方针。

表 1：金界控股主要管理层介绍

姓名	年龄	职务	简历
曾羽锋	43	执行董事、行政总裁	公司创始人曾立强次子，毕业于洛杉矶南加州大学，获经济学文学学士学位。其于 2015 年获委任为本公司执行董事。目前担任公司行政总裁以及多家全资附属公司的董事，其在马来西亚拥有丰富的商业和管理经验。
Philip Lee Wai Tuck	62	主席兼执行董事	于 2010 年 5 月获委任为本公司执行董事。他曾在马来西亚证券交易所上市的多家公司工作或担任董事职务，历任财务及管理方面的高级管理职位，在会计、财务、资金管理 & 企业融资领域拥有深厚经验，其曾任本公司财务总监，董事会执行副主席及本公司多家全资附属公司的董事，现任主席兼执行董事。
张竞文	40	财务总监	毕业于英国华威大学，获得数学、运筹学、统计学及经济学一等荣誉硕士学位。加入公司前，其曾为中国香港一家知名家族办公室工作三年，负责金融投资及直接投资。其于 2013 年加入公司，曾担任高级投资分析师、企业融资及投资董事。曾协助高级管理团队处理各种重大项目，于 2022 年 4 月 5 日获委任为本公司财务总监。
Chen Yiy Hwuan	44	酒店行政总裁	公司创始人曾立强之子，于 2022 年起获委任公司酒店行政总裁。
林绮莲	65	非执行董事	于 1995 年 10 月加入本集团。于 2024 年 12 月 6 日获委任为本公司非执行董事。她曾担任本公司执行董事、授权代表，负责监督本公司在香港运营的公司秘书及其他行政事务。在加入本集团前，其曾于 1994-1995 年在一家加拿大律师事务所担任公司秘书。

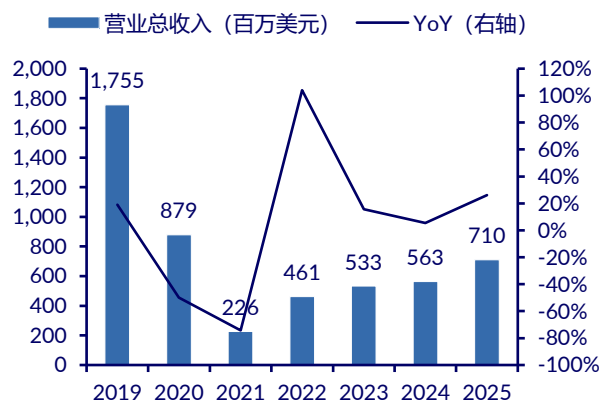
资料来源：LSEG，公司公告，中信证券研究部

财务分析：贵宾业务持续转型

公司在地缘政治紧张的背景下收入/业绩稳定增长。2025 年公司收入同比增长 26.2% 至 7.1 亿美元，恢复至 2019 年同期的 40.4%。分业务看，公司娱乐场收入同比增长 27.4%

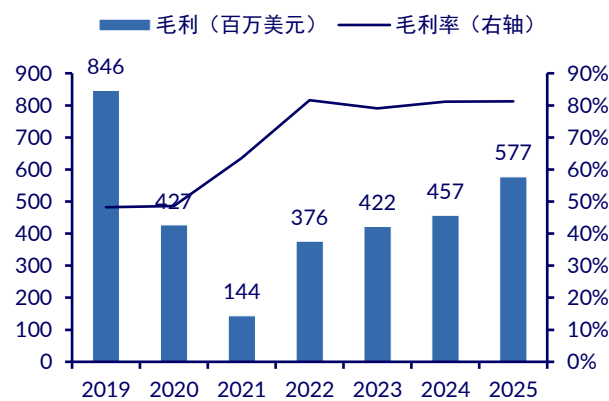
至 6.9 亿美元，占比 97.5%，非博彩业务仅占比 2.5%。从利润端来看，公司毛利与营收端同步增长，2025 年公司毛利同比增长 26.3%至 5.8 亿美元，恢复至 2019 年同期的 68%；EBITDA 同比增长 99.4%至 4.04 亿美元，主要因 2024 年俄罗斯海参崴项目减值损失 0.9 亿美元带来较低基数影响，去除资产减值影响后 EBITDA 同比上升 38.5%。

图 11: 金界收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

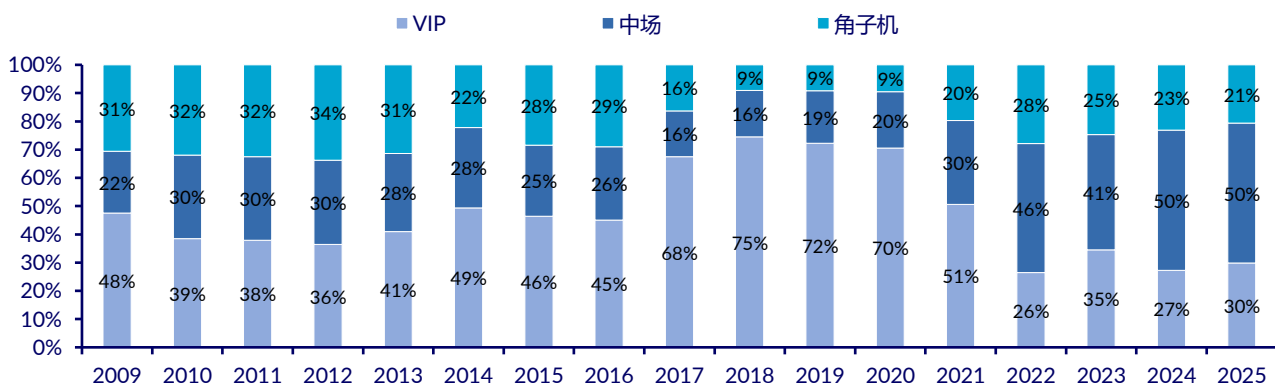
图 12: 金界毛利及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

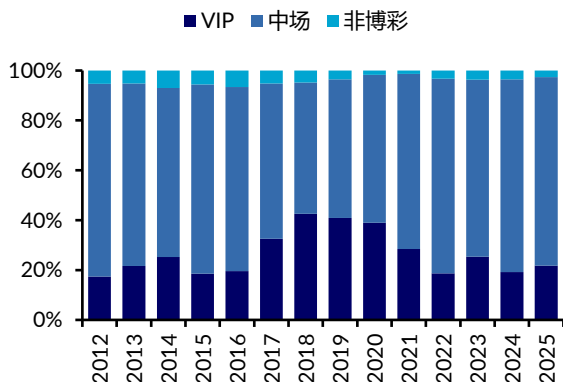
博彩业务：高利润率中场业务增长稳健。柬埔寨博彩税率在亚洲范围内处于相对较低水平，且监管框架允许运营商向博彩中介支付更高比例佣金。因此，公司早年高度依赖亚太地区长尾贵宾客户；并在 2017 年 Naga 2 落成后推动中介贵宾业务拓展，由太阳城、德晋等中介公司承包贵宾厅。2017-2020 年期间，公司约七成博彩收入来自贵宾业务，但在 2021 年行业调整变化后，中介贵宾业务逐步退出历史舞台，核心客群逐步转向利润率更高的中场业务和公司自营 VIP 业务（2025 年毛利率分别为 89.9%和 80.4%）。2025 年，公司中场及角子机业务收入占比已提升至 71.1%（vs. 2020 年为 29.5%），同期贵宾业务收入占比则降至 29.9%。

图 13: 金界 GGR 结构变化



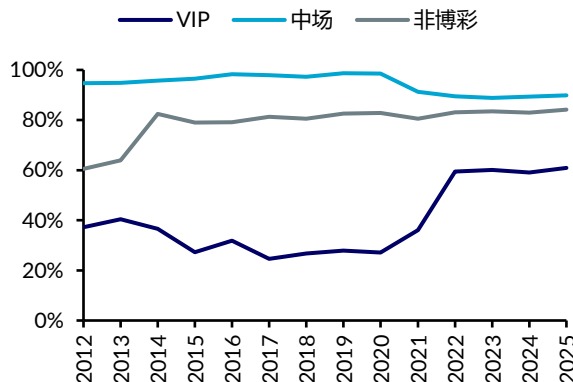
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14：金界控股毛利拆分：中场为核心贡献



资料来源：公司公告，中信证券研究部

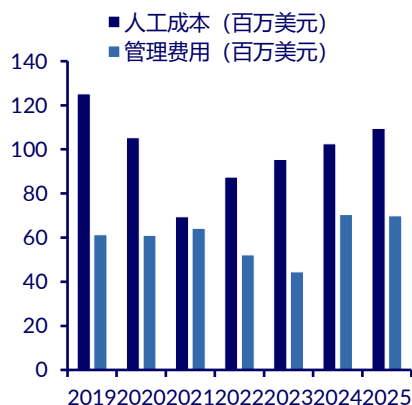
图 15：金界控股各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

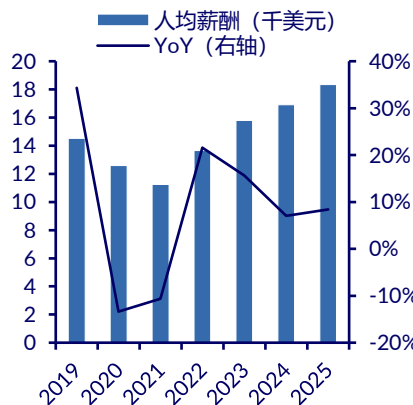
成本方面：2025 年公司管理费用和人工成本整体保持稳定，较 2024 年分别同比 -0.8%/+6.6%，主要是由于员工人均薪酬增长（增加 8.4%）所致。根据 2021 年 1 月 1 日生效的柬埔寨商业赌博管理法规定，柬埔寨中场博彩税率为 7%，高端贵宾博彩税率为 4%。公司博彩税费用仍维持在较低水平，2025 年同比增长 27.7%至 0.44 亿美元，占 GGR 比重约 6.3%，与 2024 年基本持平（vs. 澳门博彩公司博彩税约占 GGR 的 41%）。

图 16：金界人工成本与管理费用情况



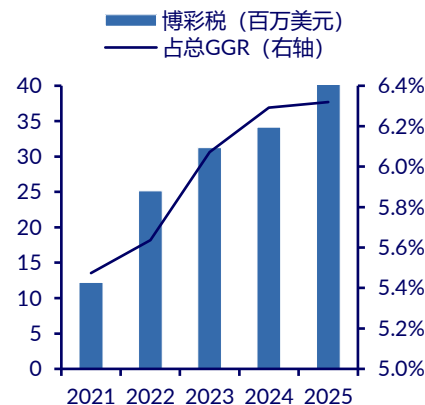
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 17：金界人均薪酬及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 18：金界博彩税及占比情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

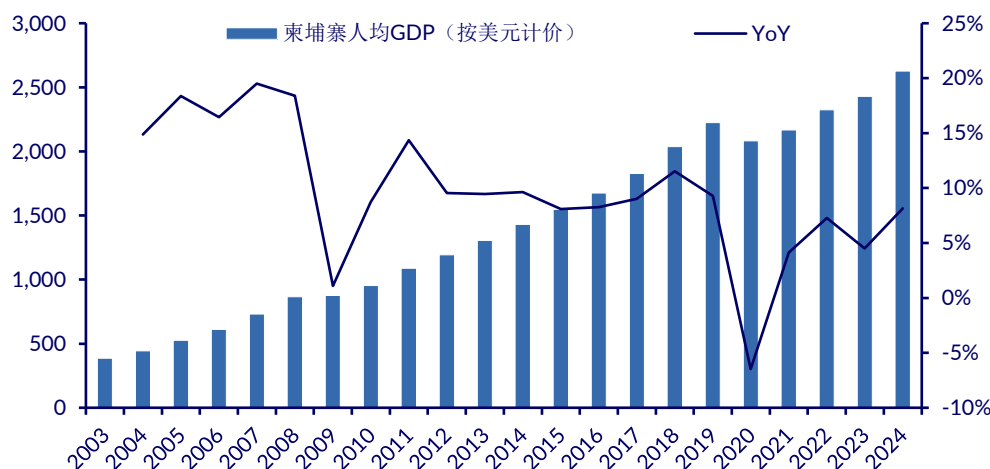
经济发展提速，宽松监管支撑博彩扩张

柬埔寨：东南亚潜力新星

柬埔寨地处中南半岛核心地带，是“一带一路”倡议在东南亚的重要节点。柬埔寨政治体制稳定，近年来实行对外开放与自由市场经济政策，积极融入区域合作，并通过农业、工业、旅游业和外国直接投资拉动经济稳步发展。据世界银行数据，2014-2024 年柬埔寨实际 GDP 复合增速达到 7.5%，在东盟十国中仅次于越南。柬埔寨人均 GDP 已由 2003 年的 387 美元快速提升至 2024 年的 2628 美元，从低收入国家跃升为中等偏下收入国家，

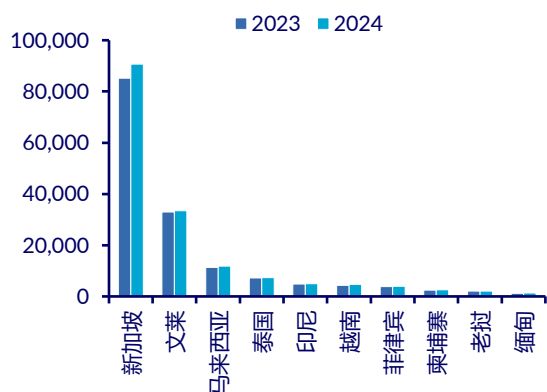
是东南亚最具潜力的新兴市场之一。

图 19：柬埔寨人均 GDP（美元）及 YoY（右轴）



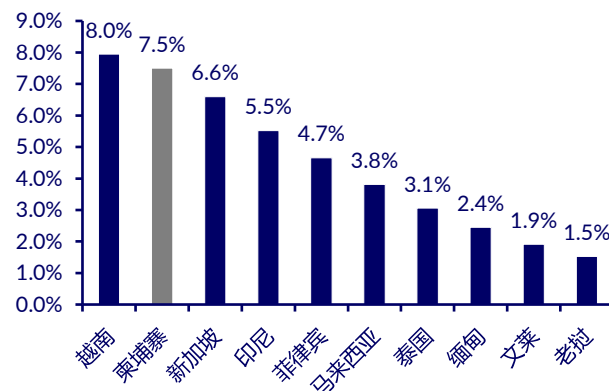
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：东盟十国人均 GDP 情况



资料来源：世界银行，中信证券研究部

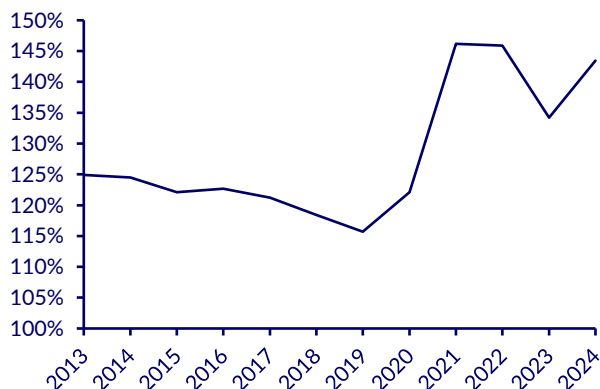
图 21：2015-2024 年东盟十国 GDP 复合增速情况



资料来源：世界银行，中信证券研究部

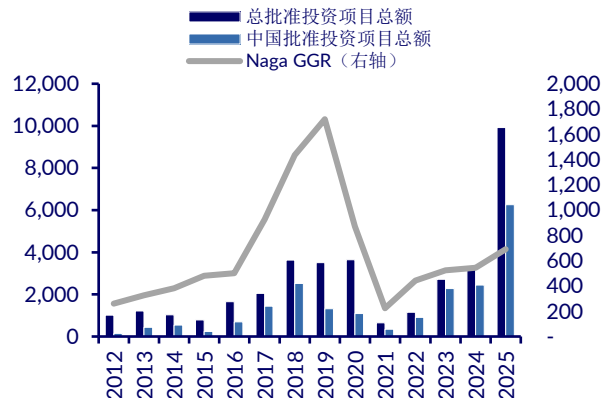
面向北美的重要制造出口基地。柬埔寨在 90 年代逐步进入和平重建阶段，并持续改善与欧美国家的经贸关系。1995 年，美国与柬埔寨恢复正常外交关系，并在 1996 年通过双边贸易协定给予柬埔寨正常贸易关系待遇（MFN）；1997 年，柬埔寨获得美国普惠制（GSP）待遇；两国在 1999 年签署双边纺织品与服装协定，2006 年签署《贸易与投资框架协议》。柬埔寨 1999 年加入东盟，签署一系列区域投资协定，作为联合国认定的最不发达国家，自 2001 年起享受欧盟除武器外全部免税（EBA）待遇。据柬埔寨海关总署数据，2025 年，美国及欧盟 27 国分别占到柬埔寨出口总额的 42%/16%。

图 22: 柬埔寨外贸依存度 (%)



资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

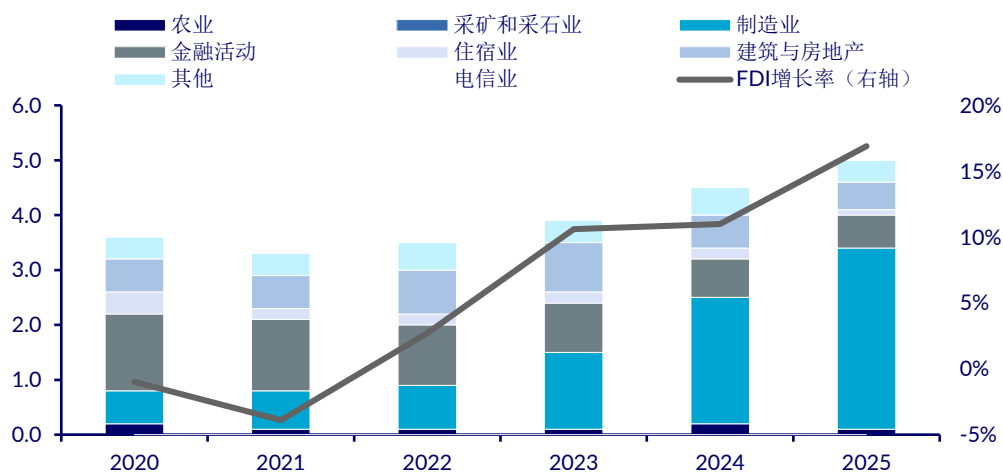
图 23: 柬埔寨获批投资项目总额及金界 GGR (百万美元)



资料来源: 柬埔寨发展委员会, 公司公告, 中信证券研究部

中国 FDI 稳步增长。柬埔寨对外资企业与国内企业基本给予同等待遇, 劳动力资源丰富且成本较低, 吸引大量中国、新加坡、日本等国的外资企业赴柬投资设厂。柬埔寨逐步承接国际产业转移, 发展为面向欧美市场的重要制造与出口基地。中国为柬埔寨最大的单一援助与投资来源, 根据柬埔寨国家银行数据, 2025 年, 柬埔寨 FDI 同比增长 16% 至 51 亿美元, 其中中国占柬埔寨 FDI 来源的 72.7%。

图 24: 柬埔寨 FDI 结构 (十亿美元, 左轴) 及增速 (右轴)



资料来源: 柬埔寨国家银行, 中信证券研究部

纺织服装产业为柬埔寨出口核心支柱。从产业结构看, 服装、鞋服、箱包 (GTF) 等劳动密集型产业为柬埔寨核心出口支柱。根据柬埔寨海关总署数据, 2025 年柬埔寨商品出口额同比增长 14.7% 至 301.5 亿美元, 其中服装及服饰产品出口额同比增长 17.3% 至 117.3 亿美元, 占比 38.9%。分类别看, 2025 年, 针织服装及服饰产品 (HS61) 出口额同比增长 17% 至 77.7 亿美元; 非针织服装 (HS62) 出口额同比增长 15.4% 至 36.4 亿美元; 其他纺织品 (HS63) 出口额同比大幅增长 54% 至 3.2 亿美元; 鞋类产品出口额同比增长 24.5% 至 20.9 亿美元。

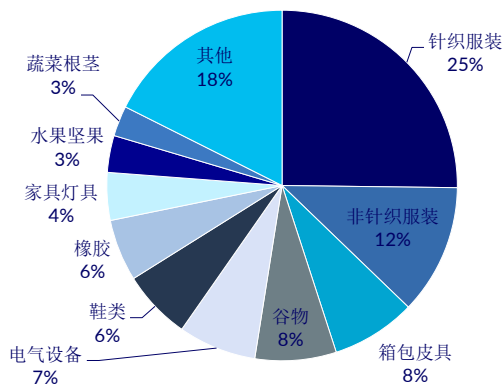
表 2：柬埔寨货物出口目的地及 FDI 净流入来源（2025 年）

出口目的地	出口占比（%）	FDI 来源	FDI 占比
美国	42%	中国	73%
东盟	19%	新加坡	7%
欧盟 27 国	16%	加拿大	5%
中国	6%	马来西亚	3%
日本	5%	韩国	3%

资料来源：世界银行，柬埔寨海关总署，柬埔寨国家银行，中信证券研究部

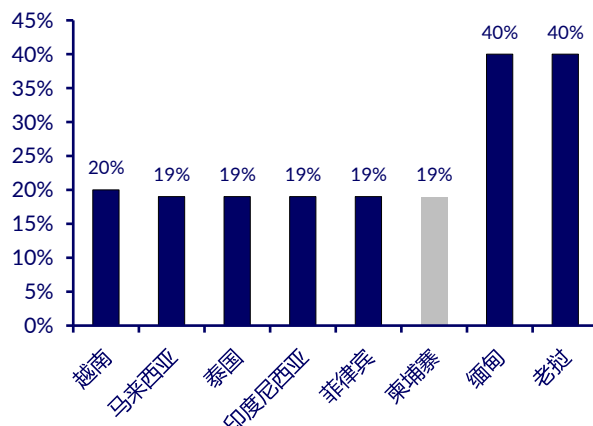
全球贸易格局持续变化，美国关税政策扰动东南亚出口链条。美国白宫官网于 2025 年 4 月公布对柬埔寨适用 49% 的互惠关税初始税率，并最终在双边谈判后将对柬埔寨商品的互惠关税税率调整为 19%，部分特定产品适用零互惠关税待遇。尽管柬埔寨不再享有此前对美出口零关税准入优势，但相较于部分面临更高关税压力的经济体，我们认为其在劳动密集型制造领域的相对竞争力有所强化，有望对冲优惠关税待遇弱化带来的负面影响。我们看好柬埔寨凭借相对稳定的投资与生产环境、具竞争力的劳动力成本以及持续承接外资制造业产能的能力，逐步向更高附加值制造业转型，应对全球消费需求变化和国际贸易波动。

图 25：2025 年柬埔寨前十大出口产品品类



资料来源：柬埔寨海关总署，中信证券研究部

图 26：美国对东南亚国家“对等关税”税率（2025 年 8 月）



资料来源：美国白宫官网，Wind，中信证券研究部

金边为柬埔寨最重要门户城市，兼具交通、人口和产业配套优势。金边为柬埔寨首都及最大城市，根据 2024 年人口普查数据，金边常住人口约 235 万人，占全国人口约 13.6%。柬埔寨纺织原料供给相对不足，棉花、化纤等原料高度依赖进口。由于金边具备完善的物流与交通枢纽优势，根据中国台湾纺织产业综合研究所（TTRI）2019 年数据，金边及周边一带的纺织业约占柬埔寨全国的 80%，其余工厂主要分布于西哈努克市、贡布省周边及柬埔寨-越南边境。

图 27：柬埔寨主要纺织产业聚落及金界经营范围



资料来源：中国台湾纺织产业综合研究所 (TTRI)，中国地图出版社，公司公告，中信证券研究部

丰富产业集群吸引大量商务客群常驻金边。据柬埔寨旅游局数据，2025 年，受柬埔寨-泰国边境冲突、电信诈骗等不利因素影响，柬埔寨入境客流下滑明显，总访客数同比下降 16.9%至 557.0 万人次，其中度假访客同比下降 24.6%至 389.4 万人次。但柬埔寨商务客流在 2025 年实现逆势增长，同比增长 11.4%至 155.2 万人次（其中中国商务客流同比增长 20.6%至 70.5 万人次，占比 45%）。我们认为金界 NagaWorld 作为金边市区唯一的博彩及休闲娱乐度假村，核心客群高度依赖常驻本地的外籍（中国、马来西亚、新加坡等）商务及投资客群。

图 28：金边当地有大量中资中小企业 (1)



资料来源：中信证券研究部拍摄

图 29：金边当地有大量中资中小企业 (2)



资料来源：中信证券研究部拍摄

表 3：纺服行业主要 OEM 产能分布及美国收入占比（FY2024）

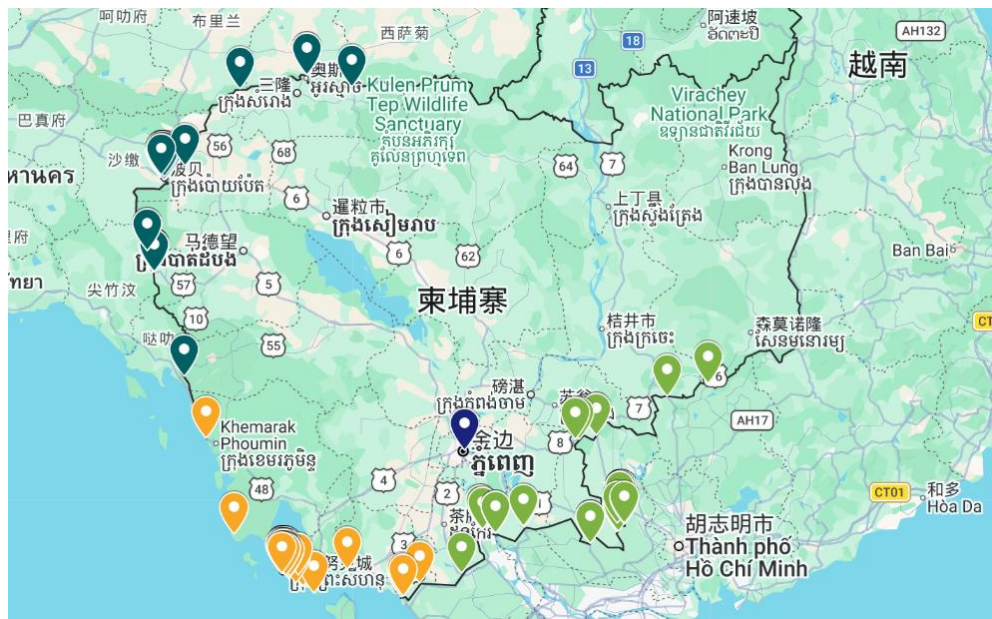
分类	公司	产能分布					美国 / 北美 / 美洲 收入占比	地 区 口 径
		中国大陆	越南	柬埔寨	印尼	其他		
成衣	申洲国际	45%	27%	28%（金边）			16%	美国
成衣	晶苑国际	15%	60%	10%（金边）		15%	38%	北美
成衣	儒鸿		~70%	~20%（金边）	~10%		50%	美洲
成衣	聚阳实业	2%	42%	17%（金边）	37%	2%	73%	美洲
制鞋	华利集团		98%		2%		40%	美国
制鞋	裕元集团 OEM	11%	31%		54%	4%	27%	美国
制鞋	丰泰企业	9%	48%		14%	29%		
制鞋	九兴控股	27%	52%			24%（含印尼）	47%	北美
辅料	伟星股份	~90%	2%		8%		直接出口美国比例较低	美国
户外	浙江自然	72%	~13%	~15%（磅清扬省，近金边）			25%	美国
户外	嘉益股份	79%	21%				70%	美国
户外	扬州金泉	50%	~50%				50%	美国

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

柬埔寨博彩：监管宽松，博彩税优势显著

柬埔寨赌场数量位居东南亚第一。1995 年，柬埔寨政府通过《打击赌博法》，将博彩业作为未充分开发的潜在财政收入来源，正式批准赌场合法化运营，但禁止柬埔寨本国居民进入赌场赌博。根据柬埔寨商业博彩管理委员会（CGMC）2025 年数据，柬埔寨已向 195 家娱乐场发放经营许可证（其中 17 张未实际运营）。除金界外，多数娱乐场分布于西哈努克港及柬埔寨-越南、柬埔寨-泰国边境。柬埔寨与越南、泰国接壤，根据东盟数据，越、泰两国人口 2025 年加总约 1.7 亿人，但根据越南、泰国政府法律规定，本国居民参与博彩均受到严格限制，柬埔寨娱乐场以越南、泰国跨境客流为核心客群。

图 30: 柬埔寨主要娱乐场分布

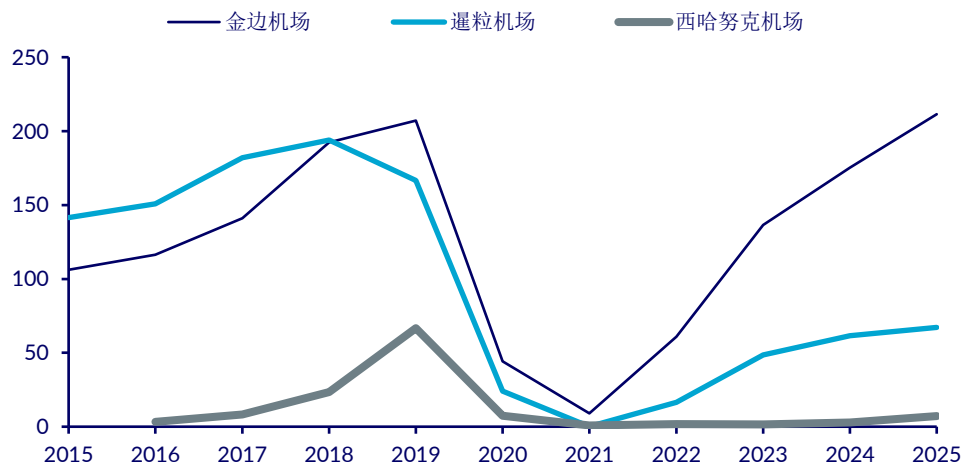


资料来源: CGMC (柬埔寨商业博彩管理委员会) 官网, 中信证券研究部

注: 深蓝色为金边金界, 深绿色为柬泰边境娱乐场, 浅绿色为柬越边境娱乐场, 黄色为西哈努克港周边娱乐场

牌照运营分散, 金边单点稀缺。除边境娱乐场外, 柬埔寨娱乐场主要分布于西哈努克港省 (2025 年柬埔寨 195 张经营许可证中, 160 张位于西哈努克省)。西哈努克港在 2010 年被设为经济特区后, 凭借宽松政策和低廉成本, 吸引大量中资投资, 并发展成为线上博彩中心。但赌场数量增加也引发了治安恶化、洗钱等一系列社会问题。2020 年 1 月起, 柬埔寨政府全面取缔网络赌博活动, 叠加疫情冲击, 大量中资机构离开西哈努克港。据柬埔寨旅游部数据, 西哈努克机场 2025 年全年入境客流仅 7.1 万人, 仅恢复至 2019 年同期的 10.7%(vs. 金边机场 2025 年入境客流达到 211.4 万人, 恢复至 2019 年同期的 102%)。

图 31: 柬埔寨三大国际机场客流变化 (万人次)



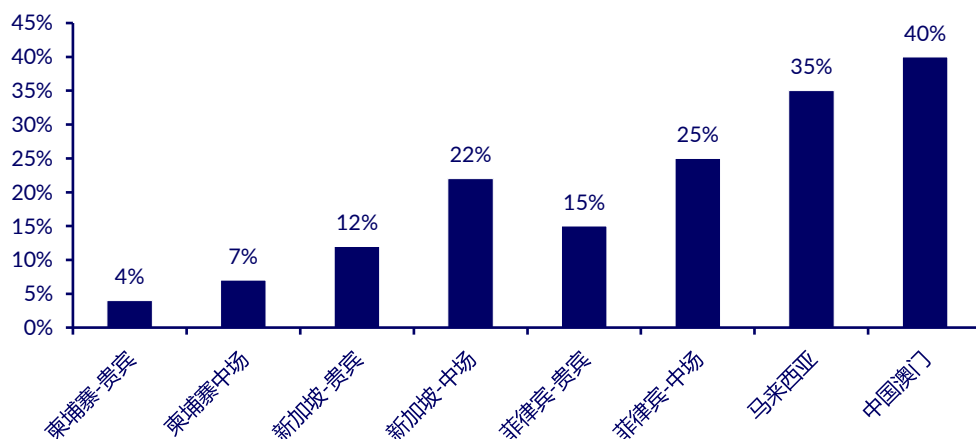
资料来源: 柬埔寨旅游部, 中信证券研究部

金边为柬埔寨政治、经济及文化中心, 是当前外资在柬的最核心聚集地, 并拥有长期

稳定的常驻外籍商务人士及投资者。我们认为金界在金边拥有相对西哈努克港及柬埔寨边境博彩市场更为垄断及稳定的市场格局。根据 CGMC 数据，2025 年柬埔寨全年博彩税收约为 7200 万美元，其中垄断金边博彩业的金界控股博彩税费用约为 4370 万美元，占比约为 61%。

博彩税小幅提升，但仍具备显著优势。柬埔寨博彩监管框架近年已由过去较为粗放的协议式管理，逐步转向系统化及合规化监管。2020 年 11 月，柬埔寨正式颁布首部规范商业博彩的法律《商业博彩管理法》(Law on the Management of Commercial Gambling, LMCG)，法案提高牌照门槛，规定所有娱乐场必须符合最低资本要求（其中综合休闲娱乐中心最低资本为 2 亿美元，普通娱乐场最低资本为 1 亿美元）。同时，柬埔寨将过往的博彩及非博彩责任付款调整为清晰的博彩税率，其中贵宾博彩税率 4%，中场博彩税率 7%。

图 32：亚太主要市场博彩税率

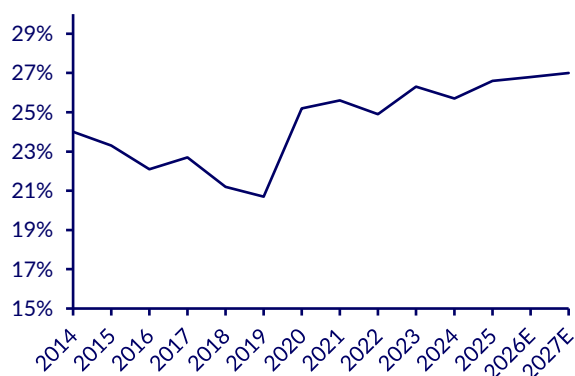


资料来源：DICJ, PAGCOR, CGMC, IAG, 中信证券研究部

注：新加坡 2022 年将博彩税率调整调为两档，其中贵宾业务 8-12%，中场业务 18-22%；菲律宾博彩税率为实体博彩税率。

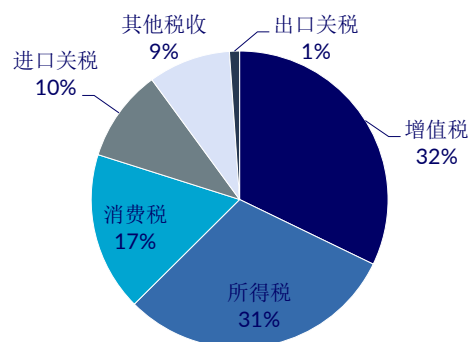
博彩监管框架走向制度化，短期上调博彩税负概率较低。除印尼、文莱等对赌场持严格限制态度的国家外，当前东盟区域内多数国家博彩已合法化。泰国博彩合法化已为泰国国会重要议题，越南也已在 2025 年末试点本国居民进入特定娱乐场。我们认为在此背景下，较低的博彩税率仍是柬埔寨维持博彩区域竞争力（尤其边境地区娱乐场）的重要优势。从财政依赖性看，尽管柬埔寨面临关税调整等冲击，但公共债务水平仍较低，财政压力总体可控。2025 年柬埔寨博彩业贡献约 7200 万美元财政收入，约占全国财政收入的 0.9%（vs. 澳门 2024 年博彩税约占总税收收入的 80%），我们认为政府短期无明显通过上调博彩税率来增加财政收入的迫切性。

图 33: 柬埔寨公共债务占 GDP 比重



资料来源: 世界银行预测, 中信证券研究部

图 34: 柬埔寨 2024 年税收结构



资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

核心看点

低税垄断优势显著, 运营弹性释放增长

金界享有金边至 2065 年的博彩垄断优势。公司于 1995 年起在金边市区的湄公河驳船上开展博彩业务, 并于 2003 年将相关业务迁至当前 NagaWorld 综合体。金界控股拥有至 2065 年到期的 70 年赌场牌照, 并在 2019 年将其在金边周围 200 公里半径内的博彩独家经营权延长至 2045 年。与柬越、柬泰边境一带主要依赖日常跨境博彩客流的赌场不同, 金界的核心客群更多来自金边作为柬埔寨首都、商务中心及外资聚集地所吸引的常驻外籍商务人士与投资者。而相较于西哈努克港更为分散的博彩市场, 金界拥有更为垄断及稳定的市场格局。

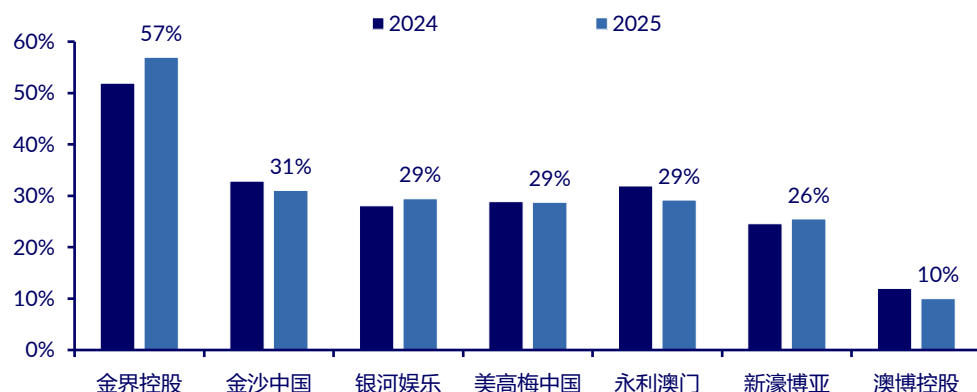
表 4: 金界博彩经营权延期情况

时间	延期安排
2000	柬埔寨政府确认博彩牌照有效期自 1995 年 1 月起计, 为期 70 年, 并同意公司拥有金边方圆 200 公里的度假赌场经营权, 为期 20 年。
2005	公司与政府签署补充协议, 将在金边周边 200 公里范围内的度假经营权延长至 2035 年底, 并以 1.05 亿美元的对价将原协议部分开发权交还政府 (Naga Island 度假酒店、西港机场项目等, 独立估值约 1.55 亿美元, 折价约 32%)。
2019	公司将独家经营权延长 10 年 (自 2036 年 1 月 1 日至 2045 年 12 月 31 日)。公司已向柬埔寨政府一次性支付 1000 万美元, 并将在 2036-2045 年期间每年支付 300 万美元。

资料来源: IAG, 公司公告, 中信证券研究部

较低的博彩税率及运营成本给予公司充分的盈利空间。尽管柬埔寨政府于 2020 年小幅提升博彩税负 (我们测算金界控股 2019 年实际博彩税率约为 3.4% vs. 2025 年实际博彩税率约 6.3%), 但整体水平仍显著低于其他成熟博彩市场, 为运营商保留了较为宽裕的利润空间, 并使运营商能够以更具竞争力的产品吸引区域内客户。以澳门市场为例, 据 DICJ 数据, 澳门运营商需要承担约 40% 的博彩税负 (包括 35% 特别博彩税以及 4% 的相关基金费用及部分可变费用), 叠加更高的人力及运营成本, 行业龙头 2025 年 EBITDA margin 大致维持在 30% 左右 (vs. 金界 2025 年 EBITDA margin 达到 57%)。

图 35：金界与澳门六大运营商 EBITDA Margin 对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：金界控股为经调整 EBITDA，去除 2024 年俄罗斯物业减值影响

金界具备更为灵活的运营空间。除更低的博彩税负及运营成本外，金界所持有的博彩牌照对于其博彩空间、赌桌数量、游戏种类、博彩中介人佣金等均无显著限制（见表 5）。相较于澳门运营商所面临的严格的监管环境，金界能够给予超越澳门监管限制的返佣比例，并在产品设计及运营执行层面具备更高自主权。公司能够根据市场情况灵活调整赌桌运营，优化游戏玩法种类，响应客户偏好需求。

表 5：柬埔寨与澳门、新加坡博彩市场对比情况

	柬埔寨	澳门	新加坡
GGR 规模 (2025 年)	金界约 6.9 亿美元	2470 亿澳门元 (约 306 亿美元)	71 亿新币 (约 56 亿美元)
博彩税率	VIP 4%，中场 7%	约 40%	VIP 8%/12%，中场 18%/22%
返佣限制	无限制	不超过转码额的 1.25%	娱乐场促销需或监管批准
游戏玩法	无限制	新玩法需 DICJ 批准	新玩法需 GRA 批准
赌桌限制	无限制	6000 张赌桌，12000 台角子机	角子机 MBS 3000 台，圣淘沙 2900 台
行业竞争	金界独占金边 200km 范围内垄断优势	成熟寡头市场，六家运营商	双寡头
薪资中位数/月	~1520 美元 (金界 2025 人均薪酬)	~2480 美元	~4520 美元

资料来源：DICJ，DSEC，GRA，中信证券研究部

创新边注玩法成为驱动 GGR 的重要增量。客流数量、人均下注额等为 GGR 增长的核心原因，但边注新玩法 (Side Bet) 正在成为提升娱乐场赢率的重要手段。百家乐为澳门博彩行业最流行的游戏 (2025 年 GGR 贡献占比约 85%，DICJ)。传统百家乐中，“庄家”与“闲家”下注选项赌场优势较低，对于玩家较为公平。2024 年起 DICJ 逐步批准包括“幸运六”、“幸运七”等在内的多项新百家乐边注玩法。此类下注选项赔率更高，较传统下注选项刺激性更强，同时赌场优势显著高于传统玩法 (即赌场赢率更高)。相较澳门运营商，金界还拥有“超级牛牛”、“Ngau Ham”等丰富游戏玩法，并配备赌场优势更高的下注选项。

表 6：澳门百家乐主要下注选项

传统百家乐		
下注选项	赔率	赌场优势
庄家	1 赔 0.95	1.06%
闲家	1 赔 1	1.24%
免佣百家乐		
下注选项	赔率	赌场优势
庄家（庄家胜出，6 点除外）	1 赔 1	1.46%
庄家（庄家以 6 点胜出）	1 赔 0.5	
闲家	1 赔 1	1.24%
边注		
下注选项	赔率	赌场优势
和注	1 赔 8	14.36%
对子	1 赔 11	10.36%
幸运六（庄家以两张牌 6 点胜出）	1 赔 12	16.68%
幸运六（庄家以三张牌 6 点胜出）	1 赔 20	
小幸运六（庄家以两张牌 6 点胜出）	1 赔 22	14.33%
大幸运六（庄家以三张牌 6 点胜出）	1 赔 50	15.25%
幸运七（闲家以两张牌 7 点胜出）	1 赔 6	18.30%
幸运七（闲家以三张牌 7 点胜出）	1 赔 15	
超级幸运七（四张牌庄家 6 点，闲家 7 点）	1 赔 30	14.83%
超级幸运七（五张牌庄家 6 点，闲家 7 点）	1 赔 40	
超级幸运七（六张牌庄家 6 点，闲家 7 点）	1 赔 100	

资料来源：Inside Asian Gaming（IAG），中信证券研究部

以新加坡及澳门市场为参考：2024 年以来，在智能赌桌及新边注玩法推广的带动下，部分运营商中场及转码理论赢率呈现稳步上行。中场业务由于玩家基数较大、游戏局数较多，整体表现更符合“大数定律”，赢率提升更具备代表性。以澳门银河为例：据公司公告，其中场赢率已由 1Q23 的 26.2% 提升至 4Q25 的 31.2%。金界中场赢率亦由 1Q23 的 16.9% 持续提升至 1Q26 的 24.0%。

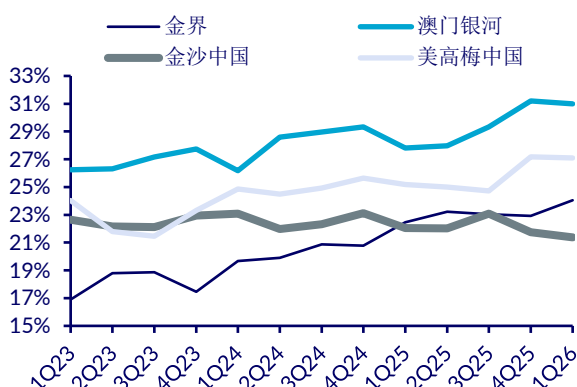
“通过引入智能赌桌、增加更多边注玩法，并在业务模型中对这些边注进行审慎配置，我们已经在一段时间内将中场赢率提升了约 200 个基点，这一策略在未来仍将持续为我们带来良好的回报。”

——Kevin Kelley（银河娱乐 COO），FY2025 业绩交流电话会

贵宾转码业务由于参与玩家数量较少且单笔下注金额较高，赢率波动性相对更大。尽管部分成熟贵宾客户仍采用传统玩法，下注相对保守，但行业内转码赢率已逐步呈现结构性上行。以新加坡 MBS 为例，据 LVS 公司公告，公司通过智能赌桌技术基于不同下注类型的预期结果以及各季度具体下注结构测算理论赢率，其转码理论赢率已由 3Q24 前的 3.3% 提升至 4Q25 高点的 3.9%。我们预计金界在 2026 年将加快铺开智能赌桌，推广边注玩法。基于金界 2025 年数据，在下注量不变的情况下，我们测算 1pct 的转码赢率/中场赢率提

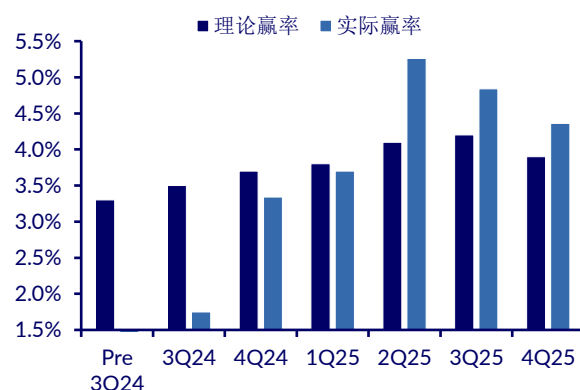
升将分别带动公司 GGR 增长约 10.8%/2.3%。

图 36：金界/金沙中国/澳门银河（物业）/美高梅中国中场赢率对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 37：新加坡 MBS 转码理论赢率与实际赢率变化

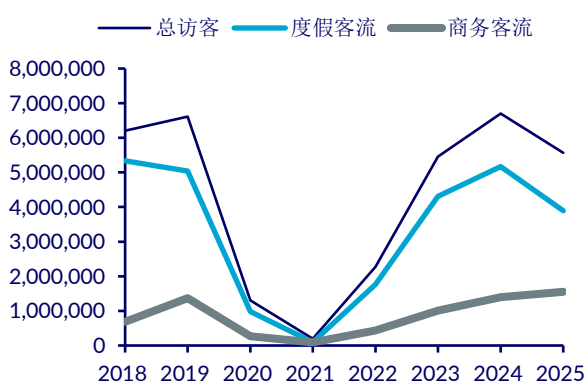


资料来源：LVS 公司公告，中信证券研究部

对华免签政策或推动增量需求

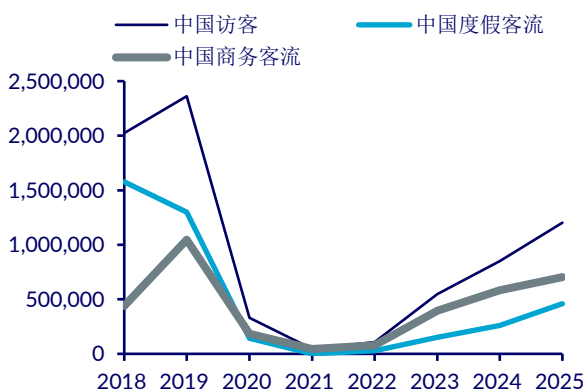
柬埔寨旅游资源丰富。柬埔寨拥有悠久的历史与文化底蕴，当前拥有三处世界文化遗产：吴哥窟、柏威夏寺及三波坡雷古寺。其中吴哥窟覆盖 9-15 世纪高棉王国各个时期的辉煌遗迹，于 1992 年被列入世界文化遗产。柬埔寨在疫情前为东南亚重要旅游目的地，根据柬埔寨旅游局数据，2019 年全年柬埔寨入境客流达到 661 万人次，同比增长 6.6%；其中中国籍入境客流达到 236 万人次，占比 35.7%。从吴哥窟客流来看，2019 年吴哥窟访客达到 221 万人次，其中来自中国籍的客流达到 87 万人次，占比约 40%。

图 38：柬埔寨入境客流变化（人）



资料来源：柬埔寨旅游局，中信证券研究部

图 39：柬埔寨入境中国籍客流变化（人）

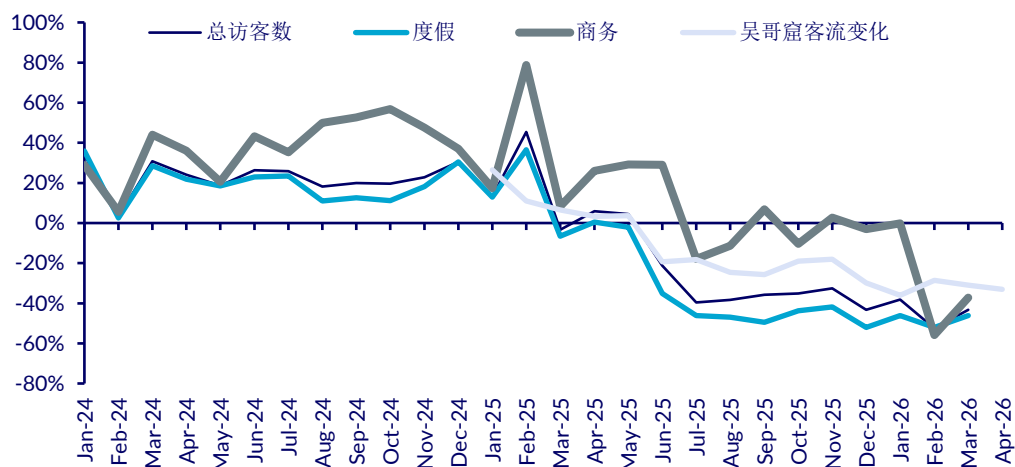


资料来源：柬埔寨旅游局，中信证券研究部

柬泰冲突叠加舆论事件冲击旅游客流。2021 年末柬埔寨重开国门后，入境客流迅速修复，根据柬埔寨旅游局数据，2024 年柬埔寨入境客流达到 670 万人次，恢复至 2019 年同期的 101.4%。从结构看：度假客流与商务客流均稳步提升，总客流恢复度为东盟国家中最高（根据东盟数据，东盟 2024 年入境客流仅恢复至 2019 年同期的 88.6%）。但 2025 年起，由于柬埔寨-泰国边境因领土争端冲突加剧，叠加舆论事件冲击，旅游客流数量快速下滑：其中 2025 年下半年柬埔寨入境旅游客流同比下滑 46.8%至 145 万人次，带

动下半年总入境客流下滑 37.6%至 221 万人次。

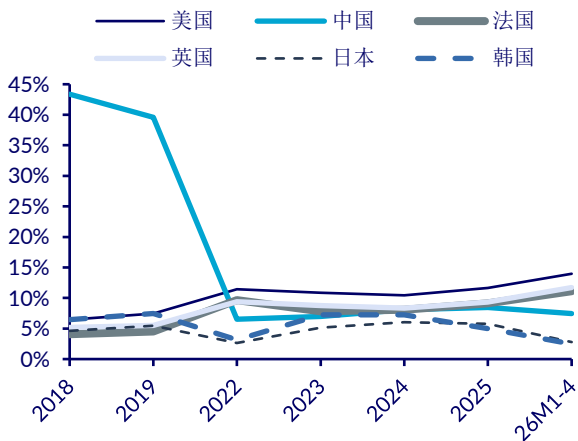
图 40: 柬埔寨客流 YoY 变化



资料来源: 柬埔寨旅游局, 吴哥遗址售票处, 中信证券研究部

金界当前依赖的金边商务客群需求稳定, 柬埔寨本地商务活动扩张或带来增量娱乐消费需求。我们由吴哥窟客流数据来看柬埔寨实际旅游客流变化: 受电信诈骗等舆论事件冲击较为强烈的东亚国家客流实际影响较大。2019 年中国/韩国游客占比达到 40%/6%, 但 2026 年 1-4 月, 中国/韩国游客占比仅 7%/2%。美国/英国/法国等西方国家客流受影响较小, 占比分别由 2019 年的 6%/5%/4%提升至 14%/12%/11%。

图 41: 柬埔寨吴哥窟不同国籍客流占比变化



资料来源: 吴哥遗址售票处, 中信证券研究部

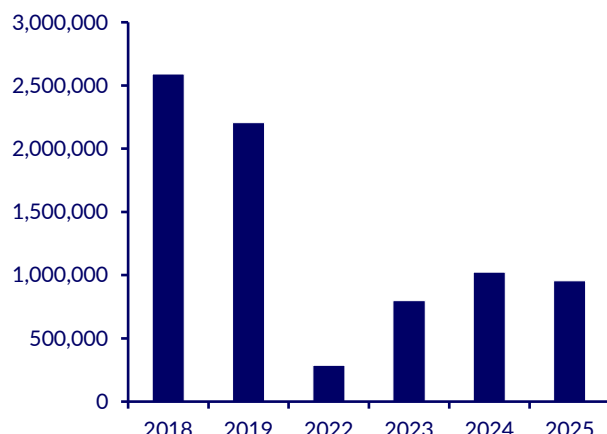
图 42: 柬埔寨吴哥窟为东南亚重要旅游目的地



资料来源: 吴哥遗址售票处

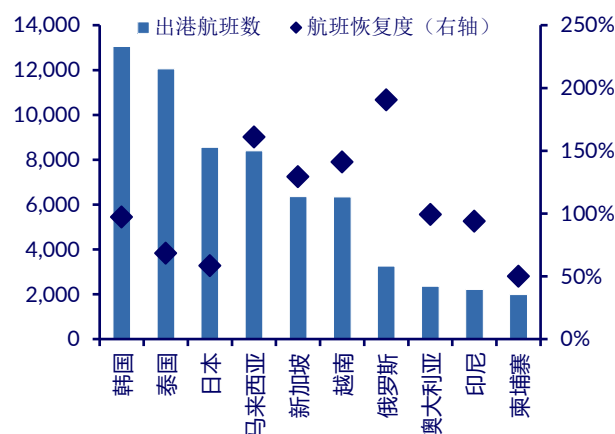
“电诈清零”重塑国家形象, 安全环境改善有望强化旅游信心。2020 年起, 柬埔寨全面开展取缔网络赌博活动, 在网赌禁令与疫情的冲击下, 大量娱乐场及酒店转型为电信诈骗园区, 并在过去两年引发大量舆论事件, 大量旅客对于柬埔寨安全环境担忧加剧。据航空管家数据, 1Q26 中国内地至柬埔寨出港航班仅恢复至 2019 年同期的 50%。

图 43: 柬埔寨吴哥窟客流变化 (万人次)



资料来源: 吴哥遗址售票处, 中信证券研究部

图 44: 1Q26 中国内地国际通航 TOP10 国家出港航班数



资料来源: 航班管家, 中信证券研究部

2025 年以来柬埔寨政府对电信网络诈骗的打击明显升级。2025 年初, 柬埔寨正式成立了打击网络诈骗委员会, 针对电诈窝点、相关跨境犯罪链条的专项整治持续推进。进入 2026 年, 政府进一步启动大规模清剿行动, 并于 4 月正式颁布《反电信网络诈骗法》。根据柬埔寨国家通讯社 (AKP) 信息, 2025 年 7 月到 2026 年 4 月中旬期间, 柬埔寨当局共打击 250 余起网络诈骗案件, 关闭 91 家赌场。2025 年初至 2026 年 4 月中旬, 1.3 万名涉及网络诈骗的外国公民被驱逐出境; 2026 年 1 月以来, 共有 24.2 万外国公民自愿离境。我们认为本轮对于电信诈骗的打击力度与过往存在显著差异, 看好灰色产业出清为旅游业复苏奠定更健康的增长基础。

图 45: 金边德崇新机场已于 2025 年 9 月启用



资料来源: 德崇机场官网

图 46: 金边德崇新机场内部



资料来源: 德崇机场官网

对华免签或推动旅游增量。2025 年 9 月, 金边新德崇国际机场正式投入使用, 新机场距离金边市中心以南约 30 公里, 第一阶段预期吞吐能力达到 1300 万人次 (旧金边机场 PNH 设计吞吐能力约 500 万人次)。根据柬埔寨民航局统计数据, 2026 年 1 月三大国际机场的旅客吞吐量达 70 万人次, 其中金边德崇国际机场的旅客吞吐量为 48.1 万人次, 枢纽地位稳固。同时, 据柬埔寨政府公告, 柬埔寨已于 2026 年 6 月 15 日起对中国公民试行免签政策, 允许停留 14 天。我们认为随着治安及舆论环境的改善, 叠加入境免签、

基础设施改善等多重利好，柬埔寨或将在 2026 年下半年受益于中国游客的显著增量。

考虑到跨境资金流动管理及相关监管要求，我们认为金界的核心客群并非主要依赖新增中国大陆旅游博彩客流，而更多受益于柬埔寨本地商务活动扩张以及产业链配套企业经营改善所带来的增量娱乐消费需求。

Naga 3 打开成长空间，股东回报有望持续提升

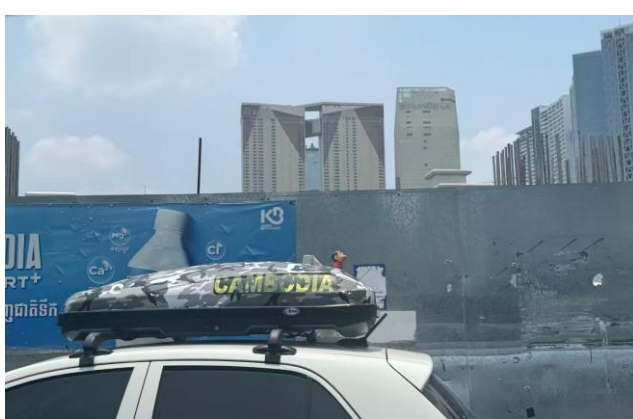
除当前运营的 NagaWorld 外，公司亦尝试通过海外项目打造新增长曲线。2013 年，公司宣布投资约 3.5 亿美元开发俄罗斯海参崴博彩及度假村项目，以切入俄罗斯远东博彩市场。但受 2022 年俄乌冲突、澳门新《博彩法》实施等外部经营环境变化影响，海参崴项目已处于长期暂停状态。公司于 2024 年对该项目计提约 0.89 亿美元减值（减值后俄罗斯非流动资产账面值约 1.9 亿美元）。公司未来增长主线仍将回到金边核心物业 NagaWorld 及 Naga 3 扩建项目。

图 47: Naga 3 示意图



资料来源：公司官网

图 48: Naga 3 当前地基工作已基本完成（2026 年 5 月）



资料来源：中信证券研究部拍摄

Naga 3 项目有望强化公司长期竞争力。由于疫情前 Naga 1&2 已达到较高的利用率（2019 年 Naga 2 客房 OCC 达到 84%），公司于 2019 年正式宣布开发 Naga 3 项目。根据公司 2019 年年报，Naga 3 将与 Naga 1&2 联通，由三座大楼组成（其中一座 75 层，两座 61 层高），成为金边天际线新地标。Naga 3 建成后，NagaWorld 综合设施将合计拥有 5,000 间酒店客房、1,300 张游戏桌和 4,500 台电子游戏机及多个非博彩设施，成为世界最大综合娱乐体之一。根据公司官网信息，当前 Naga 3 项目的地基与地下楼层已基本竣工，公司预期项目将于 2029 年 9 月前完成。

表 7: Naga 3（2019 年方案）与澳门新开物业对比情况

	Naga 3	Naga 2	永利皇宫	美狮美高梅	巴黎人	上葡京	银河四期
完工时间	2029*	2017	2016	2018	2016	2021	2027*
Capex (亿美元)	35.2	7	44	34.3	27	~50	NA
建筑面积 (万平方米)	54.5	10.8	55.7	37+	40+	52.1	60+
客房数	4000+	903	1706	1400	2541	1892	1350
赌桌数	~800	NA	258	405	255	~150	~400
角子机数	~2700	NA	822	1001	1008	~1200	NA

资料来源：各公司公告，Wind，中信证券研究部

注：2019 年公司披露 NagaWorld 综合设施将拥有 5,000 间酒店客房、1,300 张游戏桌和 4,500 台电子游戏机，我们使用公司规划方案减去当前 Naga 1&2 实际客房及赌桌数。金界预计 Naga 3 项目于 2029 年完工；银河娱乐集团预计银河四期于 2027 年完工。

认购协议终止消除潜在股份稀释风险。根据 2019 年公司原计划，Naga 3 资本支出预计将达到 35.2 亿美元，其中公司将以内部产生资金拨付 50%开发成本，余下 50%向控股股东曾氏家族发行股份筹集（共发行 11.4 亿股股份，每股 12 港币）。2023 年 6 月，公司宣布受外部地缘政治、宏观因素影响，Naga 3 完成日期由 2025 年延期至 2029 年，并考虑调整新项目规模。2025 年 12 月，公司公告与曾氏家族达成协议，将不再向该家族发行新股为 Naga 3 筹集资金，并保留曾氏家族已支付的 3.16 亿美金现金垫款。公司将继续推进 Naga 3 的发展计划，并在必要时探索其他融资来源。

表 8：Naga 3 项目主要事件

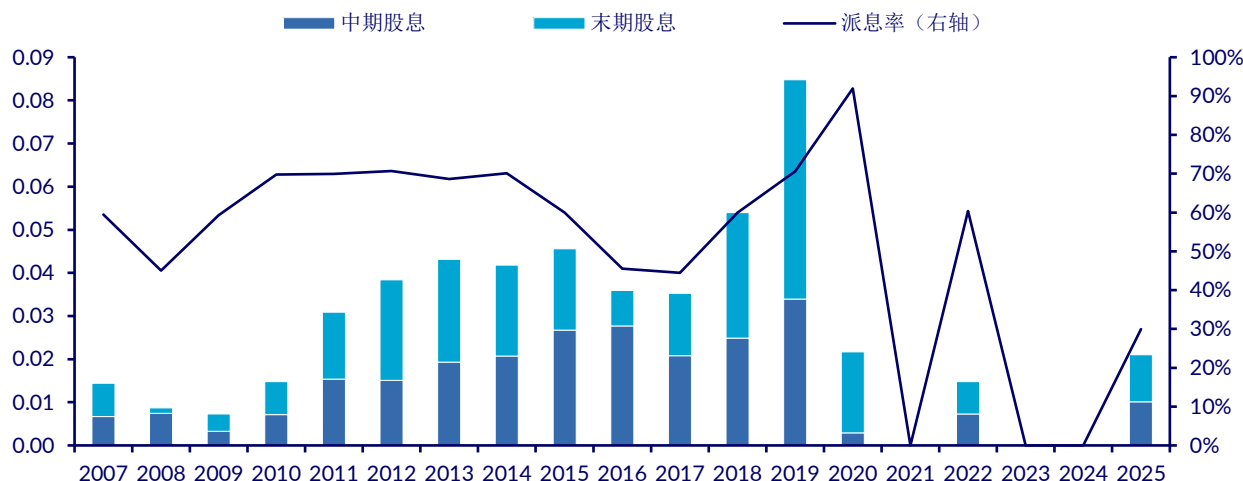
时间	事件
2019 年 4 月	正式宣布 Naga 3 项目，原规划五座大楼，包括 4720 间客房
2020 年 4 月	宣布将 Naga 3 调整为三座大楼，客房数减少，预计项目将于 2025 年完工
2023 年 6 月	宣布公司正谨慎考虑 Naga 3 方案，并将项目完成日期调整为 2029 年 9 月
2025 年 12 月	宣布仍计划继续开展 Naga 3 项目，但终止与控股方的认购协议，消除股份稀释风险

资料来源：公司公告，中信证券研究部

基于认购协议截止，我们预计公司 Naga 3 整体 Capex 规划将下调一半至 17.5 亿美元，我们预计公司仍将在 Naga 3 项目上投入约 10 亿美元。我们认为金界未来经营现金流（2025 年公司经调整 EBITDA 约为 4.0 亿美元）已足以支持 Naga 3 相关资本开支。金界博彩牌照至 2065 年到期，其在金边周围 200 公里半径内的博彩独家经营权已延长至 2045 年（vs. 相较于澳门新《博彩法》仅给予 10 年赌牌批给），Naga 3 长期规划仍在进行中，我们预计公司将在 2026 年下半年给予市场关于 Naga 3 的详细更新方案及规划。

规划调整后，公司或具备进一步提升股东回报水平的能力。金界长期重视股东回报，自 2006 年上市以来累计派发股息近 17 亿美元，历史平均派息率约 60%，考虑到公司核心业务位于柬埔寨，融资成本较高，中短期仍需预留 Naga 3 项目的资本开支及后续建设，我们预计公司在分红政策上将保持审慎。但在规划调整后，基于当前资本开支规划及现金流预测，我们预计公司未来几年有望逐步提升派息水平，2026 年股利支付率将提升至 40%，对应股息收益率约 6%。

图 49：金界控股历史分红情况（美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 风险因素

宏观经济复苏放缓影响旅客出行意愿和消费能力的风险。当前国际经济面临多重压力：地缘政治不确定性上升，美国与欧洲面临持续性通胀与增长放缓风险；中国内地则受到消费信心疲弱等因素影响。若宏观经济复苏持续放缓，可能导致本地外籍客群消费意愿下降，或对柬埔寨博彩行业构成实质性压力。

博彩税率提升及监管政策趋严的风险。柬埔寨相较澳门具有税负和竞争环境优势，但存在未来博彩税提升、牌照监管、合规要求或场内监管机制进一步强化的可能，可能对公司盈利能力造成不利影响。

治安环境改善及负面舆论消除进度不及预期的风险。柬埔寨政府已推动“电诈清零”行动，但前期负面舆论对国际游客出行信心的冲击可能具有滞后性和长尾效应。若未来柬埔寨实际治安环境改善进度不及预期，可能导致赴柬国际休闲旅游客流修复缓慢，进而对公司在免签政策落地后预期的客流增量与业绩转化造成不利影响。

其他国家博彩竞争分流的风险。东南亚多国博彩市场发展迅速，并具备吸引力的税收制度、更宽松的出入境政策以及综合度假资源。当前越南已试点本国居民进入本地娱乐场，允许博彩合法化仍为泰国国内重要讨论议题，未来或将成为区域竞争新变量，可能对柬埔寨整体吸引力构成潜在威胁。

新改建项目经营情况不及预期的风险。公司正推进 Naga 3 项目新规划，提升非博彩业务比重。但由于项目回报周期长、投入成本高，若项目在建成后未能如预期实现客流提升、收入改善或品牌溢价提升，或影响公司整体盈利能力与资本效率。

汇率大幅波动风险。柬埔寨博彩以美元计价，但收入、成本、资本开支和区域客户消

费能力可能受到美元、柬埔寨瑞尔、人民币及其他东南亚货币汇率大幅波动影响。

■ 盈利预测及估值、评级

盈利预测

收入端：我们认为柬埔寨仍然是东南亚最具潜力的新兴市场之一，政治、社会稳定。作为面向北美的重要制造出口基地，柬埔寨高度依赖中国内地 FDI，经济韧性显著。我们认为博彩娱乐存在较强客户粘性，金界作为金边唯一合法娱乐场，为本地常驻外籍客群（如本地制衣工厂外籍中高层管理）的重要休闲娱乐去处，公司也通过丰富的产品、服务供给与核心客群维持长期粘性。

当前柬埔寨旅游业受柬泰边境冲突、电信网络诈骗等不利舆论事件影响明显：据柬埔寨旅游局数据，2025 下半年柬埔寨入境旅游客流同比下滑 46.8%至 145 万人次，带动总入境客流下滑 37.6%至 221 万人次；1Q26 中国内地至柬埔寨出港航班仅恢复至 2019 年同期的 50%。但 2025 年下半年以来，柬埔寨政府对电信网络诈骗的打击明显升级，柬埔寨政府在 4 月正式颁布《反电信网络诈骗法》，并进一步启动大规模清剿行动，成效显著。我们认为本轮整治力度强于过往，或将为旅游业复苏奠定更健康的增长基础。随着治安及舆论环境的改善，叠加新机场及入境免签等多重利好，我们看好金界在 2026 年下半年起受益于柬埔寨本地商务活动扩张以及产业链配套企业经营改善所带来的增量娱乐消费需求。我们预测公司 2026/2027/2028 年营业收入分别 7.5/8.2/8.8 亿美元。

表 9：2023-2028 年金界控股各细分业务营收及预测情况

百万美元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入总额	533	563	710	751	822	883
YoY	15.7%	5.5%	26.2%	5.8%	9.5%	7.5%
博彩毛收入	515	543	692	733	803	864
YoY	15.5%	5.5%	27.4%	5.9%	9.7%	7.6%
非博彩收入	18	20	18	18	19	19
YoY	24.5%	6.5%	-8.0%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部预测

成本端：柬埔寨博彩监管框架近年已由过去较为粗放的协议式管理，逐步转向系统化及合规化监管。据 CGMC，2020 年 11 月，柬埔寨正式颁布首部规范商业博彩的法律《商业博彩管理法》，将过往的博彩及非博彩责任付款调整为清晰的博彩税率，其中贵宾博彩税率 4%，中场博彩税率 7%。我们认为政府短期无明显通过上调博彩税率来增加财政收入的迫切性，预计未来公司仍将享有低税垄断优势，整体博彩税支出较为稳定。

其他经营成本方面，考虑到当前 NagaWorld 规模稳定，公司尚未给出 Naga 3 详细更新方案及规划，我们预计公司员工支出及存货成本短期仍将维持稳定。考虑到公司低利润率的直营 VIP 占比下降，我们预计营业成本将改善明显。资本支出方面，我们预计 2026 年末公司将大规模铺开智能赌桌，并带来一次性资本开支，我们预计 2026 年公司资本开支将达到 1.7 亿美元（vs. 2025 年约 8500 万美元）。

表 10: 2023-2028 年金界控股各类营业成本增长及预测情况

百万美元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
员工成本	88	103	110	118	128	138
YoY	1.2%	16.0%	7.2%	7.5%	8.0%	8.0%
折旧及摊销	97	92	93	99	103	107
%收入	18.1%	16.4%	13.1%	13.2%	12.5%	12.1%
博彩税	31	34	44	47	51	55
%收入	5.9%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%
营业成本	80	72	89	67	71	76
%收入	15.1%	12.7%	12.5%	8.9%	8.7%	8.6%
其他支出-经营	65	73	71	78	89	88
%收入	12.2%	13.0%	9.9%	10.4%	10.8%	10.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部预测

综上, 我们预测公司 2026/2027/2028 经调整 EBITDA 将分别达到 4.5/4.9/5.3 亿美元, 预计公司归母净利润 3.5/3.9/4.3 亿美元。

表 11: 2023-2028 年金界控股盈利预测及估值水平

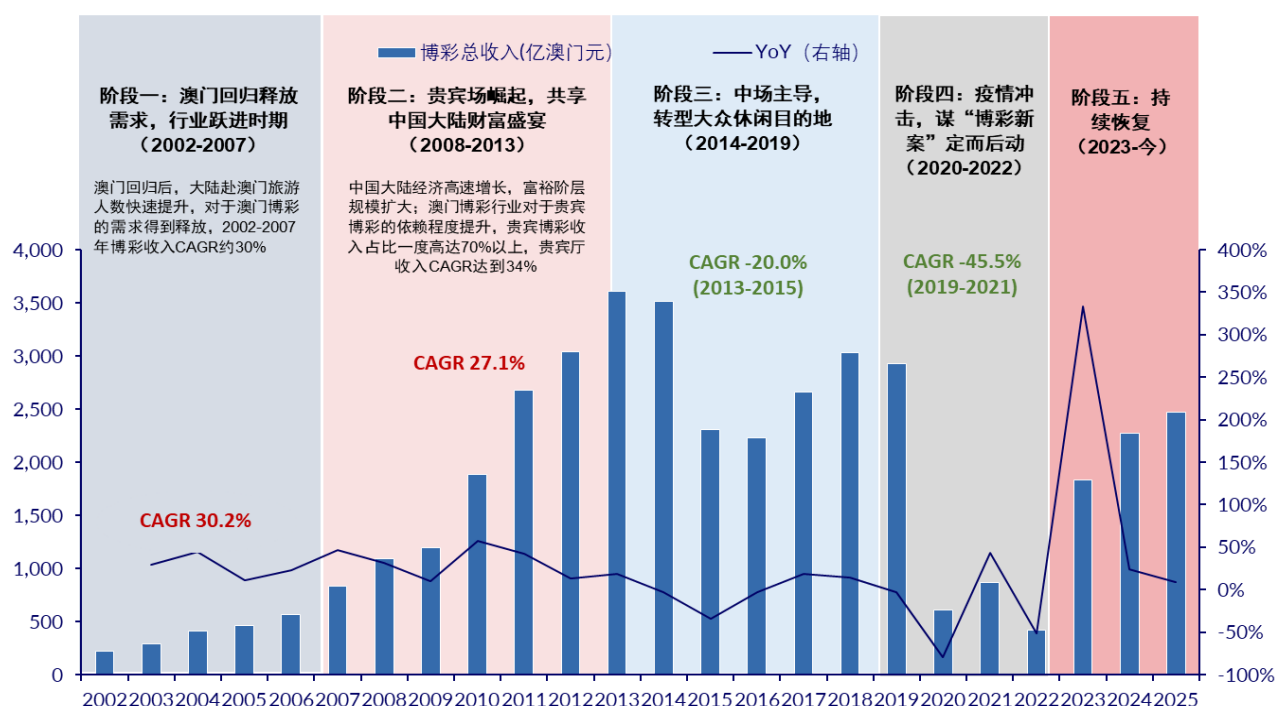
百万美元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	533	563	710	751	822	883
YoY	15.7%	5.5%	26.2%	5.8%	9.5%	7.5%
净利润 (百万美元)	178	110	310	349	387	426
YoY	65.7%	-38.3%	182.8%	12.6%	10.8%	10.2%
经调整 EBITDA (百万美元)	295	203	404	450	490	531
经调整 EBITDA%	55.4%	36.1%	57.0%	59.9%	59.6%	60.1%
EPS (美元)	0.04	0.02	0.07	0.08	0.09	0.10
每股净资产 (美元)	0.46	0.49	0.54	0.60	0.66	0.73
PE	12.0	19.0	6.8	6.0	5.4	4.9
EV/EBITDA	6.5	9.4	4.7	4.3	3.9	3.6

资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

估值评级

EV/EBITDA 估值法: 由于博彩企业负债率差异显著, 多数公司投入大量资金建设赌场、酒店和度假村, 固定资产规模庞大, 折旧摊销显著影响净利润。因此我们认为 EBITDA 剔除折旧摊销后, 更能反映博彩企业核心业务经营表现和现金创造能力。按娱乐场博彩收益计算, 澳门为全球最大的博彩市场, 六大运营商牌照优势稳固, 全球博彩运营商估值多锚定澳门博彩运营商。

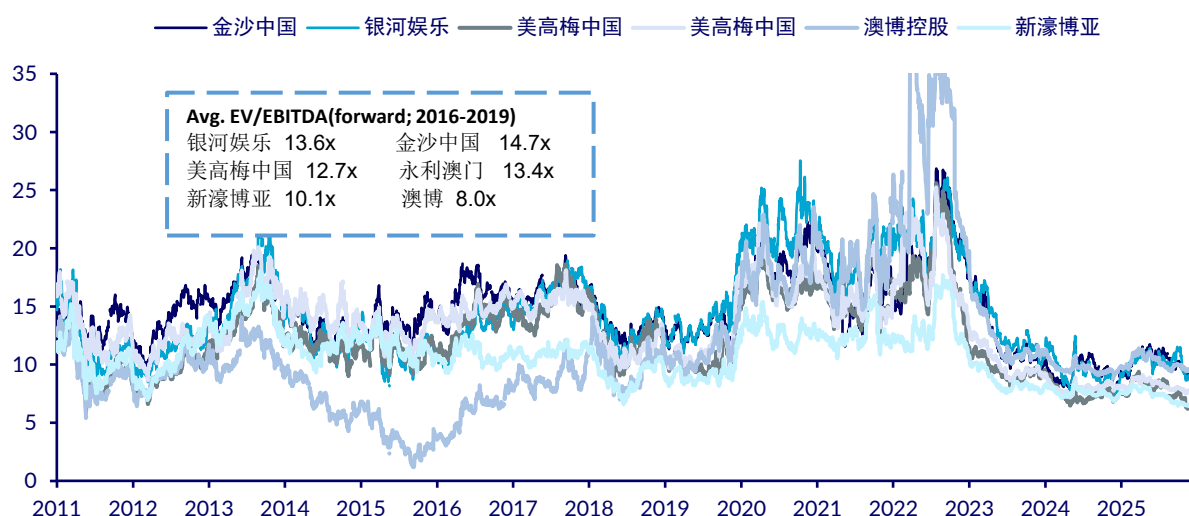
图 50: 澳门博彩行业 GGR 演变历史



资料来源：DICJ，中信证券研究部

根据 LSEG 数据，澳门核心头部博彩运营商在 2016-2019 年期间整体估值水平稳定（彼时行业 CAGR 约 9%），行业平均 EV/EBITDA 约为 12x，头部运营商估值中枢约为 13-14x，金界估值约为澳门头部运营商平均估值的 55%-60%。在经历疫情冲击及 2022 年澳门推出新《博彩法》后，行业 2023-2026 年行业平均 EV/EBITDA 约为 10x，头部运营商估值中枢约为 11-12x。

图 51: 澳门博彩行业运营商 EV/EBITDA (forward) 情况



资料来源：LSEG 一致预期，中信证券研究部；注：截至 2026 年 6 月 4 日收盘价

我们预测金界控股 2026-2028 年营业收入分别 7.5/8.2/8.8 亿美元，经调整 EBITDA 将分别达到 4.5/4.9/5.3 亿美元，现价对应 EV/EBITDA 为 4.7/4.3/4.0 倍。我们认为相较于澳门，金界受益于本地制造业出口与东南亚的经济活力，同时低税垄断优势显著，运营更为灵活。我们认为当前市场对于柬埔寨负面舆论信息过度定价，而实际金界核心客群更多来自金边作为柬埔寨首都、商务中心及外资聚集地所吸引的常驻外籍商务人士与投资者。

表 12：金界控股与澳门六大博彩运营商盈利预测及 EV/EBITDA 估值对比

简称	代码	收盘价 (港元)	经调整 EBITDA (百万港元)				EV/EBITDA				股息率 (26E)
			24A	25A	26E	27E	24A	25A	26E	27E	
金沙中国	1928.HK	14.33	18,166	18,018	19,851	21,247	8.6	8.7	7.9	7.3	6.6%
银河娱乐	0027.HK	30.90	12,188	14,502	15,339	17,391	9.6	8.1	7.6	6.7	5.5%
美高梅中国	2282.HK	10.37	9,059	10,005	10,052	10,337	6.2	5.6	5.6	5.4	6.5%
新濠博亚	MLCO.O	5.44	1,006	1,317	1,293	1,354	8.3	6.4	6.5	6.2	0.4%
永利澳门	1128.HK	5.36	8,210	7,611	8,158	8,695	7.5	8.1	7.5	7.1	7.1%
澳博控股	0880.HK	1.63	3,764	3,717	4,597	5,155	9.9	10.0	8.1	7.2	N/A
金界控股	3918.HK	3.71	1,582	3,155	3,525	3,878	9.4	4.7	4.3	3.9	6.6%

资料来源：Wind, LSEG, 中信证券研究部预测

注：除金沙中国、银河娱乐、美高梅中国、金界控股预测为中信证券研究部预测外，其余公司 EPS 预测及 PE 均为 LSEG 一致预期；股价为 2026 年 6 月 18 日收盘价，新濠博亚单位为美元，其余公司为港元，港元美元汇率为 1: 0.13

我们认为当前金界 NagaWorld 产品及服务质量与澳门运营商接近，当前估值优势明显，我们给予公司澳门头部运营商目标估值（11-12x）的 70%，即给予公司 2026 年 8 倍 EV/EBITDA 估值，目标市值 37.9 亿美元（约 296 亿港元），对应目标价 6.7 港元。（美元：港币汇率为 1: 7.8）

图 52：金界 EV/EBITDA (forward) 历史折价情况



资料来源：LSEG 一致预期，中信证券研究部；注：截至 2026 年 6 月 18 日收盘价

DCF 估值法：考虑到金界控股自由现金流较为稳定，未来公司的可预见程度较高，我们使用 DCF 估值法分析公司合理估值。主要假设参数包括：

1) 考虑到公司长期维持净现金经营模式, 未来经营现金流足以支持 Naga 3 相关资本开支, 我们假设目标资本结构中债务占比较低; 参考柬埔寨企业融资环境, 我们假设税前债务成本为 10%, 所得税率假设为 20%;

2) 无风险利率 4.5%(参考 2026 年 6 月 23 日十年期美债收益率), 股票风险溢价 7.1% (根据 Kroll 美国 ERP 数据库, 公司核心经营资产位于柬埔寨, 需反映前沿市场较高的主权风险、制度风险及资本市场风险);

3) 股票 Beta 值选取 1.28, 参考公司过去 5 年相对恒生指数的历史波动测算;

4) 永续增长率 1%, 反映公司长期成熟经营阶段下较为审慎的增长预期。基于上述假设, 我们测算得到 WACC 为 13.3%, 因此我们测算公司 2026 年股权价值为 323.8 亿港元, 对应目标价 7.3 港元。

表 13: 公司 DCF 估值假设

估值假设	
无风险利率	4.5%
股票风险溢价	7.1%
股票 Beta	1.28
Ke	13.6%
Kd	10.0%
有息负债/(有息负债+权益)	5.0%
有效税率	20.0%
WACC	13.3%
永续增长率 g	1.0%

资料来源: 中信证券研究部假设

图 53: 金界控股 DCF 估值表

DCF	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EBIT	350.89	387.02	424.25	440.38	443.21	461.18	480.67	496.87	516.47	535.89
所得税率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT*(1-所得税率)	350.08	386.12	423.26	439.36	442.18	460.11	479.55	495.72	515.28	534.65
加: 折旧和摊销	85.98	90.54	94.92	99.12	103.16	105.03	104.83	104.64	104.45	104.27
减: 运营资金的追加	35.35	-16.30	-5.96	-13.04	-5.24	-5.38	-8.45	-6.71	-7.25	-7.94
资本性支出	170.00	200.00	200.00	200.00	200.00	150.00	100.00	100.00	100.00	100.00
FCF (记账本位币)	230.71	292.96	324.14	351.52	350.58	420.52	492.83	507.06	526.98	546.86
FCF现值 (记账本位币)	230.71	258.50	252.36	241.48	212.50	224.91	232.57	211.14	193.62	177.28
TV (记账本位币)	4,478.49									
TV现值 (记账本位币)	1,451.87									
企业价值 (记账本位币)	3,686.94									
企业价值 (交易币种)	28,361.05									
债务总额 (记账本位币)	0.00									
现金 (记账本位币)	521.89									
股权价值 (记账本位币)	4,208.82									
股权价值 (交易币种)	32,375.56									
总股数	4,422.99									
每股价值 (交易币种)	7.32									

资料来源: 中信证券研究部预测

柬埔寨为承接中国投资, 面向北美出口的重要轻工制造基地, 当前金边的核心业务已由过往的中介贵宾转向中场业务, 受益于金边作为柬埔寨首都、商务中心及外资聚集地所吸引的常驻外籍商务人士与投资者, 与电信网络诈骗等灰色产业关联度较低。我们认为当前市场对于柬埔寨相关负面舆论担忧过度, 本轮柬埔寨电信诈骗整治力度远强于过往, 灰

色产业出清或将为旅游业复苏奠定更健康的增长基础，我们看好金界受益于对华免签政策推广及金边新机场带来的客流增量。公司当前估值优势明显，且具备极具竞争优势的股息收益率（我们预测的 2026 DPS 对应当前股价超过 6%）。综合以上两种估值方法，基于审慎原则，我们选取 EV/EBITDA 估值法和 DCF 估值法得出的目标价平均值，给予公司目标价 7 港元，目标市值 310 亿港元，对应现价有 70% 上行空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

利润表 (百万美元)

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	562.5	709.7	751.0	822.1	883.4
博彩税	-34.2	-43.7	-46.6	-51.3	-55.2
销售成本	-71.7	-89.1	-66.6	-71.3	-75.8
毛利	456.7	576.9	637.8	699.6	752.4
管理费用	-70.5	-69.9	-76.8	-89.3	-91.1
员工成本	-102.6	-109.9	-118.2	-127.7	-137.9
财务费用	-0.6	-0.6	-1.2	0.4	2.1
折旧与摊销	-92.0	-93.2	-99.3	-103.0	-106.6
资产减值	-89.1	-	-	-	-
其他业务成本	-2.1	-0.1	-	-	-
其他收入	10.4	7.5	7.5	7.5	7.5
利润总额	110.3	310.6	349.7	387.4	426.4
所得税费用	-0.7	-0.7	-0.8	-0.9	-1.0
税后利润	109.6	309.9	348.9	386.5	425.4
其他经营收益	1.1	0.9	-0.1	0.6	0.5
归属于母公司股东的净利润	175.3	110.7	310.8	348.7	387.1
经调整 EBITDA	202.9	404.4	450.2	490.0	530.9

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	120	372	522	689	873
存货	2	2	3	3	3
应收及预付款	15	21	33	28	32
其他流动资产	6	0	0	0	0
流动资产	144	396	558	720	907
非流动资产:					
物业、厂房及设备	1,980	1,979	2,064	2,173	2,278
无形资产	57	54	52	49	46
其他长期资产	279	340	329	319	310
非流动资产	2,316	2,373	2,444	2,541	2,634
资产总计	2,460	2,769	3,002	3,261	3,542
应付款及应计费用	167	173	215	227	237
合同负债	7	2	7	7	6
其他流动负债	5	81	11	11	11
流动负债	179	256	233	244	254
其他长期负债	125	112	112	112	112
非流动性负债	125	112	112	112	112
负债合计	304	368	345	356	366
归属于母公司所有者权益合计	2,155	2,402	2,657	2,905	3,176
股东权益合计	2,155	2,402	2,657	2,905	3,176
负债股东权益总计	2,460	2,769	3,002	3,261	3,542
负债所有者权益和夹层权益总计	2,460	2,769	3,002	3,261	3,542

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后利润	110	310	349	386	425
折旧和摊销	92	93	99	103	107
营运资金的变化	17	-13	-35	16	6
其他经营现金流	88	-2	1	-0	-2
经营现金流合计	307	389	414	505	536
资本支出	-116	-85	-170	-200	-200
其他投资现金流	30	4	-	-	-
投资现金流合计	-86	-81	-170	-200	-200
权益变动	-	-	-	-	-
负债变动	-411	-11	-	-	-
股息支出	-	-45	-93	-140	-155
其他融资现金流	-38	0	-1	1	3
融资现金流合计	-449	-56	-94	-139	-152
现金及现金等价物净增加额	-228	252	150	167	184
期初现金及现金等价物	348	120	372	522	689
期末现金及现金等价物	120	372	522	689	873

主要财务指标

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率					
营业收入(%)	5.5%	26.2%	5.8%	9.5%	7.5%
归母净利润(%)	-38.3%	182.8%	12.6%	10.8%	10.1%
利润率					
毛利率(%)	87.3%	87.5%	91.1%	91.3%	91.4%
EBIT Margin(%)	19.7%	43.9%	46.7%	47.1%	48.0%
EBITDA Margin(%)	36.1%	57.0%	59.9%	59.6%	60.1%
净利率(%)	19.5%	43.7%	46.5%	47.0%	48.1%
回报率					
净资产收益率(%)	5.1%	12.9%	13.1%	13.3%	13.4%
总资产收益率(%)	4.5%	11.2%	11.6%	11.9%	12.0%
其他					
资产负债率(%)	12.4%	13.3%	11.5%	10.9%	10.3%
所得税率(%)	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
股利支付率(%)	0.0%	30.0%	40.0%	40.0%	50.0%
费用率					
管理费用率(%)	12.5%	9.8%	10.2%	10.9%	10.3%
财务费用率(%)	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能波动可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准；西班牙市场以西班牙 IBEX35 指数为基准；印度市场以印度孟买 SENSEX30 指数为基准；沙特市场以沙特全股指数为基准；阿联酋市场以阿联酋 DFM 综合股票指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA Americas, LLC 或 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA Americas, LLC 按照第三方研究分发或由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（2001）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MDDI (P) 018/11/2024。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及芝加哥期权交易所澳大利亚公司的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。由印度证券交易委员会（SEBI）授予的注册和由印度国家证券市场研究所（NISM）颁发的认证并不能以任何方式保证 CLSA India Private Limited 的表现或向投资者提供任何回报的保证。合规官及投诉官：Neeta Sanghavi，电话：22 6650 5050。合规官和投诉部门的电子邮件地址：compliance-india@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

韩国：本研究报告仅为提供信息之用；不构成买卖任何证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告中包含的信息和数据来自我们认为可靠的来源；但是，我们不对本报告中提及信息的准确性或完整性作出任何保证，因此不应予以信赖。本报告接收者应自行独立判断是否买卖本报告中提到的任何证券或金融工具。我们对因使用本报告或其内容而引起的任何直接或间接损失不承担任何责任。本报告仅供我们的客户使用。本报告为版权材料，未经中信证券事先书面同意，不得以任何方式复制、传输、引用或分发。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2026 版权所有。保留一切权利。