



中场韧性支撑盈利，静待访柬客流回暖

金界控股（03918.HK）2026 年中报点评

姜娅
消费产业首席分析师
S1010510120056

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
2026.8.27

1H26 金界控股收入同比下降 8%至 3.13 亿美元，EBITDA 同比下降 2%至 1.95 亿美元，略低于市场预期。中场/角子机/直营贵宾/转介贵宾 GGR 分别同比 +3%/+3%/-21%/-64%至 1.66/0.72/0.54/0.11 亿美元。受业务结构向高利润率中场倾斜影响，毛利率及 EBITDA 利润率分别同比提升 5.0/3.8pcts 至 85.7%/62.4%，1H26 盈利降幅小于 GGR 降幅。单 26Q2 看，公司 GGR 同比下降 20%、环比下降 26%至 1.29 亿美元，主要受世界杯扰动及柬埔寨入境国际客流大幅减少影响。公司宣派中期股息每股 0.98 美仙，派息率维持 30%；期末净现金 4.16 亿美元（约为当前公司市值的 21%）。我们认为短期事件扰动已结束，公司所依赖的金边本地商务需求韧性显著，当前估值依然具有显著吸引力，维持“买入”评级。

■ **1H26 EBITDA 低于市场预期，盈利降幅小于 GGR 降幅。**根据金界控股中期业绩预告，公司 1H26 收入同比下降 8%至 3.13 亿美元，GGR 同比下降 9%至 3.04 亿美元。分业务看，中场/角子机/直营贵宾/转介贵宾 GGR 分别同比 +3%/+3%/-21%/-64%至 1.66/0.72/0.54/0.11 亿美元。受收入结构向高利润率中场业务倾斜影响，公司 1H26 毛利率同比提升 5.0pcts 至 85.7%，EBITDA 利润率同比提升 3.8pcts 至 62.4%，公司 1H26 EBITDA 同比下降 2%至 1.95 亿美元，略低于市场预期（vs. 彭博一致预期 2.06 亿美元）。

■ **世界杯分流及柬入境客流下降扰动 2Q26，贵宾业务承压明显。**单 26Q2 看，公司 GGR 同比下降 20%、环比下降 26%至 1.29 亿美元。其中分业务：中场/角子机/直营贵宾/转介贵宾 GGR 分别同比下降 15%/3%/30%/82%。我们判断二季度公司主要受世界杯扰动及柬埔寨入境客流大幅减少影响（根据柬埔寨旅游局数据，2Q26 柬埔寨入境国际客流同比下滑 52%，入境中国籍客流同比下滑 30%，柬埔寨对华免签政策由 6 月中旬起试行）。

■ **派息率维持 30%，资产负债表保持稳健。**公司宣派中期股息每股 0.98 美仙（约合 7.60 港仙，美元兑港币汇率为 1:7.8），同比下降 3%，派息率仍维持 30%，当前股息率约为 4.4%。截至 1H26 末，公司现金及等价物为 4.16 亿美元（约为当前公司市值的 21%），较 2025 年末增加 11.8%；公司已于 5 月偿还 0.7 亿美元股东贷款，期末已无未偿还借款，1H26 公司未就俄罗斯项目计提减值费用。

■ **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：**金界受短期世界杯扰动、及柬埔寨入境国际客流大幅下降影响，GGR 短期回落明显，我们调整对于公司的盈利预测，预测 2026/2027/2028 年公司经调整 EBITDA 为 3.9/4.1/4.5 亿港元（原预测为 4.5/4.9/5.3 亿美元）。现价对应 2026/2027/2028 年 EV/EBITDA 5/4/4 倍。但我们认为短期事件扰动已结束，公司所依赖的金边本地商务需求韧性显著，且柬埔寨对华免签政策或将在今年下半年推动客流修复。我们给予公司 2026 年 8 倍 EV/EBITDA（澳门为全球最大博彩市场，全球博彩企业多以澳门运营商估值为锚。我们给予公司澳门头部运营商（金沙中国及银河娱乐）目标估值（11-12x，中信证券研究部预测）的 70%），当前汇率下对应目标价 6 港元，维持“买入”评级。

金界控股	03918.HK
评级	买入（维持）
当前价	3.60 港元
目标价	6.00 港元
总股本	4,423 百万股
港股流通股本	4,423 百万股
总市值	159 亿港元
近三月日均成交额	11 百万港元
52 周最高/最低价	6.71/3.28 港元
近 1 月绝对涨幅	2.56%
近 6 月绝对涨幅	-18.97%
近 12 月绝对涨幅	-20.74%

项目/年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	563	710	667	721	773
营业收入(百万港元)	4,355	5,515	5,130	5,546	5,945
营业收入增长率 YoY	5.5%	26.2%	-6.0%	8.1%	7.2%
净利润(百万美元)	110	310	284	309	340
净利润(百万港元)	849	2,409	2,185	2,374	2,612
每股收益 EPS(基本)(美元)	0.02	0.07	0.06	0.07	0.08
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.19	0.54	0.49	0.54	0.59
毛利率	87.3%	87.5%	90.8%	91.0%	91.1%
净利率	19.5%	43.7%	42.6%	42.8%	43.9%
核心净利润率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率 ROE	5.1%	12.9%	11.0%	11.0%	11.2%
PE	18.9	6.7	7.3	6.7	6.1
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
PS	3.7	2.9	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	8.6	4.3	4.5	4.2	3.9

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

注：股价为 2026 年 8 月 24 日收

利润表 (百万美元)

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	563	710	667	721	773
博彩税	-34	-44	-41	-44	-48
销售成本	-72	-89	-61	-65	-69
毛利	457	577	565	612	656
管理费用	-70	-70	-68	-78	-80
员工成本	-103	-110	-118	-128	-138
财务费用	-1	-1	-2	-1	1
折旧与摊销	-92	-93	-99	-103	-107
资产减值	-89	-	-	-	-
其他业务成本	-2	-0	-	-	-
其他收入	10	7	7	7	7
利润总额	110	311	285	309	340
所得税费用	-1	-1	-1	-1	-1
税后利润	110	310	284	309	340
其他经营收益	1	1	-0	1	0
归属于母公司股东的净利润	111	311	284	309	340
EBITDA	203	404	386	413	446

资产负债表 (百万美元)

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	120	372	436	575	703
存货	2	2	3	3	3
应收及预付款	15	21	29	24	28
其他流动资产	6	0	0	0	0
流动资产	144	396	468	603	734
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	2,912	3,144	3,368
应付账款及应计费用	167	173	191	199	208
合同负债	7	2	6	6	5
其他流动负债	5	81	11	11	11
流动负债	179	256	208	215	224
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	320	327	335
归属于母公司所有者权益合计	2,155	2,402	2,593	2,817	3,033
股东权益合计	2,155	2,402	2,593	2,817	3,033
负债股东权益总计	2,460	2,769	2,912	3,144	3,368
负债所有者权益和夹层权益总计	2,460	2,769	2,912	3,144	3,368

现金流量表 (百万美元)

指标名称	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后利润	110	310	284	309	340
折旧和摊销	92	93	99	103	107
营运资金的变化	17	-13	-56	12	5
其他经营现金流	88	-2	2	1	-1
经营现金流合计	307	389	329	424	450
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
负债变动	-411	-11	-	-	-
股息支出	-	-45	-93	-85	-123
其他融资现金流	-38	0	-2	-0	1
融资现金流合计	-449	-56	-95	-85	-122
现金及现金等价物净增加额	-228	252	64	139	128
期初现金及现金等价物	348	120	372	436	575
期末现金及现金等价物	120	372	436	575	703

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%	-6.0%	8.1%	7.2%
归母净利润(%)	-38.3%	182.8%	-8.4%	8.7%	10.0%
利润率					
毛利率(%)	87.3%	87.5%	90.8%	91.0%	91.1%
EBIT Margin(%)	19.7%	43.9%	42.9%	43.0%	44.0%
EBITDA Margin(%)	36.1%	57.0%	57.8%	57.3%	57.7%
净利率(%)	19.5%	43.7%	42.6%	42.8%	43.9%
回报率					
净资产收益率(%)	5.1%	12.9%	11.0%	11.0%	11.2%
总资产收益率(%)	4.5%	11.2%	9.8%	9.8%	10.1%
其他					
资产负债率(%)	12.4%	13.3%	11.0%	10.4%	10.0%
所得税率(%)	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
股利支付率(%)	0.0%	30.0%	30.0%	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%	0.1%	-0.1%

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、价值及收益可跌可升。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，中信证券及/或本研究报告的分发机构可能（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及/或本研究报告的分发机构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> 或 https://www.clsa.com/member/research_disclosures_citics/（CLSA 客户）。

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监管局授权并管理的 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。