

金界控股 (03918.HK)

外部扰动下韧性凸显，经营稳健静待风来

业绩概览：中场博彩保持稳健，贵宾承压拖累业绩

公司 26H1 总收入 3.1 亿美元（同比-8.4%，后文均为同比），其中博彩总收入为 3.0 亿美元（-8.6%）。

按业务拆分来看：贵宾收入 6530 万美元（-35%），其中高端贵宾 5386 万美元（-21%），转介贵宾 1146 万美元（-64%）；中场收入 2.4 亿美元（+3%），其中中场博彩桌 1.66 亿美元（+3%），中场博彩机 7194 万美元（+3%）。中场占博彩总收入的 79%、毛利的 80%，为公司业务核心支柱。对应上半年 EBITDA 为 1.94 亿美元（-2.4%）。公司宣派中期股息每股 0.98 美仙，对应分红率约 30%。

业绩解读：板块表现取决于需求刚性，中场逆势增长凸显韧性

公司博彩各业务同比表现来看，上半年中场>高端贵宾>转介贵宾，我们认为这在一定程度上体现了需求端的不同刚性。2026 上半年来自亚太地区的休闲及商务旅客同比减少 54%，这与贵宾业务整体表现基本匹配。考虑到柬埔寨上半年受边境冲突余波及国内打击电信诈骗行动持续影响，全国旅游业受冲击明显，参考柬埔寨旅游部披露数据，1-6 月入境国际游客人次同比下滑 48%，其中我们重点关注的与金边客流及金界业绩联系更紧密的两大指标——“金边机场入境人次”下滑 29%，“中国游客入境”下滑 23%，此外二季度亦同步存在世界杯分流扰动。这一背景下，金界中场博彩收入依旧逆势增长，中期 EBITDA 仅微跌，基本面依旧坚挺。

经营表现：利润率结构性提升，资产负债表进一步优化

公司上半年运营依旧维持较高水准，其中受利润率水平更高的中场业务驱动，公司 26H1 毛利率达到 85.7%，同比+5.0pp；EBITDA margin 达 62.4%，同比+3.8pp，业务结构进一步优化。此外公司已于 5 月偿还剩余 7000 万美金的股东贷款，当前正式进入零负债阶段，自身资产结构优秀、财务灵活性较强，后续运营规划及分红提升仍可期待。

投资建议：我们认为市场已给予金界充分风险折价，展望后续，柬埔寨去年全年吸引投资同比增长 45%，今年上半年贸易总额增长 20%，我们认为其商旅客需求依旧较为刚性。但考虑到外部环境扰动，旅游业仍在恢复期，我们适度调整盈利预测，预计 26-28 年公司收入分别为 6.71 亿/7.21 亿/7.83 亿美元，同比-5%/+7%/+9%，EBITDA 为 3.87 亿/4.18 亿/4.58 亿美元。对应 EV/EBITDA 估值为 4.0/3.7/3.4 倍，无论较澳门同行还是公司历史估值水平均处于明显低位，维持“买入”评级。

风险提示：柬埔寨游客恢复进度不及预期；亚洲各博彩目的地市场竞争强度超预期；东南亚地缘政治风险；待建项目资产减值风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	563	710	671	721	783
增长率 yoy (%)	5.5	26.2	-5.4	7.4	8.6
归母净利润(百万美元)	110	310	294	322	361
增长率 yoy (%)	-38.3	182.8	-5.0	9.5	11.9
EBITDA(百万美元)	202.85	404.40	386.61	417.53	457.68
增长率 yoy (%)		99.4	-4.4	8.0	9.6
P/E(倍)	17.0	6.0	6.3	5.8	5.2
EV/EBITDA	7.8	5.8	4.0	3.7	3.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 08 月 31 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	旅游及景区
前次评级	买入
08 月 31 日收盘价(港元)	3.30
总市值(百万港元)	14,595.87
总股本(百万股)	4,422.99
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.68

股价走势



作者

分析师 王长龙
执业证书编号：S0680525070006
邮箱：wangchanglong@gszq.com

分析师 黄振星
执业证书编号：S0680525080002
邮箱：huangzhenxing@gszq.com

相关研究

1、《金界控股 (03918.HK)：柬埔寨博彩龙头，周期向上价值重估》 2026-08-18

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	144	396	348	430	557
现金	120	372	324	404	528
应收票据及应收账款	5	5	7	8	9
其他应收款	11	16	13	14	16
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2	2	3	4	4
其他流动资产	6	0	0	0	0
非流动资产	2316	2373	2664	2920	3174
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1891	1884	2149	2409	2667
无形资产	87	81	77	72	68
其他非流动资产	337	408	439	439	439
资产总计	2460	2769	3013	3350	3731
流动负债	179	256	209	225	245
短期借款	0	70	0	0	0
应付票据及应付账款	19	2	28	30	33
其他流动负债	160	184	181	195	212
非流动负债	125	112	107	107	107
长期借款	70	0	0	0	0
其他非流动负债	55	112	107	107	107
负债合计	304	368	317	332	352
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	55	55	55	55	55
资本公积	2105	2350	2645	2967	3328
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2155	2402	2696	3018	3379
负债和股东权益	2460	2769	3013	3350	3731

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	307	389	402	423	466
净利润	110	310	294	322	361
折旧摊销	92	93	90	94	96
财务费用	1	1	2	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	17	-13	23	14	17
其他经营现金流	87	-2	-7	-7	-8
投资活动现金流	-86	-81	-378	-343	-342
资本支出	-116	-85	-350	-350	-350
长期投资	6	0	0	0	0
其他投资现金流	25	4	-28	7	8
筹资活动现金流	-449	-56	-72	0	0
短期借款	-471	70	-70	0	0
长期借款	70	-70	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	130	245	294	322	361
其他筹资现金流	-177	-301	-296	-322	-361
现金净增加额	-228	252	-48	80	124

利润表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	563	710	671	721	783
营业成本	72	89	112	120	132
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	70	70	67	72	71
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1	-3	2	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-38	4	7	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	149	304	290	316	354
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	110	311	295	323	362
所得税	1	1	1	1	1
净利润	110	310	294	322	361
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	110	310	294	322	361
EBITDA	203	404	387	418	458
EPS (美元/股)	0.02	0.07	0.07	0.07	0.08

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	26.2	-5.4	7.4	8.6
营业利润(%)	-22.3	103.4	-4.4	8.8	11.9
归属母公司净利润(%)	-38.3	182.8	-5.0	9.5	11.9
获利能力					
毛利率(%)	81.2	81.3	83.3	83.3	83.2
净利率(%)	19.5	43.7	43.9	44.7	46.0
ROE(%)	5.1	12.9	10.9	10.7	10.7
ROIC(%)	5.0	12.4	11.0	10.7	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	12.4	13.3	10.5	9.9	9.4
净负债比率(%)	-2.3	-12.6	-12.0	-13.4	-15.6
流动比率	0.8	1.5	1.7	1.9	2.3
速动比率	0.8	1.5	1.6	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	57.5	141.2	108.8	93.2	93.7
应付账款周转率	4.3	8.5	7.4	4.1	4.2
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.07	0.07	0.07	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.09	0.09	0.10	0.11
每股净资产(最新摊薄)	0.49	0.54	0.61	0.68	0.76
估值比率					
P/E	17.0	6.0	6.3	5.8	5.2
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.8	5.8	4.0	3.7	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 08 月 31 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com