金界控股（03918.HK）

博彩行业明日之星，疫情好转凤凰涅槃

东南亚博彩行业的明日之星，尽享新兴市场的成长潜力。根据 IMF 的预测，东南亚地区 2022-2027 年的经济增长将维持在 7%以上。金界娱乐城位于柬埔寨首都金边，辐射东南亚市场，受益于东南亚产业升级、经济发展、居民财富增加。虽然柬埔寨博彩行业规模和市场的成熟程度远远不及中国澳门，但未来成长潜力巨大。

金界娱乐场是区内知名品牌，营业规模持续扩大。金界 2 期在 2017 年落成后提升了公司在东南亚的品牌形象，推动金界控股收入大幅增长。公司投资 35 亿美元打造金界 3 期（Naga3），预计 2025 年完工，战略目光长远。3 期项目将由 1 座 75 层高摩天大楼和 2 座 52 层高的超高层建筑组成，建成后将使公司的赌桌数目大幅增加至 1300 桌，综合接待能力大幅提升，进一步提高金界娱乐场在东南亚的影响力。

独家经营权加上低税率、低人工成本，经营优势凸显。金界控股持有柬埔寨政府授予的 70 年的博彩牌照，并获得在柬埔寨首都金边周边 200 公里内开展博彩业务的独家经营权。金界娱乐城是柬埔寨最大的五星级综合娱乐场所，已经有 27 年的经营历史，疫情前一直保持稳健的收入和业绩增长。金界在柬埔寨能享受到优惠的税务环境、较低的人工成本，盈利能力强于中国澳门同业。2021 年，金界的博彩税费占收入比例为 5.4%，远低于中国澳门博彩业法定 39%的比例。

疫情反复体现经营韧性，边境开放后盈利弹性强。疫情影响下，金界 2020/2021 年分别停业 3 个月/6 个月，两年营收分别是 2019 年营收的 47%和 11%，在极端情况下 2020/2021 年经调整 EBITDA 仍然为正，分别为 2.65 亿/2240 万美元，经营抗风险能力强。2021 年公司息税摊销折旧前利润率 9.9%，处于行业较为领先的水平；经调整净利润为-1.5 亿美元，表现优于中国澳门博彩同业。

投资建议：我们预测公司 2022-2024 年营收 6.0/8.2/10.2 亿美元，同比增长 165.5%/37.4%/23.8%；归母净利润 1.7/2.8/3.8 亿美元，同比增长 213.9%/69.1%/33.6%。我们基于金界相对中国澳门博彩业同行规模较小和柬埔寨的市场成长性，给予 13 倍未来 12 个月 EV/EBITDA，目标价 8.63 港元，对比现价 7.05 港元，潜在涨幅 22%，予以“买入”评级。

风险提示：疫情冲击超预期风险，东南亚大型赌场增加加剧竞争风险，柬埔寨本国经济、政治风险，Naga3 未来会产生股份摊薄。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万美元）	879	226	600	824	1,020
增长率 yoy（%）	-49.9	-74.3	165.5	37.4	23.8
归母净利润（百万美元）	102	-147	167	283	378
增长率 yoy（%）	-80.4	-243.7	213.9	69.1	33.6
EPS 最新摊薄（美元/股）	0.02	-0.03	0.04	0.07	0.09
净资产收益率（%）	6.2	-8.9	11.5	18.0	22.7
P/E（倍）	38.4	-26.7	23.4	13.9	10.4
P/B（倍）	2.4	2.4	2.7	2.5	2.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2022 年 8 月 12 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	海外
8 月 12 日收盘价(港元)	7.05
总市值(百万港元)	30,604.11
总股本(百万股)	4,341.01
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	1.13

股价走势

作者

分析师　郑泽滨
执业证书编号：S0680519050004
邮箱：zhengzebin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万美元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	574	194	253	292	318
现金	438	103	162	155	174
应收票据及应收账款	120	67	66	117	123
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2	2	6	0	2
其他流动资产	14	22	18	20	19
非流动资产	1976	2234	2128	2243	2370
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1764	2021	1904	1857	1835
无形资产	68	65	62	59	55
其他非流动资产	144	148	162	327	480
资产总计	2549	2427	2381	2535	2688
流动负债	467	151	209	236	299
短期借款	16	22	122	140	155
应付票据及应付账款	148	124	0	68	26
其他流动负债	302	5	87	28	118
非流动负债	426	626	724	735	730
长期借款	421	621	718	729	724
其他非流动负债	5	5	5	5	5
负债合计	893	778	932	971	1028
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	54	54	54	54	54
资本公积	1604	1598	1598	1598	1598
留存收益	0	0	67	180	332
归属母公司股东权益	1656	1656	1449	1565	1660
负债和股东权益	2549	2427	2381	2535	2688

现金流量表（百万美元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	213	36	295	419	593
净利润	102	-147	167	283	378
折旧摊销	93	100	133	136	143
财务费用	33	37	37	36	32
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	335	-276	-42	-36	40
其他经营现金流	-350	322	0	0	0
投资活动现金流	-119	-145	-28	-251	-269
资本支出	-83	-257	-200	-250	-270
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-35	111	172	-1	1
筹资活动现金流	70	-226	-208	-174	-305
短期借款	4	6	-3	1	-1
长期借款	42	200	97	11	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-130	-6	0	0	0
其他筹资现金流	154	-425	-302	-187	-299
现金净增加额	164	-335	59	-7	18

利润表（百万美元）

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	879	226	600	824	1020
营业成本	452	70	86	147	198
营业税金及附加	0	12	36	47	57
营业费用	205	189	216	247	285
管理费用	61	64	60	66	71
财务费用	33	37	37	36	32
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	127	-146	165	281	376
营业外收入	5	6	3	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	132	-141	168	285	380
所得税	30	6	1	1	2
净利润	102	-147	167	283	378
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	102	-147	167	283	378
EBITDA	265	22	327	448	550
EPS（美元/股）	0.02	-0.03	0.04	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入（%）	-49.9	-74.3	165.5	37.4	23.8
营业利润（%）	-76.4	-214.8	212.7	70.2	33.8
归属母公司净利润（%）	-80.4	-243.7	213.9	69.1	33.6
获利能力					
毛利率（%）	48.6	69.0	85.7	82.2	80.6
净利率（%）	11.6	-65.1	27.9	34.4	37.1
ROE（%）	6.2	-8.9	11.5	18.0	22.7
ROIC（%）	5.8	-4.1	8.4	12.7	15.9
偿债能力					
资产负债率（%）	35.0	32.0	39.1	38.3	38.3
净负债比率（%）	-0.0	32.8	46.6	45.4	42.4
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.1	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	7.1	2.4	9.0	9.0	8.5
应付账款周转率	2.9	0.5	3.8	4.3	4.2
每股指标（美元）					
每股收益（最新摊薄）	0.02	-0.03	0.04	0.07	0.09
每股经营现金流（最新摊薄）	0.13	-0.07	0.07	0.10	0.14
每股净资产（最新摊薄）	0.38	0.38	0.34	0.36	0.38
估值比率					
P/E	38.4	-26.7	23.4	13.9	10.4
P/B	2.4	2.4	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	15.8	430.6	14.1	10.4	8.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2022 年 8 月 12 日收盘价

内容目录

1. 公司简介：柬埔寨博彩业霸主，上半年业绩恢复 5
1.1 公司赌场业务在柬埔寨具有长期垄断地位 5
1.2 管理团队实力雄厚 6
1.3 上半年中场及角子机业务恢复明显，盈利情况好转 8
2. 东南亚及柬埔寨经济复苏、游客增加，有利于博彩复苏 9
2.1 东南亚区域和柬埔寨经济状况稳定，疫情控制良好 9
2.2 柬埔寨到访国际游客数及入境直航航班数不断增加 11
3. 公司分析：疫后复苏开启，扩规模、低成本助力公司成长 14
3.1 金界博彩业务规模尚小但成长空间大，已进入复苏通道 14
3.2 NagaWorld 规模不断扩大，大幅提升综合竞争力 16
3.3 成本远低于中国澳门，盈利能力优秀 17
3.4 与中国澳门差异化竞争，VIP 业务成长前景好 19
4. 盈利预测与估值 21
4.1 收入预测 21
4.2 毛利率预测 22
4.3 估值 23
5. 风险提示 25

图表目录

图表 1：金界娱乐城地理位置优越 5
图表 2：金界 1、2 期外景图 6
图表 3：金界 3 期建筑效果图 6
图表 4：NagaCity 地下步行街内景 6
图表 5：金界 2 期 NABA 歌剧院内景 6
图表 6：金界股权结构图 7
图表 7：2022H1 金界控股毛收入结构 8
图表 8：2016-2022H1 金界控股博彩毛收入结构及增速 8
图表 9：2016-2022H1 金界控股贵宾业务毛收入及增速 8
图表 10：2016-2022H1 金界控股中场及角子机业务毛收入及增速 8
图表 11：东南亚各国实际 GDP 规模及增速（单位：亿美元） 9
图表 12：东南亚主要国家外商直接投资（百万美元） 9
图表 13：2021 年柬埔寨外商直接投资占比 9
图表 14：柬埔寨 2005-2021 年 GDP 及增速 10
图表 15：柬埔寨 2005-2021 年人均 GDP（单位：美元） 10
图表 16：柬埔寨新冠疫情控制情况良好。 10
图表 17：柬埔寨历年国际旅客数及增速 11
图表 18：2022 年 1-5 月各国赴柬埔寨旅游人数同比大幅增长 11
图表 19：2021 年底至 2022 年 7 月，直航柬埔寨金边国际航班数稳步增长 11
图表 20：各国飞金边航班班次频率及时长 12
图表 21：2022 年首 5 月赴柬国际旅客占比 13
图表 22：东南亚博彩行业繁荣的国家和地区赌场信息 14
图表 23：金界控股与中国澳门博彩公司赌桌数量对比（张） 14
图表 24：金界控股与中国澳门博彩公司角子机数量对比（台） 14

图表 25: 博彩业可比公司 2021 年娱乐场博彩毛收入.....15
图表 26: 博彩业可比公司市值对比.....15
图表 27: 金界博彩毛收入增长与中国澳门对比.....15
图表 28: Naga1、Naga2、Naga3 位置图.....16
图表 29: 金界娱乐城 Naga1-3 期项目情况.....17
图表 30: 公司与中国澳门博彩业征税对比.....17
图表 31: 公司历年税收分类情况.....18
图表 32: 公司历年税收总额及占和博彩毛收入比重.....18
图表 33: 金界员工薪酬与中国澳门博彩业员工月薪（美元/人/月）.....18
图表 34: 金界是新冠疫情期间（2019 年底至今）少数实现正 EBITDA 的亚洲博彩业公司之一（单位：百万美元）.....19
图表 35: 金界 2021 年 EBITDA 利润率与行业对比.....19
图表 36: 金界 2021 年净利润与行业对比.....19
图表 37: 金界与中国澳门中介人佣金制度对比.....20
图表 38: 2021 年金界与中国澳门博彩公司各项业务收入占比.....20
图表 39: 金界博彩总投注额增长.....21
图表 40: 金界中场、角子机投注额（千美元）及增速.....22
图表 41: 金界各分部业务博彩毛收入增长预测（单位：千美元）.....22
图表 42: 金界贵宾业务收入占比持续提升.....23
图表 43: 金界各项业务毛利率.....23
图表 44: 港股博彩行业公司历史 EV/EBITDA.....23
图表 45: 上市博彩公司估值对比.....24

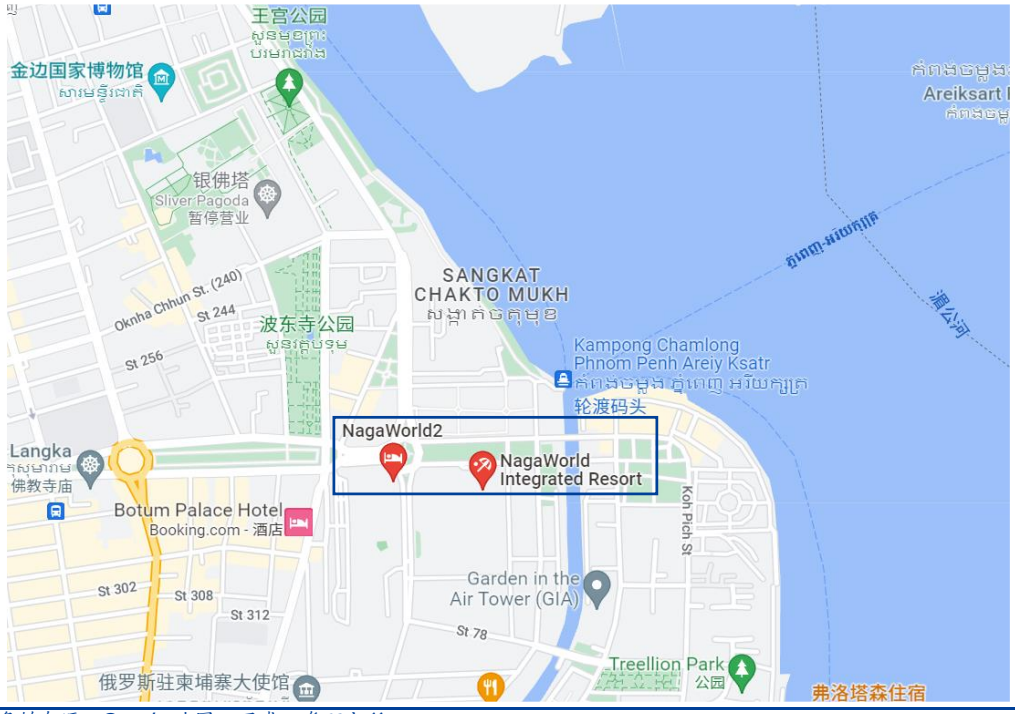
1. 公司简介：柬埔寨博彩业霸主，上半年业绩恢复

1.1 公司赌场业务在柬埔寨具有长期垄断地位

金界控股的赌场在柬埔寨的垄断地位非常稳固。金界控股（股票代码：03918.HK）由马来西亚富商曾立强创立，于 2006 年在港交所上市。公司主要业务是在柬埔寨首都金边经营综合娱乐度假村，目前拥有柬埔寨最大的赌场——金界娱乐城（NagaWorld）。金界控股持有柬埔寨皇家政府于 1995 年 1 月 2 日授予为期 70 年的赌场经营牌照，其中 2045 年底之前享有金边市方圆 200 公里范围内的独家赌场经营权，政府不会允许在区域内新增其他赌场，金界垄断地位稳固。

NagaWorld 是金边最大的五星级综合娱乐设施。NagaWorld 地理位置优异、交通便利，距离市中心 4 公里，大皇宫 1 公里，金边国际机场 12 公里。2020 年总建筑面积约 23.7 万平方米，内设赌桌 512 台（184 台中场赌桌和 328 台贵宾赌桌），角子机 1926 台，酒店客房数目 1658 家。娱乐城同时设有夜总会、卡拉 OK、水疗中心、会议展览场地、各式各样的餐厅及可容纳 2000 个座位的 NAGA 歌剧院。金界一期（Naga1）和金界二期（Naga2）通过地下购物步行街（NagaCity，2016 年 8 月开业）连接，NagaCity 建筑面积达 1.32 万平方米，中国中免集团负责步行街内约 3800 平方米免税商店的经营。

图表 1：金界娱乐城地理位置优越



资料来源：Google 地图，国盛证券研究所

公司历史悠久，目前主要运营金界一期、二期。早在 1995 年，金界已经在柬埔寨境内湄公河上经营赌船。2003 年 10 月，生意开始从河上转移到陆上。目前公司正在运营的旗舰项目为 Naga1 和 Naga2。Naga2 项目开业后，大大提升了公司博彩业务的接待能力和休闲服务体验，开业以来即成为公司营收增长的重要驱动力。

公司金界三期（Naga3）项目正在规划当中，预计 2025 年完工。该项目总投入 35.2 亿美元。预期三期项目建成后，NagaWorld 综合设施总建筑面积将大幅扩大，共拥有 1300 张赌桌及 4500 台角子机。

图表 2：金界 1、2 期外景图

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 3：金界 3 期建筑效果图

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 4：NagaCity 地下步行街内景

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

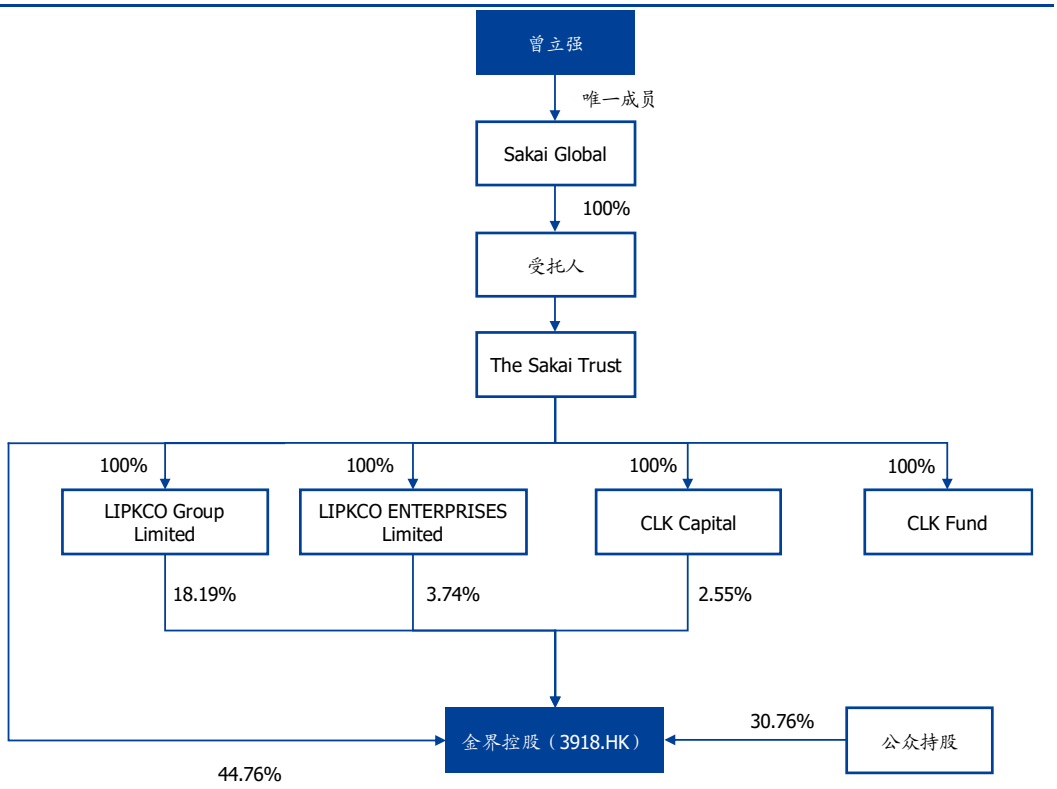
图表 5：金界 2 期 NABA 歌剧院内景

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 管理团队实力雄厚

金界的管理团队实力雄厚。创办人兼高级行政总裁曾立强（Tan Sri Dr Chen Lip Keong）拥有马来西亚丹斯里勋衔。曾先生除了控股金界以外，还控股马来西亚三家上市公司 Karambunai Corp，FACB Industries 和 Petailing Tin，从事房地产、旅游、制造工业等行业，也是较早于柬埔寨投资的马来西亚商人。2022 年年中，曾立强将其直接及间接持有的 66.23%公司股份转让予 The Sakai Trust 信托基金。The Sakai Trust 是由曾立强作为授予人成立的家族信托，旨在进行继任计划。曾立强及其五名儿子（即 Chen Yiy Hwuan、曾羽锋、Chen Yepern、Chen Cien Then 及 Chen Cherchi），也担任 Sakai 信托公司唯一股东 Sakai Global 的董事。

图表 6：金界股权结构图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2022 年 4 月 5 日公司宣布高级管理层委任及调任:

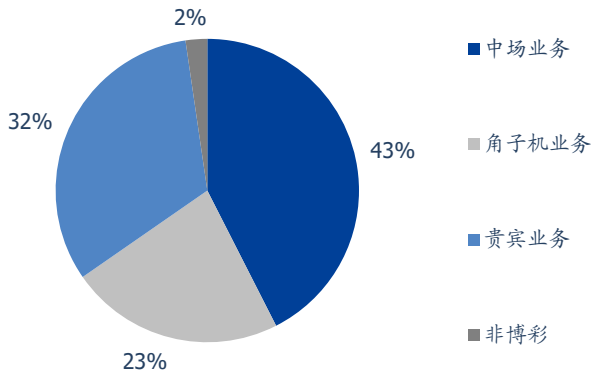
- Timothy Patrick McNally 为公司主席，2005 年加入金界董事会。
- 委任创办人的儿子兼公司执行董事曾羽锋为公司营运行政总裁。曾羽锋现年 41 岁，之前已经在打理家族生意，并一直担任许多家族控制公司和企业的董事，现在为 Karambunai Corp 和 Petailing Tin 以及 FACBI 的执行董事。
- 调任及委任创办人的儿子兼公司财务兼营运董事总经理 Chen Cherchi 为公司财务兼库务行政总裁。
- 委任创办人的儿子 Chen Yiy Hwuan 为公司酒店行政总裁（“酒店行政总裁”，连同运营行政总裁、财务兼库务行政总裁统称“行政总裁”）。
- 张竞文由公司资本企业融资及投资董事调任及获委任为公司财务总监。
- 陈善尊由公司财务总监调任为创办人办公室财务总监。

1.3 上半年中场及角子机业务恢复明显，盈利情况好转

中场及角子机业务恢复明显，同比增速快。2022 年上半年，公司实现毛收入 2.43 亿美元，博彩业务实现毛收入 2.37 亿美元。其中，1）贵宾业务毛收入 0.79 亿美元，同比下滑 2%；2）中场及角子机毛收入为 1.59 亿美元，同比增长 225%，这主要是受益于柬埔寨国内持续增长的博彩需求，叠加边境地区重新开放，来自邻国的旅客数量逐渐回升。非博彩业务毛收入为 0.06 亿美元，同比增长 409.09%。

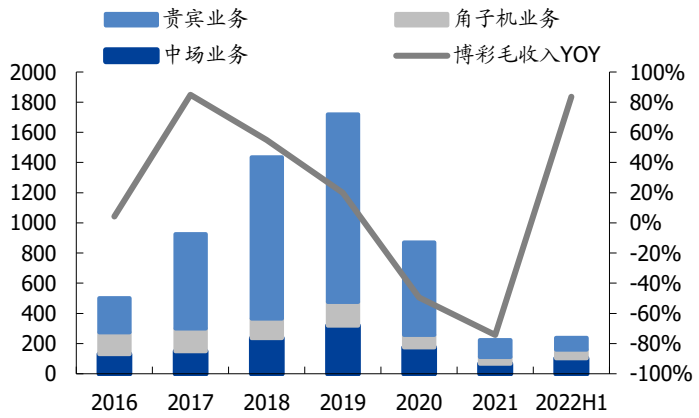
盈利能力好转。2022 年上半年公司 EBITDA 为 130.1 亿美元，同比增长 1061.6%，主要由于去年同期关店低基数、博彩业务毛收入回升以及经营成本的有效控制。

图表 7：2022H1 金界控股毛收入结构



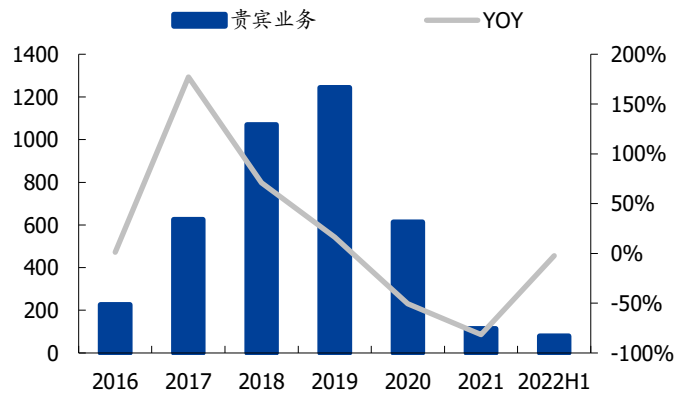
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 8：2016-2022H1 金界控股博彩毛收入结构及增速（单位：百万美元、%）



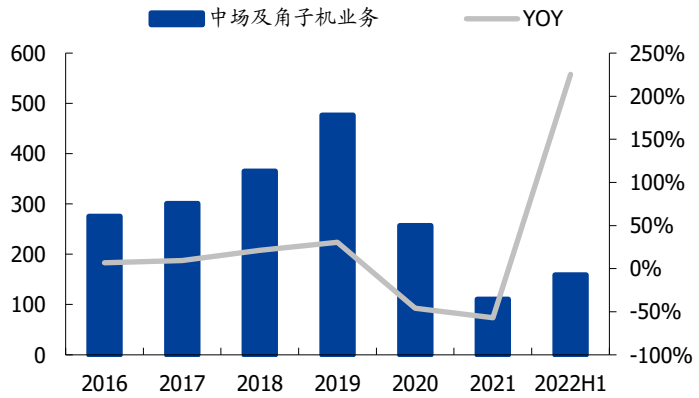
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 9：2016-2022H1 贵宾业务毛收入及增速（单位：百万美元、%）



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 10：中场及角子机业务毛收入及增速（单位：百万美元、%）



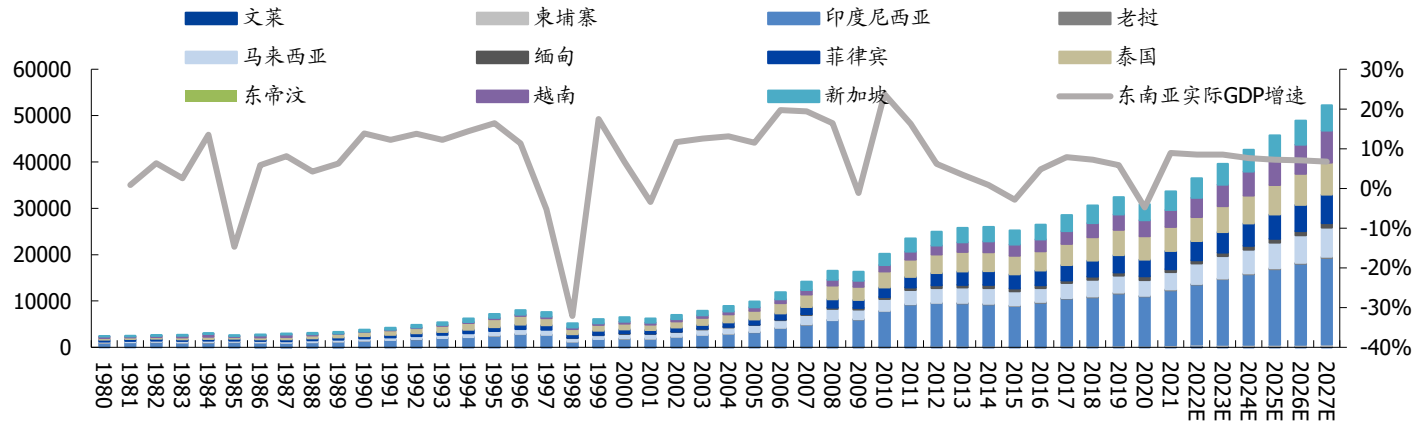
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2. 东南亚及柬埔寨经济复苏、游客增加，有利于博彩复苏

2.1 东南亚区域和柬埔寨经济状况稳定，疫情控制良好

东南亚经济规模自 20 世纪 90 年代以来快速增长。受益于产业转移和劳动密集型企业的持续发展，东南亚 GDP 规模由 1990 年的 3781 亿美元增长至 2021 年的 33610 亿美元，除 1999 年亚洲金融危机、2008 年次贷危机及 2020 年初开始的新冠肺炎大流行之外，东南亚 GDP 均维持较高增速，1990-2021 年的 CAGR 达到 7.55%。根据 IMF 的世界经济展望，预计东南亚 2022-2027 年 GDP 仍将维持 7%以上的增速。

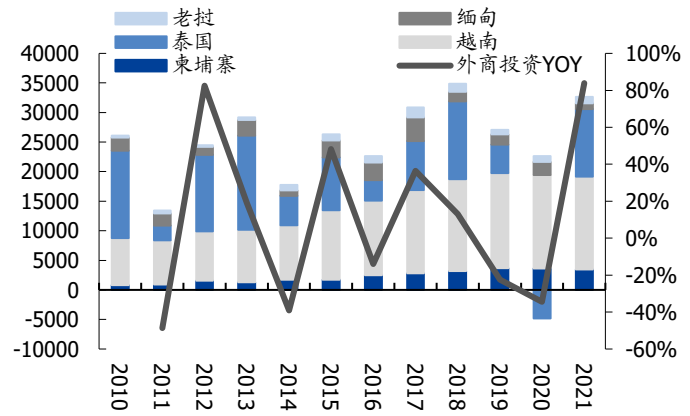
图表 11：东南亚各国实际 GDP 规模及增速（单位：亿美元）



资料来源：IMF，国盛证券研究所

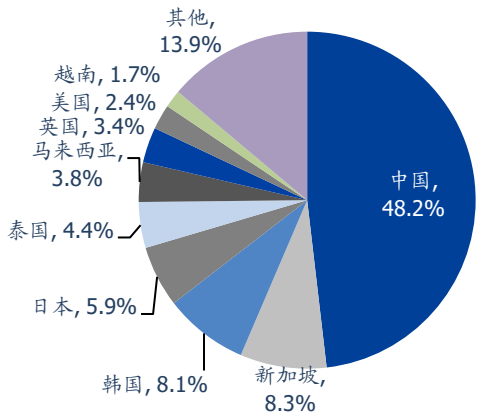
东南亚地区主要国家外商投资呈现复苏态势。2020/2021 年东南亚湄公河区域各国外商直接投资同比增速为-34.4%/83.9%，呈现出复苏态势。柬埔寨政府一直积极引进外资，2021 年柬埔寨外商直接投资为 34.8 亿美元，中国占柬埔寨外资投资总额的 48.2%，其次是新加坡（8.3%）、韩国（8.1%）、日本（5.9%）、泰国（4.4%）、马来西亚（3.8%），柬埔寨的外商直接投资仍在稳步增长，近十年 CAGR 为 14.6%。

图表 12：东南亚主要国家外商直接投资（单位：百万美元）



资料来源：东盟统计数据门户，国盛证券研究所

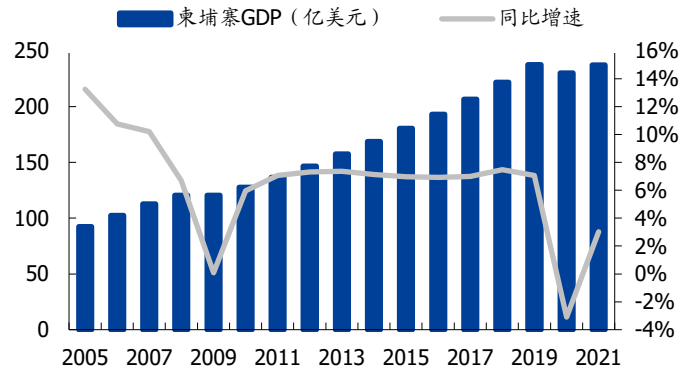
图表 13：2021 年柬埔寨外商直接投资占比



资料来源：柬埔寨国家银行，国盛证券研究所

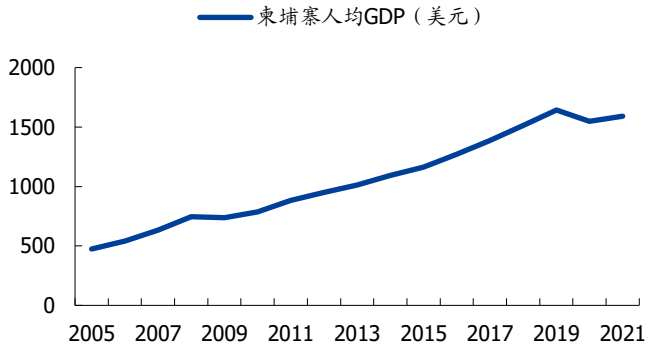
柬埔寨近年来政治稳定，2020 年经济受疫情影响倒退，2021 年 GDP 已恢复正增长。政治方面，柬埔寨实行君主立宪制，实行三权分立。洪森从 1997 年至今一直主政柬埔寨。2018 年 7 月 29 日，洪森所在执政党柬埔寨人民党赢得参议院 125 议席中的 114 个议席。经济方面，2001 年到 2021 年间，柬埔寨人均国内生产总值从 301 美元增加到 1591 美元，复合增长率达到 8.69%。2020 年柬埔寨 GDP 增速为负，2021 年为 3.0%，重回正增长。我们预计，随着柬埔寨经济活动的恢复，经济复苏态势将得到进一步巩固。

图表 14：柬埔寨 2005-2021 年 GDP 及增速



资料来源：IMF，国盛证券研究所

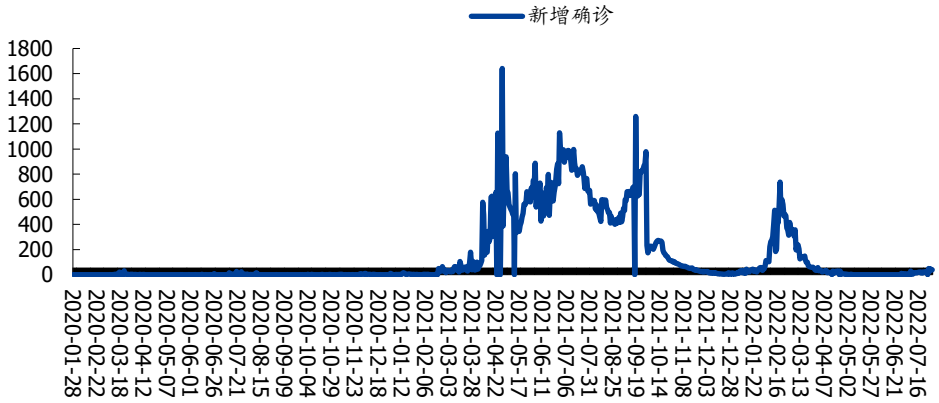
图表 15：柬埔寨 2005-2021 年人均 GDP（单位：美元）



资料来源：IMF，国盛证券研究所

柬埔寨新冠疫情控制情况良好，将有利于博彩业的恢复。截至 2022 年 7 月 31 日连续 7 天平均新增病例为 31 例，在过去的 3 个月中没有新增死亡病例。柬埔寨的全民疫苗接种水平较高，全国已有超过 94.3%的民众完成了新冠疫苗接种。根据最新的日经新冠复苏指数（Nikkei Covid-19 Recovery Index），截至 2022 年 6 月 30 日，柬埔寨在 121 个国家和地区中居首位，这得益于柬埔寨政府疫苗接种计划的成功推行和严格的社交距离控制措施。目前，柬埔寨政府拟开始对符合资格成年人接种第五针加强针，以进一步遏制病毒的传播。

图表 16：柬埔寨新冠疫情控制情况良好。



资料来源：疫情实时大数据报告，国盛证券研究所

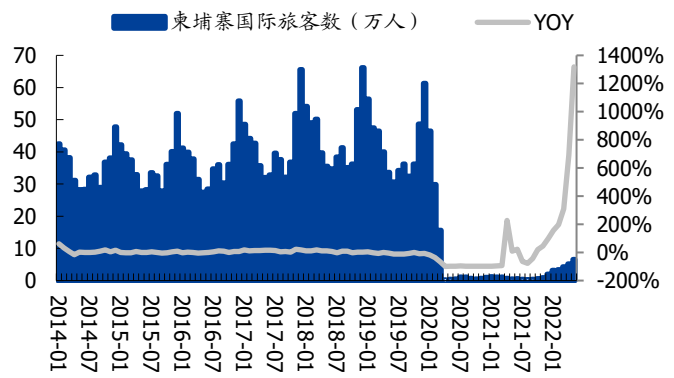
2.2 柬埔寨到访国际游客数及入境直航航班数不断增加

受益于柬埔寨政府旅客入境政策放宽，旅客数量及直航航班数有望回升。柬埔寨政府于 2021 年第四季度逐渐放宽国际旅客入境的隔离要求。柬埔寨的高疫苗接种率，降低了新冠病毒对于公众健康的风险，使柬埔寨能够进一步放宽国内商业活动及旅游业的限制，重新对国际旅客开放。截至 2022 年 7 月 11 日，柬埔寨政府已经取消对于未接种疫苗旅客的强制性 7 天隔离政策，我们预计，后续游客数量有望持续恢复。

- 旅客数来看，2021 年柬埔寨国际游客总数为 9.6 万人次，同比下降 90.2%，主要系受新冠疫情影响。2022 年首 5 个月接待国际游客总共 34.4 万人次，同比增长 275.0%，国际游客主要来源国为越南/泰国/中国/美国/印尼，分别占到访总人数的 31.0%/20.1%/6.5%/5.4%/4.9%。

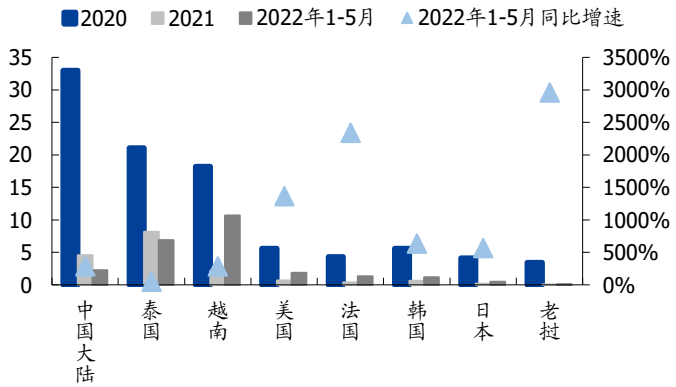
- 航班数来看，自 2021 年四季度柬埔寨宣布分阶段恢复经济，截至 2022 年 7 月 15 日，每周直航柬埔寨金边的国际航班有 208 班，其中泰国飞来的航班最多，达到 87 班，其次为新加坡达 34 班，航班数量稳步增长。2018 年 1 月，柬埔寨政府批准在金边修建一座的机场，新金边国际机场项目位于金边市以南约 20 公里，占地面积 2600 公顷，是现有金边机场 400 公顷的 6 倍，2020 年开工，预计 2023 年建成。我们认为，机场容量的增加将进一步促进柬埔寨的旅游业发展，从长远来看有利于金界的业务增长。

图表 17：柬埔寨历年国际旅客数及增速



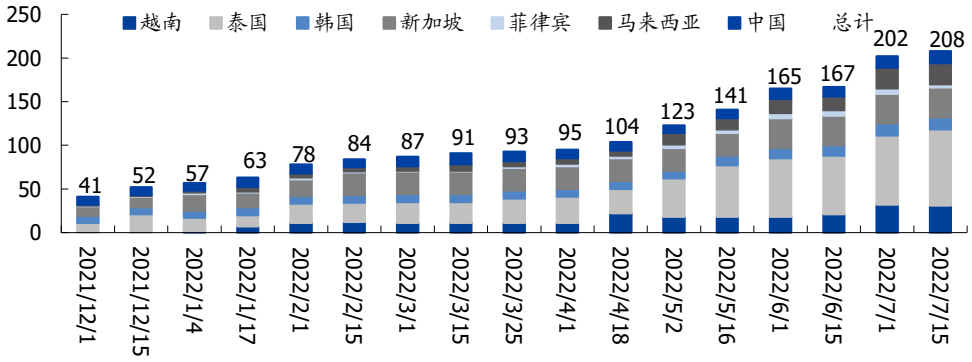
资料来源：柬埔寨旅游部，国盛证券研究所

图表 18：2022 年 1-5 月各国赴柬埔寨旅游人数同比大幅增长



资料来源：世界银行数据库，国盛证券研究所

图表 19：2021 年底至 2022 年 7 月，直航柬埔寨金边国际航班数稳步增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

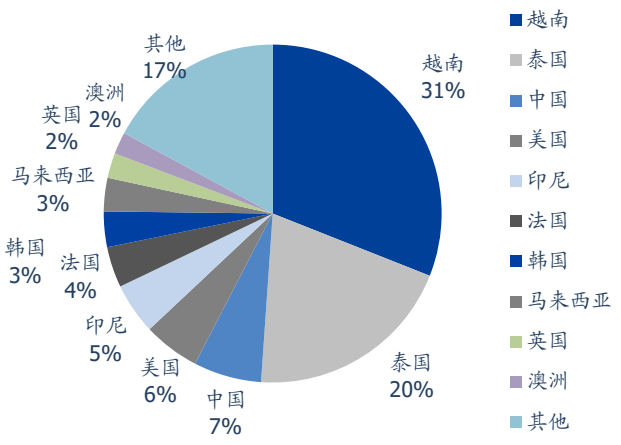
图表 20：各国飞金边航班班次频率及时长

起飞城市	航班公司	航班日期	航行时间
越南，胡志明市	柬埔寨国家航空	每日	50min
	越南航空	每周二、四、五、六、日	55min
	澜湄航空	周六	1h
越南，河内	柬埔寨国家航空	周二、四、日	2h
泰国，曼谷	泰国越捷航空	每日	1h10min
	泰国亚航	每日	1h15min
	柬埔寨天空吴哥航空	每日	1h10min
	泰国微笑航空	每日	1h15min
	柬埔寨航空	每日	1h
	曼谷航空	每日	1h15min
中国，广州	南方航空	每周二	2h55min
	柬埔寨国家航空	每周四	3h10min
	春秋航空	隔周周五	2h45min
	澜湄航空	每周六	3h30min
中国，厦门	厦门航空	隔周周日	3h5min
中国，香港	国泰航空	每周日	2h45min
中国，北京	中国国际航空公司	隔周周二	5h
中国，深圳	深圳航空	每周一	2h55min
中国台湾，台北	中华航空	每周二、四、日	3h30min
	长荣航空	每周一、二、三、四、五、日	3h30min
韩国，首尔	韩亚航空	每周一、二、四、六、日	5h25min
	大韩航空	每日	5h26min
新加坡	新加坡航空	每日	2h
	捷星亚洲航空	每周一、二、三、四、六、日	2h30min
老挝，万象	越南航空	每周二、四、六	1h25min
马来西亚，吉隆坡	马来西亚亚航	每日	2h
	马来西亚航空	每周二、三、五、六、日	2h

资料来源：公司官网、携程网，国盛证券研究所

金边到亚洲大部分主要城市的飞行航程在 3 个小时左右，越南、泰国和中国为柬埔寨主要客源国。金界是柬埔寨旅游和经济发展的直接受惠者，顾客主要来自周边亚洲国家。虽然柬埔寨不允许本国国民进入赌场，但很多富裕的柬埔寨人之前就获得了外国护照，可以进入国内的赌场。越南、泰国邻近柬埔寨，部分越南、泰国人会过境到柬埔寨博彩娱乐。2022 年首 5 个月，柬埔寨前三大游客来源国分别为越南（31.0%）、泰国（20.1%）中国（6.5%），合共占柬埔寨到访游客总数 57.6%。

图表 21：2022 年首 5 月赴柬国际旅客占比



资料来源：柬埔寨旅游部，国盛证券研究所

3. 公司分析：疫后复苏开启，扩规模、低成本助力公司成长

3.1 金界博彩业务规模尚小但成长空间大，已进入复苏通道

柬埔寨周边博彩业比较繁荣的地区主要有：中国澳门、新加坡、越南、马来西亚以及菲律宾。

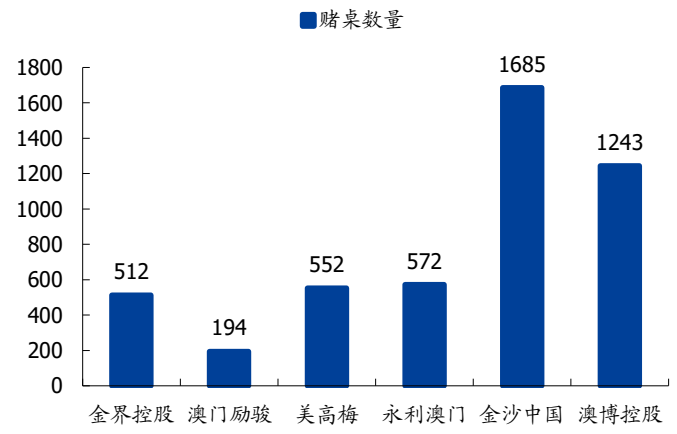
图表 22：东南亚博彩行业繁荣的国家和地区赌场信息

国家	赌场数量（个）	赌场分布城市数（个）	赌场集中区域	是否允许本地人进入
柬埔寨	54	14	西哈努克城	否
中国澳门	49	3	澳门半岛、凼仔岛	是
越南	40	18	胡志明市	部分
新加坡	10	4	滨海湾	是
马来西亚	5	4	吉隆坡	部分
菲律宾	74	32	马尼拉	是

资料来源：World Casino Directory，国盛证券研究所

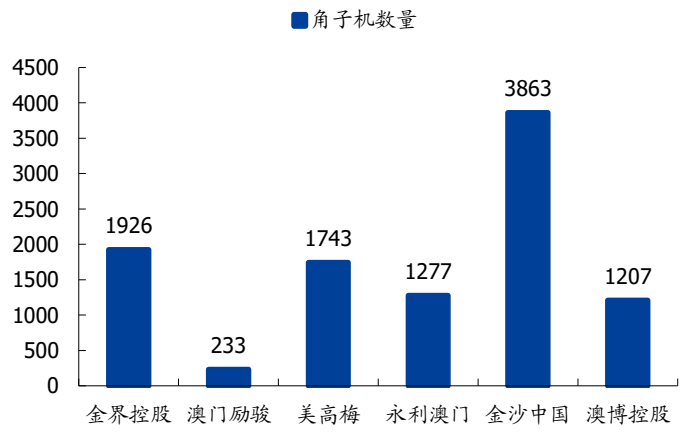
与中国澳门博彩公司相比，金界控股拥有赌桌和角子机数目属于中小规模。不过，柬埔寨的赌牌没有规定赌场内赌桌和角子机的数目上限，公司随时可以应需求增加赌桌和角子机数量。

图表 23：金界控股与中国澳门博彩公司赌桌数量对比（张）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

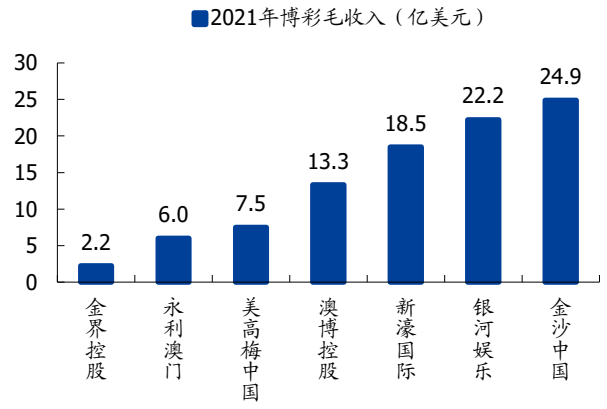
图表 24：金界控股与中国澳门博彩公司角子机数量对比（台）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

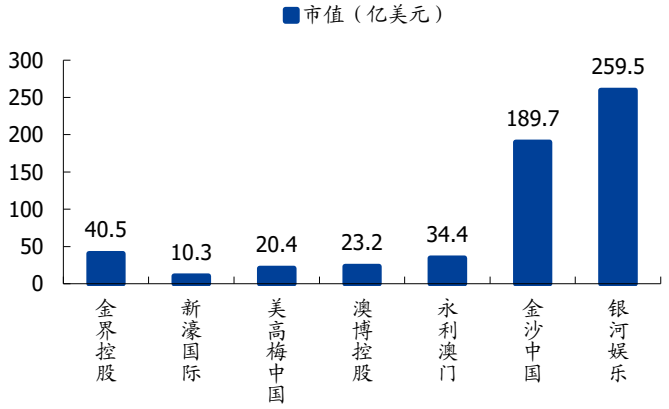
公司博彩毛收入和市值较同行偏低，但成长空间巨大。金界娱乐场 2021 年的博彩收益为 2.23 亿美元（约 17.43 亿港元），截止 2022 年 7 月 31 日市值 40.5 亿美元，规模远远小于中国澳门的博彩业同行。随着产业转移，东南亚（尤其泰国、越南、柬埔寨）疫情状况好转及经济活动加强，地区经济仍会保持高增长，我们认为柬埔寨博彩业将能从中受惠，金界有良好的成长空间。此外我们预计，金界三期项目建成后将进一步推动收入增长。

图表 25：博彩业可比公司 2021 年娱乐场博彩毛收入



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

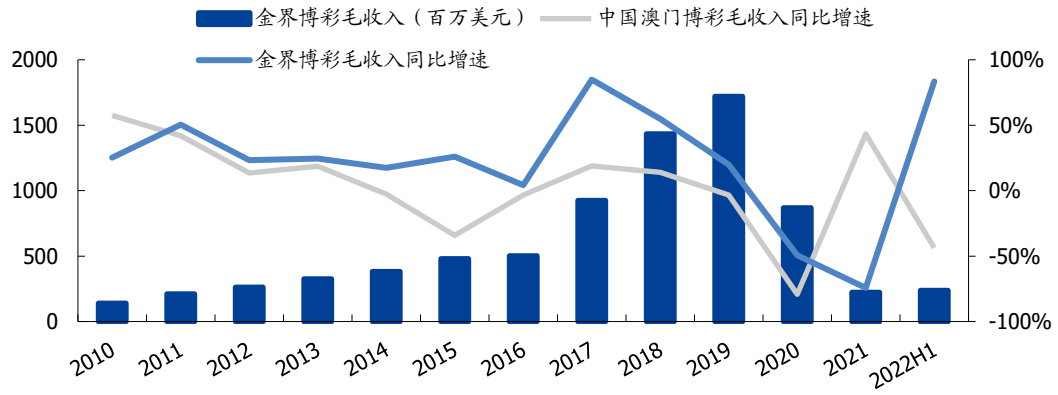
图表 26：博彩业可比公司市值对比



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所，最新市值截至 2022/7/31

疫情趋缓金界博彩业务已进入复苏通道，疫情前增速较中国澳门市场更加稳定。受新冠疫情影响，金界曾于 2021 年 3 月 1 日至 9 月 14 日关闭赌场，当年博彩毛收入同比下滑 74.3%。2022 年上半年，金界博彩业务已进入复苏通道，2022H1 博彩业务毛收入同比增长 83.6%。金界疫情前也一直保持良好的成长记录，2014-2019 年博彩毛收入的复合增长率为 35.1%，尤其受益于 2017 年 11 月的 Naga2 建成开业，成长中枢上移。而中国澳门市场受博彩业监管趋严的影响，2014-2019 年毛收入复合增长率仅为-3.6%。

图表 27：金界博彩毛收入增长与中国澳门对比



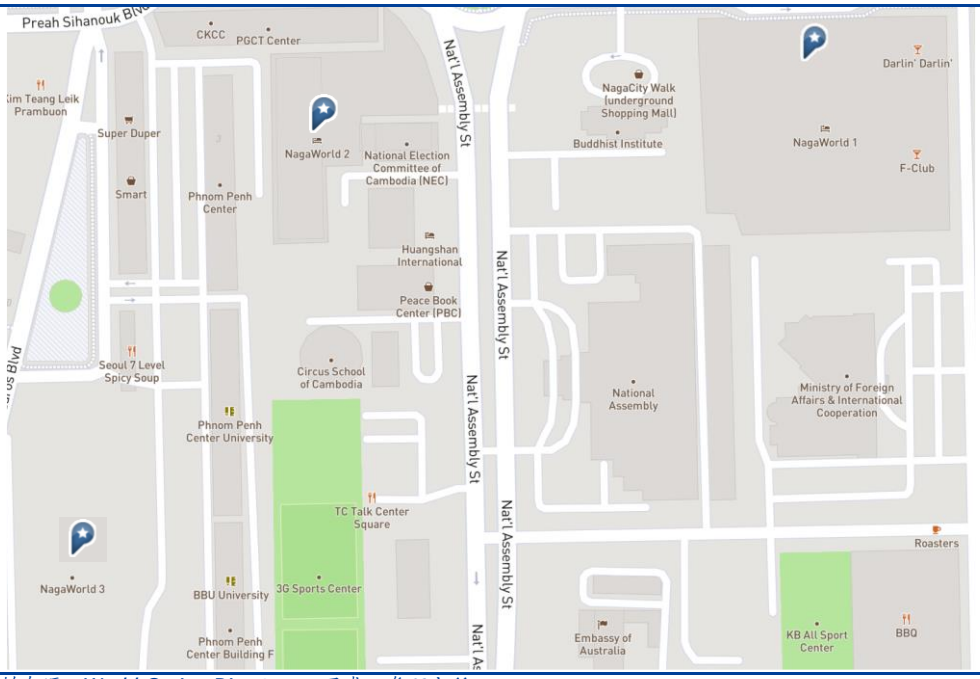
资料来源：Wind、公司公告，中国澳门统计暨普查局，国盛证券研究所

3.2 NagaWorld 规模不断扩大，大幅提升综合竞争力

Naga1 持续优化，Naga2 足以应付未来几年接待需求。Naga1 的翻新优化项目已于 2020 年 6 月完成，这有助于促进 Naga1 质量、标准及舒适度提升。Naga2 是一个集国际级博彩娱乐场、高端歌剧院、免税步行街以及世界顶尖餐饮区等于一体的大型多功能集成项目，新增 175 张赌桌、530 台角子机、903 间客房，以及 2000 座的 MICE 剧院和其他餐饮娱乐设施。Naga2 与 Naga1 只相距 200 米，通过步行街 NagaCity Walk 连接。2017 年 11 月 Naga2 开业后，公司的赌桌与角子机数量实现了跃升，一二期合计分别达到 512 台和 1926 台。公司有更强的能力承接更多的客流量，我们认为未来需求放量下将会带动博彩业务迅速增长。

把握良机推出金界三期 Naga3，巩固巨头地位。基于对柬埔寨经济强劲增长的预期以及东南亚博彩需求旺盛，公司推出 Naga3 项目，疫情前计划 2025 建成，3 期项目将由 1 座 75 层高摩天大楼和 2 座 52 层高的超高层建筑组成，建成后将使公司的赌桌数目大幅增加至 1300 桌，大大提升综合接待能力，将进一步巩固公司亚洲地区综合博彩及娱乐度假村巨头的地位。

图表 28：Naga1、Naga2、Naga3 位置图



资料来源：World Casino Directory，国盛证券研究所

图表 29：金界娱乐城 Naga1-3 期项目情况

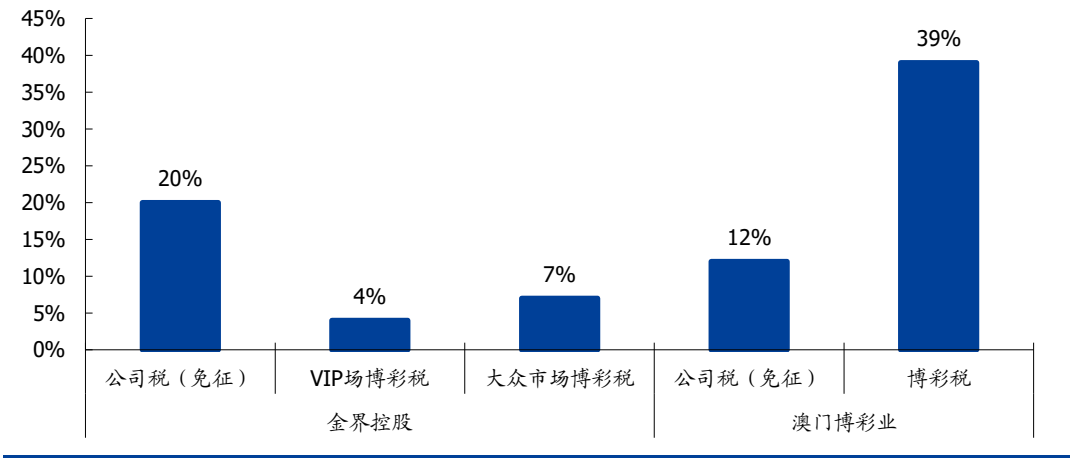
	Naga1	Naga2	1、2 期合计	Naga3	1-3 期合计
开业时间	2003 年	2017 年 11 月		待定，预计 2025 年	
建筑面积（平方米）	113,307	123,353	236,660	544,801	781,461
赌桌（张）	N/A	N/A	512	800	1,312
角子机（台）	N/A	N/A	1,926	2,500	4,426
房间（间）	755	903	1,658	4,720	6,378

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 成本远低于中国澳门，盈利能力优秀

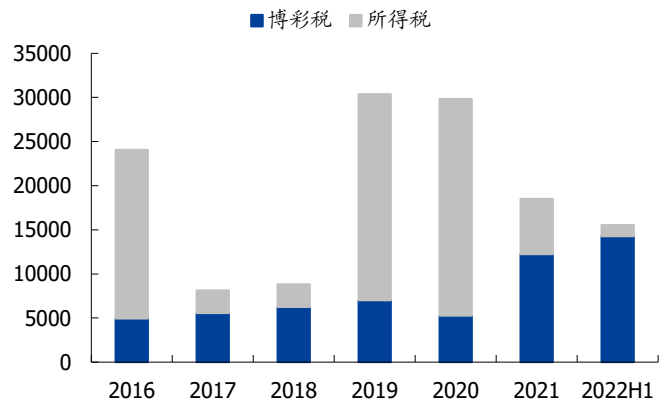
公司税收成本远低于中国澳门同行。2020 年 11 月 14 日，柬埔寨颁布《商业博彩管理法》，对赌场征收博彩总收入税，对贵宾博彩活动征收 4%，对大众博彩部分征收 7%。中国澳门的博彩公司需就博彩毛收益支付 35%的博彩税，同时需额外支付博彩毛收益的 4%作为公众发展及社会相关贡献，合计博彩税率高达 39%。柬埔寨的博彩税比起中国澳门 39%的博彩税有明显的优势。2021 年和 2022 年上半年金界支付的税金总额仅占博彩收入的 8.3%/6.5%，虽然相比 2020 年《商业赌博管理法》实施之前的税率明显提高，但仍远远低于中国澳门同行。

图表 30：公司与中国澳门博彩业征税对比



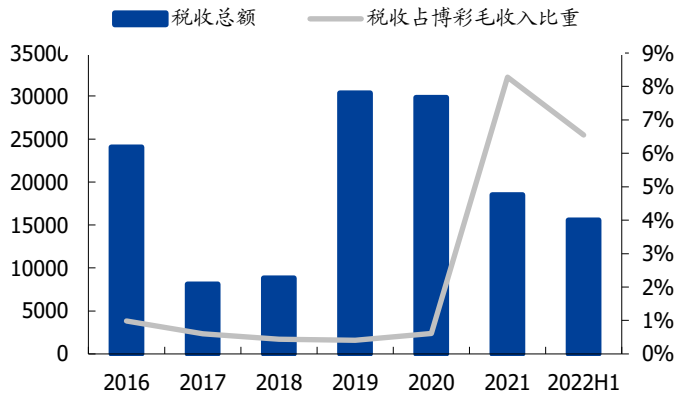
资料来源：公司公告，国盛证券研究所（注：目前中国澳门和柬埔寨对博彩公司免征公司税。）

图表 31：公司历年税收分类情况（单位：千美元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

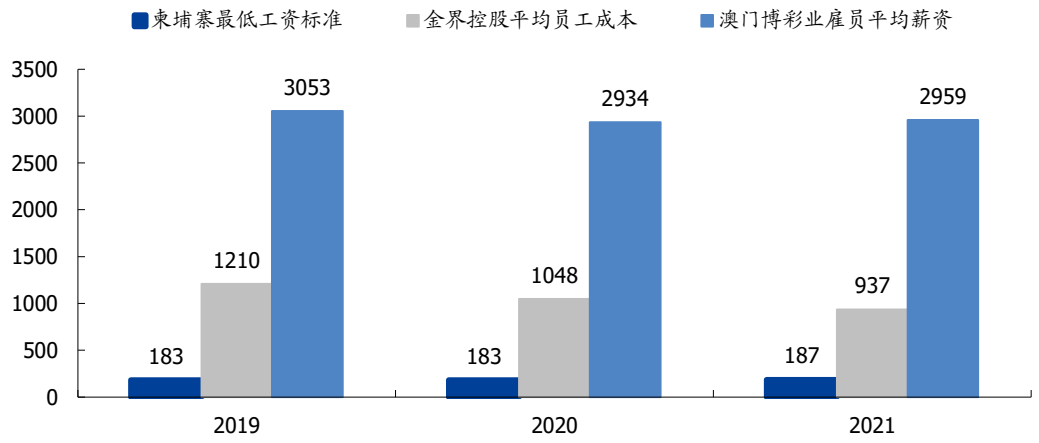
图表 32：公司历年税收总额及占和博彩毛收入比重（单位：千美元、%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

人力成本亦远低于中国澳门同行。2021 年柬埔寨最低工资是 187 美元/月，金界员工薪酬高于最低工资水平，平均员工成本高达每人每月 937 美元，但远低于中国澳门博彩业每人每月 2959 美元的雇员薪资。

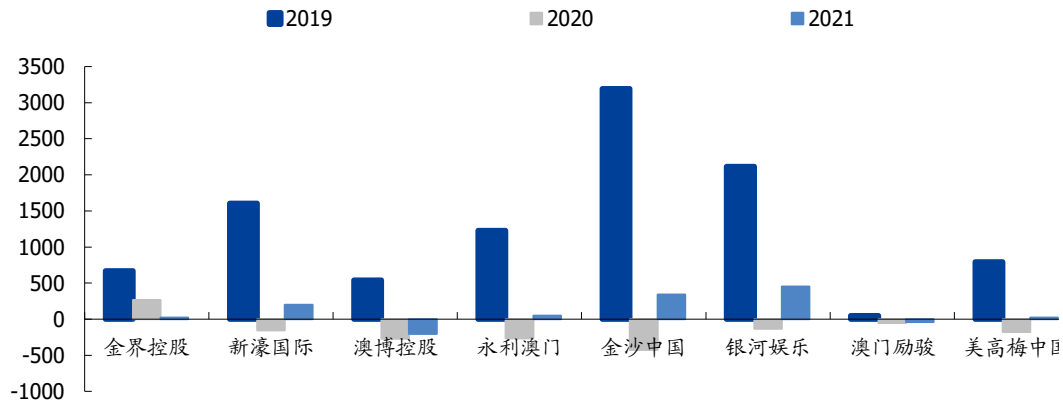
图表 33：金界员工薪酬与中国澳门博彩业员工月薪（美元/人/月）



资料来源：公司公告、中国澳门统计暨普查局、柬埔寨劳工暨职业训练部，国盛证券研究所

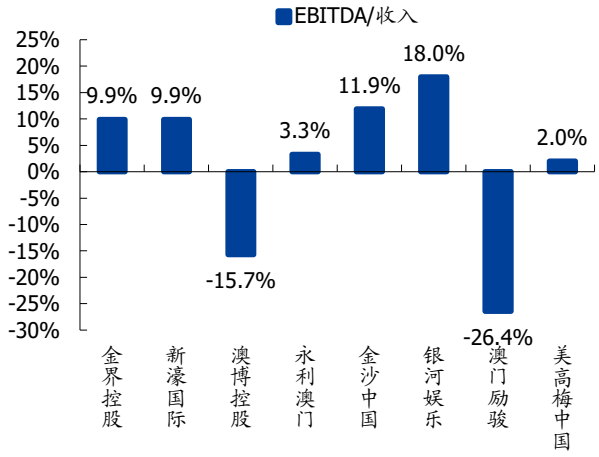
盈利端来看，公司 EBITDA 利润率处于行业领先水平，盈利能力较强。2019 年底以来的新冠疫情大流行期间，2020/2021 年金界的 EBITDA 为 2.65 亿/2240 万美元，在艰难的市场环境中维持正 EBITDA。金界 2021 年息税摊销折旧前利润率 9.9%，处于行业较为领先的水平，经调整净利润为-1.5 亿美元，表现优于中国澳门博彩同业，主要是由于 1）公司继续深耕柬埔寨本地市场发展中场业务，且受益于金边境内庞大的外籍群体，从而使得旅客人数保持相对稳定；2）VIP 业务受益于边境地区重新开放，来自邻国的旅客数量逐渐回升；3）低人力及运营成本+低博彩税的环境叠加多元化的业务组合，使得金界在面临巨大市场冲击时能保持相对稳健。

图表 34：金界是新冠疫情期间（2019 年底至今）少数实现正 EBITDA 的亚洲博彩业公司之一（单位：百万美元）



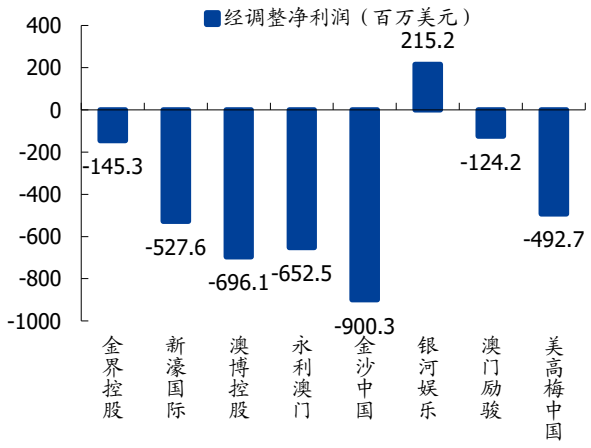
资料来源：各公司公告，Bloomberg，国盛证券研究所

图表 35：金界 2021 年 EBITDA 利润率与行业对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 36：金界 2021 年经调整净利润与行业对比



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

3.4 与中国澳门差异化竞争，VIP 业务成长前景好

金界主打东南亚客户，贵宾服务门槛更低，澳门中介人体系崩溃后需求有可能外溢。贵宾业务为金界主要投注来源，客户群中超过一半为东南亚贵宾客户。与中国澳门之前的中介人贵宾业务相比，金界享受贵宾服务的门槛更低，相同的转码额，在中国澳门可能只能享受中端贵宾服务，在金界却能成为顶级贵宾。澳门中介人制度从 2021 年底开始崩溃，目前大部分中介人贵宾业务转向高端中场，原本的中介人贵宾博彩需求有望外溢到东南亚地区，越来越多的赌客出于新鲜感或追求更好地体验而尝试中国澳门以外的其他赌场，金界将能从中分一杯羹。

金界给予中介人的佣金远高于中国澳门，更有助于激励中介人引进贵宾客户。公司给予海外中介人的佣金为毛收入的 70%。而中国澳门的佣金上限法例规定各赌场基于博彩中介人的最高佣金提成是转码金额的 1.25%，以净赢率 3%计算，佣金上限约为毛收入的 42%。相比之下，金界对于海外中介人的分成远远高于中国澳门还存在中介人制度时的

佣金水平。

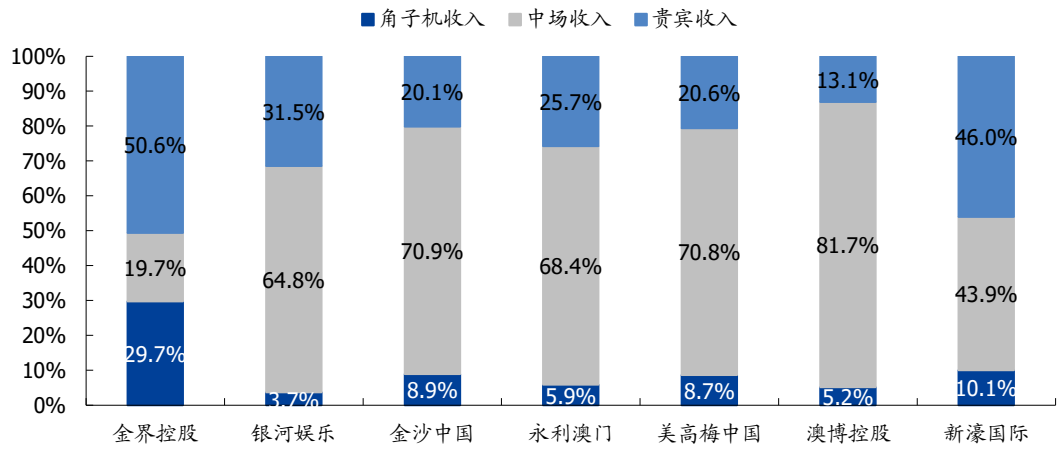
图表 37：金界与中国澳门中介人佣金制度对比

佣金制度	中介人佣金提成办法	占转码（1）	贵宾业务胜率（2）	占贵宾业务毛收入（1）/（2）
金界海外	按毛收入 70%	2.1%	约 3%	70%
中国澳门	按转码 1.25%	1.25%	约 3%	42%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

金界 VIP 业务收入占比大、前景广阔。2021 年，金界扣除佣金后贵宾业务收入为 1.13 亿美元，占博彩收入的 50.6%，而中国澳门赌场贵宾业务收入占博彩收入的均值为 26.2%，金界贵宾业务占比明显高于中国澳门同行平均水平。

图表 38：2021 年金界与中国澳门博彩公司各项业务收入占比



资料来源：各公司公告，Bloomberg，国盛证券研究所

4. 盈利预测与估值

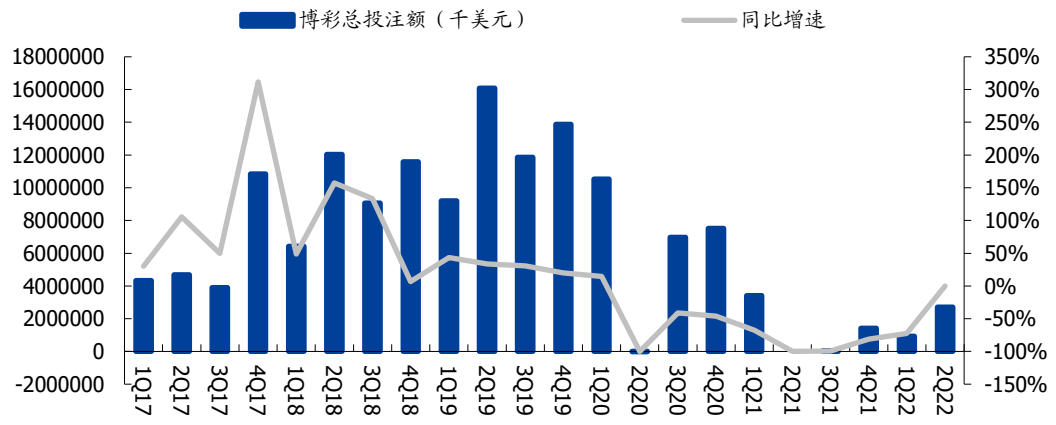
4.1 收入预测

驱动金界贵宾业务的增长动力主要来自几个方面:

1）公司经过多年的成长，资金实力大大加强，风险承受能力上升。过往贵宾厅能接受的单注下注金额远远低于中国澳门，难以吸引资金量大、风险偏好高的顾客。现在的单注投注上限已经接近中国澳门水平。

2）澳门中介人制度从 2021 年底开始崩溃，资金从大陆进入澳门的难度加大，导致澳门 6 大博企转向高端中场业务，来吸纳原本通过中介人介绍过来的贵宾客户需求。而之前部分中介人贵宾业务有可能会转向东南亚等监管较松的地区，外溢的需求能带动东南亚博彩业的贵宾业务发展。

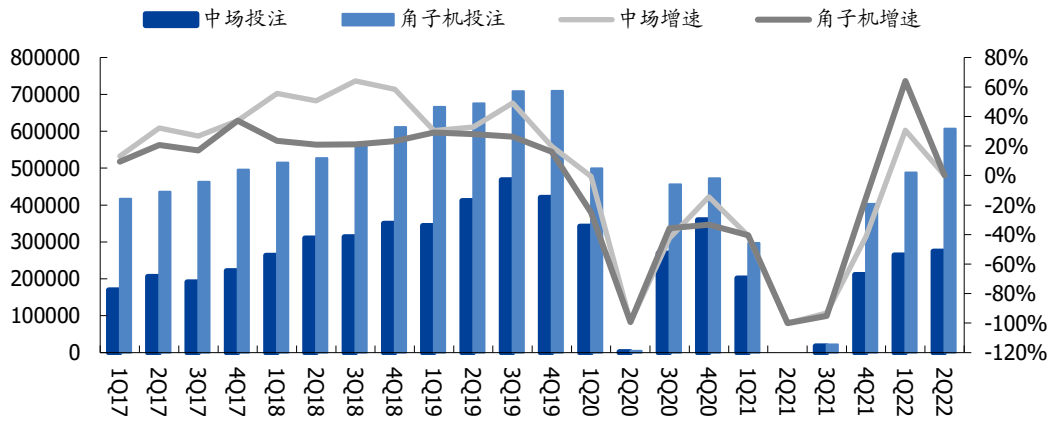
图表 39: 金界博彩总投注额增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

驱动大众中场和角子机业务增长的内在动力是疫情影响减弱后东南亚的经济复苏，地区人民消费力提升，有更大的娱乐追求。外在动力在于国家吸引力上升，柬埔寨的商务和旅游活动增加。

图表 40：金界中场、角子机投注额（千美元）及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们对金界未来三年的收入预测如下：

图表 41：金界各分部业务博彩毛收入增长预测（单位：千美元）

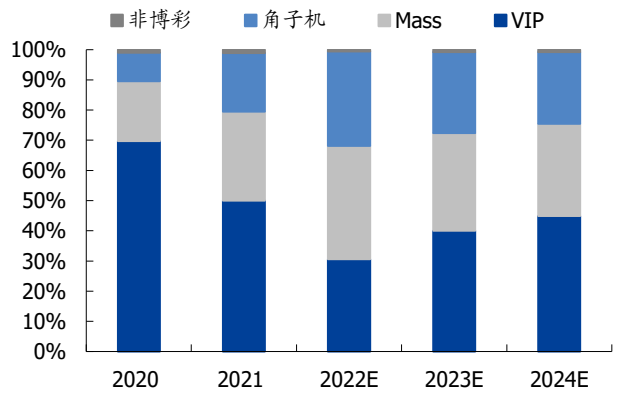
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
VIP	612,987	113,050	183,317	329,971	458,293
VIP YoY	-51%	-82%	62%	80%	39%
Mass	174,281	66,463	224,975	266,418	310,821
Mass YoY	-45%	-62%	238%	18%	17%
角子机	82,360	43,986	187,679	220,799	242,879
角子机 YoY	-48%	-47%	327%	18%	10%
非博彩	9,053	2,400	3,599	6,478	7,644
非博彩 YoY	-75%	-73%	50%	80%	18%
总收入	878,681	225,899	599,571	823,667	1,019,638
总收入 YoY	-50%	-74%	165%	37%	24%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 毛利率预测

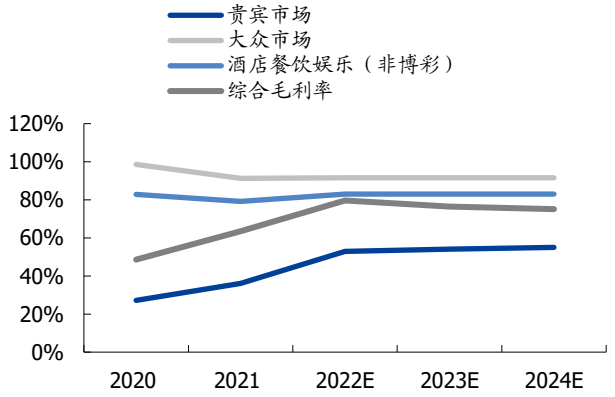
疫情后，公司的中场业务恢复很快，2022 年上半年中场赌桌和角子机的博彩毛收入已经恢复到疫情前 2019 年的 71%和 82%，而贵宾业务仍只有 2019 年的 9%。由于中场业务毛利率远高于贵宾业务，业务的结构变化导致疫情后公司毛利率的快速提升。此外，公司贵宾业务中高端中场（金界的高端中场业务纳入贵宾业务）业务的比例快速提升，中介人贵宾业务占比下降，也导致贵宾业务综合毛利率上升。

图表 42：金界贵宾业务收入占比持续提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 43：金界各项业务毛利率

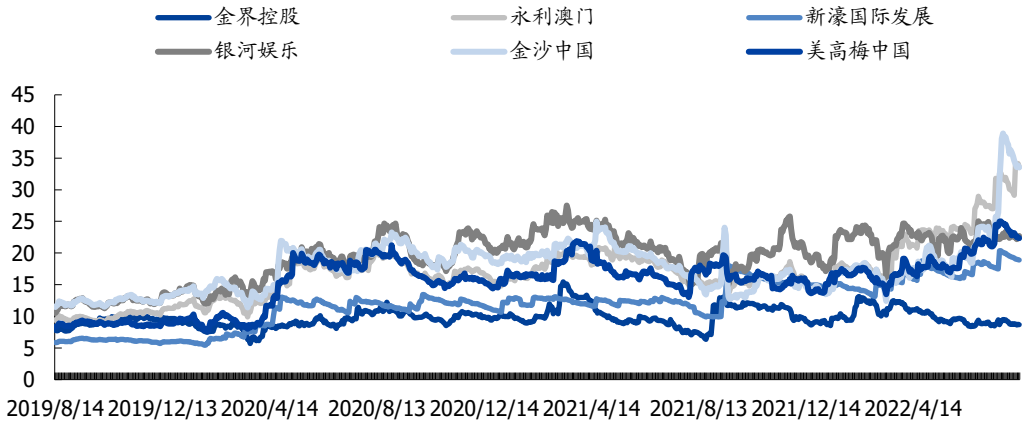


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3 估值

由于疫情反复扰乱了行业恢复和成长节奏，目前市场估值体系比较混乱。市场给予中国澳门博彩行业持有赌牌的主要上市公司（除澳博控股）的 EV/EBITDA 倍数平均在是 26 倍。规模较大的金沙中国和银河娱乐在过去三年平均的动态 EV/EBITDA 倍数分别是 19 倍和 18 倍。疫情前金沙中国和银河娱乐的 EV/EBITDA 在 15 倍左右。

图表 44：港股博彩行业公司历史 EV/EBITDA



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

我们预测公司 2022-2024 营收 6.0/8.2/10.2 亿美元，同比增长 165.5%/37.4%/23.8%；归母净利润 1.7/2.8/3.8 亿美元，同比增长 213.9%/69.1%/33.6%。我们基于金界相对中国澳门博彩业同行规模较小和柬埔寨的市场的成长性，给予 13 倍未来 12 个月 EV/EBITDA，对应目标价 8.63 港元，对比现价 7.05 港元，潜在涨幅 22%，予以“买入”评级。

图表 45：上市博彩公司估值对比

股票代码	股票名称	最新股价（港元）	市值（亿港元）	PE			EV/EBITDA		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1128.HK	永利澳门	5.0	262.0	/	/	9.9	/	15.6	8.8
0200.HK	新濠国际发展	5.2	78.9	/	/	17.2	57.8	12.0	6.8
0027.HK	银河娱乐	47.1	2052.4	201.9	21.6	14.6	47.4	16.9	12.6
1928.HK	金沙中国	18.0	1456.8	/	43.7	11.7	/	17.8	10.1
0880.HK	澳博控股	2.8	156.2	/	60.4	6.7	/	17.9	7.9
2282.HK	美高梅中国	4.2	159.2	/	/	11.6	/	12.1	7.8

资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所，截至 2022 年 8 月 12 日收盘

5. 风险提示

疫情冲击超预期风险。短期内，疫情和出入境限制时公司博彩收入的最大影响因素，目前柬埔寨国内疫情已得到一定控制，但海外情形仍然相对严峻，若疫情未来出现反复，将再一次对柬埔寨旅游业及公司经营造成冲击。

东南亚大型赌场增加竞争加剧风险。虽然东南亚的博彩市场快速成长，目前仍然是一片蓝海，但区内越来越多的企业关注到博彩业的投资机遇，新濠博亚、金沙等大型集团公司已经在东南亚拥有自己的赌场，随着更多的投资涌入，预料竞争将会逐步升温。

柬埔寨政治风险。洪森在柬埔寨已经执政 37 年，维持着柬埔寨的稳定。洪森现年 70 岁，未来随着其年龄增长，政权更迭的不确定性增加。

未来金界三期注入会摊薄现有股本。金界三期有 50%权益由大股东出资兴建，未来会重新被注入到上市公司中。从目前来看，以 12 港元转股报价合理，但未来若股价大幅上涨，大股东以较低价格转股可能会引起市场的担忧。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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"国盛证券有限责任公司"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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38124100
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

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