

今日焦點:

► 金沙中國（1928 HK，股價HK\$19.23，市值1,550億港元）
3Q25再投資策略奏效

3Q25經調整EBITDA優於預期。金沙中國於2025年第三季表現強勁，總淨收入按年增長7.5%至19億美元。經調整物業EBITDA達6.01億美元，按年增長3%，較市場預期高出7%，更是自1Q24以來EBITDA首次突破6億美元大關。業績改善主要得益於「倫敦人」完成翻新，該物業項目淨收入按年增長49%至6.86億美元，經調整物業EBITDA大幅增長77%至2.19億美元。威尼斯人淨收入則與去年同期持平（6.92億美元），其餘物業收入呈現按年下滑。

市佔率穩健回升。第三季總博彩收入達18億美元，按年增長9%（行業平均：+13%）。市場佔有率達23.6%，同比下降0.8個百分點，但環比上升1個百分點，創2024年第四季以來新高。中場業務表現突出，博彩收入按年增12%至15億美元（行業平均：+7%），主要受惠下注額同比上升8%及贏率提升0.7個百分點。VIP博彩收入同比下跌16%至1.48億美元（行業平均：+29%），雖贏率改善0.16個百分點，但投注額按年下降20%。角子機博彩收入按年升13%至1.89億美元，優於行業10%的增長。

我們觀點：儘管其博彩收入增速仍落後于行業平均水準，但市占率已實現環比回升。我們認為，公司已從2025年第一季度底部回升，當前正步入復蘇軌道。然而需注意，其貴賓廳業務已連續兩個季度出現雙位數跌幅，或源于銀河娛樂與美高梅中國新設高端博彩設施所帶來的行業競爭加劇。利潤率較高的中場業務則表現穩健，這有賴於公司自2Q25起推行了更為積極的再投資策略。該股2026年EV/EBITDA為10倍。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,967	0.7%	29.5%
中資企業指數	9,300	0.8%	27.6%
紅籌指數	4,097	0.7%	8.4%
滬深300指數	4,606	0.3%	17.1%
上海A股	4,112	0.2%	-2.3%
上海B股	261	0.3%	-2.3%
深圳A股	2,571	0.2%	25.6%
深圳B股	1,340	-0.1%	10.5%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,734	0.3%	9.8%
標普500	6,738	0.6%	14.6%
美國納斯達克指數	22,941	0.9%	18.8%
日經平均指數	49,087	0.9%	23.0%
英國富時指數	9,578	0.7%	17.2%
法國證券公會指數	8,225	0.2%	11.4%
德國法蘭克福指數	24,207	0.2%	21.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,126	0.7%	57.3%
銅價 (美元/盎司)	2,320	1.4%	29.9%
銀價 (美元/盎司)	48	0.9%	69.1%
原油 (美元/桶)	61	5.6%	-14.0%
銅價 (美元/盎司)	10,854	2.2%	23.8%
鋁價 (美元/盎司)	2,862	2.9%	12.2%
鉛價 (美元/盎司)	1,629	-0.1%	82.4%
錫價 (美元/盎司)	3,017	1.0%	1.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	513	1.8%	-6.9%
玉米 (美分/蒲式耳)	428	1.2%	-3.7%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,062	1.1%	2.7%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-12.2%
CRB 指數	305	3.3%	3.0%
BDI			109.8%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	152.6	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.6	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.0		177.3	1.1	8.3
日元	0.0	5.1	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	191.9		9.0
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.4	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	17	-31.6%

圖 1：金沙中國博彩業務表現(百萬美金)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
VIP業務											
貴賓籌碼數	4,011	4,918	4,873	6,017	5,441	5,625	5,485	4,470	5,474	4,371	4,367
貴賓贏率	3.9%	3.7%	3.8%	2.2%	2.3%	3.2%	3.2%	2.5%	3.0%	3.6%	3.4%
VIP博彩收益	155	182	186	130	128	179	177	110	164	155	148
中場業務											
中場博彩投注額	4,024	5,277	5,823	6,167	6,126	6,209	5,995	5,909	5,809	6,251	6,497
中場贏率	22.6%	22.2%	22.1%	22.9%	23.1%	22.0%	22.3%	23.1%	22.1%	22.0%	23.1%
中場博彩收益	911	1,169	1,287	1,415	1,414	1,365	1,338	1,366	1,281	1,377	1,500
角子機業務											
角子機博彩投注額	2,809	3,853	3,970	4,187	4,301	4,580	4,314	4,478	4,564	4,966	5,219
角子機贏率	4.2%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.6%	3.9%	3.7%	3.6%	3.7%	3.6%
角子機博彩收益	117	151	159	163	169	166	167	163	165	183	189
總博彩收入	1,183	1,502	1,633	1,708	1,711	1,710	1,682	1,639	1,609	1,715	1,837

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：總博彩收入恢復至 2019 年水平

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Industry	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	83%	
Melco	57%	58%	64%	72%	70%	68%	69%	80%	80%	
Sands China	71%	80%	79%	73%	81%	83%	81%	69%	81%	90%
Wynn Macau	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	66%	
MGM China	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	154%	
Galaxy Entertainment	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%	82%	
SJM	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%	73%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：VIP 收入恢復至 2019 年水平

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Industry	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	39%	38%	
Melco	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	36%	31%	
Sands China	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	25%	28%	34%
Wynn Macau	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	15%	21%	
MGM China	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	43%	57%	
Galaxy Entertainment	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	27%	33%	
SJM	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	13%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：中場收入恢復至 2019 年水平

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Industry	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	113%	118%	
Melco	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	119%	124%	
Sands China	84%	89%	97%	93%	98%	93%	93%	84%	99%	104%
Wynn Macau	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	122%	120%	
MGM China	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	204%	222%	
Galaxy Entertainment	92%	108%	113%	112%	122%	122%	126%	120%	130%	
SJM	68%	78%	83%	92%	93%	97%	96%	100%	98%	

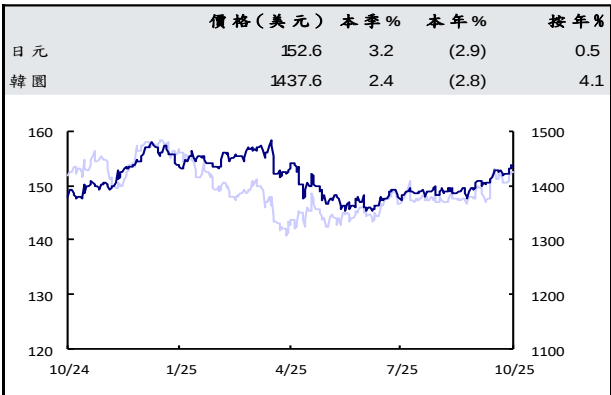
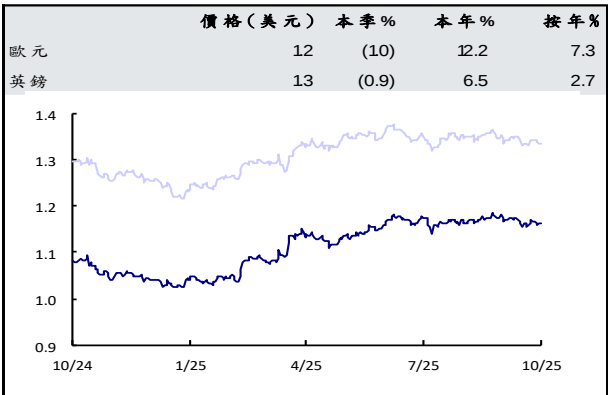
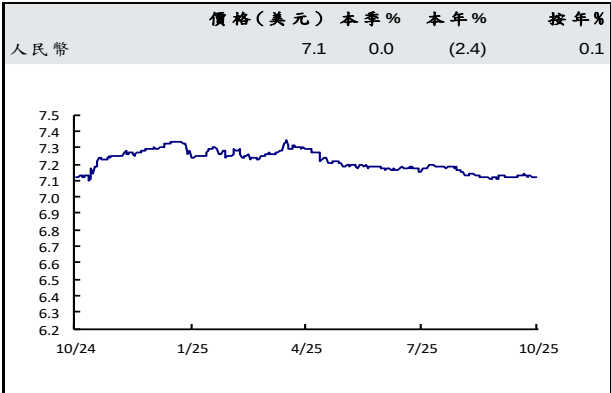
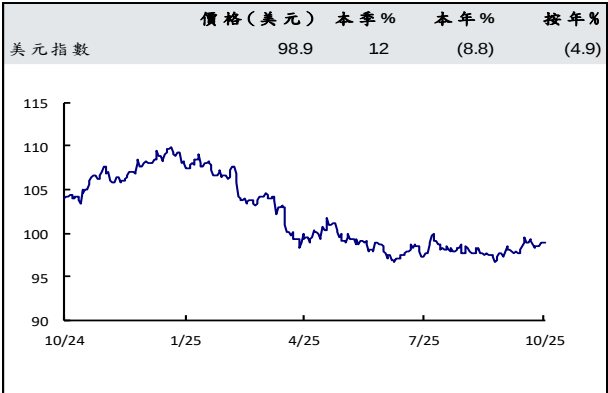
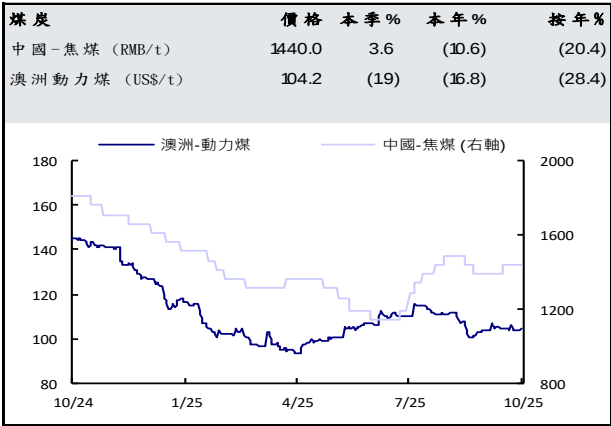
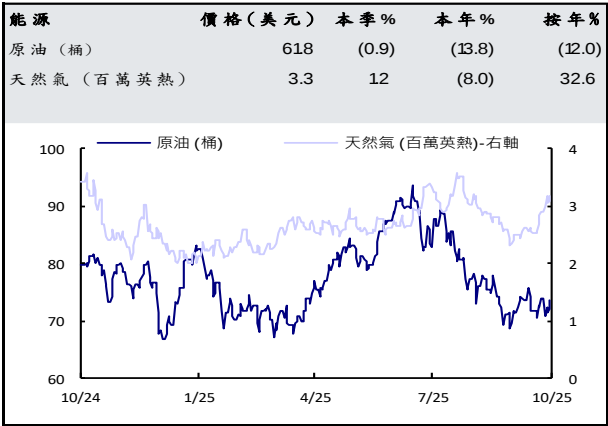
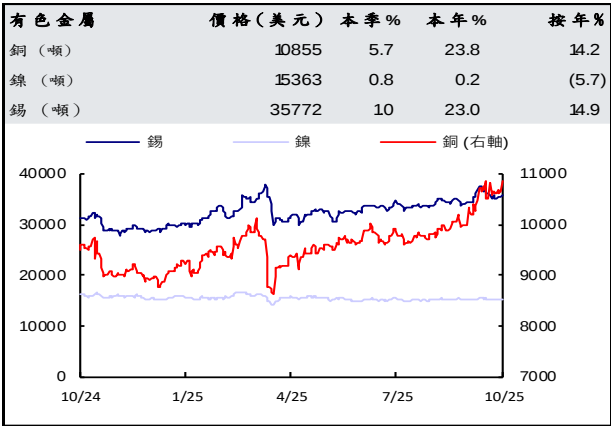
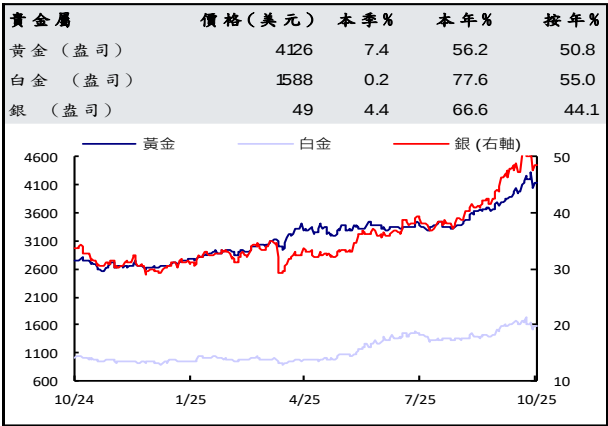
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：老虎機收入恢復至 2019 年水平

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Industry	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%	88%	94%	
Melco	73%	85%	77%	86%	87%	92%	83%	96%	92%	
Sands China	94%	99%	101%	109%	103%	104%	102%	107%	114%	118%
Wynn Macau	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%	60%	67%	
MGM China	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%	96%	102%	
Galaxy Entertainment	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%	129%	139%	
SJM	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%	250%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
成屋銷售量	月		25年10月23日
消費者物價指數	月		25年10月24日
新屋銷售	月		25年10月24日
耐久財訂單	月		25年10月27日
消費者信心指數	月		25年10月28日
批發庫存	月		25年10月29日
首次申請失業保險金人數	週		25年10月30日
國內生產毛額	季		25年10月30日
個人收入與支出	月		25年10月31日
採購經理人指數	月		25年11月3日
貿易收支	月		25年11月4日
工廠訂單	月		25年11月4日
就業報告	月		25年11月7日
生產者物價指數	月		25年11月14日
商業庫存	月		25年11月14日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產指數	月		25年11月18日
新屋開工與營建許可	月		25年11月19日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年10月31日
外匯儲備	季		25年11月7日
貿易收支	月		25年11月7日
M2貨幣供應量	月		25年11月9日
生產者物價指數	月		25年11月9日
消費者物價指數	月		25年11月9日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產報告	月		25年11月14日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		25年10月27日
國內生產毛額	季		25年10月31日
M2貨幣供應量	月		25年10月31日
零售業銷售額	月		25年10月31日
採購經理人指數	月		25年11月5日
外匯儲備	月		25年11月7日
失業率報告	月		25年11月18日
消費者物價指數	月		25年11月20日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam