

今日焦點：

► 金沙中國（1928 HK，股價19.00港元，市值1,538億港元） - 25財年業績符預期惟利潤率受壓

成本上升蠶食利潤率 - 金沙中國公布2025年全年業績，淨收益總額按年升5.1%至74.4億美元。經調整物業EBITDA為23.1億美元，按年微跌0.7%，大致符合預期。不過，受營運及市場推廣開支增加，以及博彩稅和員工成本上升影響，全年純利按年跌14.3%至8.96億美元。總經營開支按年增8.7%至62.1億美元。

表一：各業務分類淨收益總額

US\$/mn	澳門 威尼斯人	澳門 倫敦人	澳門 巴黎人	澳門 百利宮	澳門 金沙	渡輪及 其他業務	總額
娛樂場	2,146	1,946	657	569	265	—	5,583
客房	208	375	137	115	18	—	853
購物中心	254	92	19	155	1	—	521
餐飲	64	116	52	29	9	—	270
會議、渡輪、零售及其他	70	27	7	4	1	107	216
分部間收益	3	—	—	—	—	15	18
淨收益總額 (包括分部間收益)	2,745	2,556	872	872	294	122	7,461

資料來源：公司數據，新華滙富研究

澳門倫敦人成全年增長主要引擎 - 受惠澳門倫敦人二期於2025年4月完成翻新，該物業全年表現強勁。娛樂場淨收益按年急升33.1%至19.5億美元，經調整物業EBITDA更按年大漲43.3%至7.78億美元。客房收益按年升24.2%，日均房價亦升24.5%至269美元，反映升級產品成功帶來溢價。反觀，澳門威尼斯人及澳門巴黎人EBITDA則分別錄得13.4%及26.6%的按年跌幅，凸顯其面臨市場競爭及內部物業間客源分流的壓力。

中場業務穩健，貴賓業務表現分化 - 全年博彩收益總額按年升6.5%，公司市佔率溫和提升。中場業務方面，倫敦人的非轉碼入箱數目按年急增27.2%，反映再投資策略成功帶動客流，推動整體中場博彩收益按年增長3.9%。貴賓業務表現則見分化：威尼斯人、倫敦人及巴黎人的轉碼金額均錄得增長（分別+11.6% / +26.5% / +190.6%），但百利宮的轉碼金額按年下跌27.5%，反映來自銀河娛樂及美高梅中國新高端項目所帶來的競爭壓力。角子機業務方面，倫敦人收入按年增長36.5%，遠超行業平均水平。

財務狀況穩健，投資承諾加大 - 公司年內積極管理債務，提早償還LVS定期貸款及2025年到期票據。資產負債比率按年改善214個基點。截至年末，公司持有現金及現金等價物15.1億美元，流動性充裕。全年資本開支為5.53億美元，主要投向澳門倫敦人（3.1億美元）及澳門威尼斯人（1.85億美元）。公司承諾於2032年前在澳門投資約44.7億美元，大部分將投入非博彩項目，符合澳門政府推動適度多元化的目標。董事會建議派發末期股息每股0.50港元。

我們的觀點：隨著澳門倫敦人全面投入營運，金沙中國已為未來現金流奠定穩固基礎。儘管今年盈利表現偏軟，但強勁需求帶動淨收益增長。主要挑戰仍來自成本壓力及高端市場的競爭。公司年內亦加強非博彩佈局，舉辦金沙購物節、粵語流行音樂演唱會及NBA中國賽澳門站等活動。這些舉措有助豐富客源結構，強化其綜合度假村定位，為2026年非博彩收入增長注入新動能。該股目前交易於15倍26財年預測市盈率。（研究部）

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,705	0.5%	4.2%
中資企業指數	9,070	0.4%	1.8%
紅籌指數	4,380	1.0%	9.1%
滬深300指數	4,660	-1.3%	0.7%
上海A股	4,280	-1.3%	5.3%
上海B股	267	-0.1%	5.3%
深圳A股	2,804	-1.1%	5.9%
深圳B股	1,250	0.0%	-1.1%

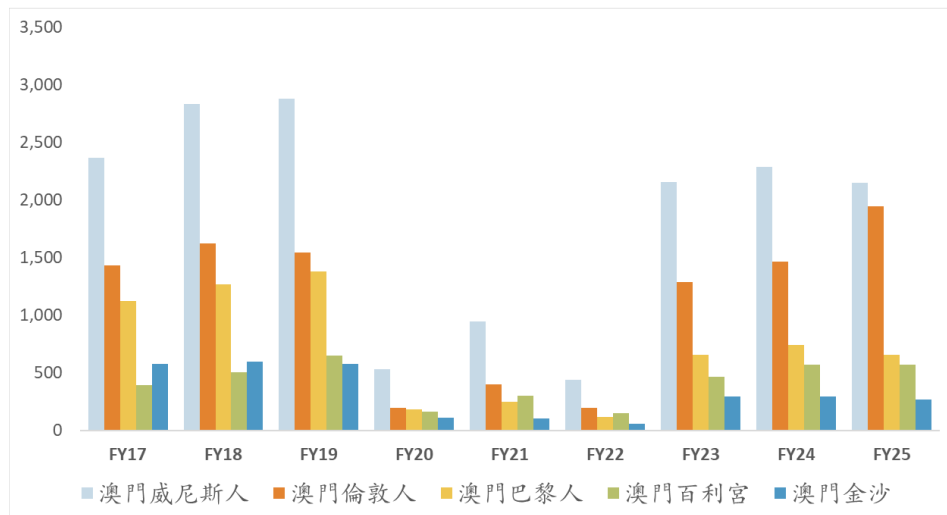
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,395	-0.5%	2.8%
標普500	6,861	-0.3%	0.2%
美國納斯達克指數	22,682	-0.3%	-2.4%
日經平均指數	56,756	-1.2%	12.7%
英國富時指數	10,627	-0.6%	7.0%
法國證券公會指數	8,398	-0.4%	3.1%
德國法蘭克福指數	25,043	-0.9%	2.3%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,996	0.4%	15.6%
銅價 (美元/盎司)	2,989	0.5%	17.5%
銀價 (美元/盎司)	78	1.7%	9.2%
原油 (美元/桶)	66	1.9%	15.7%
銅價 (美元/盎司)	12,809	1.5%	3.1%
鋁價 (美元/盎司)	3,067	1.1%	2.4%
鉛價 (美元/盎司)	2,081	0.1%	0.8%
鋅價 (美元/盎司)	3,339	1.6%	7.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	559	4.0%	10.4%
玉米 (美分/蒲式耳)	436	0.1%	-2.7%
糖 (美分/磅)	78	13.3%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,156	0.6%	9.0%
PVC (美元/噸)	4,919	-1.2%	9.2%
CRB 指數	309	2.3%	3.0%
BDI		-1.5%	9.9%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	155.0	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	19.8	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.2		182.5	1.1	8.1
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	200.0		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.5	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	NA	NA
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	20	14.6%

圖一：各物業娛樂場淨收益總額（百萬美元）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

表二：按業務劃分之博彩收益總額（百萬美元）

US\$ mn	FY2025	FY2024	變動
VIP業務			
貴賓轉碼數	21,375	21,021	1.7%
貴賓贏率	3.5%	2.8%	+70bps
VIP博彩收益	747	594	25.9%
中場業務			
中場博彩投注額	25,647	24,239	5.8%
中場贏率	22.2%	22.6%	-40bps
中場博彩收益	5,699	5,483	3.9%
角子機業務			
角子機博彩投注額	20,597	17,673	16.5%
角子機贏率	3.6%	3.8%	-20bps
角子機博彩收益	734	665	10.3%
總博彩收入	7,180	6,742	6.5%

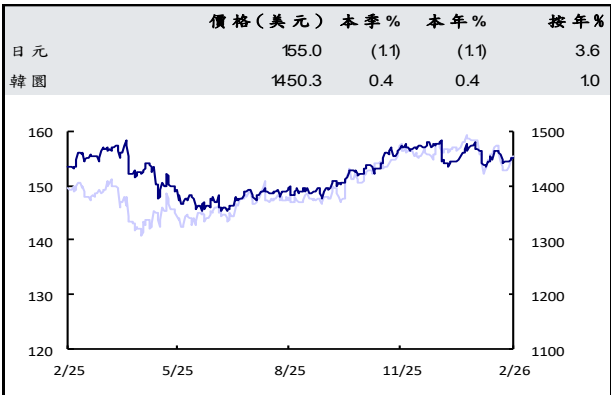
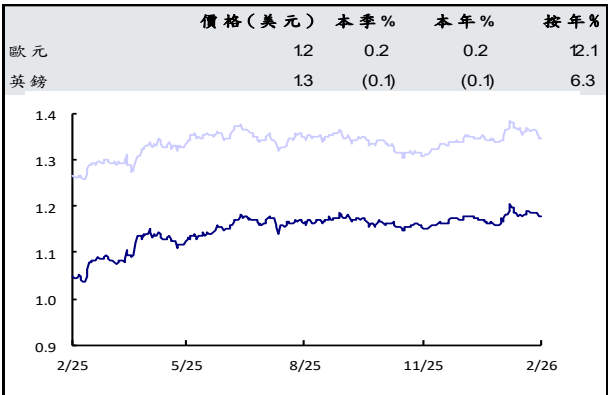
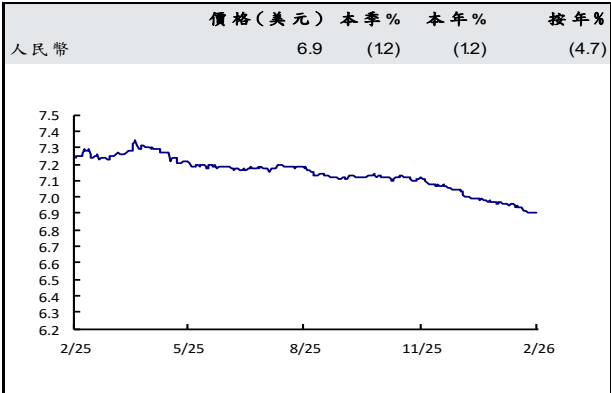
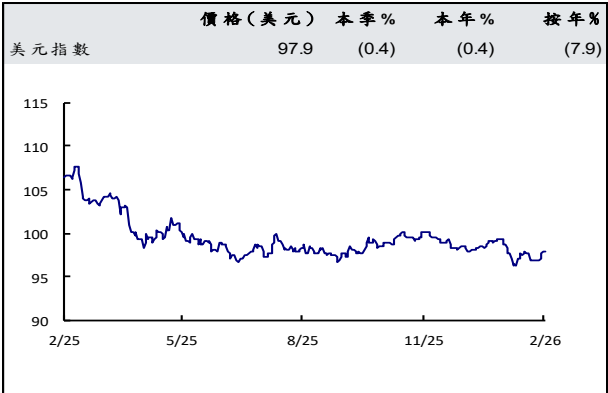
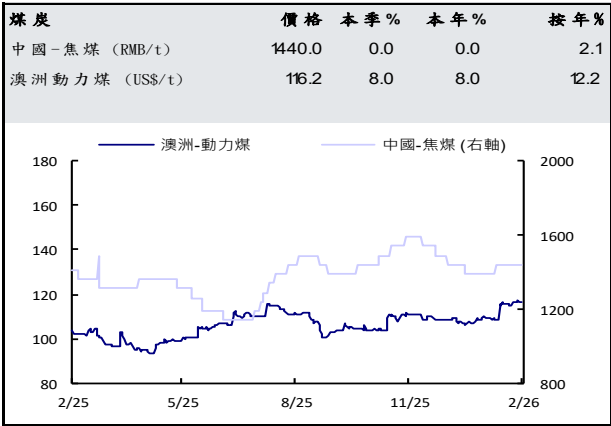
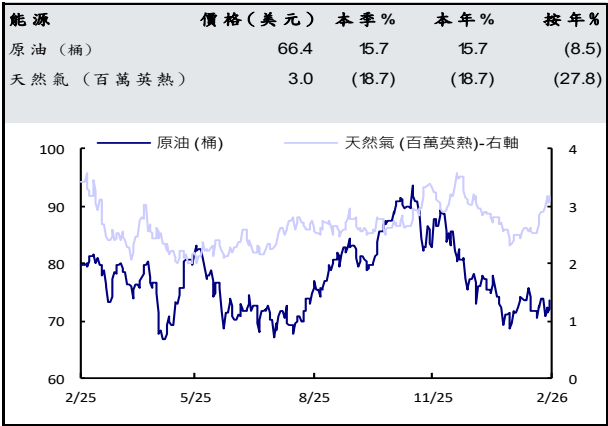
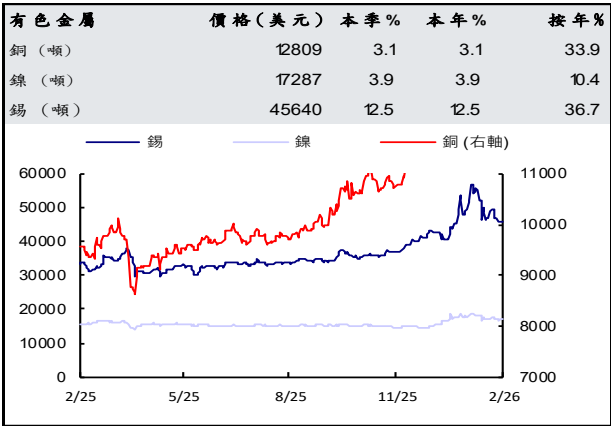
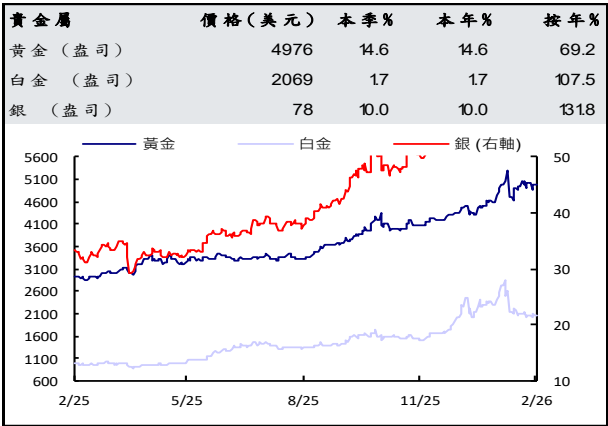
資料來源：公司數據，新華滙富研究

表三：澳門倫敦人娛樂場淨收益總額

US\$/mn	FY2025	FY2024	變動
貴賓轉碼數	9,657	7,633	26.5%
貴賓贏率	3.41%	3.34%	+7bps
非轉碼入箱數目	8,638	6,791	27.2%
非轉碼贏額百分比	22.7%	21.5%	+120bps
角子機博彩投注額	8,268	6,057	36.5%
角子機贏率	3.8%	3.8%	—
娛樂場淨收益總額	1,946	1,462	33.1%

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
首次申請失業保險金人數	週		26年2月19日
貿易收支	月		26年2月19日
批發庫存	月		26年2月19日
個人收入與支出	月		26年2月20日
國內生產毛額	季		26年2月20日
新屋銷售	月		26年2月20日
耐久財訂單	月		26年2月23日
工廠訂單	月		26年2月23日
消費者信心指數	月		26年2月24日
生產者物價指數	月		26年2月27日
採購經理人指數	月		26年3月2日
零售業銷售額	月		26年3月2日
就業報告	月		26年3月6日
新屋開工與營建許可	月		26年3月9日
成屋銷售量	月		26年3月10日
消費者物價指數	月		26年3月11日
工業生產指數	月		26年3月16日
商業庫存	月		26年5月14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		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年2月20日
消費者物價指數	月		26年2月25日
國內生產毛額	季		26年2月25日
貿易收支	月		26年2月27日
M2貨幣供應量	月		26年2月27日
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 李旭佳 (Alan Li)	電郵 howard.wong@sunwahkingsway.com alan.li@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837306

[illegible]

滙富金融服務有限公司-<http://www.sunwahkingsway.com>
請務必參閱後文重要資訊披露(如有)及免責聲明

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。

2026 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