

金界控股 (03918.HK)

柬埔寨博彩龙头，周期向上价值重估

金界控股：金边独家垄断牌照，业绩复苏盈利能力提升。金界为柬埔寨博彩龙头，持有政府 1995 年授予的为期 70 年的赌场经营牌照，2065 年到期，其中在 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。2025 年起，伴随博彩行业整体回暖、新机场启用、中国游客高增，公司进入业绩复苏周期。公司近年来中场占比提升明显，收入比重由 2019 年的 27% 提升至 2025 年的 68%，带动公司 EBITDA margin 从 2019 年的 38% 提升至 2025 年的 57%。截至 25 年报，公司收入/归母净利/EBITDA 分别为 7.10 亿 (+26%) / 3.10 亿 (+183%) / 4.04 亿美元 (+99%)，已恢复至 19 年同期的 40%/59%/60%。

跟踪指标：博彩更接近旅游逻辑，关注核心客流恢复。金界的核心客群主要为柬埔寨当地商旅客，其中中国曾是柬最大客源国，当前仍在恢复中。自 25 年 5 月泰柬冲突以来，赴柬泰国游客断崖减少，是 25 全年柬埔寨全国口径游客下滑核心因素。考虑到金边区域入境方式及中国游客重要性，我们重点关注“金边机场入境”及“中国游客入境”两大指标。25 年全年金边机场航空入境游客增速约 21%，中国游客全年入境 120 万人次，增长超 40%，其中中国商旅客约 74 万人次，占比超 60%，增速 27%，恢复至 2019 年的 71%；度假客约 46 万人次，增速 75%，恢复至 2019 年的 35%。

后续驱动：内外环境有望改善，对华免签再添催化。我们认为 25 年下半年起金界的调整主要来自于地缘政治及电信诈骗等风险扰动，而以上内外环境均有望在今年明显改善——柬埔寨当前对内重拳打击电诈灰产，对外边境亦维持和平趋势。近几个季度扰动的柬埔寨旅游业有望在 26Q3 迎来复苏拐点，对华免签将成为重要催化，金边去年九月启用的新机场亦将提供交通改善支撑，金界作为金边博彩娱乐龙头将坐享客流增长红利。

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，柬埔寨外商投资持续高增，商旅基本盘稳固；叠加近期政府强化打击电诈改善国际形象，对华免签旅游业将再迎催化，我们看好柬游客将在商旅及度假两条路径上同步修复，金界于首都金边享有独家博彩经营权，有望直接受益于客流回暖。我们预计 26-28 年公司收入分别为 7.77 亿/9.01 亿/10.51 亿美元，同比+9%/16%/17%，EBITDA 为 4.46 亿/5.15 亿/5.99 亿美元，对应 EV/EBITDA 估值为 3.4/3.0/2.6 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。**首次覆盖，给予“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	777	901	1,051
增长率 yoy (%)	5.5	26.2	9.4	16.1	16.6
归母净利润(百万美元)	110	310	333	405	492
增长率 yoy (%)	-38.3	182.8	7.4	21.5	21.6
EBITDA(百万美元)	202.85	404.40	445.71	515.38	598.84
增长率 yoy (%)		99.4	10.2	15.6	16.2
P/E (倍)	18.0	6.4	5.9	4.9	4.0
EV/EBITDA	7.8	5.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 08 月 18 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	旅游及景区
08 月 18 日收盘价 (港元)	3.50
总市值 (百万港元)	15,502.58
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)	2.49

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

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	545	740	1027
现金	120	372	516	707	988
应收票据及应收账款	5	5	9	10	12
其他应收款	11	16	16	18	21
预付账款	0	0	0	0	0
存货	2	2	4	5	5
其他流动资产	6	0	0	0	0
非流动资产	2316	2373	2617	2863	3113
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1891	1884	2132	2382	2637
无形资产	87	81	77	72	68
其他非流动资产	337	408	408	408	408
资产总计	2460	2769	3162	3603	4140
流动负债	179	256	245	282	327
短期借款	0	70	0	0	0
应付票据及应付账款	19	2	36	39	43
其他流动负债	160	184	210	243	284
非流动负债	125	112	182	182	182
长期借款	70	0	70	70	70
其他非流动负债	55	112	112	112	112
负债合计	304	368	427	464	509
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	55	55	55	55	55
资本公积	2105	2350	2683	3088	3580
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2155	2402	2734	3139	3631
负债和股东权益	2460	2769	3162	3603	4140

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	491	537	625
净利润	110	310	333	405	492
折旧摊销	92	93	107	104	99
财务费用	1	1	4	5	5
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	17	-13	54	33	39
其他经营现金流	87	-2	-8	-9	-11
投资活动现金流	-86	-81	-342	-341	-339
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	8	9	11
筹资活动现金流	-449	-56	-4	-5	-5
短期借款	-471	70	-70	0	0
长期借款	70	-70	70	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	130	245	333	405	492
其他筹资现金流	-177	-301	-337	-410	-497
现金净增加额	-228	252	144	191	281

利润表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	563	710	777	901	1051
营业成本	72	89	143	156	173
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	70	81	95
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1	-3	4	5	5
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-38	4	8	9	11
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	331	403	489
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	335	407	495
所得税	1	1	2	2	2
净利润	110	310	333	405	492
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	110	310	333	405	492
EBITDA	203	404	446	515	599
EPS (美元/股)	0.02	0.07	0.08	0.09	0.11

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	9.4	16.1	16.6
营业利润(%)	-22.3	103.4	9.0	21.6	21.4
归属母公司净利润(%)	-38.3	182.8	7.4	21.5	21.6
获利能力					
毛利率(%)	81.2	81.3	81.6	82.7	83.5
净利率(%)	19.5	43.7	42.9	44.9	46.8
ROE(%)	5.1	12.9	12.2	12.9	13.6
ROIC(%)	5.0	12.4	12.0	12.8	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	12.4	13.3	13.5	12.9	12.3
净负债比率(%)	-2.3	-12.6	-16.3	-20.3	-25.3
流动比率	0.8	1.5	2.2	2.6	3.1
速动比率	0.8	1.5	2.2	2.6	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	57.5	141.2	115.0	96.7	96.9
应付账款周转率	4.3	8.5	7.5	4.2	4.2
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.07	0.08	0.09	0.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.09	0.11	0.12	0.14
每股净资产(最新摊薄)	0.49	0.54	0.62	0.71	0.82
估值比率					
P/E	18.0	6.4	5.9	4.9	4.0
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.8	5.8	3.4	3.0	2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 08 月 18 日收盘价

内容目录

1、金界控股：柬埔寨博彩龙头，经营向上复苏可期	4
1.1 柬埔寨博彩旗舰，坐拥金边区域独家经营权	4
1.2 业绩回暖结构改善，盈利能力提升明显	5
2、柬埔寨博彩业：金界龙头地位突出，核心客流快速修复	8
2.1 旅游资源丰富，博彩目的地差异化竞争	8
2.2 中国游客重要性突出，金边旅游热度提升明显	9
2.3 独家经营权奠定龙头地位，打击灰产格局有望再优化	11
3、后续驱动：内外环境有望改善，对华免签再添催化	12
3.1 内除电诈外促和平，风险扰动逐步出清	12
3.2 对华免签叠加交通改善，柬旅游业将迎黄金期	13
3.3 增加分红潜力充沛，三期方案落定后有望提升	14
4、盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 估值复盘	16
4.3 投资建议	16
风险提示	17

图表目录

图表 1: 金界娱乐城外观	4
图表 2: 金界物业位于柬埔寨首都金边核心区域	4
图表 3: 金界控股股权结构图	5
图表 4: 金界收入构成 (2025 年报)	5
图表 5: 金界毛利构成 (2025 年报)	5
图表 6: 金界历史收入端表现	6
图表 7: 金界历史利润端表现	6
图表 8: 金界各项细分业务收入拆分 (单位: 亿美元)	6
图表 9: 金界收入结构由贵宾向中场转型	6
图表 10: 金界各项业务毛利率	7
图表 11: 金界整体盈利能力变化趋势	7
图表 12: 金界各项费用率表现	7
图表 13: 金界控股 VS 银河娱乐各项开支占收入结构对比 (25 年报数据)	7
图表 14: 柬埔寨主要旅游景点概览	8
图表 15: 亚洲其他主要博彩目的地对比	8
图表 16: 柬埔寨近年来 GDP 实际增速 (单位: %)	9
图表 17: 中国是柬埔寨最大的投资来源国 (2025 年数据)	9
图表 18: 柬埔寨国际游客客源地分布 (图示为比例, 2024&25 年数据)	10
图表 19: 柬埔寨国际游客目的地分布 (2024 年数据)	10
图表 20: 柬埔寨游客数据跟踪	10
图表 21: 金界与澳门博彩同行赌桌及博彩机数量对比 (金界为官网披露, 澳门公司为 22 年获批数据)	11
图表 22: 柬埔寨电诈发展时间轴	12
图表 23: 泰柬边境冲突复盘	13
图表 24: 部分国家免签前后年度中国游客入境人次对比 (万人次)	13
图表 25: 2025 年各月份中国大陆往柬埔寨航班较 2019 年恢复率	13
图表 26: 金界历史各期分红情况	14
图表 27: 金界资产负债率远低于澳门同行 (25 年报数据)	14
图表 28: 金界控股收入拆分预测 (单位: 百万美元)	15
图表 29: 澳门博彩估值与行业收入增速变化基本同向 (2009-2019 年)	16
图表 30: 金界历史估值复盘 (EV/EBITDA, 2022 年期间异常值未展示)	16
图表 31: 可比公司估值表 (其中金界单位为美元, 其余为港币)	17

1、金界控股：柬埔寨博彩龙头，经营向上复苏可期

1.1 柬埔寨博彩旗舰，坐拥金边区域独家经营权

70年博彩牌照，首都独家经营权，奠定强护城河。金界控股主要于柬埔寨首都金边经营综合娱乐度假村，目前拥有湄公河地区最大的综合式酒店及娱乐城--金界娱乐城(NagaWorld)。复盘其发展历史，金界由马来西亚富商曾立强创立，1995年曾在金边巴萨河岸边的驳船上运营赌场，2000年其在码头附近购买一块土地并开始建造NagaWorld，逐渐转为陆上经营。公司于2006年在港交所上市，金界持有柬埔寨皇家政府于1995年授予为期70年的赌场经营牌照，于2065年到期，其中在2045年底之前公司享有金边市方圆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。

图表1：金界娱乐城外观



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

坐享金边核心区位，把握首都旅游业发展红利。金界地理位置极佳，临近柬埔寨独立纪念碑、金边王宫等知名景点，已成为金边旅游重要目的地，我们认为金界的业绩与金边地区的游客趋势具有较强相关性。金界当前运营Naga1和Naga2两个度假村式物业，现有房间数约1600间。金界旗下赌桌及博彩机数量无限制，可根据实际运营自由调整，灵活度较高，截至目前，金界物业内运营约500张赌桌及2000台博彩机。

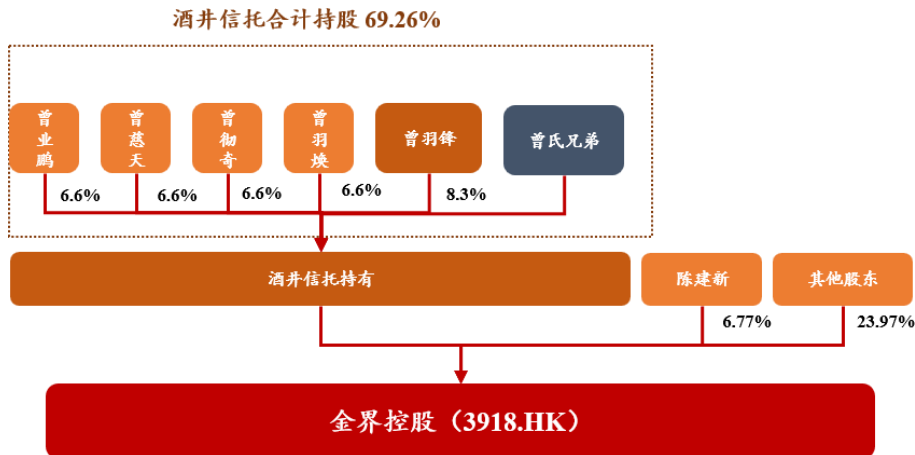
图表2：金界物业位于柬埔寨首都金边核心区域



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司内部架构稳定，家族管理稳定过渡。公司当前为二代接班，创始人次子曾羽锋掌舵，长子曾羽煊负责公司酒店运营，家族管理过渡平稳。截至 25 年年报，酒井信托（Sakai Trust）作为家族信托机构持有金界 69.26% 的股权，为第一大股东。而在家族信托内部股权分配方面，曾羽锋占比约 8.3%，曾家其余四个儿子各占比约 6.6%，剩余一半由信托持有，受益人依旧为曾家五兄弟，此外独立股东陈建新持股约 6.77%。

图表3：金界控股股权结构图

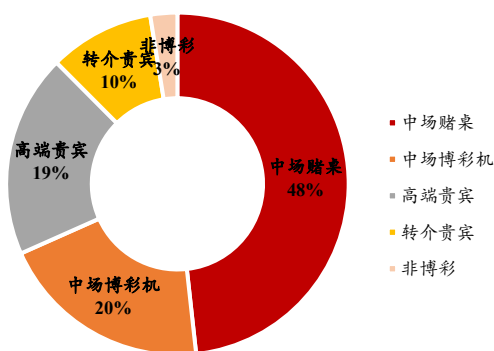


资料来源：公司官网，星报，The Edge Malaysia，国盛证券研究所

1.2 业绩回暖结构改善，盈利能力提升明显

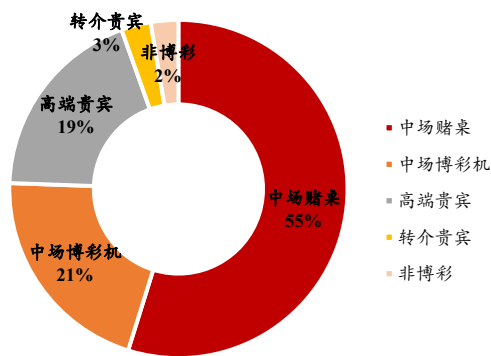
博彩收入为核心支柱，中场贡献超 70%毛利。公司核心主营业务为赌场营运，辅以客房、餐饮等非博彩收入。与澳门博彩类似，金界旗下赌场收入也可分为贵宾（含高端贵宾及转介贵宾）、中场（含中场赌桌与中场博彩机）。参考 25 年年报拆分，其收入构成为 48% 中场赌桌+20% 中场博彩机+19% 高端贵宾+10% 转介贵宾+3% 非博彩，而在利润方面，其毛利构成为 55% 中场赌桌+21% 中场博彩机+19% 高端贵宾+3% 转介贵宾+2% 非博彩，即中场博彩为公司主要收入及利润支撑。

图表4：金界收入构成（2025 年报）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5：金界毛利构成（2025 年报）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

复盘历史，公司业绩表现可分为以下几个阶段：

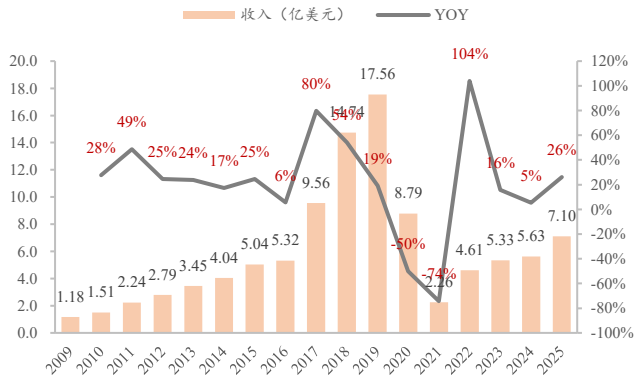
2009-2015：公司于 2006 年完成港股上市，成为首家于柬埔寨营运并在海外证券交易所上市的公司，进入发展新纪元。2009-2015 年进入快速发展时期，这一期间收入/EBITDA 年复合增速分别高达 27%/35%。

2016-2017: 2017 年 Naga 二期开业后接待能力再上台阶，叠加一带一路合作深化，柬埔寨外商投资增长，公司增长再明显提速，对应 2016-2019 年期间收入/EBITDA 年复合增速分别为 49%/38%。

2020-2022: 疫情后柬埔寨旅游业受冲击明显，同时这一时期内行业内贵宾中介业务出现严重衰退，金界经营亦经历深度调整。柬埔寨于 2021 年放开疫情管控，中国、越南、泰国等多个重要客源国 2022 年起陆续放开出行管控，公司业绩开始逐步回暖。

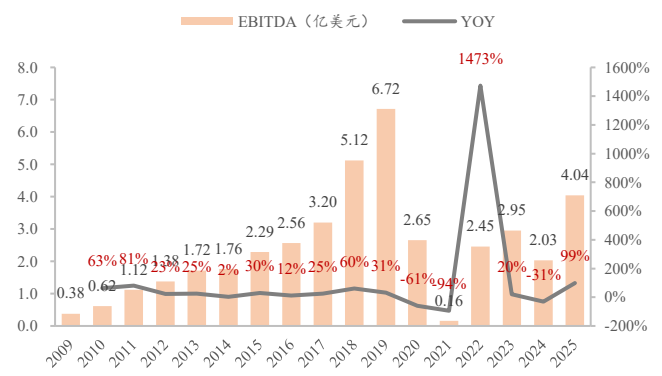
2023 至今: 这一阶段为复苏期，其中 2024 年海参崴项目减值约 8910 万美元，短期拖累表观利润。2025 年中国游客高增，叠加新机场启用，驱动金界博彩业务回暖，公司业绩明显提振。截至 25 年报，公司收入/归母净利/EBITDA 分别为 7.10 亿 (+26%) / 3.10 亿 (+183%) / 4.04 亿美元 (+99%)，已恢复至 19 年同期的 40%/59%/60%。

图表6: 金界历史收入端表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

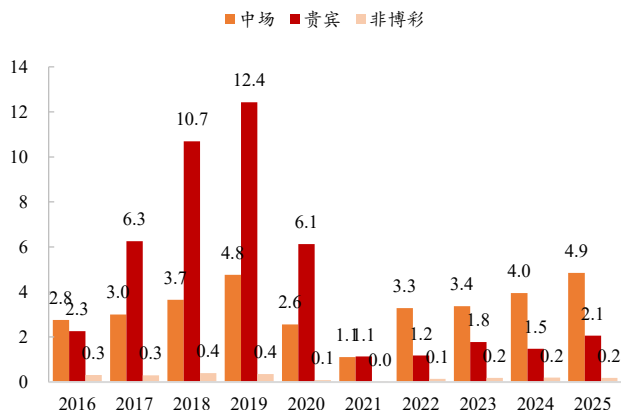
图表7: 金界历史利润端表现



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

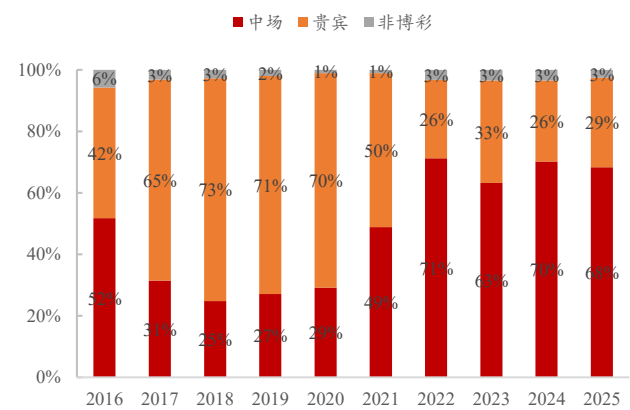
博彩业转型推进，中场占比提升明显。贵宾曾是金界核心收入来源，2017 年起占比进一步提升，彼时 2 期娱乐场开业，公司接待能力提升，另一方面该时期一带一路政策下中国商旅客增加也有助推作用，至 2019 年，贵宾占收入比重为 71%。疫情后公司收入下滑的同时贵宾业务也经受冲击。当前，中场业务已成为金界收入支柱，25 年博彩总收入/贵宾/中场收入分别为 6.92 亿(同比+27%)/2.07 亿 (+40%) / 4.85 亿美元 (+23%)，恢复至 19 年同期的 40%/17%/102%，其中中场业务占总收入比重由 2019 年的 27%提升至 2025 年的 68%，与此同时贵宾业务占收入比例下降至 29%。

图表8: 金界各项细分业务收入拆分 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

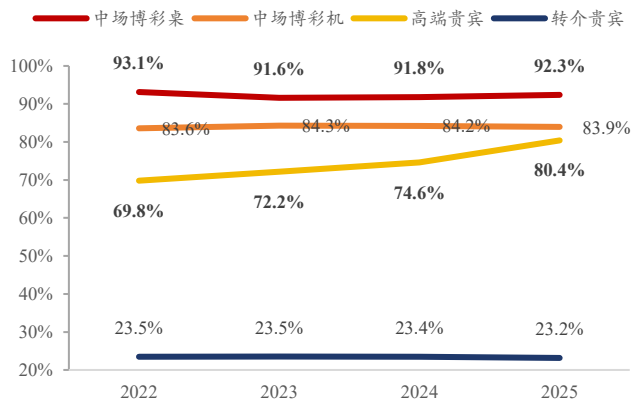
图表9: 金界收入结构由贵宾向中场转型



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

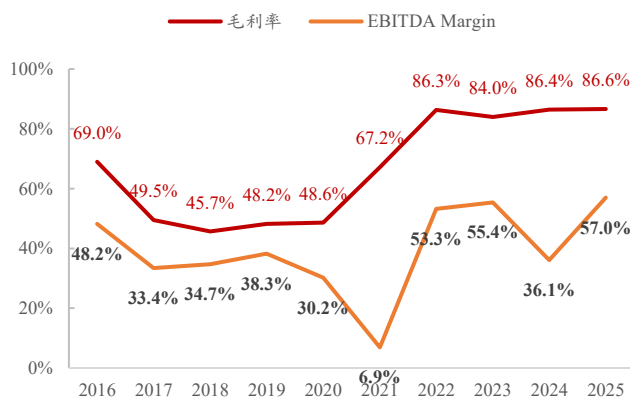
结构优化改善盈利能力，公司利润率远超疫情前。在博彩行业，中场业务和直营贵宾业务因不必向中介人支付佣金费用，一般利润率水平远高于转介贵宾。在金界业务结构转型过程中，中场占比大幅增加，叠加公司垄断地位，业务结构变化带动盈利能力大幅提升，近年来金界毛利率可高位维持在 86% 左右水平，对应 EBITDA margin 从 2019 的 38% 提升至 2025 的 57%（其中 2024 年的利润率异常值主要系海参崴项目减值影响所致）。

图表10: 金界各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

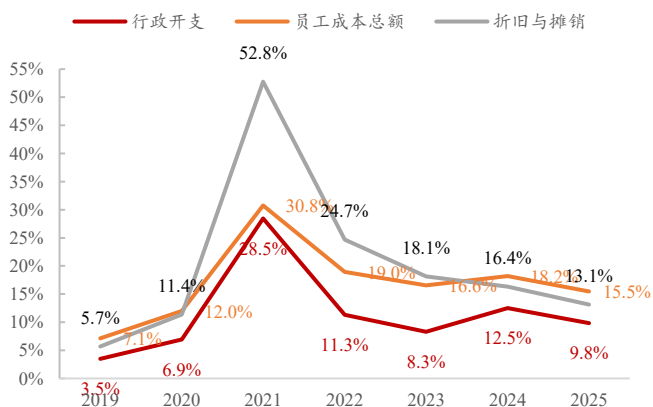
图表11: 金界整体盈利能力变化趋势



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

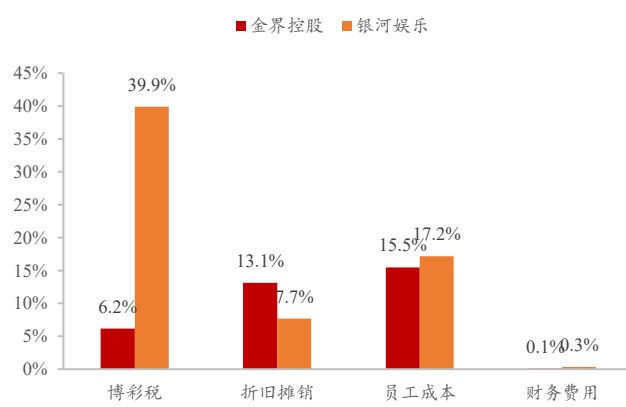
金界运营开支呈倒 U 型趋势，经营端规模效应逐步显现。金界近年各项费率逐步优化，但整体而言较 2019 年同期水平仍有提升空间，考虑到 2025 年金界收入仅恢复至 19 年同期的约 40%，预计伴随后续业绩修复，各项费用有望进一步摊薄。横向对比澳门同行，选取博彩龙头银河娱乐对比，金界博彩税优势突出（柬埔寨税率仅为中场收入的 7%、贵宾收入的 4%，远低于中国澳门、新加坡等主要博彩目的地），并且柬埔寨人力成本低于澳门，后续客流持续回暖，公司也有充足的空间进一步优化服务策略，如增加返佣比例或提升餐饮住宿礼赠规格等强化吸引力。

图表12: 金界各项费用率表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表13: 金界控股 VS 银河娱乐各项开支占收入结构对比 (25 年报数据)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、柬埔寨博彩业：金界龙头地位突出，核心客流快速修复

2.1 旅游资源丰富，博彩目的地差异化竞争

柬埔寨古称高棉，是历史悠久的文明古国。其早在公元 1 世纪就建立了统一的王国，9 世纪至 14 世纪的吴哥王朝是其历史上的辉煌时代。柬埔寨拥有丰富的旅游资源，以暹粒省吴哥考古遗址公园、柏威夏省的柏威夏神庙、国戈古迹和磅通省的三波坡雷古迹群四大世界文化遗产而闻名。其中位列东方四大奇迹的吴哥窟拥有千年历史，以其雄浑的建筑结构和精美的石刻著称，首都金边有塔仔山（历史宗教遗址）、王宫（柬埔寨王室历史建筑群）等名胜古迹。博彩业方面，柬埔寨禁止本地人进入赌场，其娱乐场主要接待对象为外国游客，此外柬埔寨为美元化国家、资金自由进出、无外汇管制，这也为国际赌客的资金流转提供较大便利。

图表14：柬埔寨主要旅游景点概览



资料来源：桂林国旅，国盛证券研究所

客群画像各异，亚洲博彩目的地差异化竞争。具体看博彩业定位，金界客群主要聚焦逗留时间长、消费力高的商务旅客，叠加金界于首都地区享有独家经营权，具备一定的差异化竞争优势。金界拥有超 1100 平米、可容纳 700 名宾客的大宴会厅，以及可容纳 2000 名宾客的国际艺术歌剧院，可同步举办各种表演活动，配套项目丰富。此外柬埔寨博彩税率极低，仅需缴纳中场 GGR 的 7%，贵宾 GGR 的 4%，远低于亚洲其他主要博彩目的地，这也给金界在客户吸引和维护方面提供了更多空间。

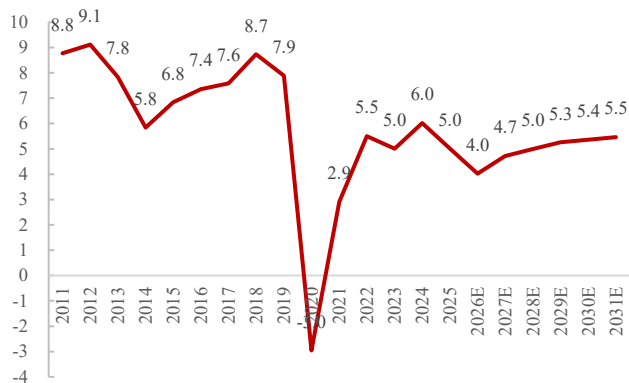
图表15：亚洲其他主要博彩目的地对比

	澳门	新加坡	马来西亚	菲律宾	越南	俄罗斯	韩国	日本
GGR 水平	2025 年约 308 亿美元	2025 年约 55 亿美元	2025 年约 18.5 亿美元	2025 年约 66 亿美元	年均约 1 亿美元	2025 年约 4-5 亿美元	2025 年约 25 亿美元	尚未营业
本地人能否博彩	允许（需年满 21 岁）	部分允许（禁止建屋发展局公共租赁计划下的租户和居民以及各华人开放，穆斯林社会援助计划下的人员参与博彩）	允许（只对本地人开放，穆斯林也禁止进入）	允许（年满 21 岁且上一年净收入不低于 50000 比索）	部分开放（本地年满 21 岁且月收入不低于 1000 万越南盾的居民，允许进三家娱乐场）	允许（四个合法区域）	部分开放（仅一家娱乐场允许）	允许（需年满 20 岁，此外对进入娱乐场频率做出限制）
签证类型（主要针对中国内地游客）	港澳通行证及澳门签注	免签	30 天免签	14 天免签（限马尼拉 / 宿务机场入境）	富国岛免签，其他地区旅游签	免签	济州岛免签，其他地区旅游签	普通旅游签证
游客主要客源地（2025 年）	中国内地（72%）、中国香港（18%）	中国（18%）、印尼（14%）、马来西亚（8%）、澳大利亚（8%）、印度（7%）	新加坡（50%）、中国（11%）、印度（10%）、印度尼西亚（4%）	韩国（23%）、美国（22%）、日本（8%）、澳大利亚（6%）	中国大陆（25%）、韩国（21%）、中国台湾（6%）、美国（4%）	中国（51%）、沙特（5%）、土库曼斯坦（5%）	中国大陆（29%）、日本（19%）、中国台湾（10%）、美国（8%）	韩国（22%）、中国大陆（21%）、中国台湾（16%）、美国（8%）

资料来源：GGB，人民日报，内华达独立报，亚博汇，AGB，越南劳动报，Global Gaming Insider，ggrasia，澳门力报，新加坡旅游局，The Vibes，Pinas Times，SGGP，interfax，yanolja-research，Travel Voice Japan，中国旅游，舟山市人民政府，新加坡政府网，中国人民公安大学出版社，ChanRobles，环球旅讯，红河网，光明网，中国新闻网，日本驻华大使馆，JCRC，vnexpress，Pravda.Ru，国盛证券研究所

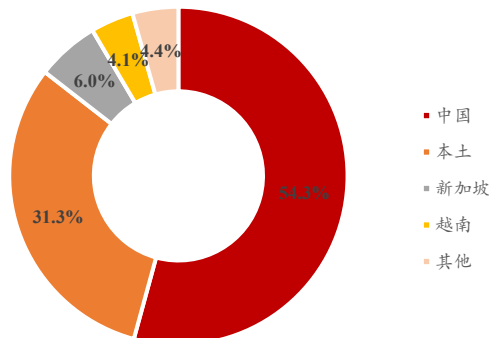
柬经济发展仍处红利期，外商投资高增驱动商旅客高景气。柬埔寨近年来经济迅速发展，2009-2019 年 GDP 年复合增速高达 7%，柬埔寨经济发展目标为 2030 年达到中等偏上收入国家水平，并于 2050 年达到高收入国家水平。柬埔寨本轮经济发展主要受益于产业转移红利，外商投资是经济增长重要驱动。据柬埔寨发展理事会披露，2025 年共吸引投资达 100 亿美元，较上年大幅增长 45%，全年共发放 630 个投资项目许可证，增长 52%。而在投资来源方面，中国依旧是柬埔寨最大投资来源国、投资占比超总额的一半。

图表16: 柬埔寨近年来 GDP 实际增速 (单位: %)



资料来源: wind, IMF, 国盛证券研究所

图表17: 中国是柬埔寨最大的投资来源国 (2025 年数据)



资料来源: 高棉时报中文网, 柬华日报, 国盛证券研究所

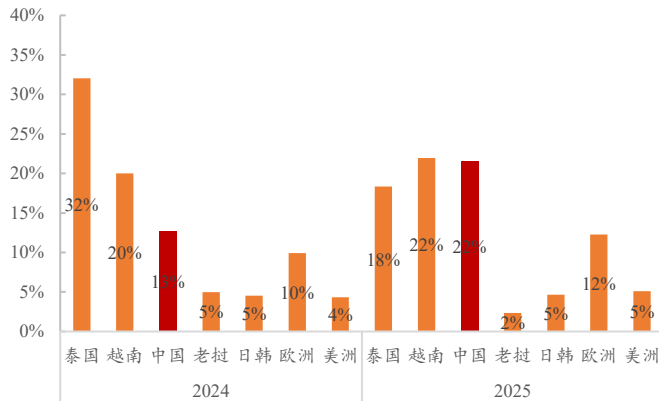
2.2 中国游客重要性突出，金边旅游热度提升明显

柬埔寨游客复盘:

1) 从客源地看: 主要来自亚洲，历史上中国曾是最大客源地，占比超 30%；疫情后中国客流逐步修复，2024 全年中国游客占柬埔寨国际游客比例约 13%。25 年受泰柬冲突影响，泰国游客在下半年出现断崖下滑，全年占比降低至 18%。与此同时中国游客全年增长 42%，占比相应提升至 22%，但 25 年中国游客仅恢复至 19 年同期的 51%，提升潜力依旧充沛。

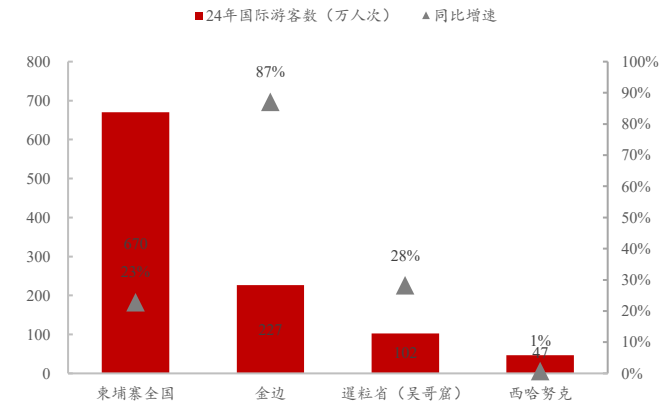
2) 从目的地看: 考虑到 2025 年泰柬冲突对柬埔寨旅游市场的结构性扰动，参考柬埔寨旅游部 2024 年数据，全年柬埔寨入境游客约 670 万人次，同比增长约 23%，其中金边接待游客约 227 万人次，占总游客比重超三分之一，且增速远高于吴哥窟、西哈努克等区域。金边作为柬埔寨最大旅游城市，当前正处于旅游吸引力加速释放阶段，金界旗下度假村作为金边地区重要的旅游地标，地理位置出众，有望充分承接其游客增长红利。

图表18: 柬埔寨国际游客客源地分布 (图示为比例, 2024&25 年数据)



资料来源: 柬埔寨旅游局, 国盛证券研究所

图表19: 柬埔寨国际游客目的地分布 (2024 年数据)



资料来源: 中国商务部, 柬埔寨旅游局, 国盛证券研究所

聚焦核心客群, 中国游客商旅为基本盘。自 25 年 5 月泰柬冲突以来, 柬埔寨泰国游客断崖减少, 是 2025 全年柬埔寨全国口径游客下滑的核心因素, 非泰国游客基本持平, 其中中国游客持续高增。我们认为, 泰柬边境入境的泰国游客并非金界目标客群, 在边境冲突反复的 Q2、Q3, 金界经营数据均靓丽兑现。考虑到金边区域客群来源及中国游客重要性, 我们重点关注“金边机场入境”及“中国游客”指标。25 年全年金边机场航空入境游客增速约 21%, 中国游客全年入境约 120 万人次, 增长超 40%, 具体看结构, 中国商旅客约 74 万人次, 占比超 60%, 全年入境人次增长 27%, 已恢复至 2019 年的 71%; 度假客约 46 万人次, 25 年增速达 75%, 恢复至 2019 年的 35%。

图表20: 柬埔寨游客数据跟踪

1、金边机场航空入境游客数 (月度口径)						2、柬埔寨入境中国游客数 (月度口径)					
时间	人次	上年同期	同比增速	19年同期	较19年同期恢复比例	时间	人次	上年同期	同比增速	19年同期	较19年同期恢复比例
25-01	157120	132982	18%	172695	91%	25-01	67998	46781	45%	182449	37%
25-02	205123	142267	44%	194439	105%	25-02	116374	63209	84%	236123	49%
25-03	182521	156015	17%	214575	85%	25-03	101784	79971	27%	264864	38%
25-04	173179	138376	25%	177077	98%	25-04	101349	70494	44%	203603	50%
25-05	168301	129367	30%	164985	102%	25-05	101468	65548	55%	216531	47%
25-06	171059	132524	29%	158189	108%	25-06	97798	63357	54%	188916	52%
25-07	186860	153510	22%	176454	106%	25-07	100738	74620	35%	208198	48%
25-08	171889	146207	18%	169073	102%	25-08	97456	74854	30%	201212	48%
25-09	160369	133672	20%	140440	114%	25-09	104124	68708	52%	163060	64%
25-10	176572	159555	11%	157988	112%	25-10	111195	84194	32%	161546	69%
25-11	187311	163026	15%	170858	110%	25-11	104668	78039	34%	155031	68%
25-12	173930	165082	5%	175134	99%	25-12	96729	79177	22%	180316	54%
25年合计	2114234	1752583	21%	2071907	102%	25年合计	1201681	848952	42%	2361849	51%

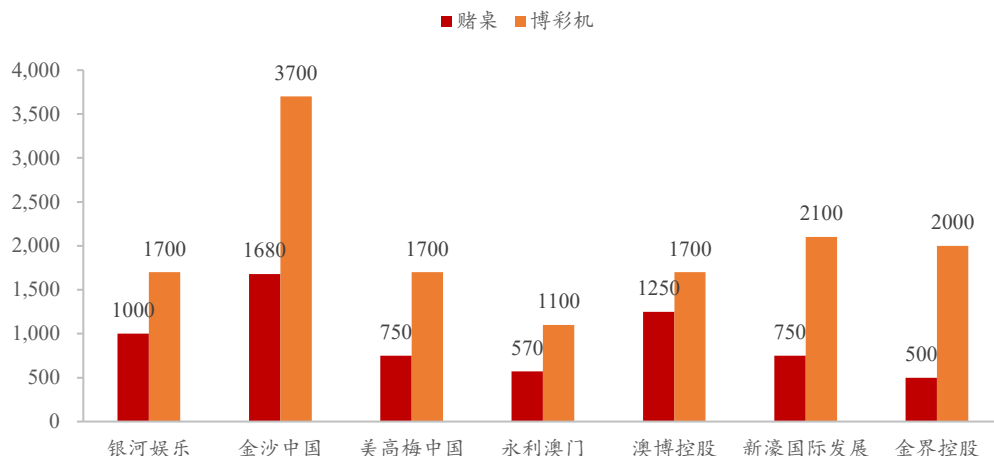
3、柬埔寨中国入境游客-度假 (月度口径)						4、柬埔寨中国入境游客-商务 (月度口径)					
时间	人次	上年同期	同比增速	19年同期	较19年同期恢复比例	时间	人次	上年同期	同比增速	19年同期	较19年同期恢复比例
25-01	32519	18198	79%	147806	22%	25-01	35192	28291	24%	34004	103%
25-02	23464	17871	31%	148318	16%	25-02	92532	44925	106%	86820	107%
25-03	32293	19178	68%	142243	23%	25-03	69252	60410	15%	121601	57%
25-04	28618	17438	64%	106832	27%	25-04	72405	52651	38%	96084	75%
25-05	34019	19437	75%	115820	29%	25-05	67290	45958	46%	100040	67%
25-06	30437	18748	62%	83763	36%	25-06	67193	44437	51%	104440	64%
25-07	61351	26769	129%	92061	67%	25-07	38851	47400	-18%	115231	34%
25-08	48003	23174	107%	91352	53%	25-08	49178	51414	-4%	108758	45%
25-09	40061	20253	98%	73191	55%	25-09	63824	48293	32%	88813	72%
25-10	43896	24165	82%	80475	55%	25-10	67097	59870	12%	80111	84%
25-11	41100	24870	65%	88360	47%	25-11	63415	53018	20%	63116	100%
25-12	43099	31551	37%	129161	33%	25-12	53480	47471	13%	47195	113%
25年合计	458860	261652	75%	1299382	35%	25年合计	739709	584138	27%	1046213	71%

资料来源: wind, 柬埔寨旅游局, 国盛证券研究所

2.3 独家经营权奠定龙头地位，打击灰产格局有望再优化

柬埔寨博彩竞争格局与澳门差异较大：澳门为六家博彩公司共分天下，面临激烈市场竞争。柬埔寨则呈“全国分散，金边专营”格局，据柬商业博彩管委会披露，截至2025年底，柬全境共有195张博彩牌照，其中实际运营有160处赌场。1995年起金界获博彩牌照，有效期70年（至2065年届满），其中至2035年公司可于首都金边方圆200公里内享有独家博彩经营权，2019年这一垄断权进一步延长至2045年。金界赌桌及博彩机数量不设上限，自行调整，运营弹性较强，公司当前运营500张赌桌和2000台博彩机。市占率方面，参考柬商业博彩管委会数据，2025年柬埔寨全国博彩税收收入超7200万美元，金界25年报披露缴纳博彩税约4371万美元，粗略估算金界于全国市占率超60%。此外柬埔寨近期集中整治电诈，部分与灰产有关联的赌场面临相应处罚，行业集中度亦有望进一步提升。

图表21：金界与澳门博彩同行赌桌及博彩机数量对比（金界为官网披露，澳门公司为22年获批数据）



资料来源：澳门力报，金沙中国公司公告，澳博控股公司公告，公司官网，国盛证券研究所

3、后续驱动：内外环境有望改善，对华免签再添催化

我们认为，从中长期看，伴随柬埔寨旅游业发展，金界作为金边本地博彩娱乐龙头有望直接承接客流红利，成长空间广阔。但短期维度，2025年下半年以来，地缘政治及外部舆情等因素对柬埔寨旅游业复苏进程造成扰动，对应金界股价这一阶段也出现明显调整。当前时点之所以看好金界，是因为我们判断，以上内外部扰动因素均将逐步迎来缓解，叠加柬埔寨对华免签推进，金界成长逻辑有望重回正轨。

3.1 内除电诈外促和平，风险扰动逐步出清

对内重拳打击电诈，营商环境及国际形象有望迎来优化。近年来，柬埔寨电诈团体聚集，相关事件多发，在舆论上严重影响柬埔寨外部形象，制约其旅游业发展。2025年韩国大学生在柬被绑架致死事件引发国际舆论关注，随后多起相关事件在网络上进一步曝光，引发市场担忧。当前柬埔寨正开展新一轮的电诈打击，当地时间4月3日柬埔寨参议院召开特别会议，审议并全票通过《反电信网络诈骗法》草案，随后提交柬埔寨国王签署颁布实施。同时柬首相洪玛奈亦发表公开讲话，称柬政府将以最坚决措施铲除电信网络诈骗犯罪，彻底与电诈活动划清界限。我们认为本轮打击诉求明确、力度空前，有望大幅改善柬埔寨营商环境。

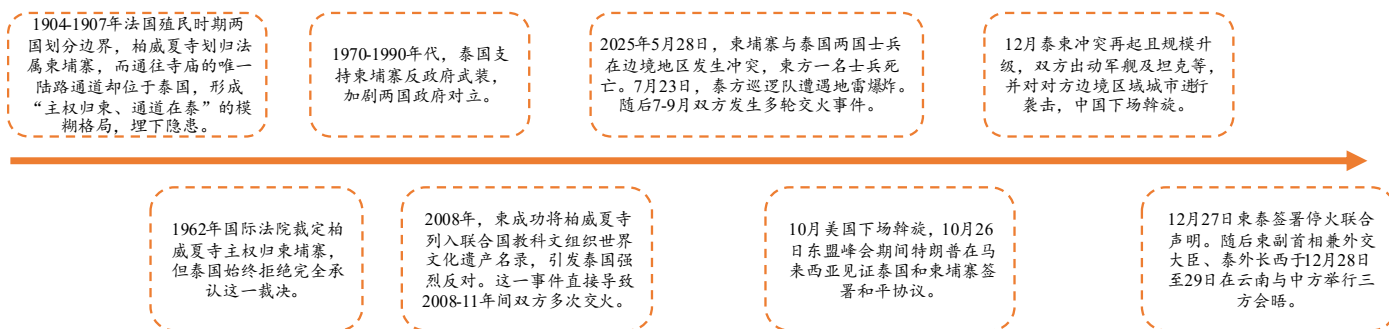
图表22：柬埔寨电诈发展时间轴



资料来源：红星观察，中时新闻网，联合早报，东华日报，光明网，澎湃新闻，中国新闻周刊，央视网，南方网，观察者网，国盛证券研究所

对外推动和平对话，边境冲突已整体缓和。2025年泰柬边境发生多轮冲突，引发地缘政治担忧。泰国2024年曾经是柬埔寨最大的客源国，两国边境冲突导致泰柬陆路口岸关闭，柬埔寨泰国游客自25年7月起出现断崖式下滑，连续六个月同比下降90%以上，2025年全年泰国入境游客同比下降52%，拖累柬埔寨年度全口径国际游客全年下滑17%。尽管泰国陆路入境游客与金界客群重叠度不高，但边境冲突依旧不可避免扰动外部经营环境，并严重影响市场风险偏好，对金界股价形成压制。25年12月底以来两国边境基本上恢复和平，当前两国处于边境重新划界及新一轮和平谈判中，我们认为在东盟和中方的斡旋之下，泰柬边境冲突在26年有望整体缓和，可对柬埔寨旅游业发展及营商环境提供外部支撑。

图表23: 泰柬边境冲突复盘



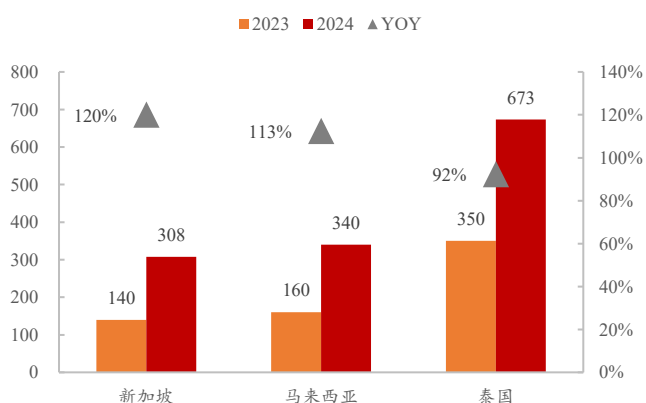
资料来源：浙江日报，洛杉矶时报，新华网，中国日报网，澎湃新闻，光明网，红星新闻，中国广播网，AKP，国盛证券研究所

3.2 对华免签叠加交通改善，柬旅游业将迎黄金期

多国已享客流翻倍红利，柬埔寨有望复刻路径。如前文讨论，中国游客占柬埔寨国际游客比重恢复明显且重要性突出，我们认为这一趋势将在26年进一步凸显，据官方公告，柬埔寨将于2026年6月15日至10月15日为期四个月，对中国公民试行14天免签政策。参考新加坡（自2024年2月9日起）、马来西亚（2023年12月1日起）、泰国（2023年9月25日起）等邻近旅游目的地对华免签前后年度中国游客翻倍增长的历史经验，我们认为免签开放后访柬游客将迎来明显提升。

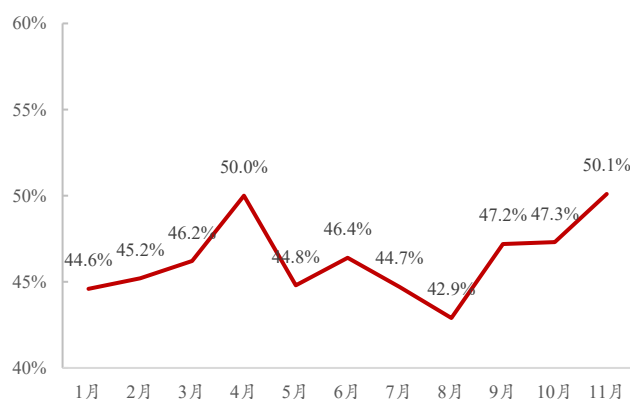
新机场扩容明显，交通改善助力客流。与此同时，金边的新机场德崇国际机场已于25年9月投入运营，其一期工程（当前）年旅客吞吐量目标为1300万人次，后续目标二期提升至3000万人次，三期达到5000万人次的设计容量。数据显示去年9月投运后中国大陆往柬埔寨航班数较19年同期的恢复率明显提升，尽管26上半年受柬埔寨内外部环境影响游客修复有所波动，但中长期来看，免签启动叠加新机场启用，我们看好中柬航班量进一步扩容，旅游业发展潜力充沛。

图表24: 部分国家免签前后年度中国游客入境人次对比（万人次）



资料来源：中国新闻网，荆楚网，新加坡旅游局，联合早报，经济日报，半岛都市报，国盛证券研究所

图表25: 2025年各月份中国大陆往柬埔寨航班较2019年恢复率

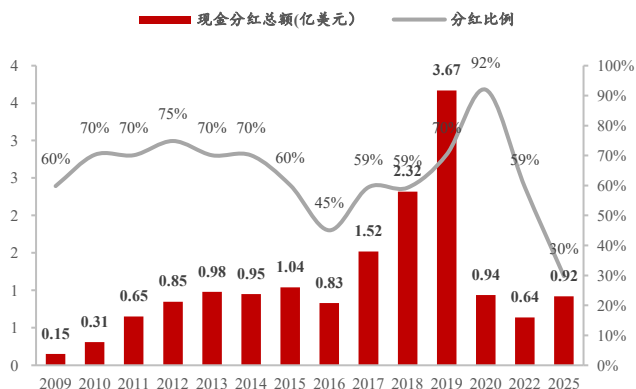


资料来源：航旅新零售，航班管家，国盛证券研究所

3.3 增加分红潜力充沛，三期方案落定后有望提升

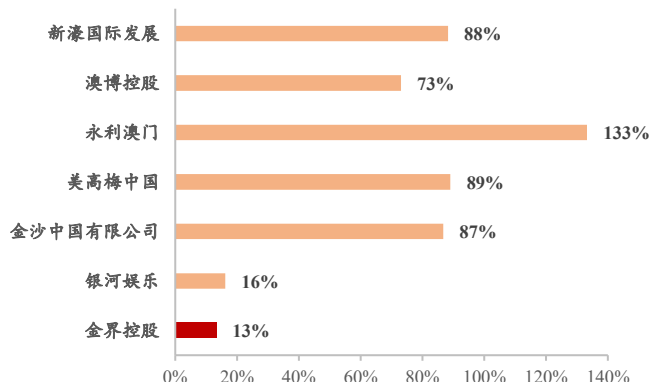
当前分红水平低于历史中枢，后续有望逐步提升。公司历史常规分红比例约 60-70%，最高达 90%以上，25 年起恢复分红，目前派息率约 30%。考虑到控股股东持股比例较高，且金界自身资产负债结构优秀，我们认为后续金界分红比例提升确定性较强。作为对比，澳门博彩龙头银河娱乐疫情前分红维持在 30%左右水平，疫情后提升至 50%，25 年报进一步提至 60%。疫情前公司曾计划筹建 Naga 三期项目，投资体量约 35 亿美元，当前仍处业绩恢复前中期，接待能力远未饱和，三期项目建设也将重新规划。我们判断后续新计划投资额有望大幅压缩，资本开支削减预期下公司分红水平也有望逐步修复。

图表26：金界历史各期分红情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表27：金界资产负债率远低于澳门同行（25 年报数据）



资料来源：wind，国盛证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 收入端

结合前文分析，我们认为从节奏上看，2026年金界业绩在上半年或存在一定波动，伴随免签开始，下半年起将迎来明显改善，中长期增长中枢有望维持在双位数以上。其中：
贵宾业务：这部分主要来自于超高净值人群博彩贡献，长期来看我们认为和柬埔寨经济发展及公司大客户维护能力强相关，短期维度考虑到柬埔寨26年重拳打击电诈产业，以及与泰国边境刚刚恢复和平，国内环境仍在恢复期，大客户在行程安排上或有延后。此外直接贵宾对中介人依赖更低，毛利率更高，是公司贵宾业务中更聚焦方向。综合估算2026-28年该部分业务同比增速为-9%/+13%/+15%，收入为1.89/2.14/2.46亿美元。

中场业务：中场占比大且毛利率高，为金界业绩核心支撑，在26Q1贵宾业务承压时，中场仍能保持稳健向上，凸显需求韧性强劲。考虑到柬埔寨中国游客基本盘为商旅群体，且25年中国对柬投资体量可观，叠加对华免签等因素，我们看好柬游客将在商旅及度假两条路径上同步修复，直接驱动中场业务增长。综合估算2026-28年该部分业务同比增速为+17%/+17%/+17%，收入为5.68/6.66/7.81亿美元。

非博彩业务：主要作为客户服务内容，占公司营收比重不大，预计该部分业务增速基本稳健，估算26-28年同比增速为+10%/+10%/+10%，收入为0.20/0.22/0.24亿美元。

图表28：金界控股收入拆分预测（单位：百万美元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	533.2	562.5	709.7	776.7	901.4	1051.1
yoy	16%	5%	26%	9%	16%	17%
毛利率	79.1%	81.2%	81.3%	81.6%	82.7%	83.5%
贵宾合计	177.8	147.9	206.6	188.5	213.7	245.8
yoy	51%	-17%	40%	-9%	13%	15%
毛利率	60.1%	59.1%	60.9%	57.2%	59.4%	60.9%
直接贵宾	133.6	103.1	136.1	126.2	145.2	166.9
yoy	46%	-23%	32%	-7%	15%	15%
毛利率	72.1%	74.6%	80.4%	75.0%	77.0%	78.5%
转介贵宾	44.2	44.8	70.4	62.3	68.6	78.8
yoy	68%	1%	57%	-12%	10%	15%
毛利率	23.5%	23.4%	23.3%	21.0%	22.0%	23.5%
中场合计	337.0	395.0	485.0	568.3	665.8	781.3
yoy	3%	17%	23%	17%	17%	17%
毛利率	88.8%	89.4%	89.8%	89.7%	90.1%	90.6%
中场-赌桌	209.7	269.3	342.5	407.1	488.6	586.3
yoy	3%	28%	27%	19%	20%	20%
毛利率	91.6%	91.8%	92.3%	92.0%	92.0%	92.5%
中场-博彩机	127.3	125.7	142.6	161.1	177.2	195.0
yoy	2%	-1%	13%	13%	10%	10%
毛利率	84.3%	84.3%	83.9%	84.0%	85.0%	85.0%
非博彩业务	18.4	19.6	18.1	19.9	21.9	24.0
yoy	24%	7%	-8%	10%	10%	10%
毛利率	83.7%	83.2%	84.8%	82.0%	83.0%	84.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

综合来看，我们预计金界控股 26-28 年收入分别为 7.77 亿/9.01 亿/10.51 亿美元，同比 +9%/16%/17%。

(2) 成本及费用端

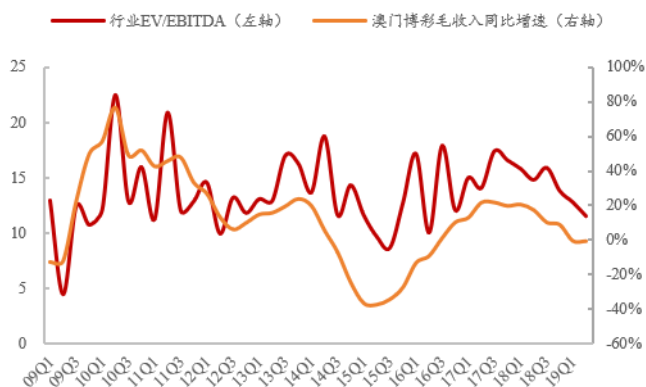
受业务结构变化驱动，金界盈利能力近年来提升明显，我们认为中场转型的大趋势仍将延续，公司毛利水平有望继续稳中有升。此外伴随金界业务体量修复，其费用开支的规模效应也愈发显现，预计公司 2026-2028 年毛利率为 81.6%/82.7%/83.5%。

综上，我们预计金界控股 2026-27 年归母净利分别为 3.33/4.05/4.92 亿美元。

4.2 估值复盘

当前估值处于明显低位，以澳门为鉴看好双击行情。我们以澳门博彩板块历史数据为参考进行复盘，考虑到博彩行业重资产高折旧高利息的经营特点，行业内一般选取 EV/EBITDA 这一估值指标，不难发现博彩估值与行业 GGR 增速同向，即行业数据向好，则估值情绪有望提振，在经营周期向上阶段，往往可以呈现典型的戴维斯双击行情。进一步复盘金界控股历史估值水平，其历史 EV/EBITDA 估值约在 5-15 倍区间震荡，其中在 2017 年 Naga 二期度假村开业后，公司业绩提振明显，估值中枢相应逐步抬升至 10-15 倍区间。当前金界估值仍处明显低位，我们认为在公司业绩向上的大趋势下，会伴随估值端的同步修复，此外考虑到当前公司盈利能力较疫情前已有大幅改善，叠加自身于柬埔寨博彩市场的垄断地位，其估值应当向疫情前水平靠拢。

图表29：澳门博彩估值与行业收入增速变化基本同向（2009-2019 年）



资料来源：wind，彭博，国盛证券研究所

图表30：金界历史估值复盘（EV/EBITDA，2022 年期间异常值未展示）



资料来源：彭博，国盛证券研究所

4.3 投资建议

金界控股为柬埔寨博彩标的，我们选取同样在港股上市的澳门博彩同业公司作为参照。其中银河娱乐为澳门博彩龙头，其运营能力突出，银河四期预计 27 年完工，接待能力有望明显提升，参考彭博一致预期，截至北京时间 26 年 8 月 18 日（后文同）其 26-28 年 EV/EBITDA 分别为 9.2/8.6/7.8 倍。金沙中国有限公司为澳门中场之王，旗下拥有超 10000 间高端酒店房间，非博彩配套引流积淀深厚，参考彭博一致预期，其 26-28 年 EV/EBITDA 分别为 9.2/8.5/8.1 倍。美高梅中国为澳门博彩新锐，22 年新博彩法案下赌桌增量显著，参考彭博一致预期，其 26-28 年 EV/EBITDA 分别为 6.2/5.9/5.8 倍。

图表31: 可比公司估值表 (其中金界单位为美元, 其余为港币)

代码	公司	市值	收入 (亿元)			YOY			EBITDA (亿元)			YOY			EV/EBITDA		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
3918.HK	金界控股	20	7.8	9.0	10.5	9%	16%	17%	4.5	5.2	6.0	10%	16%	16%	3.4	3.0	2.6
可比公司																	
0027.HK	银河娱乐	1527	507.3	545.3	598.4	3%	7%	10%	145.6	155.8	170.7	0%	7%	10%	9.2	8.6	7.8
1928.HK	金沙中国有限公司	1163	630.1	669.7	701.8	9%	6%	5%	171.5	186.9	195.4	-5%	9%	5%	9.2	8.5	8.1
2282.HK	美高梅中国	396	355.1	371.3	384.1	2%	5%	3%	85.2	89.4	90.6	-15%	5%	1%	6.2	5.9	5.8
平均															8.2	7.6	7.2

资料来源: 彭博, wind, 国盛证券研究所 (时间截至北京时间 2026 年 8 月 18 日)

我们认为市场已给予金界充分风险估值折价, 当前位置属于“好公司的好价格”。展望后续, 柬埔寨外商投资持续高增, 商旅客流基本盘稳固; 叠加近期政府强化打击电诈改善国际形象, 对华免签旅游业将再迎催化。我们看好柬埔寨游客将在商旅及度假两条路径上同步修复, 金界于首都金边地区享有独家博彩经营权, 有望直接受益于客流回暖。我们预计 26-28 年公司收入分别为 7.77 亿/9.01 亿/10.51 亿美元, 同比+9%/16%/17%, EBITDA 为 4.46 亿/5.15 亿/5.99 亿美元, 对应 EV/EBITDA 估值为 3.4/3.0/2.6 倍, 无论较澳门同行还是公司历史估值水平均处明显低位。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 柬埔寨游客恢复进度不及预期。**金界为金边本地博彩龙头, 其经营表现与金边客流相关度高, 若客流表现疲软, 则将会影响公司业绩。
- 亚洲各博彩目的地市场竞争强度超预期。**柬埔寨邻近国家和地区有多个博彩目的地, 若在营销引流、赌客招揽等方面加大投放, 有可能会对柬埔寨博彩客流造成分流。
- 东南亚地缘政治风险。**柬埔寨与泰国在 2025 年发生多轮边境摩擦, 若后续地缘政治问题存在反复, 则对金界外部经营环境造成影响。
- 待建项目资产减值风险。**当前俄罗斯经营环境并不明朗, 若后续海参崴项目再次减值, 则将影响公司业绩。

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