澳门 博彩

3Q前瞻:得益于竞争环境稳定/成本控制,EBITDA有望环比温和回升;银河娱乐和金沙中国整体业绩或表现出色(摘要)



张启业, CFA
+852-2978-6102 | simon.cheung@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

王鹏昂
+852-2978-1984 | alpha.wang@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

潘佳依
+852-2978-6972 | leah.pan@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

Zhaoheng Chen
+852-2978-0901 | zhaoheng.chen@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

本月晚些时候，金沙中国和美高梅中国将拉开澳门博彩运营商股2026年三季报发布的序幕，先是美高梅中国（10月29日），随后是11月的永利澳门（11月6日）、新濠博亚、银河娱乐和澳博控股。鉴于每周和每月博彩总收入数据已广为人知，我们认为投资者的关注重点将再度集中于：(1) 利润率趋势，正如我们在9月8日调研要点报告中强调的，高端市场的竞争强度和玩家再投资率似乎已有所稳定，而且澳博控股和银河娱乐等博彩运营商正在寻求节约成本和提高运营效率；(2) 新项目、资本投资和回报的最新进展。下文重点阐述了我们的预测（图表 1）：

- 2026年三季度行业博彩总收入环比持平或同比下降4%——正如我们在10月2日报告中讨论的，受去年同期基数偏高的影响，2026年三季度澳门整体博彩总收入同比下降4%（2026年一季度/二季度同比分别为+13%/-1%），不过季环比基本持平（下降1%）。我们认为以下因素造成了2026年三季度博彩总收入趋势依然疲软：(1) 世界杯期间（持续至7月19日）博彩支出被分流，导致7月博彩总收入仍相当低迷，仅为2019年水平的83%，较6月时的78%未见显著改观，而此前和随后的月份达到了85-90%；(2) 高企的国际机票价格（同比涨幅为30-40%）在8-9月才开始恢复正常；以及 (3) 年初至今的股市回调（沪深300指数-9%，恒生指数-10%）削弱财富效应，而且中国收紧资本管制并对境外金融投资征税带来负面情绪。尽管博彩总收入的细分数据尚未公布，但我们预计贵宾厅博彩总收入季环比回升21%，因为2026年二季度基数较低，当时金沙中国的贵宾厅赢率处在1.35%反常低位。就行业整体而言，我们预测赢率为3.4%，而2026年二季度为2.5%。我们还了解到银河娱乐和美高梅中国等部分博彩运营商的业绩得益于赢率较高。贵宾厅转码数环比下降9%，而中场/角子机博彩总收入环比下降4%，这可能是因为高额赌客对新闻动态更为敏感而且围绕中国资本管制和全球税收执行趋严的情绪/担忧更甚。

- 行业EBITDA季环比回升5%，得益于非博彩收入季节性走强以及稳定的竞争环境和日均营业费用——尽管澳门2026年三季度博彩总收入环比下降1%，但考虑到夏季澳门游客量季节性增长（月均人次从二季度的320万升至370-380万），我们预测非博彩收入环比增长7%。就竞争而言，不同于近期与我们交流的投资者所持的观点（他们认为金沙中国新任首席运营官曾担任美高梅中国高管，他此前的行事风格意味着金沙中国短期内可能推行更激进的促销活动），我们认为金沙中国当前

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。 由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

重点更多在于，继去年增加员工和成本以延长赌桌运营时间之后实现成本合理化、改善销售渠道和服务质量。正如我们在9月8日调研要点报告中讨论的，虽然竞争依然激烈，但玩家再投资率近几个月来更为稳定——我们预测2026年三季度推广费用与博彩总收入之比将从二季度的20.6%小幅降至20.1%。就营业费用趋势而言，我们预计行业日均营业费用环比下降1%至2,320万美元，其中澳博控股的营业费用进一步减少（环比下降6%）。综合来看，由于三季度成本偏低（成本增长主要集中于2025年四季度），我们预测行业EBITDA同比下降9%（2026年二季度同比下降10%），但环比回升5%至19.5亿美元，隐含EBITDA利润率（基于总收入）触底回升至21.8%（2026年二季度为20.9%）。

- 金沙中国和银河娱乐的博彩总收入份额上升，而新濠博亚和澳博控股的份额相应收缩——受益于夏季休闲活动和家庭游客的回归，我们估计金沙中国/银河娱乐的博彩总收入市场份额分别环比提高1.4个/1.2个百分点，至25.3%/21.8%；两者均受益于正常化或高于理论值的赢率表现。上述提升可能以新濠博亚和澳博控股的份额受侵蚀为代价：新濠博亚份额环比下降1.5个百分点至13.4%，而澳博控股份额环比下降0.8个百分点至9.4%，主要缘于旗下海立方(Oceanus)和回力(Jai Alai)等小型赌场份额流失，以及上葡京(GLP)中场博彩区翻新工程造成的持续干扰。其他运营商的博彩总收入份额大致稳定：永利澳门环比下降0.5个百分点至13.3%，美高梅中国环比提高0.3个百分点至16.8%。

- 2026年三季度，金沙中国有望自低基数实现最强劲的EBITDA环比增长，其次是银河娱乐。新濠博亚的整体业绩走弱——在我们覆盖的六家运营商中，我们预计金沙中国的EBITDA环比增幅最为强劲，有望增长28%至5.48亿美元，利润率达到23.3%的更正常水平（2026年二季度/一季度分别为19.3%/24.6%）。我们预计银河娱乐EBITDA环比增长8%至36.6亿港元，得益于博彩总收入增长5%和日均营业费用持稳。另一方面，我们预计新濠博亚EBITDA环比走势最为疲弱，环比下降12%至2.67亿美元，因为更显著的博彩总收入份额流失引发负经营杠杆效应。另外，媒体报道称新濠博亚近几个月发生了一些高管人事变动。从积极一面来看，新濠博亚新装修的REM幻宇酒店定于10月20日盛大开业，有望在未来推动博彩总收入温和回升。对于其他运营商，我们预测永利澳门/澳博控股的EBITDA都将环比下降8%，分别降至2.73亿美元/7.21亿港元，而美高梅中国的趋势更为稳定，为2.98亿美元。

尽管2026年三季度业绩不太可能出现重大惊喜，但我们很高兴地看到刚刚过去的黄金周游客趋势保持良好（参见报告）。再考虑到未来演唱会和活动日程繁忙（包括NBA比赛等，图表 7），如果未来几周出现旅游/博彩的长尾需求也不足为奇，我们将予以密切关注。我们认为投资者也将跟踪数据，以评估中国加强资本管制以及对境外投资征税的审查收紧是否影响未来的市场情绪和博彩总收入。澳门博彩股继8月大幅反弹之后，在过去一个月里回调了10-15%（恒生指数同期下跌3%），并回落到2026年之前的低点。我们仍然认为，更显著的估值向上重估将取决于博彩总收入/盈利提升（如果确实发生）的时机和幅度——我们认为可能出现在2026年四季度，届时博彩总收入和日均营业费用的基数较低（尤其是在11-12月）。行业估值再次显得具有吸引力，EV/EBITDA倍数约为7倍（而周期中期约为11-12倍），我们覆盖的六家博彩运营商中有四家已恢复派息，目前平均股息收益率超过6%。维持对银河娱乐、金沙中国、永利澳门和新濠博亚的买入评级。

图表 1: Macau gaming 3Q26E preview summary

						QoQ		YoY	
US$ mn	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2Q26	3Q26E	2Q26	3Q26E
Mass/slot GGR by operator									
SJM	824	778	691	671	629	-3%	-6%	-23%	-24%
Sands China	1,689	1,738	1,780	1,687	1,686	-5%	0%	8%	0%
Wynn Macau	830	812	886	942	873	6%	-7%	25%	5%
Galaxy	1,307	1,390	1,332	1,334	1,329	0%	0%	8%	2%
MLCO - Macau only	926	955	1,020	975	875	-4%	-10%	0%	-5%
MGM China	1,080	1,182	1,163	1,130	1,092	-3%	-3%	3%	1%
Industry total	**6,658**	**6,855**	**6,871**	**6,739**	**6,485**	**-2%**	**-4%**	**4%**	**-3%**
VIP GGR by operator									
SJM	91	75	95	92	63	-4%	-31%	57%	-31%
Sands China	148	280	329	102	184	-69%	80%	-34%	25%
Wynn Macau	182	180	137	93	111	-32%	19%	-38%	-39%
Galaxy	262	399	300	210	283	-30%	35%	-32%	8%
MLCO - Macau only	205	200	223	140	112	-37%	-20%	-35%	-45%
MGM China	137	170	107	110	151	3%	36%	-33%	10%
Industry total	**1,027**	**1,304**	**1,191**	**748**	**905**	**-37%**	**21%**	**-29%**	**-12%**
Total GGR by operator									
SJM	916	854	787	763	692	-3%	-9%	-18%	-24%
Sands China	1,837	2,018	2,109	1,790	1,870	-15%	5%	4%	2%
Wynn Macau	1,013	992	1,023	1,035	984	1%	-5%	15%	-3%
Galaxy	1,569	1,788	1,632	1,544	1,612	-5%	4%	0%	3%
MLCO - Macau only	1,132	1,155	1,243	1,115	988	-10%	-11%	-7%	-13%
MGM China	1,218	1,352	1,269	1,241	1,243	-2%	0%	-2%	2%
Industry total	**7,684**	**8,159**	**8,063**	**7,487**	**7,390**	**-7%**	**-1%**	**-1%**	**-4%**
Total GGR market share									
SJM	11.9%	10.5%	9.8%	10.2%	9.4%	0.4ppt	-0.8ppt	-2.2ppt	-2.5ppt
Sands China	23.9%	24.7%	26.2%	23.9%	25.3%	-2.3ppt	1.4ppt	1.2ppt	1.4ppt
Wynn Macau	13.2%	12.2%	12.7%	13.8%	13.3%	1.1ppt	-0.5ppt	1.9ppt	0.1ppt
Galaxy	20.4%	21.9%	20.2%	20.6%	21.8%	0.4ppt	1.2ppt	0.2ppt	1.4ppt
MLCO - Macau only	14.7%	14.2%	15.4%	14.9%	13.4%	-0.5ppt	-1.5ppt	-0.9ppt	-1.4ppt
MGM China	15.8%	16.6%	15.7%	16.6%	16.8%	0.8ppt	0.3ppt	-0.1ppt	1.0ppt
Promotional allowance as % of GGR									
SJM	*8.5%*	*9.3%*	*12.6%*	*12.7%*	*12.4%*	*0.1ppt*	*-0.3ppt*	*4.5ppt*	*3.9ppt*
Sands China	*20.8%*	*22.5%*	*22.1%*	*24.6%*	*22.1%*	*2.6ppt*	*-2.5ppt*	*4.7ppt*	*1.3ppt*
Wynn Macau	*15.4%*	*18.1%*	*17.7%*	*16.4%*	*16.8%*	*-1.3ppt*	*0.4ppt*	*-1.4ppt*	*1.4ppt*
Galaxy	*20.7%*	*18.5%*	*21.3%*	*21.1%*	*21.3%*	*-0.2ppt*	*0.2ppt*	*1.5ppt*	*0.6ppt*
MLCO - Macau only	*19.0%*	*20.1%*	*19.2%*	*20.3%*	*20.0%*	*1.0ppt*	*-0.3ppt*	*2.2ppt*	*1.0ppt*
MGM China	*22.0%*	*19.7%*	*23.0%*	*22.6%*	*22.3%*	*-0.4ppt*	*-0.3ppt*	*0.2ppt*	*0.3ppt*
Industry total	***18.5%***	***18.9%***	***20.1%***	***20.6%***	***20.1%***	***0.4ppt***	***-0.5ppt***	***2.3ppt***	***1.5ppt***
Daily opex by operator									
SJM	(2.8)	(3.1)	(3.3)	(3.4)	(3.2)	2%	-6%	20%	14%
Sands China	(5.9)	(6.6)	(6.7)	(6.7)	(6.7)	1%	-1%	18%	14%
Wynn Macau	(2.7)	(2.8)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	0%	1%	9%	7%
Galaxy	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.6)	-3%	-1%	5%	1%
MLCO - Macau only	(3.2)	(3.5)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	0%	0%	6%	6%
MGM China	(3.2)	(3.7)	(3.3)	(3.4)	(3.5)	3%	2%	10%	8%
Industry total	**(21.3)**	**(23.5)**	**(23.3)**	**(23.4)**	**(23.2)**	**0%**	**-1%**	**12%**	**9%**
Reported EBITDA									
SJM	113	86	118	101	92	-14%	-8%	14%	-18%
Sands China	601	608	633	430	548	-32%	28%	-24%	-9%
Wynn Macau	308	271	279	297	273	6%	-8%	17%	-11%
Galaxy	428	551	458	433	469	-5%	8%	-5%	9%
MLCO	381	331	381	304	267	-20%	-12%	-20%	-30%
MGM China	304	353	315	298	298	-5%	0%	-7%	-2%
Industry total	**2,135**	**2,200**	**2,185**	**1,863**	**1,948**	**-15%**	**5%**	**-10%**	**-9%**
Reported EBITDA margin									
SJM	12.5%	10.3%	15.5%	13.8%	13.7%	-1.7ppt	-0.1ppt	4.2ppt	1.2ppt
Sands China	31.6%	29.6%	30.0%	24.1%	28.3%	-5.9ppt	4.2ppt	-7.5ppt	-3.3ppt
Wynn Macau	30.8%	28.0%	28.2%	29.6%	28.3%	1.3ppt	-1.3ppt	0.8ppt	-2.5ppt
Galaxy	27.5%	31.1%	28.8%	28.6%	29.6%	-0.3ppt	1.0ppt	-1.1ppt	2.1ppt
MLCO	29.1%	25.6%	27.9%	24.3%	22.6%	-3.6ppt	-1.7ppt	-4.2ppt	-6.5ppt
MGM China	27.9%	28.6%	28.0%	27.0%	26.7%	-1.1ppt	-0.3ppt	-2.0ppt	-1.2ppt
Industry total	**27.5%**	**27.0%**	**27.5%**	**25.2%**	**26.1%**	**-2.3ppt**	**0.9ppt**	**-2.1ppt**	**-1.4ppt**
EBITDA margin on gross revenue									
SJM	11.5%	9.4%	13.7%	12.2%	12.1%	-1.6ppt	0.0ppt	3.3ppt	0.6ppt
Sands China	26.3%	24.3%	24.6%	19.3%	23.3%	-5.3ppt	4.0ppt	-7.2ppt	-3.0ppt
Wynn Macau	26.6%	23.6%	23.9%	25.3%	24.1%	1.4ppt	-1.1ppt	1.0ppt	-2.5ppt
Galaxy	22.7%	26.2%	23.7%	23.5%	24.3%	-0.2ppt	0.8ppt	-1.3ppt	1.6ppt
MLCO	25.0%	21.7%	23.7%	20.6%	19.4%	-3.2ppt	-1.2ppt	-3.9ppt	-5.6ppt
MGM China	22.4%	23.5%	22.3%	21.5%	21.4%	-0.7ppt	-0.2ppt	-1.6ppt	-1.0ppt
Industry total	**23.2%**	**22.7%**	**22.9%**	**20.9%**	**21.8%**	**-2.0ppt**	**0.9ppt**	**-2.2ppt**	**-1.5ppt**

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 2: Macau operators monthly GGR market share trend

US$ mn	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	QoQ	YoY	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-26	MoM
Total GGR														
SJM	916	854	787	763	692	-9%	-24%	248	279	237	245	240	208	-13%
Sands China	1,837	2,018	2,109	1,790	1,870	5%	2%	552	701	537	605	717	549	-23%
Wynn Macau	1,013	992	1,023	1,035	984	-5%	-3%	371	380	284	348	379	257	-32%
Galaxy	1,569	1,788	1,632	1,544	1,612	4%	3%	518	571	455	575	591	446	-25%
MLCO - Macau only	1,132	1,155	1,243	1,115	988	-11%	-13%	362	419	334	340	362	285	-21%
MGM China	1,218	1,352	1,269	1,241	1,243	0%	2%	426	464	350	409	436	399	-9%
Industry total	**7,684**	**8,159**	**8,063**	**7,487**	**7,390**	**-1%**	**-4%**	**2,476**	**2,814**	**2,196**	**2,522**	**2,725**	**2,143**	**-21%**
QoQ	***2%***	***6%***	***-1%***	***-7%***	***-1%***									
Total GGR market share														
SJM	11.9%	10.5%	9.8%	10.2%	9.4%	-0.8ppt	-2.5ppt	10.0%	9.9%	10.8%	9.7%	8.8%	9.7%	0.9ppt
Sands China	23.9%	24.7%	26.2%	23.9%	25.3%	1.4ppt	1.4ppt	22.3%	24.9%	24.4%	24.0%	26.3%	25.6%	-0.7ppt
Wynn Macau	13.2%	12.2%	12.7%	13.8%	13.3%	-0.5ppt	0.1ppt	15.0%	13.5%	12.9%	13.8%	13.9%	12.0%	-1.9ppt
Galaxy	20.4%	21.9%	20.2%	20.6%	21.8%	1.2ppt	1.4ppt	20.9%	20.3%	20.7%	22.8%	21.7%	20.8%	-0.9ppt
MLCO - Macau only	14.7%	14.2%	15.4%	14.9%	13.4%	-1.5ppt	-1.4ppt	14.6%	14.9%	15.2%	13.5%	13.3%	13.3%	0.0ppt
MGM China	15.8%	16.6%	15.7%	16.6%	16.8%	0.3ppt	1.0ppt	17.2%	16.5%	16.0%	16.2%	16.0%	18.6%	2.6ppt

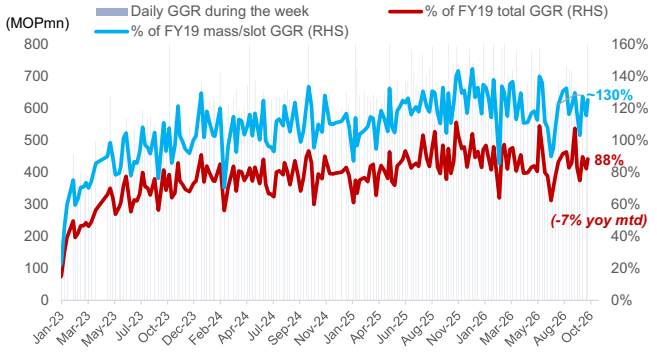
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 3: Macau inbound visitation trend



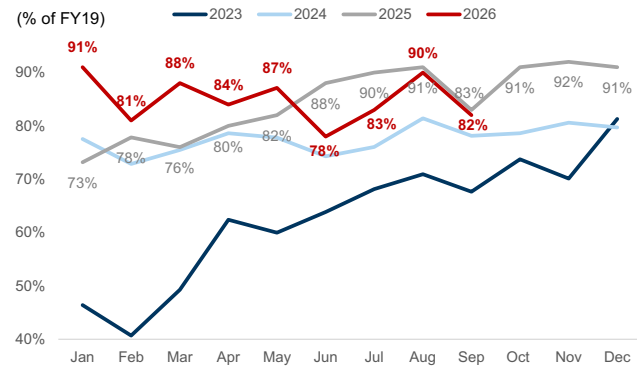
资料来源：GOV.MO

图表 4: Macau weekly GGR trend



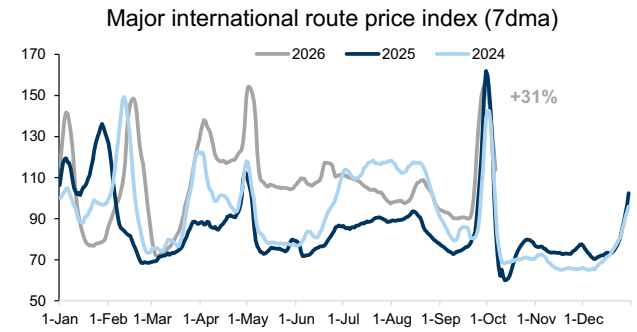
资料来源：彭博, DICJ, 高盛全球投资研究部

图表 5: Macau monthly GGR trend comparison



资料来源：DICJ, 高盛全球投资研究部

图表 6: International airfare yoy trend



Note: Data as of 06-Oct-2026. Label showing latest YoY% figure.

资料来源：FlightMaster

图表 7: Macau major concerts & events summary

Events	Casino operator	Property	Date
Sep			
BABYMONSTER	Sands China	Venetian Arena	Sep 11-12
COLLAR X 4EVE	MLCO	Studio City Event Center	Sep 12
TWS	Sands China	Londoner Arena	Sep 19-20
SUPER JUNIOR-83z	MLCO	Studio City Event Center	Sep 19
Dear Jane	Galaxy	Galaxy Arena	Sep 26
Oct			
Rene Liu (刘若英)	Galaxy	Galaxy Arena	Oct 3
Sara Landry	Sands China	Londoner Arena	Oct 4
NBA China Games 2026	Sands China	Venetian Arena	Oct 9 & 11
Jane Zhang (张靓颖)	Galaxy	Galaxy Arena	Oct 10
ENHYPEN	Galaxy	Galaxy Arena	Oct 16-18
Grasshopper (草蜢)	Sands China	Venetian Arena	Oct 24-25
Richie Jen (任贤齐)	Galaxy	Galaxy Arena	Oct 24
Ian Chan (陈卓贤)	Sands China	Londoner Arena	Oct 24
PLAVE	Sands China	Londoner Arena	Oct 31

资料来源：公司数据, Compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 8: Chinese outbound travel monthly trend by Asia destinations

Month/Year	Macau	Singapore	Malaysia	Philippines	Cambodia	Australia	Korea	Taiwan	Japan	Thailand	Vietnam	HK	NZ	Asia Total	USA
Jan-25	2,750	376	426	31	68	115	346	61	981	663	575	3,726	36	**10,154**	199
Feb-25	2,292	268	285	22	116	123	312	45	723	372	381	2,769	19	**7,728**	92
Mar-25	2,164	187	256	19	102	71	398	48	662	297	631	2,750	20	**7,606**	115
Apr-25	2,126	208	265	20	101	74	426	48	765	317	368	2,814	21	**7,553**	99
May-25	2,440	242	310	22	101	67	467	62	790	310	408	3,124	16	**8,359**	132
Jun-25	1,996	197	311	19	98	60	461	46	798	307	365	2,611	11	**7,280**	119
Jul-25	2,563	414	476	26	101	113	584	54	975	421	391	3,510	22	**9,649**	144
Aug-25	3,258	398	464	23	97	99	584	70	1,019	410	414	4,223	21	**11,080**	200
Sep-25	1,990	207	294	21	104	83	487	43	776	321	362	2,458	20	**7,166**	147
Oct-25	2,535	226	316	25	111	78	453	56	716	357	433	3,452	17	**8,776**	109
Nov-25	2,397	204	278	20	105	75	364	49	563	327	467	3,041	28	**7,917**	94
Dec-25	2,507	173	285	18	97	83	382	55	330	372	488	3,354	29	**8,172**	114
Jan-26	2,705	272	371	28	78	78	405	47	386	400	459	3,646	25	**8,900**	159
Feb-26	3,291	432	530	52	72	220	486	58	397	678	463	4,248	61	**10,988**	125
Mar-26	2,393	209	310	34	93	88	483	47	292	411	483	3,187	25	**8,052**	116
Apr-26	2,405	218	340	36	89	82	561	50	331	418	450	3,104	32	**8,116**	99
May-26	2,542	205	323	37	65	70	551	59	313	411	444	3,486	21	**8,526**	128
Jun-26	1,950	197	317	34	56	59	638	50	341	326	398	2,885	14	**7,266**	122
Jul-26	2,701	430	507	45	68	117	764	59	428	460	388	3,607	28	**9,602**	144
Aug-26	3,562	435	491	40	68	101	811	67	418	482	457	4,569	29	**11,530**	183
FY26 (8M)	**21,549**	**2,398**	**3,189**	**306**	**588**	**815**	**4,701**	**436**	**2,905**	**3,586**	**3,542**	**28,732**	**234**	**72,980**	**1,076**
YoY%															
Jan-26	-1.6%	-27.8%	-12.8%	-10.0%	14.1%	-31.6%	17.0%	-23.8%	-60.7%	-39.6%	-20.1%	-2.2%	-30.2%	**-12.3%**	-19.7%
Feb-26	43.6%	61.3%	86.2%	133.6%	-38.5%	79.5%	55.6%	27.8%	-45.2%	82.4%	21.6%	53.4%	214.5%	**42.2%**	35.8%
Mar-26	10.6%	11.8%	20.9%	77.2%	-8.4%	23.3%	21.3%	-3.0%	-55.9%	38.2%	-23.5%	15.9%	20.4%	**5.9%**	0.6%
Apr-26	13.1%	5.0%	28.4%	81.7%	-12.4%	10.6%	31.5%	4.6%	-56.8%	31.9%	22.1%	10.3%	51.9%	**7.5%**	-0.8%
May-26	4.2%	-15.4%	4.1%	68.4%	-36.2%	3.8%	18.1%	-4.9%	-60.4%	32.6%	8.9%	11.6%	26.9%	**2.0%**	-2.4%
Jun-26	-2.3%	0.0%	1.9%	75.8%	-42.4%	-2.0%	38.5%	8.8%	-57.3%	6.4%	9.1%	10.5%	27.3%	**-0.2%**	2.7%
Jul-26	5.4%	3.7%	6.6%	75.3%	-32.8%	4.0%	30.9%	8.3%	-56.1%	9.3%	-0.8%	2.8%	24.5%	**-0.5%**	-0.2%
Aug-26	9.3%	9.4%	5.7%	73.1%	-30.2%	1.9%	39.0%	-3.2%	-59.0%	17.6%	10.4%	8.2%	39.6%	**4.1%**	-8.4%
FY26 (8M)	**10.0%**	**4.7%**	**14.2%**	**67.8%**	**-25.1%**	**13.0%**	**31.4%**	**0.5%**	**-56.7%**	**15.8%**	**0.3%**	**12.6%**	**40.2%**	**5.1%**	**-2.1%**

资料来源：CEIC, 高盛全球投资研究部

图表 9: Macau and US Gaming comps

Company	Ticker	Rating	Mkt Cap (US$bn)	3m ADTV	Pricing CCY	Price 7-Oct-2026	GS TP	Potential % Upside/ Downside	P/E (excl. exceptionals)			EV/EBITDA			FCF yield			Div. yield			Stock performance			
									2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	1-mo	3-mo	1-yr	YTD
Macau Gaming																								
SJM Holdings	0880.HK	Neutral	0.91	0.01	HKD	1.28	1.80	41%	n.m.	n.m.	n.m.	10.4x	9.4x	8.5x	-7.3%	-2.9%	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-12%	-15%	-59%	-47%
Wynn Macau	1128.HK	Buy	3.24	0.03	HKD	4.90	8.10	65%	15.7x	8.9x	7.9x	8.7x	7.9x	7.8x	10.5%	8.2%	-2.2%	8.3%	9.1%	9.1%	-15%	-7%	-27%	-18%
MGM China	2282.HK	Buy	4.46	0.05	HKD	9.21	16.00	74%	6.8x	7.9x	6.8x	5.3x	5.6x	5.0x	17.9%	16.2%	17.3%	7.2%	7.6%	7.6%	-14%	-12%	-40%	-30%
Galaxy Entertainment	0027.HK	Buy	16.44	0.46	HKD	30.64	51.00	66%	11.4x	11.9x	10.7x	6.5x	6.6x	6.1x	9.3%	6.8%	4.3%	4.2%	5.9%	6.5%	-9%	-3%	-24%	-20%
Melco Resorts & Entertainment	MLCO	Buy	2.31	0.01	USD	4.17	8.00	92%	5.9x	7.2x	4.9x	6.1x	6.8x	6.2x	20.6%	12.4%	25.9%	0.0%	0.0%	9.0%	-20%	-21%	-50%	-45%
Sands China	1928.HK	Buy	11.36	0.23	HKD	11.02	19.50	77%	11.9x	13.0x	10.3x	8.1x	8.0x	7.2x	10.6%	10.0%	10.4%	6.8%	9.1%	10.9%	-21%	-19%	-48%	-44%
Melco International	0200.HK	Neutral	0.43	0.01	HKD	2.59	4.20	62%	5.2x	n.m.	4.5x	5.7x	5.2x	4.4x	24.1%	20.6%	32.6%	0.0%	0.0%	0.0%	-22%	-24%	-51%	-41%
Las Vegas Sands Corp	LVS	Buy	23.49	0.23	USD	35.81	55.00	54%	20.6x	12.0x	10.8x	8.7x	6.8x	6.6x	4.2%	10.6%	11.2%	1.5%	2.5%	2.6%	-19%	-22%	-31%	-45%
Wynn Resorts Ltd	WYNN	Buy	7.72	0.17	USD	74.97	119.00	59%	24.5x	16.1x	16.9x	9.6x	7.9x	7.8x	5.5%	7.3%	4.2%	1.0%	1.3%	1.3%	-18%	-22%	-39%	-38%
MGM Resorts International	MGM	Sell	7.73	0.12	USD	30.00	43.00	43%	10.2x	17.9x	17.4x	16.2x	15.1x	13.7x	13.4%	14.7%	13.3%	0.0%	0.0%	0.0%	-27%	-36%	-9%	-18%
China sector average								**68%**	**9.5x**	**9.8x**	**7.5x**	**7.3x**	**7.1x**	**6.5x**	**12.3%**	**10.2%**	**14.6%**	**3.8%**	**4.5%**	**6.2%**	**-16%**	**-14%**	**-43%**	**-35%**
US sector average								52%	18.5x	15.4x	15.0x	11.5x	10.0x	9.4x	7.7%	10.9%	9.5%	0.8%	1.3%	1.3%	-22%	-27%	-26%	-33%

TP is based on a 12-month period.

资料来源：Datastream, 公司数据, 高盛全球投资研究部

Price Target Risks and Methodology - Sands China

Valuation methodology: We are Buy rated on Sands China with a 12-month target price of HK$19.5. Our TP is based on a 2026E EV/EBITDA-driven SOTP, applying a 12x target EV/EBITDA multiple to its core business.

Downside risks: (1) worse-than-expected GGR trends, e.g., lower mainland Chinese visitation and tighter capital controls as these would have a negative impact on gaming demand; (2) more-than-expected cannibalization from its newly opened properties following the rebranding of Sands Cotai Central; and (3) greater-than-expected competition and margin pressure.

Price Target Risks and Methodology - Galaxy Entertainment Group

Valuation Methodology: We are Buy rated on Galaxy with a 12-month target price of HK$51. Our TP is based on a 2026E EV/EBITDA driven SOTP applying a 12x target EV/EBITDA multiple to the core business.

Downside risks: (1) worse-than-expected GGR trends (e.g., lower mainland Chinese visitation, tighter capital controls); (2) intense competition from other Macau operators if GGR softens significantly.

Price Target Risks and Methodology - MGM China

Valuation Methodology: We are Buy rated on MGM China. Our 12-month target price of HK$16.0 is based on a 2026E EV/EBITDA driven SOTP applying a 9x target EV/EBITDA multiple to core business.

Key risks: (1) Increased competition as competitors have recently stepped up marketing and promotions; (2) Slower-than-expected growth from premium mass segment to which MGM China is heavily exposed, and (3) Limited non-gaming capacity, thus restricting upside from non-gaming revenue.

Price Target Risks and Methodology - Wynn Macau

Valuation Methodology: We are Buy rated on Wynn Macau with a 12-month target price of HK$8.1. Our TP is based on a 2026E EV/EBITDA driven SOTP applying 10x target EV/EBITDA multiple to core business.

Risks: (1) Worse-than-expected GGR; (2) More intense competition from other Macau operators.

Price Target Risks and Methodology - Melco Resorts & Entertainment Ltd.

Valuation Methodology: We are Buy rated on MLCO with a 12-month target price of US$8.0. Our TP is based on a 2026E EV/EBITDA driven SOTP applying a 9x target EV/EBITDA multiple to the core business.

Downside Risks: (1) worse-than-expected GGR recovery trends; (2) competition in the Philippines from newly opened casinos; (3) ADR potential delisting risks.

Price Target Risks and Methodology - SJM Holdings

Valuation Methodology: We are Neutral rated on SJM with a 12-month target price of HK$1.8. Our TP is based on a 2026E EV/EBITDA driven SOTP applying 10x target EV/EBITDA multiple to core business.

Key risks: (1) stronger/weaker execution and further ramp-up of GLP closer to 5-7% GGR market share; (2) more/less effective use of the gaming tables taken back from satellite casinos in other properties.

信息披露附录

申明

本人，张启业, CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者: 张启业, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 王鹏昂 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 潘佳依 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 Zhaoheng Chen Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

Galaxy Entertainment Group, MGM China, Melco Resorts & Entertainment Ltd., SJM Holdings, Sands China 和 Wynn Macau 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级： Atour Lifestyle Holdings, BTG Hotels Group, China Tourism Group Duty Free (A), China Tourism Group Duty Free (H), Galaxy Entertainment Group, Genting Malaysia Bhd, Genting Singapore Ltd., H World Group (ADR), H World Group (H), Kangwon Land, MGM China, Melco International Development, Melco Resorts & Entertainment Ltd., Nagacorp Ltd., SJM Holdings, Samsonite Group, Sands China, Shanghai Jinjiang Int’l Hotels, Shangri-La Asia, Shiji, Songcheng Performance, Tongcheng Travel Holdings, Trip.com Group (ADR), Trip.com Group (H), Wynn Macau

与公司有关的法定披露

信息披露摘要：请参阅https://www.gs.com/research/hedge.html的披露信息。本摘要中所涉及公司适用的披露信息也可参见最近出版的相关研究报告。

评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

目标价格和评级历史图

信息披露摘要：请参阅https://www.gs.com/research/hedge.html的披露信息。本摘要中所涉及公司适用的披露信息也可参见最近出版的相关研究报告。

目标价格历史列表

Galaxy Entertainment Group (0027.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
12-Aug-26	51.00	34.20
14-Jul-26	50.30	31.10
12-May-26	53.20	32.34

Sands China (1928.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
23-Jul-26	19.50	13.86
14-Jul-26	20.80	13.18
29-Jan-26	23.20	17.34

Galaxy Entertainment Group (0027.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
26-Feb-26	53.40	41.44
22-Jan-26	54.00	41.24
06-Nov-25	53.70	38.54
14-Oct-25	53.20	35.58
02-Sep-25	55.90	41.22
12-Aug-25	50.10	40.18
02-Jul-25	49.60	36.85
08-May-25	47.60	30.40
27-Feb-25	48.10	31.30
20-Jan-25	47.90	31.85
08-Dec-24	51.40	35.45
07-Nov-24	54.20	36.35
08-Oct-24	53.80	38.00
01-Oct-24	54.90	39.05
15-Aug-24	51.90	29.55
05-Jun-24	52.40	39.90
14-May-24	50.90	36.80
25-Apr-24	50.20	35.05
28-Feb-24	56.60	42.05
14-Nov-23	57.80	41.55

Sands China (1928.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
23-Oct-25	24.20	19.23
14-Oct-25	23.60	18.13
02-Sep-25	24.80	20.16
17-Aug-25	21.60	19.95
24-Jul-25	21.50	18.68
02-Jul-25	21.70	17.32
24-Apr-25	21.20	13.60
23-Feb-25	24.00	17.18
20-Jan-25	24.20	18.34
08-Dec-24	26.00	20.20
24-Oct-24	28.00	19.38
01-Oct-24	27.00	19.92
25-Jul-24	25.00	15.08
18-Apr-24	26.30	18.88
14-Nov-23	28.50	21.00
19-Oct-23	35.40	21.40

Wynn Macau (1128.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
14-Jul-26	8.10	5.15
13-Feb-26	7.00	5.90
22-Jan-26	7.60	5.87
07-Nov-25	7.40	6.54
02-Sep-25	7.50	6.92
08-Aug-25	6.60	6.28
02-Jul-25	6.10	5.75
07-May-25	6.40	5.59
08-Dec-24	6.90	5.84
05-Nov-24	8.70	6.00
08-Oct-24	9.20	6.65
01-Oct-24	8.60	6.76
07-Aug-24	8.80	5.46
08-May-24	9.60	7.74
25-Mar-24	8.40	7.05
14-Nov-23	8.50	6.06

MGM China (2282.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
14-Jul-26	16.00	10.22
06-Feb-26	19.50	13.14
22-Jan-26	18.80	12.84
04-Jan-26	18.40	13.00
30-Oct-25	20.10	15.04
14-Oct-25	19.80	13.79
02-Sep-25	20.40	15.89
31-Jul-25	18.20	16.60
02-Jul-25	16.20	13.54
02-May-25	13.30	10.30
13-Feb-25	12.60	10.34
20-Jan-25	13.00	10.76
08-Dec-24	11.50	9.82
31-Oct-24	15.30	10.08
01-Oct-24	15.80	12.40
01-Aug-24	16.30	11.86
02-May-24	16.50	13.92
25-Mar-24	14.40	13.10
14-Feb-24	13.60	12.32
14-Nov-23	12.00	9.36

SJM Holdings (0880.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
14-Jul-26	1.80	1.48
07-May-26	2.60	2.10
05-Mar-26	2.70	2.32
22-Jan-26	2.80	2.38
14-Oct-25	3.10	2.90
02-Sep-25	3.30	2.98
29-Aug-25	3.10	2.90
02-Jul-25	2.70	2.67
29-Apr-25	3.00	2.18
04-Mar-25	3.20	2.45
20-Jan-25	3.40	2.50
08-Dec-24	3.50	2.87

Melco Resorts & Entertainment Ltd. (MLCO)

Date of report	Target price ($)	Closing price ($)
14-Jul-26	8.00	5.19
03-May-26	10.40	5.46
12-Feb-26	11.00	5.39
06-Nov-25	12.00	8.41
14-Oct-25	11.80	7.78
02-Sep-25	13.20	10.00
31-Jul-25	10.30	8.65
02-Jul-25	9.00	8.43
08-May-25	8.00	5.85
27-Feb-25	8.10	5.58
20-Jan-25	9.10	5.54
08-Dec-24	8.90	6.56

SJM Holdings (0880.HK)

Date of report	Target price (HK$)	Closing price (HK$)
12-Nov-24	4.20	2.71
01-Oct-24	4.10	3.09
27-Aug-24	3.60	2.44
09-May-24	3.90	2.94
06-Mar-24	3.40	2.28
14-Nov-23	3.70	2.65

Melco Resorts & Entertainment Ltd. (MLCO)

Date of report	Target price ($)	Closing price ($)
01-Oct-24	10.70	8.17
13-Aug-24	9.70	5.17
01-May-24	10.30	6.59
01-Mar-24	11.60	7.12
14-Nov-23	11.80	7.26

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任注册做市商。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突: 高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬: 分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。 分析师担任高级职员或董事: 高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。 非美国分析师: 非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。 澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的”批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 巴西: 与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。 加拿大: 这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。 香港: 可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。 印度: 可从高盛（印度）证券私人有限公司 （分析师 – 印度证券交易委员会(SEBI) 编号 INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001） 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。 在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 日本: 见下文。 韩国: 除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。 新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的 “批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。 研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。 新加坡: 高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W） （受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。 台湾: 本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。 英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单，该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票，以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单，由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理，并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围：每个研究范围的所有股票名单可登陆https://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时，或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时，并在某些其他情况下，投资评级、目标价格和盈利预测（如相关）根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司：在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备，或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下，根据高盛政策，不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有

对该公司进行研究。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd（ABN 21 006 797 897）分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil：0800 727 5764和/或 contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(https://www.sipc.org)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆https://research.gs.com。

披露信息可以查阅https://www.gs.com/research/hedge.html或向研究合规部索取，地址是200 West Street，New York，NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。

