

澳门博彩行业

疫情受控经营持续改善，澳门博彩业重上发展正轨

新冠疫苗逐步推广，全球疫情受控之下博彩业将持续恢复。2020年澳门博彩业收入环比持续改善但并不明显，主要原因是全球疫情肆虐大环境之下，澳门的主力消费群体大陆访客外游意愿不强，但随着中美英等国的新冠疫苗研发成功，并在全球越来越广的范围获批准使用，全球新增确诊病例开始大幅下降，此轮疫情有望在未来一年内得到控制，澳门博彩业收入回升速度也将加快。

1月份博彩收入同比倒退64%，环比持续收窄，博企已经回到现金盈利状态。2021年1月份澳门博彩业毛收入80亿澳门元，同比-64%，环比持续改善，也是2020年2月份疫情大规模爆发以来最高值。博彩行业公司收入水平只要达到正常年份收入的25-30%左右就可以实现EBITDA层面盈亏平衡，所以6大博企已经脱离现金亏损状态，重回增长正轨，后续市场会更关注基本面持续好转带来的股票上行空间而非它们的流动性或破产风险。

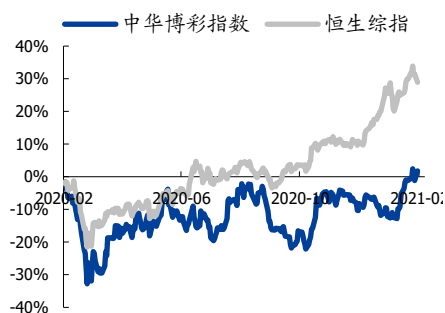
澳门博企商业模式优秀，长期投资逻辑不变。博彩业公司商业模式优秀，ROE高且盈利能力强，正常情况下现金流入健康稳定、能实现高派息，而且通常具有牌照垄断优势，行业准入门槛高。澳门博彩业是国内经济的映射，从长远来看持续受惠于国内经济持续发展，博彩行业收入仍具成长性，有重回2018年高点的潜力，是很好的投资赛道。

投资建议：行业恢复正当时，我们认为博彩业有望迎来新一轮beta行情。落实到个股，推荐基本面边际变化比较大、收入成长性较强的银河娱乐和澳博控股。银河娱乐主要因为其新项目土地储备丰富，银河三四期体量较大，建成后将大大提升公司的获客能力。澳博控股主要因为其上葡京项目即将在2021年投入使用，弥补公司过去在路氹缺少项目的劣势，未来两年收入增长会提速。同时建议积极关注博彩中场业务龙头金沙中国和受益于东南亚经济成长的金界控股。

风险提示：疫情再度恶化风险；宏观经济减速对博彩顾客消费力的影响；2022年赌牌续约对市场格局的影响；国内监管趋严风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 1、《银河娱乐（00027.HK）：璀璨银河，贵宾业务典范》2020-01-06
- 2、《澳博控股（00880.HK）：老牌巨舰，焕发新生》2020-05-24
- 3、《澳门博彩行业：赴澳签证全面放开，国内游需求旺盛有望刺激澳门博彩业复苏》2020-09-23

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	PE				EV/EBITDA			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
1928.HK	金沙中国	买入	19.60	32.90	41.70	21.30	13.40	16.90	22.50	15.10
27.HK	银河娱乐	买入	25.30	亏损	34.50	22.90	17.60	亏损	22.10	15.80
880.HK	澳博控股	买入	19.80	亏损	亏损	26.50	15.00	亏损	30.32	12.39
1128.HK	永利澳门	--	16.08	亏损	194.62	21.3	40.22	亏损	19.42	12.72
2282.HK	美高梅中国	--	16.02	亏损	30.33	19.49	41.57	亏损	19.02	13.63
MLCO.O	新濠博亚	--	20.01	亏损	亏损	27.05	791.21	亏损	13.32	9.11
3918.HK	金界控股	买入	10.80	57.70	16.40	11.80	8.50	23.50	10.70	8.30

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所。永利澳门、美高梅中国、新濠国际盈利预测来自彭博。金沙中国2020年为实际业绩



内容目录

1. 全球新增确诊病例大幅下滑，博彩业公司盈利能力回升	3
2. 经营边际变化和财务健康双维度选股，推荐澳博控股及银河娱乐	6
3. 风险提示	10

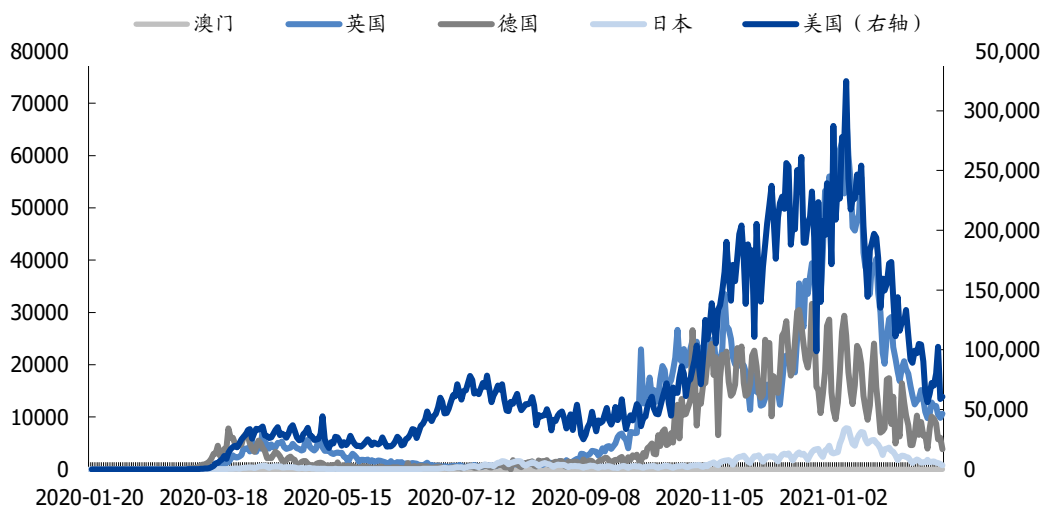
图表目录

图表 1: 欧美日各国新冠确诊人数 2021 年以来下降趋势显著	3
图表 2: 疫情前内地赴澳游客占比为 70%左右	3
图表 3: 澳门博彩毛收入及同比变动	4
图表 4: 疫情后各博企博彩净收益变动与澳门整体 GGR 基本一致	4
图表 5: 金沙中国 Q4 经调整 EBITDA 已转正	4
图表 6: 美高梅中国 Q4 经调整 EBITDA 已转正	4
图表 7: 内地赴澳门出入境政策梳理	5
图表 8: 澳门旅客入次数及同比变动	6
图表 9: 广东省赴澳旅客入次数及同比变动	6
图表 10: 东南亚博彩行业繁荣国家赌场信息	6
图表 11: 各博彩公司 2018-2019 年 EBIDA Margin 情况	7
图表 12: 各博企贵宾业务市占率	7
图表 13: 各博企现有及在建客房数量	7
图表 14: 各博彩公司新项目汇总	8
图表 15: 澳门博彩总收入一致预期	8
图表 16: 各博彩公司中场业务占比持续提升	9
图表 17: 澳门上市博彩企业过去 3 年“未来 12 月 EV/EBITDA”变化	9

1. 全球新增确诊病例大幅下滑，博彩业公司盈利能力回升

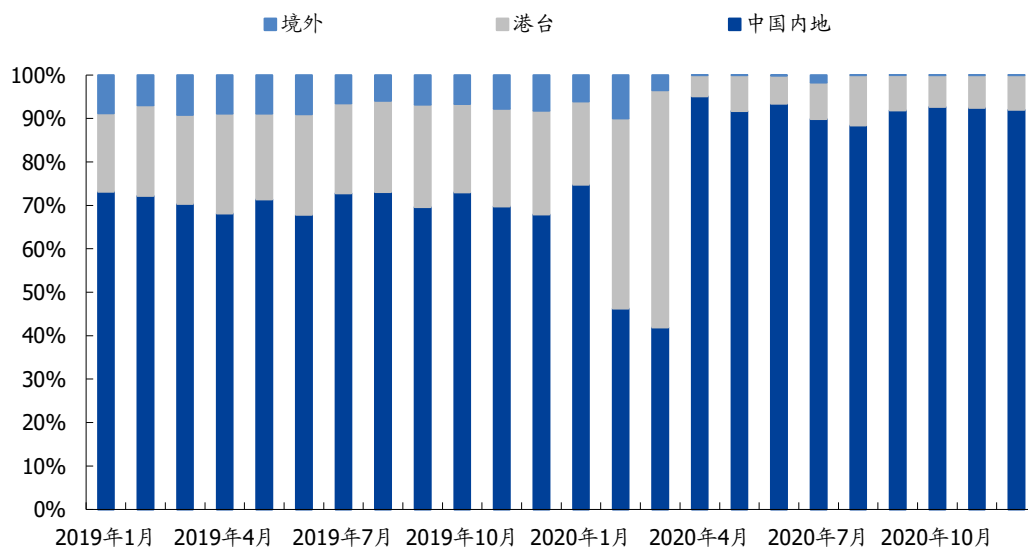
新冠疫苗逐步推广，全球疫情受控下娱乐业缓慢恢复。虽然澳门主要客源地为中国大陆（2019年大陆游客占总访澳游客数量约71%），但澳门博彩业的恢复信心与全球疫情发展情况息息相关。随中美英等国研发并逐步推广接种新冠疫苗，全球新增确诊病例数自年初以来呈显著下降趋势。美国单日确诊人数已由2020年12月峰值超30万人下降至21年2月22日约6万人，同时单日疫苗接种计量已超100万剂。我们预计全球疫情有望在未来一年内持续得到控制，澳门博彩业将重上发展正轨。

图表1：欧美日各国新冠新增确诊人数下降（单位：人）



资料来源：wind、国盛证券研究所

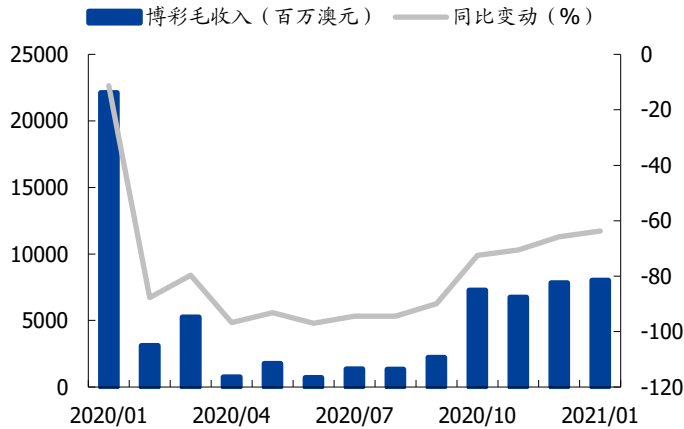
图表2：疫情前内地赴澳游客占比为70%左右



资料来源：DSEC、国盛证券研究所

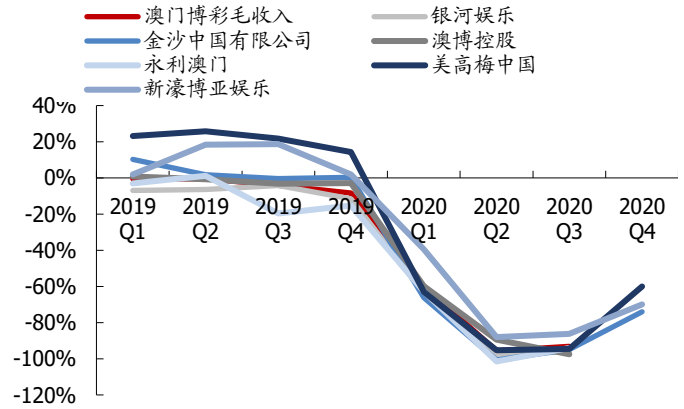
博彩企业 2020 年 Q4 业绩恢复明显，EBIDA 转正缓解现金流压力。2020 年 Q4 澳门博彩 GGR 同比下降 70%，较 Q3 改善 26 pct，金沙中国 Q4 博彩收入同比下降 74%，美高梅中国 Q4 博彩收入同比下降 60%，预计其余博彩公司博彩净收入变化情况与行业整体变化基本一致。同时，金沙中国及美高梅中国 Q4 经调整 EBIDA 均已转正，分别为 4700 万美元及 3.67 亿港元，现金流压力大幅缓解。

图表 3: 澳门博彩毛收入及同比变动



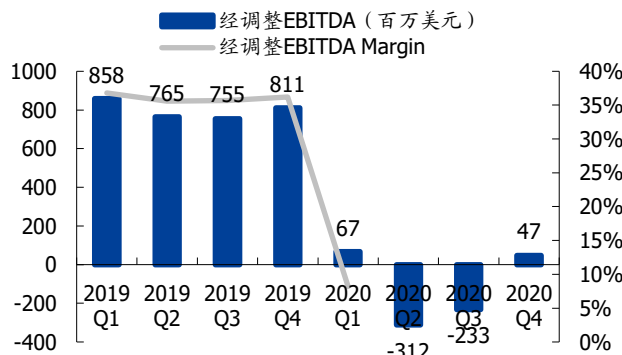
资料来源: DSEC、国盛证券研究所

图表 4: 疫情后各博企博彩净收益变动与澳门整体 GGR 基本一致



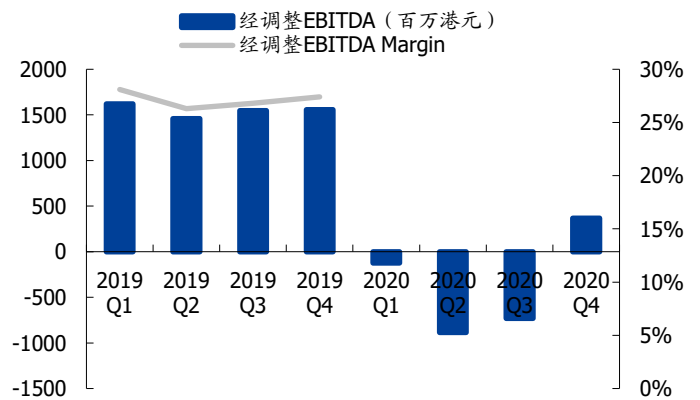
资料来源: 各公司公告、DSEC、国盛证券研究所

图表 5: 金沙中国 Q4 经调整 EBITDA 已转正



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 6: 美高梅中国 Q4 经调整 EBITDA 已转正



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

1 月行业复苏由于疫情影响相对减速。由于一月中国内地政府督促建议返乡人员在春运期间减少“不必要”的出行，避开春运高峰，澳门旅游及博彩业一月复苏情况相对减速。据澳门统计局数据，2021 年 1 月澳门博彩毛收入 (GGR) 为 80.24 亿澳门币，同比下滑 63.7%。考虑到 2020 年 1 月下旬 GGR 已受到新冠疫情影响，整体基数较低，对照 2019 年 1 月数据，整体 GGR 同比下滑 67.8%，降幅较 2020 年 12 月 (-65.8%) 有所扩大。2020 年 12 月，澳门总访客数同比下降 78.6%，月环比上升 4%至 65.9 万人次。而据澳门治安警察局数据显示，2 月 11 日至 17 日 (农历年三十至大年初六) 期间，入境访澳旅客为 9.1 万人次，同比 2020 年 (26.1 万人次) 下降 65.1%，同比 2019 年 (121 万人次) 下降 92.4%。

长期而言，随疫情受控及内地认知提升，澳门仍有望成为往年境外游旅客替代选择。赴澳人工签注已于9月23日在内地所有城市全面恢复，目前自助签注及当场取证业务尚未开放。2020年Q4澳门游客总数已恢复至同期20%，相较Q3（同期8%）环比增长12个pct，其中广东赴澳游客数Q4恢复至同期30%，较Q3（同期13%）环比增长17个pct。

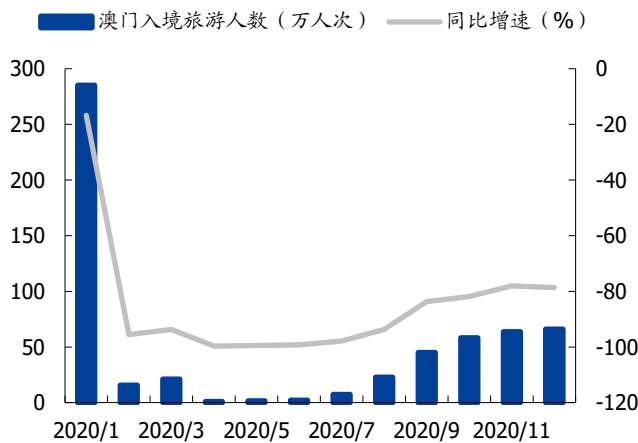
由于冬季内地部分地区疫情出现反复，澳门政府曾加强内地中高风险地区入澳隔离要求，但随内地城市全数恢复低风险，2月23日澳门已取消内地入澳隔离要求。未来随疫情受控、自主签注开放及内地游客对于澳门疫情防控政策要求认知度提升，内地游客对于出游澳门的兴趣会慢慢恢复，加之澳门旅游基础设施完善、酒店环境高端，澳门有望成为部分以往选择境外游旅客的出行目的地。

图表7：内地赴澳门出入境政策梳理

日期	签注	入澳隔离	返回内地是否需隔离	核酸检测证明	具体政策
20年1月28日	不可办理	--	--	实时	内地停止办理新的港澳自由行签注
20年3月27日	不可办理	需要	需要	实时	由港澳入境大陆的人员，均需集中隔离14天，隔离费用自理
20年5月3日	不可办理	豁免部分	需要	实时	放开对符合规定的跨境学生、跨境教师及学校职工、未满十八周岁跨境学生的家长实施豁免集中隔离措施
20年5月11日	不可办理	珠海否	需要	7日	持有珠海市居民身份证或珠海市居住证的澳门外地雇员，入境无需隔离
20年7月14日	不可办理	无需	广东9市停留14天	7日	所有内地城市居民可凭借7日内核酸检测阴性证明入境澳门，入境无需隔离14天，但从澳门进入内地各城市的人员需广东省内指定9个城市停留14天。
20年7月27日	不可办理	无需	广东省内停留14天	7日	从粤澳口岸入境广东暂不实施集中隔离14天医学观察的人员，入境后活动范围由9市扩大至全广东省范围。
20年8月12日	珠海√	无需	无需	7日	恢复办理珠海市民、珠海居住证持有人赴澳门旅行签注，包括个人游及团队游。同时从澳门进入内地各城市的人员免除在广东省停留14天。
20年8月26日	广东√	无需	无需	7日	恢复办理广东省居民赴澳门旅游签注，包括个人游及团队游。同时从澳门进入内地各城市的人员免除在广东省停留14天。
20年9月23日	内地√	无需	无需	7日	恢复办理内地居民赴澳门旅游签注。
21年12月21日	内地√	部分需要	无需	7日	从内地中高风险及台湾以外国家和地区入境隔离由14天增至21天
21年1月21日	内地√	部分需要	无需	7日	从内地中高风险地区入澳需接受14天入境隔离
21年2月23日	内地√	无需	无需	7日	因河北省、黑龙江省的疫情恢复，所有入境澳门的人士无须因曾在14日内前往内地任何地方而接受医学观察或自我健康管理

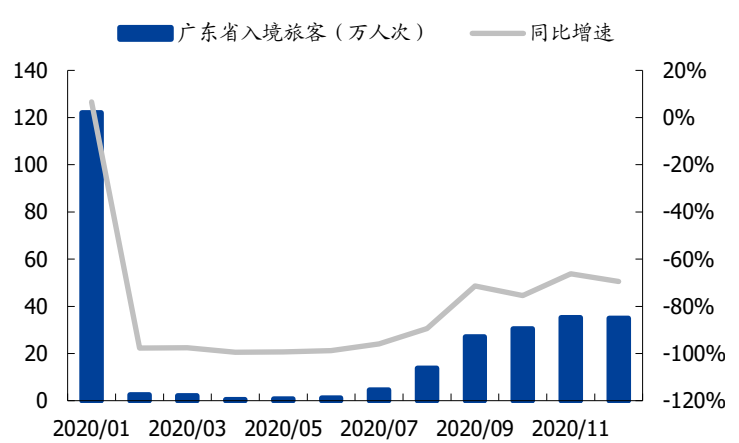
资料来源：广东省政府官网、澳门政府官网、国家移民管理局、国盛证券研究所

图表 8: 澳门旅客入次数及同比变动



资料来源: DSEC, 国盛证券研究所

图表 9: 广东省赴澳旅客入次数及同比变动



资料来源: DSEC, 国盛证券研究所

文旅部制定跨境旅游赌博目的地黑名单, 利好澳门博彩市场。近年东南亚博彩市场快速发展, 其中不乏一些缺乏管制的非法赌场。为维护出境旅游市场秩序, 维护中国公民人身和财产安全, 2020年8月26日, 文化和旅游部发布消息, 会同有关部门建立跨境赌博旅游目的地“黑名单”制度, 将对中国公民前往“黑名单”中的境外目的地采取相关旅游限制措施, 同时2021年1月26日文旅部官网发布, 将于近期采取第二批旅游目的地“黑名单”举措。此政策有助于减少东南亚等博彩市场对澳门的分流, 利好澳门博彩业发展。

图表 10: 东南亚博彩行业繁荣国家赌场信息

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	51	14	西哈努克	否
越南	38	18	胡志明市	部分
新加坡	10	1	滨海湾	否
马来西亚	5	1	吉隆坡	是
菲律宾	68	33	马尼拉	是

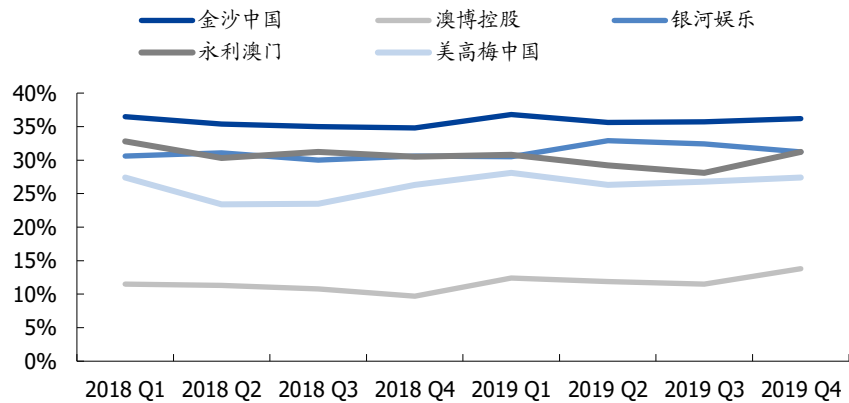
资料来源: World Casino Directory, 国盛证券研究所

2. 根据经营边际变化和收入成长性选股, 推荐澳博控股及银河娱乐

澳门博彩业最坏的时刻已经过去, beta 行情开启:

由于行业整体 EBITDA Margin 大约在 30%左右, 除博彩佣金以外, 营业成本主要为固定成本, 因此博彩行业公司收入水平只要达到正常年份收入的 25-30%左右就可以实现 EBITDA 层面盈利, 所以基本可以确定 6 大博企已经没有经营风险, 后续市场会更关注上市公司基本面好转带来的股票上行空间而非它们的亏损破产风险。

图表 11: 各博彩公司 2018-2019 年 EBIDA Margin 情况



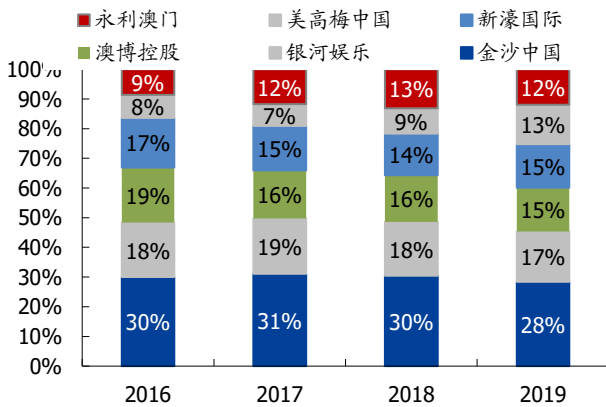
资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

选择基本面边际变化较大、收入成长性更强的个股:

行业底部已经探明, 右侧投资建议选择进攻型品种。落实到个股, 推荐基本面边际变化比较大、收入成长性较强的银河娱乐和澳博控股。同时建议积极关注博彩中场业务龙头金沙中国和受益于东南亚经济成长的金界控股。

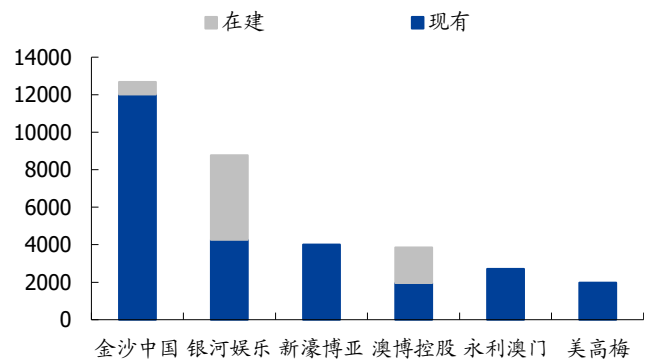
银河娱乐有别于同行的特点是土地储备丰富, 在手现金充裕, 筹备中银河三四期体量大, 建成后将大大提升公司的获客能力; 澳博控股上葡京项目预计将在 2021 年上半年逐步开放, 弥补了公司在路氹地区缺少项目的劣势, 有望重夺之前流失的市场份额, 未来一年基本面边际变化较大, 收入成长性更好。

图表 12: 各博企贵宾业务市占率



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 13: 各博企现有及在建客房数量 (单位: 间)



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 14: 各博彩公司新项目汇总

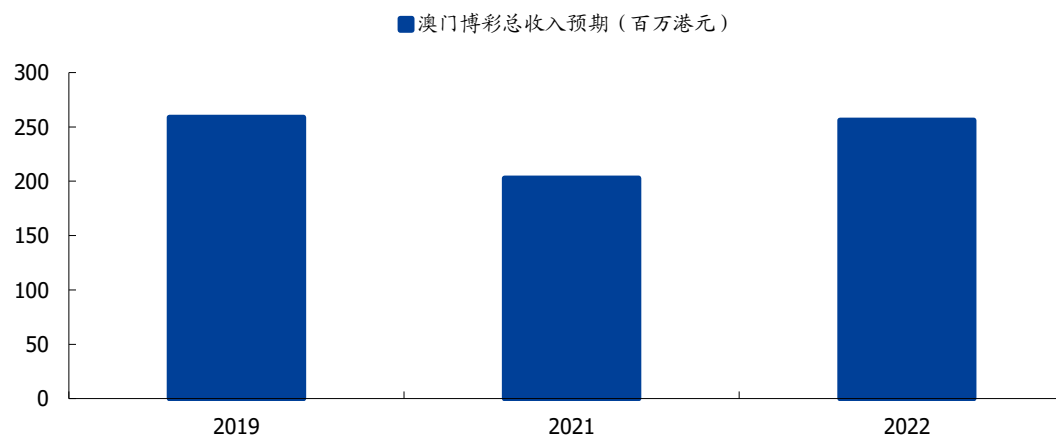
公司名称	项目	预计开业时间	项目体量	楼面面积
澳博控股	上葡京	2021 年分阶段	约 1900 间酒店客房和套房、会议、购物、餐饮和娱乐设施, 以及一个娱乐场	52 万平方米
金沙中国	澳门伦敦人/四季酒店	2021 年	澳门伦敦人及四季酒店已部分开业, 伦敦人将于 2021 年推出 370 间套房	翻新项目
银河娱乐	银河娱乐三、四期	2021 年分阶段	4500 间酒店客房, 包括适合家庭和优质高端旅客的客房、40 万平方米的会议展览空间、50 万平方米并设有 16000 个座位的多用途场馆	100 万平方米
新濠国际	新濠影汇二期/新濠天地三期	2022 年	新濠影汇二期: 新增约 900 间豪华酒店客房及套房、大型室内水上乐园、cineplex 电影院、高级餐厅及会议中心。 新濠天地三期: 优化颐居酒店及迎尚酒店	尚未披露
永利澳门	永利皇宫二期	2025 年	包括水晶莲宫及一座酒店大楼, 水晶莲宫中包含艺术博物馆、剧院及美食广场, 酒店大楼包括 650 间豪华客房及套房	尚未披露

资料来源: 各公司财报、各公司官网、国盛证券研究所

对行业估值的理解:

目前彭博市场一致预期, 澳门 6 家博企 2021 年和 2022 年收入预计恢复到 2019 年 (疫情前正常年份) 的 78% 和 99%。

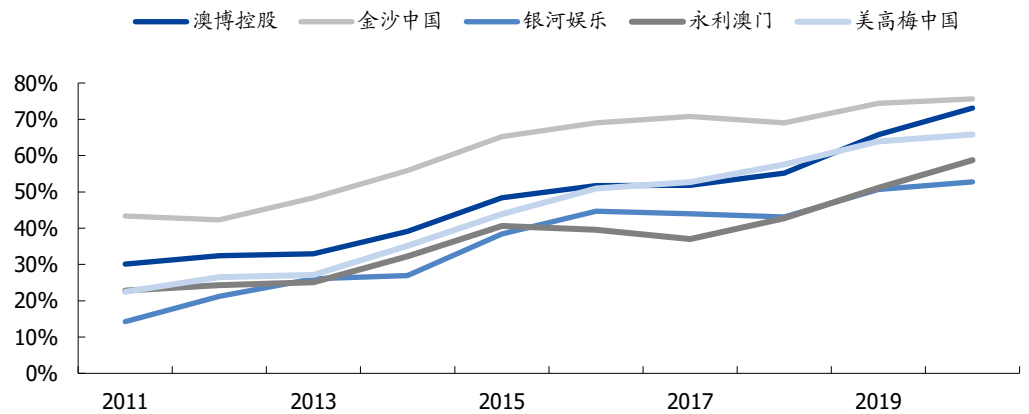
图表 15: 澳门博彩总收入一致预期



资料来源: 彭博一致预期、国盛证券研究所

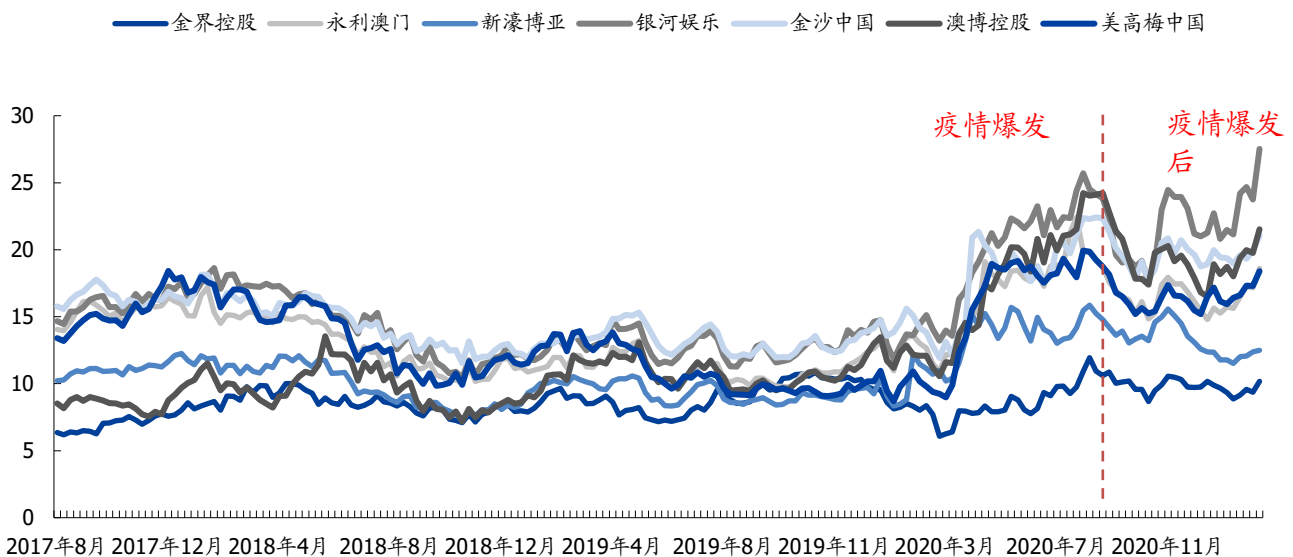
澳门博彩业的中场业务增长快于 VIP 业务, 占总收入比提升。VIP 业务受经济周期和货币环境的影响更大, 业务结构的改善降低了博彩业中长期的周期性, 估值中枢有望上移。在北水南下港股通的大背景下, 港股博彩业公司的估值体系也存在变化的可能性。

图表 16: 各博彩公司中场业务占比持续提升



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

图表 17: 澳门上市博彩企业过去 3 年“未来 12 月 EV/EBITDA” 变化



资料来源: 彭博 (数据截止 2021/02/22 收盘后), 国盛证券研究所

3. 风险提示

疫情再度恶化风险：全球疫情尚未完全可控，病毒存在变异可能。未来如果病毒再次在澳门蔓延，有可能使得出入境管理恢复到之前的状态，甚至赌场有可能再度关闭，对澳门博彩公司带来新一轮冲击，相关公司会重新陷入亏损。

宏观经济减速对博彩顾客消费力的影响：疫情到来新一轮的经济危机，影响各国居民消费力，有可能导致在可选消费方面的支出减少，到访澳门的旅客的人数和消费力下降。

2022年赌牌续约对市场格局的影响：澳门目前的6张赌牌从2022年起陆续需要重新续牌，政府对赌牌的增发或任意一个赌牌的取消，都有可能影响之后的市场格局。

国内监管趋严风险：近期政府不断加强对博彩的人流和跨境资金流管控，未来如国内监管持续收紧，客户数量及中介人流动性将受到较大影响，进而影响到贵宾业务的短期发展。

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：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com