

博彩行业

证券研究报告/专题研究报告

2022年12月7日

评级：增持（首次）

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理：张骥

Email: zhangji@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (港元)	EPS				PE				评级
		2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	
金沙中国有限公司	23.5	-1.5	-1.0	-1.2	0.4	-16.1	-23.3	-19.0	57.3	未评级
银河娱乐	49.8	-0.9	0.3	-0.3	1.7	-54.1	166.0	-177.9	29.1	未评级
永利澳门	7.8	-1.4	-1.0	-1.2	0.1	-5.6	-7.8	-6.4	-777.0	未评级

备注 按2022年12月7日收盘价计算，EPS采用wind一致预期

投资要点

- **澳门博彩当前政策风险与牌照续期落地，估值反应充分，博彩公司有望随入境客流修复享受业绩与估值的显著双升。**
- **过去三年：政策与疫情导致博彩股价大幅下调。**2020-2022年，澳门博彩不仅受到疫情影响，客流低迷导致业绩承压。更重要的担忧来自于《博彩法》的修订和牌照的持续性。双重压力下，股价回撤较深。2020年1月20日疫情以来至2022年11月29日，6家港股上市博彩公司平均股票下跌幅度62%，若按照疫情前2019年利润回测，其估值也已处于历史底部。
- **当前政策担忧已落地，估值反应充分。**2022年6月，新《博彩法》正式颁布；11月26日牌照竞标已落地。新《博彩法》的颁布，意味着以中介主导的贵宾厅业务模式成为过去，未来澳门博彩将更加透明规范，与非博彩业务共同发展。而对于贵宾厅业务的影响，我们认为估值已反应相对充分。牌照的落地，也打消了市场对于政策不确定性的最后担忧。
- **未来短期：随疫后修复，看业绩与估值显著提升。**新《博彩法》实施后，澳门博彩将以中场业务为主，是更偏向客流驱动的生意。一方面，中场业务相较于贵宾厅业务更加稳定，因而行业估值有望修复。另一方面，当前，澳门入境客流不及2019年的20%，后续随疫情与防控政策改善，则其客流与业绩将有明显复苏。
- **未来长期：看非博彩业务持续提升客流与盈利能力。**澳门面积仅33.0平方公里，不及拉斯维加斯的十分之一，其旅游资源长期处于供不应求状态，其非博彩业务的盈利能力实际上并不亚于博彩业务。随着中场业务为主的博彩体系确立，利润率更高的非博彩业占比提升不仅能够吸引更多客流，更能够提高公司整体的利润率。加上粤港澳大湾区的一体化建设，澳门也有望享受红利，持续提升片区吸引力。
- **风险提示事件：**疫情反复；内地与澳门往来政策变化；经济修复滞后影响旅客消费意愿与能力；博彩政策进一步收紧；研报使用信息更新不及时的风险。

基本状况

上市公司数	6
行业总市值(百万港元)	518230
行业流通市值(百万港元)	518230

行业-市场走势对比

相关报告

内容目录

1.三年复盘：疫情与政策双重压制	- 4 -
1.1 博彩行业个股三年内调整显著	- 4 -
1.2 疫情和政策致股价承压	- 5 -
2.政策落地：贵宾厅受损，规范性提升	- 6 -
2.1 行业背景：结构分化，贵宾厅业务逐步受限	- 6 -
2.2 新《博彩法》进一步限制中介发展	- 10 -
2.3 贵宾厅业务盈利占比有限，估值反应充分	- 11 -
3.展望：短期看复苏，长期看多元化	- 12 -
3.1 澳门博彩逐步成为一个更为纯粹的客流生意	- 12 -
3.2 博彩仍是支柱，持续打造多元化目的地	- 13 -
4.风险提示事件	- 16 -
4.1 疫情与内地往来澳门政策变化是当前最大的风险变量	- 16 -
4.2 经济修复滞后影响旅客消费意愿的风险	- 16 -
4.3 博彩政策进一步收紧的风险	- 16 -
4.4 研报使用信息更新不及时的风险	- 16 -

图表目录

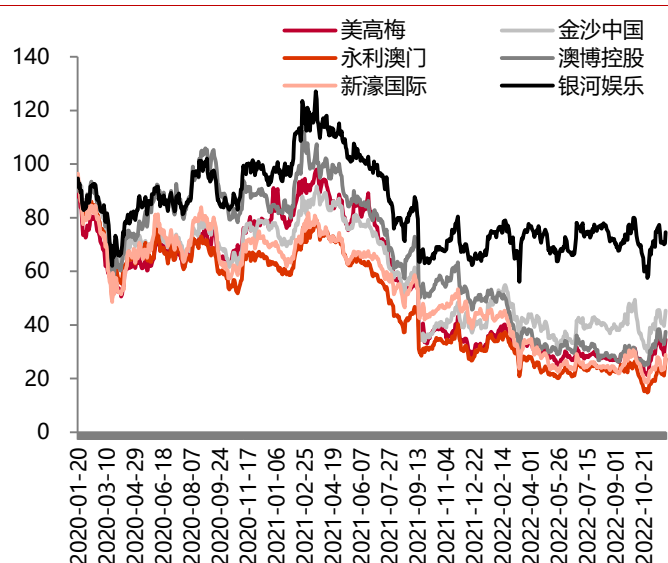
图表 1: 2020 年至今博彩企业股价显著回调	- 4 -
图表 2: 2020 年 1 月 20 至 2022 年 11 月 29 日博彩股收益率表现不佳.....	- 4 -
图表 3: 按 19 年 EPS 当前博彩股 PE 回落至 7-17 倍之间	- 5 -
图表 4: 2019 年澳门入境旅客数 (单位: 万人)	- 5 -
图表 5: 疫情间澳门入境客流维持在 2019 年 30% 以内.....	- 5 -
图表 6: 疫情期间澳门博彩业大事件.....	- 6 -
图表 7: 普通旅客与 VIP 客户在博彩业中是截然不同的客户群体	- 7 -
图表 8: 澳门博彩 2015 年开始经历阵痛期 (单位: 亿澳门元)	- 7 -
图表 9: 博彩各企业 2015 年之后营收亦出现下滑.....	- 8 -
图表 10: 15 年之后行业阵痛也反映在博彩企业的归母净利润中.....	- 8 -
图表 11: 审结贪污贿赂、渎职案件数 (单位: 万件)	- 9 -
图表 12: 澳门博彩中介人数量 (单位: 家)	- 9 -
图表 13: 澳门检查协调局针对行业进行规范治理.....	- 9 -
图表 14: 澳门博彩行业贵宾厅收入持续下滑.....	- 10 -
图表 15: 新旧博彩法对比	- 10 -
图表 16: 中场业务未来仍是博彩上市公司核心业务.....	- 12 -
图表 17: 疫前各月博彩收入与客流量.....	- 12 -
图表 18: 疫情期间各月博彩收入与客流量.....	- 12 -
图表 19: 2019 年中国内地游客占澳门入境游客 71%.....	- 13 -
图表 20: 2019 年广东省游客占澳门内地游客 46%.....	- 13 -
图表 21: 粤港澳大湾区近年来发展提速.....	- 13 -
图表 22: 澳门博彩业需缴纳较高税费.....	- 14 -
图表 23: 疫情前, 博彩业占澳门财政总收入比重超过 70%.....	- 14 -
图表 24: 疫情前, 博彩业占澳门 GDP 比重超过 60%	- 14 -
图表 25: 疫情前, 澳门博彩业相关就业人口超 20%	- 14 -
图表 26: 澳门博彩新项目集中在路氹区.....	- 15 -
图表 27: 澳门博彩企业掌握核心酒店物业资源.....	- 15 -
图表 28: 上市博彩企业旗下酒店入住率高于澳门平均.....	- 15 -
图表 29: 博彩企业疫情期间仍持续扩张.....	- 16 -

1. 三年复盘：疫情与政策双重压制

1.1 博彩行业个股三年内调整显著

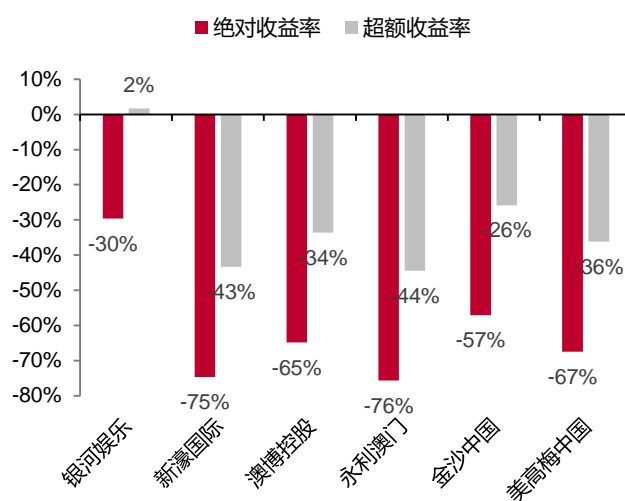
- 6大博彩上市企业股价表现复盘。**博彩板块主要为港股上市的6家澳门承批持牌博彩企业。自2020年疫情以来，六大博彩企业的股价趋势下行。2020年1月20日至2022年11月29日，6家上市博彩公司银河娱乐/新濠国际发展/澳博控股/永利澳门/金沙中国/美高梅中国的绝对收益率为-30%/-75%/-65%/-76%/-57%/-67%，相对恒生综指的超额收益率为2%/-43%/-34%/-44%/-26%/-36%。

图表 1：2020 年至今博彩企业股价显著回调



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2020 年 1 月 20 日至 2022 年 11 月 29 日博彩股收益率表现不佳

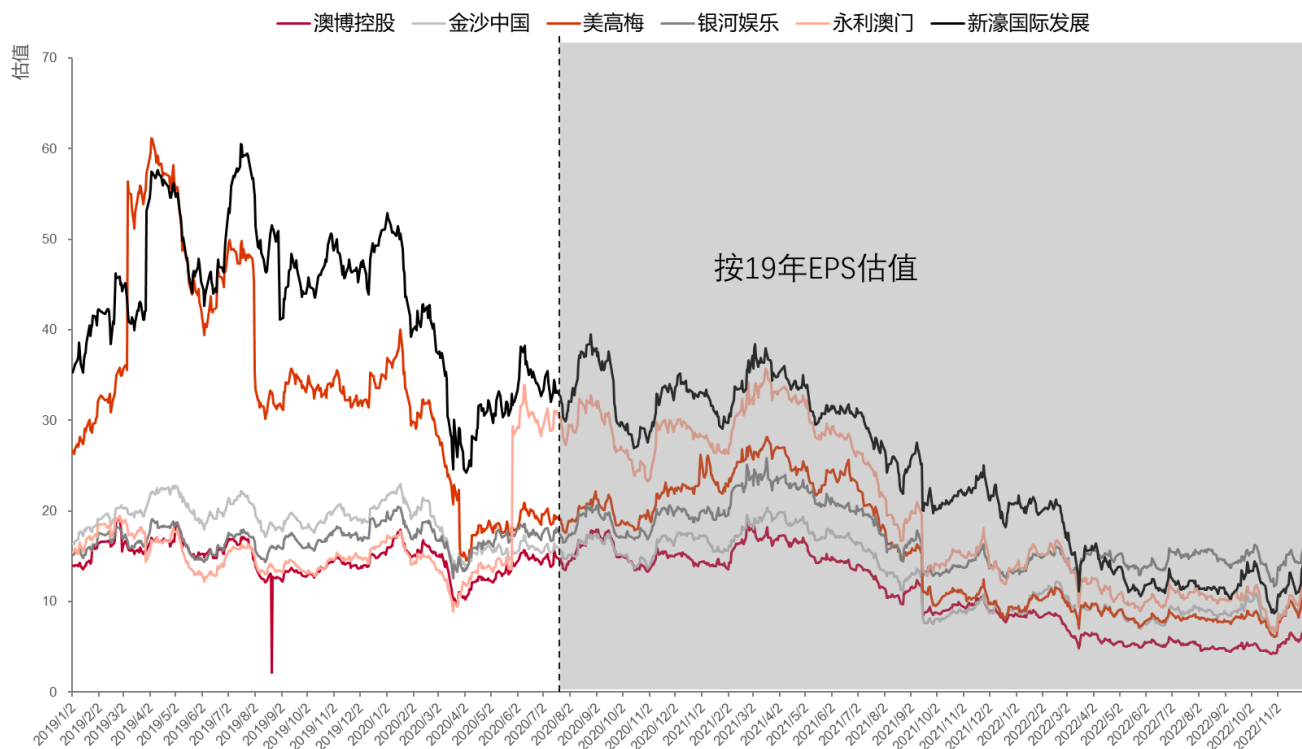


来源：wind、中泰证券研究所

- 若按 19 年 EPS 测算，当前各公司股价对应 PE 在 7-17 倍之间。**如果将博彩企业 2020 年之后的股价按照 19 年 EPS 进行复盘，6 家上市博彩公司澳博控股/金沙中国/美高梅中国/银河娱乐/永利澳门/新濠国际发展，按 2019 年所有交易日的平均 PE 为 14.9/19.7/39.6/16.8/15.3/47.4，按 2022 年 12 月 7 日的 PE 为 7.4/11.9/14.8/16.6/16.9/16.9，变动分别为 -51%/-39%/-63%/-1%/+10%/-64%。

¹ 图 1 为 2020 年 1 月 20 日博彩股基期价格标准化为 100 的股价轨迹图

图表 3：按 19 年 EPS 当前博彩股 PE 回落至 7-17 倍之间

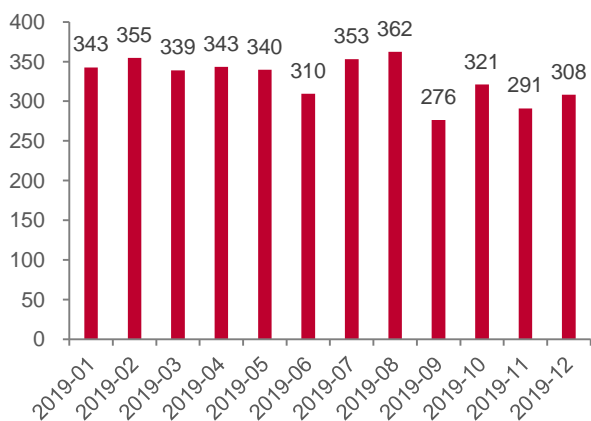


来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 疫情和政策致股价承压

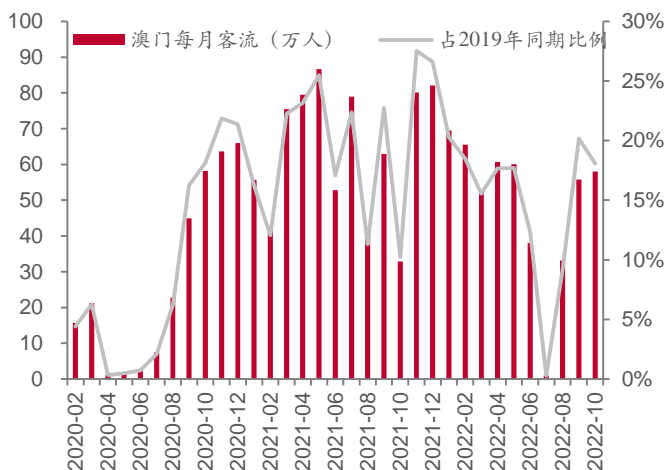
- **疫情冲击与出行限制下，游客赴澳意愿承压。**2020 年受新冠疫情影响，澳门入境客流仅为 590 万人次，同比下滑 85%。2021 年，澳门入境客流 771 万人次，恢复至 2019 年的 19.6%。2022 年前 10 个月，澳门入境游客 494 万人次，仅恢复至 2019 年的 12.5%。

图表 4：2019 年澳门入境旅客数（单位：万人）



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 5：疫情间澳门入境客流维持在 2019 年 30% 以内



来源：澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

- **2021 年新《博彩法》出台引导行业有序发展，VIP 业务将受到重大限制；**牌照续期担忧并存，但已于 11 月 26 日落地。澳门新《博彩法》于 6 月

23日颁布，将于2023年1月1日开始实施，明确每一博彩中介仅可面向一家承批公司提供服务，且仅可收取佣金，不得参与娱乐场收入分成，这将对严重依赖中介服务的博彩VIP业务产生重大影响。此外，在新博彩牌照的竞标中，GMM的出现使得局面一度为“七进六”，也曾引发市场担忧。随着11月26日澳门特区政府6张新博彩牌照判定名单公布，原有的六家上市博彩企业获得未来十年牌照经营权，该担忧就此落地。

图表6：疫情期间澳门博彩业大事件

2020.2.4	澳门特区行政长官宣布暂停博彩业及相关娱乐行业半个月
2020.2.17	澳门特区政府新冠病毒感染应变协调中心宣布20日0时起博彩业有条件开放，娱乐场可根据自身情况申请延迟开放，缓冲期为30天，期满后将全部开放
2020.11.16	2021年财政年度施政报告提出，2021年将修改《娱乐场幸运博彩经营法律制度》（《博彩法》）
2021.9.14	澳门特区政府提出对幸运博彩批给数量和期限、引入政府代表、强化审查机制等九大重点方面作出修改，展开为期45天公开咨询
2021.12.23	博彩监察协调局公布关于修改“博彩法”的咨询总结报告，报告称咨询期间共收到1340条意见
2022.1.14	澳门特区行政会公布，已完成对《修改第16/2001号法律〈娱乐场幸运博彩经营法律制度〉》法律草案的讨论，有关法案将送立法会审议
2022.6.23	澳门特区新《博彩法》正式颁布；澳门特区政府决定批准6家博企的娱乐场幸运博彩经营期限延长至2022年12月31日的申请
2022.7.10	澳门博彩监察协调局发布消息称，各娱乐场将于2022年7月11日0时至18日0时暂停营运
2022.7.27	澳门特区新闻局公布，行政长官颁布批示设立娱乐场幸运博彩经营批给公开竞投委员会，负责执行新一轮博彩经营批给公开竞投的工作
2022.7.29	澳门特区政府启动新一轮博彩经营批给的公开竞投程序启动（6张牌照），截标前共有7间公司投标：美高梅金殿超濠、银河娱乐场、威尼斯人澳门、新濠博亚（澳门）、永利渡假村（澳门）、澳娱综合度假以及GMM
2022.11.26	澳门特区政府判定六家博彩公司获批新一轮牌照，美高梅金殿超濠、银河娱乐场、威尼斯人澳门、新濠博亚（澳门）、永利渡假村（澳门）、澳娱综合度假获牌，GMM落选

来源：公开资料整理、中泰证券研究所

- 整体而言，博彩总收入与疫情和政策变化高度相关，这两个因素是过去三年博彩股承压的主要因素。受疫情影响，内地赴澳客流大幅下滑传导至公司基本面弱化。政策的不确定性让市场产生对行业未来格局和前景的担忧，因而使过去三年估值大幅承压。

2.政策落地：贵宾厅受损，规范性提升

2.1 行业背景：结构分化，贵宾厅业务逐步受限

- **博彩业务收入分为贵宾厅业务与中场业务（包含角子机）。**博彩从客户结构看，一般分为两类，一类为来澳门休闲旅游的游客，这类客户将赌博看成一种消遣娱乐，对应博彩公司的中场业务。另一类客户为职业玩家或VIP大客户，对应贵宾厅业务。这两类客户中，前者以自由行、跟团游为主，来澳目的为旅游，后者来澳目的为赌博。针对VIP客户，中介人公司负责安排客户来澳的吃住行游购娱服务，以及为客户提供博彩资金的借贷便利。VIP客户自身有定制化服务的需求，而中介人公司通过专业服务与客户建立联系，掌握大量VIP客户资源，可以从持牌的赌场获取佣金甚至与赌场合办贵宾厅并进行利润分成。

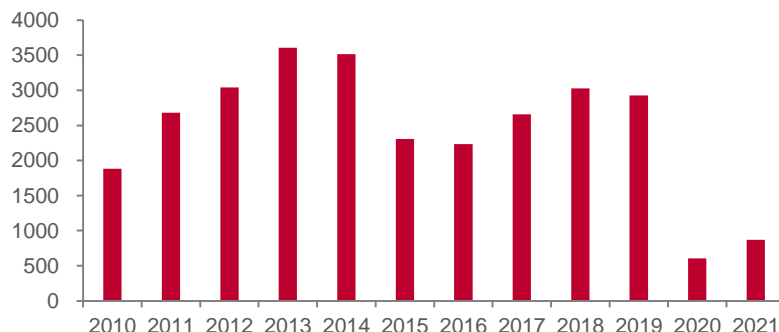
图表 7：普通旅客与VIP客户在博彩业中是截然不同的客户群体

	来澳目的	下注金额	出行方式	赌厅活动区域
休闲旅客	旅游休闲	较小	自由行/跟团游	中场
职业玩家/VIP 客户	赌博	较大	与中介人公司合作	贵宾厅

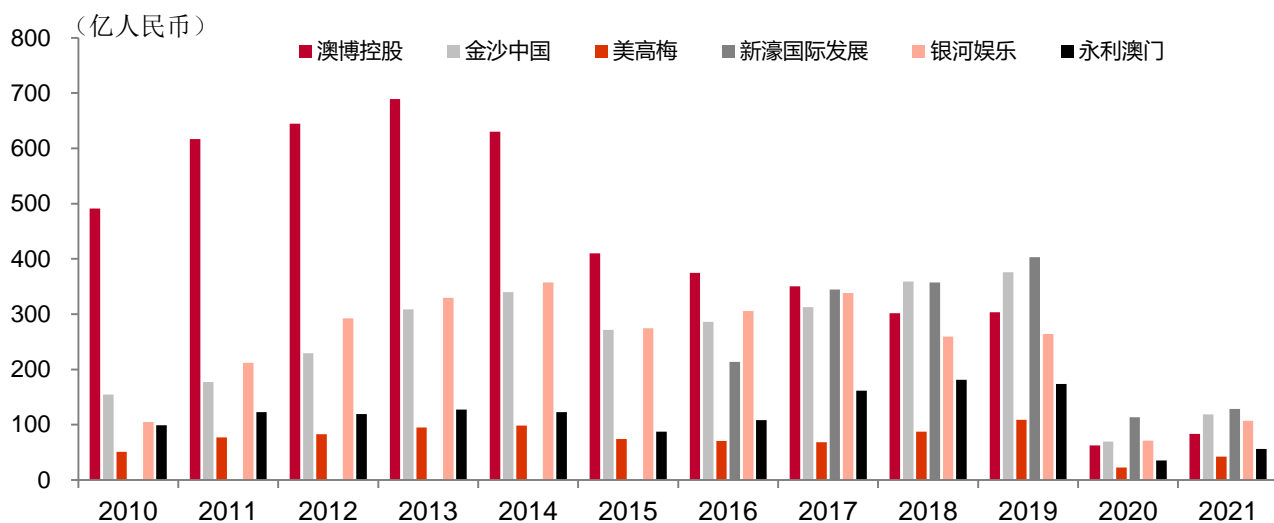
来源：中泰证券研究所

- **澳门博彩业务收入 2013-14 年是顶峰，后续贵宾厅业务持续受到影响。**澳门博彩业务在 2013、14 年，曾达到 3500 亿澳门元左右的规模。之后经历阵痛期，整体规模收缩，至疫情前 2019 年，达到 2924.55 亿澳门元，约为 2013 年的 81%，其中最主要的原因是监管加强导致博彩中介人规模萎缩，贵宾厅业务受到一定限制。

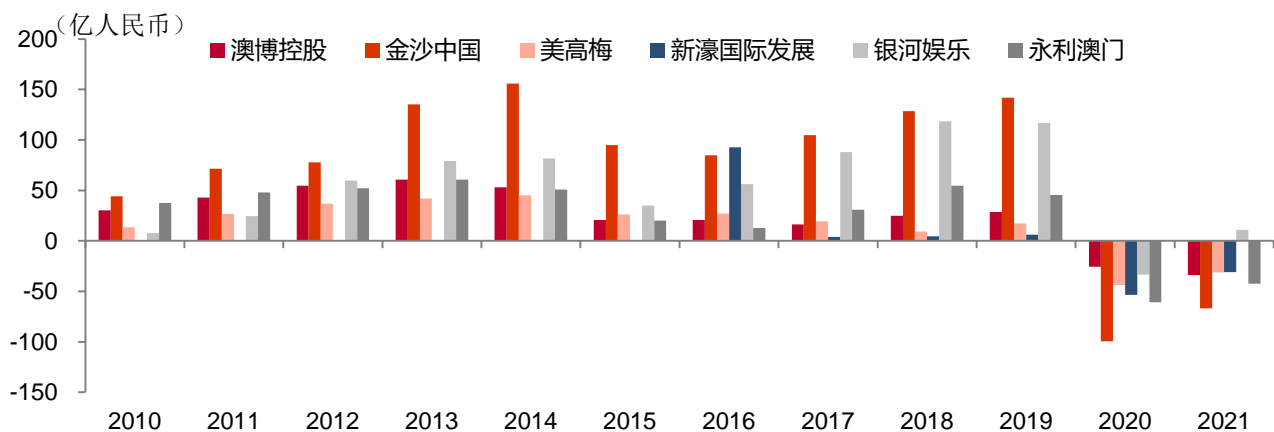
图表 8：澳门博彩 2015 年开始经历阵痛期（单位：亿澳门元）



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

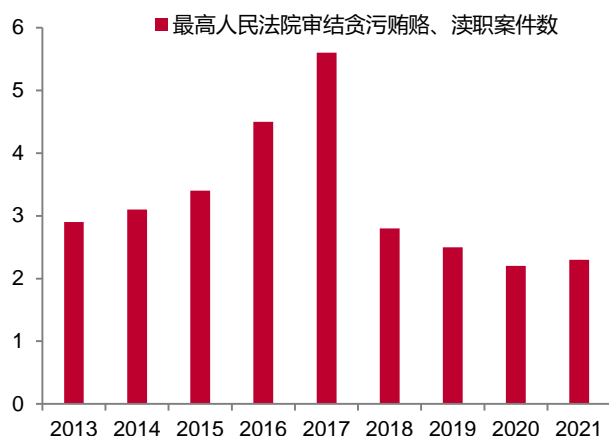
图表 9：博彩各企业 2015 年之后营收亦出现下滑


来源：Wind，中泰证券研究所

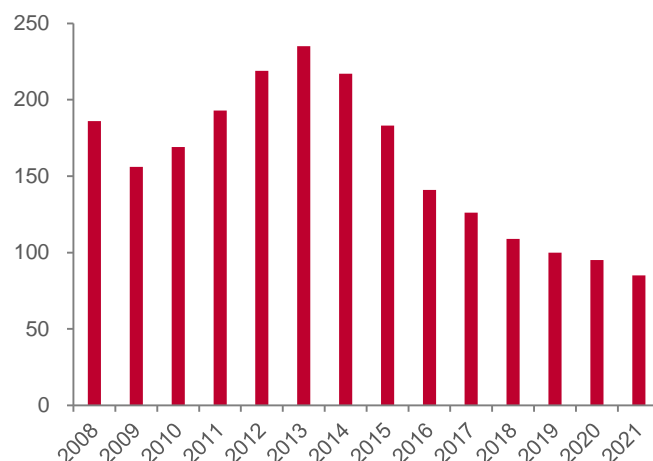
图表 10：15 年之后行业阵痛也反映在博彩企业的归母净利润中


来源：Wind，中泰证券研究所

- 监管逐步趋严，博彩中介人 2013 年开始数量逐年下滑。**与澳门博彩总规模萎缩同期的事实是，澳门博彩中介人数量持续下滑。疫情前 2019 年，澳门博彩中介人数量为 100 家，较 2013 年的 235 家下降 57%。特别是在 2014-2016 年间，内地反腐力度增强，15 年澳门博彩监察协调局局长陈达夫履新，对博彩行业进行新一轮规范整治，导致前期缺乏监管、无序扩张的贵宾厅业务和中介人市场逐步萎缩。

图表 11: 审结贪污贿赂、渎职案件数 (单位: 万件)


来源: 最高人民法院工作报告、中泰证券研究所

图表 12: 澳门博彩中介人数量 (单位: 家)


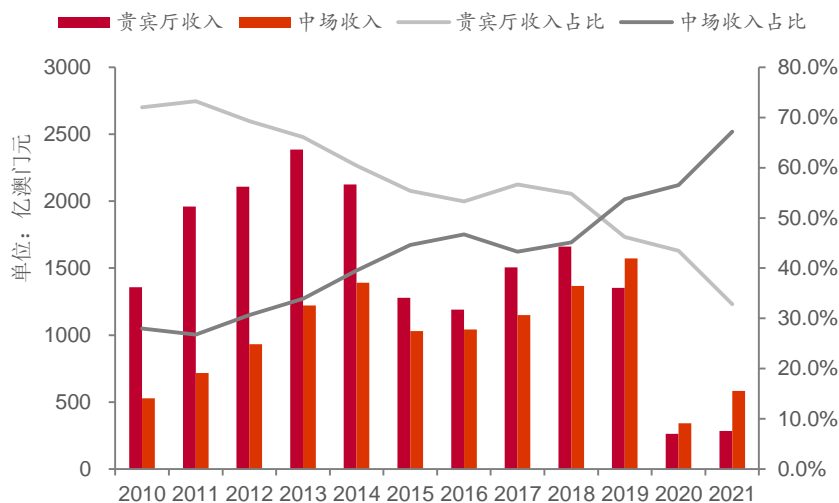
来源: 澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

图表 13: 澳门检查协调局针对行业进行规范治理

时间	事件
2014.5	澳门赌场、珠宝店和典当铺全面禁用内地银联卡使用。
2014.7	中国央行与澳门金管局签署反洗钱监管合作备忘录达成了意向。 对于持中国护照过境澳门特区的旅客, 首次入境时给予的逗留许可由 7 天缩短至 5 天, 第二次从 2 天缩短为 1 天。
2015.9	多金贵宾厅前账房总监涉嫌卷款 20 亿元, 导致多名受害者无法取款, 且因多数受害者使用汇寄无收据, 不支持赔付。
2015.12	澳门博彩监察协调局局长陈达夫履新, 并表示其任内的工作重点将是收紧对博彩中介公司的监管。
2016.1	澳门博彩监察局宣布澳门 176 家博彩中介公司中 35 家公司没有于规定日期内提交其财务记录, 被停止更新其中介执照。 内地银联卡在境外取现每卡每日不超过等值 1 万元, 每卡每年累计不超过等值 10 万元。
2016.12	澳门特区政府规定游客入境不能携带超过 12 万澳门元的现金, 同时中国银联将海外单次取现额度下调为 5000 元。

来源: 澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

- 贵宾厅业务占比持续下滑。**2011 年以来, 中场业务收入与贵宾厅业务收入的结构已经发生重大变化, 贵宾厅收入占比持续下滑。2010 年, 贵宾厅收入在占澳门幸运博彩收入比重为 72%, 中场仅占 28%。至疫情前的 2019 年, 贵宾厅收入占比下滑至 46.2%, 2021 年又进一步下滑至 32.8%。

图表 14：澳门博彩行业贵宾厅收入持续下滑


来源：澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

2.2 新《博彩法》进一步限制中介发展

- 2022年新博彩法实施，进一步规范贵宾厅业务。**在新博彩法中，明确规定了一家博彩中介仅服务一家承批公司，且收入仅为佣金，不得以任何方式与承批公司分享娱乐场的收入。这将使得中介的作用被大幅限制。至此，由中介人运营的贵宾厅以及相关的博彩卫星厅或成为历史。贵宾厅业务的占比将持续降低。

图表 15：新旧博彩法对比

	新博彩法	旧博彩法
第二条 定义	娱乐场——经行政长官许可经营幸运博彩业务的地方及场所，“娱乐场”一词仅可由经营幸运博彩之承批公司使用	娱乐场——经澳门特别行政区政府许可及定为开展此类业务之地点及场所
第五条 幸运博彩的经营 地方	所有承批公司可经营的博彩桌及博彩机的总数量上限，以公布于《澳门特别行政区公报》的行政长官批示订定。 经济财政司司长基于以下原因，可主动减少承批公司获批准的博彩桌或博彩机数量： (一) 有关博彩桌或博彩机的博彩毛收入连续两年均未达到第二十条第六款所指的行政长官批示订定的年度毛收入下限； (二) 承批公司在经济财政司司长订定的期间无合理理由而未充分利用获批准的博彩桌或博彩机。	
第七條 批给制度	经营娱乐场幸运博彩的批给数目最多为六个。 禁止以任何名义将娱乐场幸运博彩的经营权设定负担、全部或部分移转或让与第三人，又或将构成承批公司与娱乐场幸运博彩有关的法定权利和义务或批给合同地位部分移转或让与第三人。	经营娱乐场幸运博彩之批给至多为三个

第十三条 批给期间	娱乐场幸运博彩的经营批给期间应在批给合同内订定，且不得多于十年 如批给期间及上款所指的延长期间已达到第一款规定的上限，经说明理由，行政长官可例外地一次或分多次批准延长批给期间，但本款所指的例外延长期间总数不得超过三年	经营娱乐场幸运博彩之批给期间应在批给合同内订定且不得多于二十年 如批给期间已达到第一款规定之上限时，有关期间可例外地透过具说明理由之行政长官批示一次过或分多次延长，但总数不得超过五年
第二十条 溢价金的缴纳	如承批公司的博彩桌或博彩机的平均毛收入未达到规定的金额下限，承批公司须缴纳特别溢价金，其金额相当于按平均毛收入与该下限金额所计算的博彩特别税的差额。 每张博彩桌及每部博彩机的年度毛收入下限，以及上款所指的期间，以公布于《澳门特别行政区公报》的行政长官批示订定。 在订定上款所指年度毛收入下限时，尤应考虑澳门特别行政区以往的博彩毛收入及澳门特别行政区当前的经济发展状况。	
第二十三条 从事博彩中介业务	从事博彩中介业务须取得由经济财政司司长发出的博彩中介牌照，且不可移转。 每一博彩中介仅可于一间承批公司内从事博彩中介业务，并仅得以收取佣金的方式为承批公司推介娱乐场幸运博彩活动，不得以任何方式与承批公司分享娱乐场的收入。	承批公司须就有关博彩中介人及其行政管理机关成员和合作人在娱乐场开展之活动，以及就彼等是否遵守法律及规章制度向政府承担责任；为此，承批公司应监管其活动。
第四十八条 其他情况的解除	如承批公司危害国家或澳门特别行政区的安全，又或不具备适当资格，行政长官可单方解除娱乐场幸运博彩的经营批给。	

来源：澳门政府网站，中泰证券研究所

2.3 贵宾厅业务盈利占比有限，估值反应充分

- **成本结构不同，导致贵宾厅业务此前虽然收入占比较高，但利润占比有限。** 中介人模式下，贵宾厅业务需要向中介分佣。由于此前中介所提供的服务范围较大，在贵宾厅业务中发挥主导作用，因而其佣金占博彩公司贵宾厅业务毛收入的比例通常在 40% 以上。而中场业务没有此项佣金。这导致贵宾厅业务的实际利润贡献占比显著低于其收入占比。在这种结构下，市场容易高估贵宾厅业务受限带来的盈利贡献。
- **扣除佣金后的收入占比可体现博彩企业贵宾厅业务利润占比上限。** 博彩企业并未披露其各项业务利润占比，我们可以用以下方式估算：1. 计算各企业贵宾厅业务扣除佣金后在总收入中的占比；2. 考虑贵宾厅场地更豪华、人员服务更好，其运营摊销也更大，因而可以理解为步骤 1 中计算的比例是贵宾厅利润占比的上限。
- **当前市场估值或已消化贵宾厅业务受限的影响。** 我们谨慎假设在疫情客流修复后，贵宾厅业务利润为 0，计算当前股价对应 2019 年利润的 PE。六家企业银河娱乐/新濠国际发展/澳博控股/永利澳门/金沙中国/美高梅中国，按 2022 年 12 月 7 日收盘价对应 PE 分别为 21.4/21.7/9.3/22.8/12.8/17.3，而考虑剩余中场业务的规范性和长期稳定性更强，其估值或已反应市场对 VIP 业务下滑的消化。

图表 16：中场业务未来仍是博彩上市公司核心业务

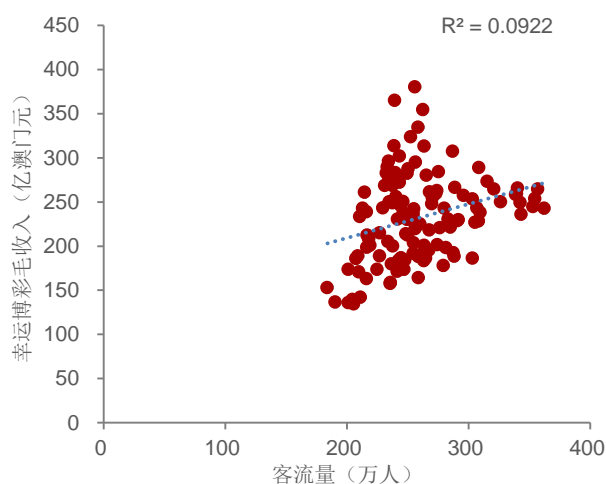
单位：百万港元	澳博控股	金沙中国	美高梅中国	新濠国际发展	银河娱乐	永利澳门
2019 年中场业务收入	26312.8	49634.2	17186.6	29050.0	31773.0	21456.7
2019 年博彩总收入（扣佣金）	33158.5	54038.6	20423.5	38989.5	43581.4	30850.3
2019 年总收入	33875.0	62277.6	22765.0	44987.0	51902.0	36161.7
博彩收入占比	97.9%	86.8%	89.7%	86.7%	84.0%	85.3%
中场收入占比	77.7%	79.7%	75.5%	64.6%	61.2%	59.3%
贵宾厅收入占比（扣佣金）	20.2%	7.1%	14.2%	22.1%	22.8%	26.0%
2019 年扣除贵宾厅业务的 EPS	0.5	1.8	0.4	0.4	2.3	0.3
对应 PE（12 月 7 日股价/2019 年扣除贵宾厅业务后的 EPS）	9.3	12.8	17.3	21.7	21.4	22.8

来源：股价按 2022 年 12 月 7 日收盘价计算，Wind，中泰证券研究所

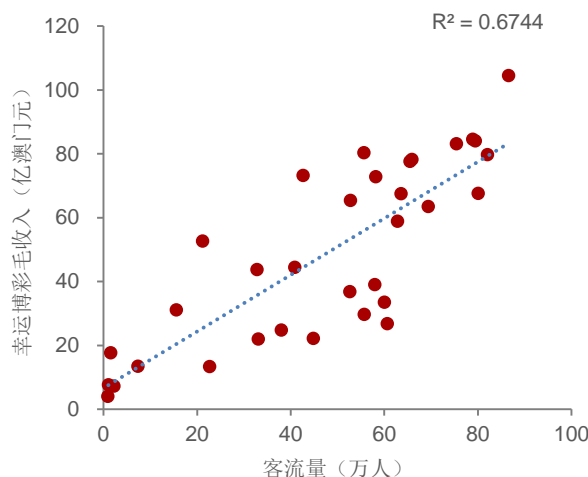
3. 展望：短期看复苏，长期看多元化

3.1 澳门博彩逐步成为一个更为纯粹的客流生意

- 随着贵宾厅客户收入占比的下降，澳门博彩业越来越依赖于休闲客流。根据月度博彩收入和澳门入境客流量数据的拟合，在疫情爆发以前，两者相关性较弱。而疫情以来，相较于疫情前，澳门博彩收入与客流呈现更程度的相关关系。当然，疫情期间较为特殊，客流成为主要变量。我们认为，逻辑上而言未来中场业务占比的提升将使得两者相关性加强。

图表 17：疫前各月博彩收入与客流量


来源：澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

图表 18：疫情期间各月博彩收入与客流量


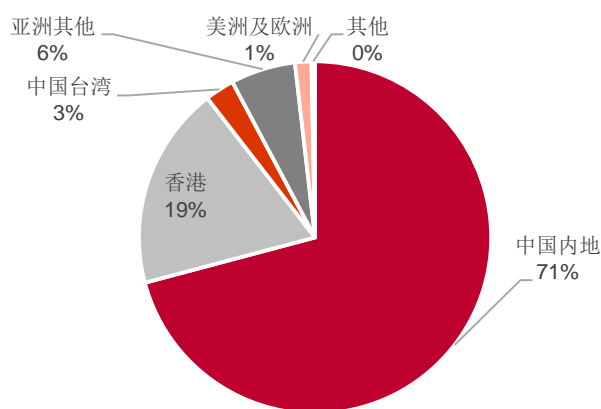
来源：澳门博彩监察协调局、中泰证券研究所

- 边际看，入境政策已出现改善迹象。疫情期间，澳门的月度入境游客人次保持在 100 万次以内的较低水平，与 19 年客流相比，维持在 30% 以内，疫情后有望迎来客流复苏。2022 年 11 月，内地恢复往来澳门自由行电子签注申请，内地往来澳门的出行政策出现边际改善迹象。
- 疫情修复后，中场业务有望提供更为稳定的长期发展。中场业务客流来源为休闲旅客，随着澳门整体旅游基础设施的建设，会呈现比贵宾厅业

务更为稳定的增长趋势，并伴随消费升级长期享受单客户消费金额的提
升，将会带来估值体系的重塑。

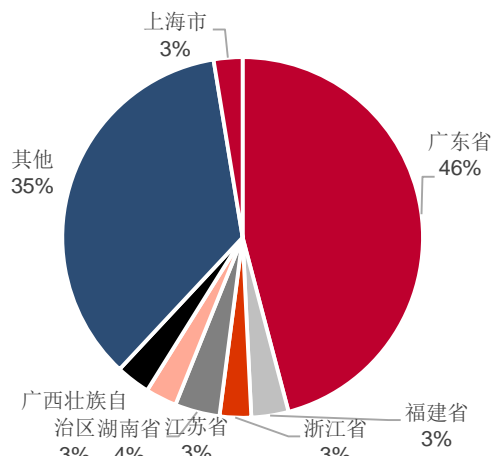
- **粤港澳大湾区建设提速，澳门博彩有望受益。**从澳门的客流结构看，主要以内地游客为主，而澳门的内陆游客中，又以广东省占绝大多数。疫情前 2019 年，中国内地游客占全澳门入境游客 71%，其中，来自广东省的游客占其中 46%。从供给侧来看，澳门面积仅有 33.0 平方公里，亟待相邻合作开发区域。近年来，粤港澳大湾区建设持续提速。2018 年港珠澳大桥通车，2021 年中共中央、国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，基础设施建设提速、财政投入持续增加。澳门博彩有望持续受益粤港澳大湾区建设。

图表 19：2019 年中国内地游客占澳门入境游客 71%



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 20：2019 年广东省游客占澳门内地游客 46%



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 21：粤港澳大湾区近年来发展提速

时间	事件
2018 年 10 月 24 日	港珠澳大桥正式通车
2019 年 2 月 18 日	中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》
2019 年 4 月 2 日	南沙大桥建成通车
2020 年 8 月 26 日	莲塘/香园围口岸正式开通
2021 年 4 月 19 日	发改委发布《粤港澳大湾区建设、长江三角洲区域一体化发展中央预算内投资专项管理办法》明确中央将设立专项资金对大湾区内地 9 市项目进行直接投资
2021 年 9 月 5 日	中共中央 国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》
2022 年 11 月 15 日	澳门特首发表《2023 财政年度施政报告》，工作重点之一为推进横琴建设

来源：公开资料整理、中泰证券研究所

3.2 博彩仍是支柱，持续打造多元化目的地

- **澳门的博彩业一直是澳门经济发展的支柱产业。**在疫情前，博彩业占澳门 GDP 比重超过 60%，博彩及中介行业的从业人员占澳门就业人员 20%

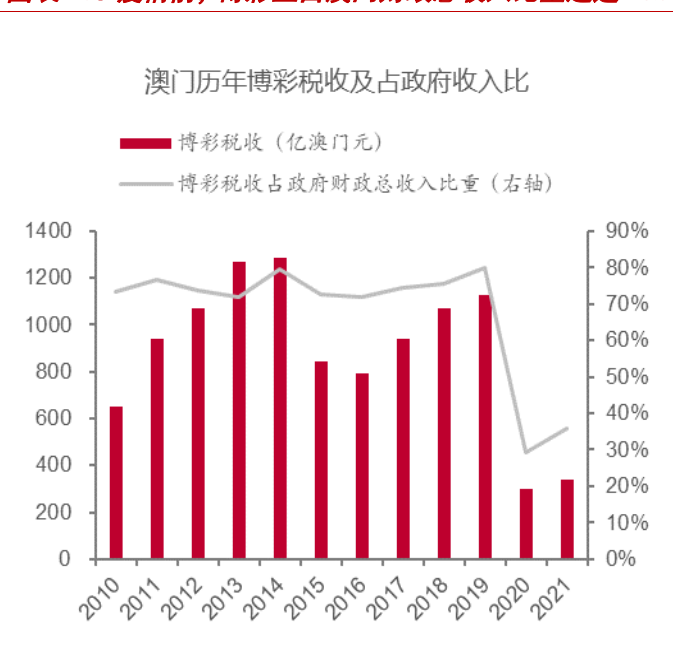
以上。澳门的博彩税率较高，疫情前博彩业占政府财政总收入比重超过70%，博彩业与澳门地区的经济社会发展高度相关。

图表 22：澳门博彩业需缴纳较高税费

税收名称	新博彩法相关表述	税率
博彩税	承批公司必须缴纳博彩特别税，按照经营博彩之毛收计算，税率 35%	35%
公共基金拨款	履行义务，每年拨出其博彩毛收入 2% 的款项予一个以促进、发展或研究文化、社会、经济、教育、科学、学术及慈善活动为宗旨的公共基金	2%
城市建设费	履行义务，每年拨出其博彩毛收入 3% 的款项，用以发展城市建设、推广旅游及提供社会保障	3%

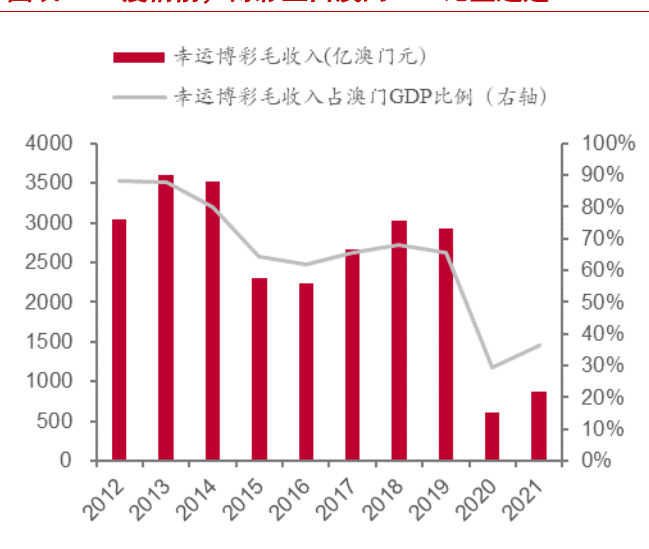
来源：澳门新博彩法、中泰证券研究所

图表 23：疫情前，博彩业占澳门财政总收入比重超过 70%



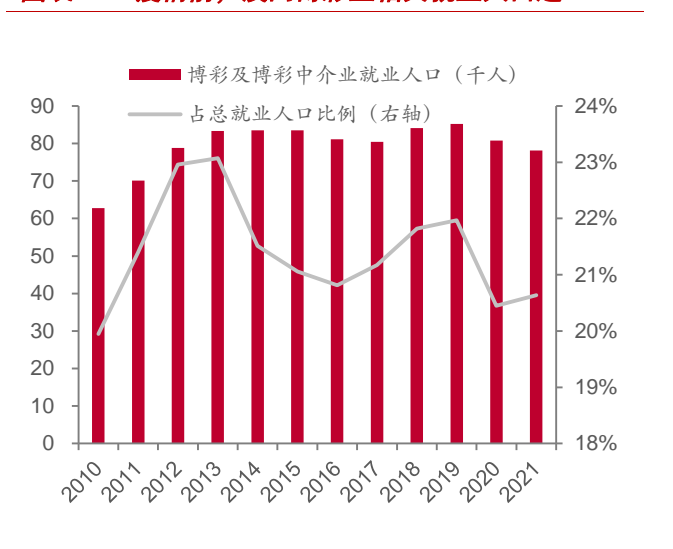
来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 24：疫情前，博彩业占澳门 GDP 比重超过 60%



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 25：疫情前，澳门博彩业相关就业人口超 20%



来源：澳门统计局、中泰证券研究所

- **路氹片区已打造多元化业务，渐成核心片区。**澳门半岛发展较早，以传统赌场形式为主，而路氹核心区现已打造多元化发展场景，集住宿、购物、餐饮、娱乐、博彩为一体。六家上市企业掌握澳门最核心的酒店物业资源，上市公司旗下多数酒店的入住率高于澳门平均的酒店入住率。疫情期间，六家博彩公司持续扩张，未来仍会继续，预计疫情过后，澳门博彩企业将享受澳门地区发展的红利。

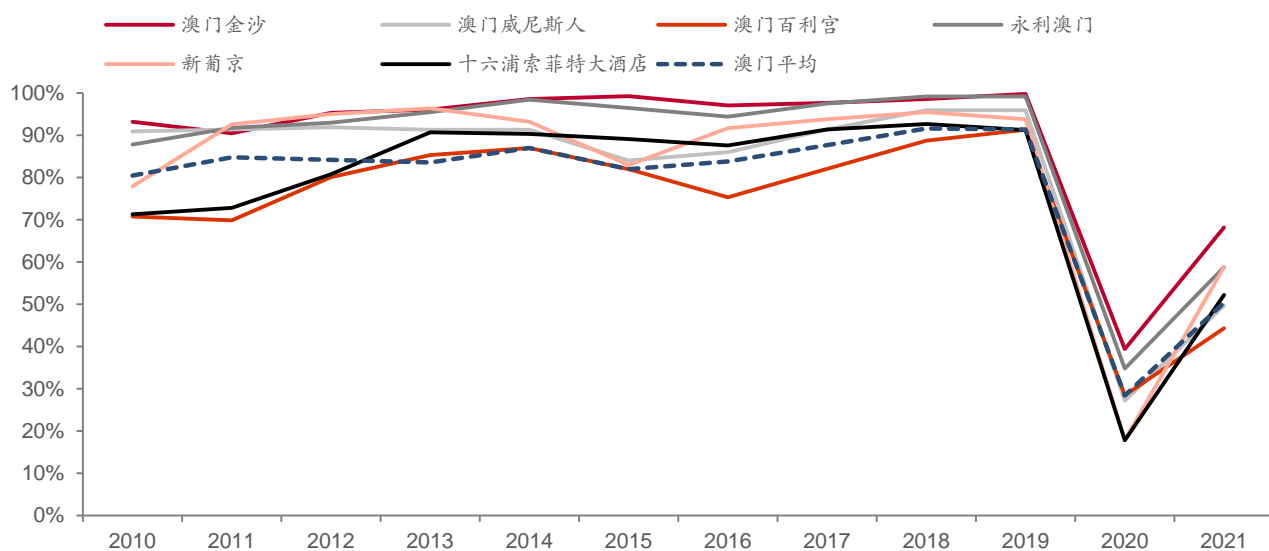
图表 26：澳门博彩新项目集中在路氹区


来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 27：澳门博彩企业掌握核心酒店物业资源

博彩承批公司	项目	项目占地面积	客房数量
银河娱乐	澳门银河	110 万平方米	3600
	澳门星际酒店	12 万平方米	500
金沙中国	澳门威尼斯人	8.78 万平方米	2841
	澳门伦敦人	4.94 万平方米	5989
	澳门巴黎人	2.75 万平方米	2333
	澳门百利宫	2.27 万平方米	649
	澳门金沙	0.46 万平方米	238
永利澳门	永利皇宫	3.9 万平方米	1706
	永利澳门	2.34 万平方米	1010
澳博控股	上葡京	7 万平方米	576
	新葡京酒店及娱乐场	1.16 万平方米	430
	十六浦	2.3 万平方米	420
美高梅中国	澳门美高梅	2.85 万平方米	585
	美狮美高梅	2.77 万平方米	1418
新濠国际发展	新濠天地	5.53 万平方米	1480
	澳门新濠峰	10.6 万平方米	216
	新濠影汇	15 万平方米	1902

来源：澳门统计局、中泰证券研究所

图表 28：上市博彩企业旗下酒店入住率高于澳门平均


来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 29：博彩企业疫情期间仍持续扩张

	在建项目	概况
银河娱乐	澳门银河莱佛士	450 间豪华套房
	银河安达仕	700 间客房及套房
	银行国际会议中心	400000 平方米会展空间、10000 平方米展览馆、650 个座位的 银河剧场
	银河综艺馆	容纳 16000 名宾客，8 间豪华包厢
金沙中国	伦敦人综艺馆	6000 个座位
	伦敦人购物中心	5.6 万平方米可出租面积
永利澳门	永利皇宫第二期	未披露细节
新濠国际发展	新濠影汇二期	900 间客房，亚洲最大的室内及室外水上乐园

来源：公司年报、中泰证券研究所

- **企业层面，建议重点关注金沙中国、银河娱乐、永利澳门后续的新项目表现。**金沙中国的伦敦人酒店四季酒店在疫情期间已经扩容，疫后将直接享受客流复苏的红利。银河娱乐三期、四期投产体量较大，是几家未来几年增量物业占比最多的公司，未来也将成为路氹片区的核心供给方。同时，永利澳门的永利皇宫二期也将为公司带来不俗的增量。
- **投资建议：我们认为当前博彩板块整体投资价值凸显，政策担忧已落地，后续随出行政策的改善与客流的提升将会带来业绩与估值的双升。**长期看，政策监管趋严后，行业发展将更为规范与稳健，长期估值也存在提升空间。个股层面而言，我们认为优质的投资标的应具备以下三点特征：
 1. 稳定的治理结构和国际化的运营经验；
 2. 较好的非博彩多元化业务发展前景；
 3. 有吸引力的估值水平。
 我们建议重点关注：金沙中国有限公司、银河娱乐、永利澳门。

4. 风险提示事件

4.1 疫情与内地往来澳门政策变化是当前最大的风险变量

当前澳门博彩企业盈利的最大变量是疫情相关情况，若后续疫情修复或出行政策修复迟迟低于预期，或导致业绩修复速度低于市场预期，以及企业面临更多的现金流压力。

4.2 经济修复滞后影响旅客消费意愿的风险

博彩等消费需求相对可选，与内地经济发展情况和居民收入也有一定的相关性。若后续在客流恢复的情况下，经济和收入恢复之后，也会在一定程度上影响博彩企业的盈利修复。

4.3 博彩政策进一步收紧的风险

新《博彩法》落地后，博彩政策方面的担忧渐告一段落。但在具体执行层面，仍有可能存在实际的松紧状态。若政府对出入境和资金流动进一步收紧管制，或进一步影响博彩企业的盈利。

4.4 研报使用信息更新不及时的风险

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。