

澳门2月博彩毛收入续超预期，全年修复空间有望上调

社会服务行业

推荐(维持)

核心观点：

- 淡季不淡，2月澳门博彩收入续超预期

DICJ 最新数据显示，2023 年 2 月澳门实现博彩毛收入 103 亿澳门元/+33% YoY，好于市场预期。合并 1-2 月数据看，剔除月份效应后澳门博彩业 1-2 月合计实现毛收入 219 亿元/+55% YoY，恢复至 2019 年同期 43.5%，已接近澳门特区政府对 2023 年整体恢复率 44% 的预测。进一步拆分收入结构，我们认为 2 月澳门博彩业中场毛收入或已恢复至 2019 年同期的 85% 以上，而考虑到当前澳门旅游市场客流仅恢复至 19 年 50% 左右，这意味着全年博彩毛收入大概率有望超过政府预期水平。

- 1月内地中高端旅客开始回归，“五一”假期表现值得期待

根据 DSEC 数据，2023 年 1 月入境澳门旅客人次 +101% YoY 至 139.8 万人次，环比 2022 年 12 月增长 259%，恢复至 2019 年的 41%。其中，23 年 1 月大陆入境旅客 99 万人次/+54% YoY，恢复至疫情前 44%。从过夜人次看，23 年 1 月留宿旅客 81.6 万人次/+235% YoY，恢复至 19 年同期 50%，全澳门酒店入住率达 71%/+27.3pct，恢复至 2019 年同期的 77%，整体数据均表明，此轮复苏主要由中高端旅客推动，大众旅客回归后市场恢复率仍有进一步提升空间。

- 中场+非博彩驱动成长，行业中长期投资和估值逻辑重塑

受澳门特区颁布的新博彩法案推动，澳门博彩业成长逻辑已全面转向高盈利、低周期波动的中场&非博彩业务。与此同时，相较于市场担忧贵宾厅客户的流失，我们认为原先于贵宾厅市场消费的高端客群不会彻底消失，而是将部分转向博彩运营商直营贵宾厅业务，亦或下沉至高端中场进行博彩消费。而无论贵宾厅客户未来的选择如何，考虑到直营贵宾厅和高端中场的 EBITDA Margin 都显著高于过往中介人经营的贵宾厅业务，未来所有博彩运营商的盈利能力均将受益并获提升，同时中场和非博彩业务的 TOC 属性更为显著，稳定的增速预期将驱动板块估值水平较上一轮周期抬升。

- 行业中重点推荐公司的选择

从历史数据看，博彩板块估值在复苏-景气阶段主要受博彩毛收入的绝对值和增速变化驱动，考虑目前行业仍处于复苏早期，我们认为月度数据催化仍将持续提振估值。建议关注美高梅中国（获批赌桌增幅最大，当前 EV/EBITDA 仍低估）、金沙中国（中场和非博彩龙头，逻辑最顺）、银河娱乐（行业龙头，土地储备规模最大，长期成长空间可观）。

- 风险提示：

旅游市场恢复进度低于预期；签证、外汇管制政策调整。

分析师

顾熹闵

✉：18916370173

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

相关研究

【银河社服】行业周报：海南机场客流维持高位，韩国计划取消自中国入境人员核酸检测

【银河社服】澳门博彩行业深度：市场快速复苏，新格局下博彩板块估值有望重塑

【银河社服】行业周报：商旅复苏加速，出境政策限制有望逐步解除

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yi@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yi@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yi@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn