

澳博上葡京爬坡现成效，EBITDA 利润率与市场份额双提升

华泰研究

2024 年 5 月 10 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

4.00

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

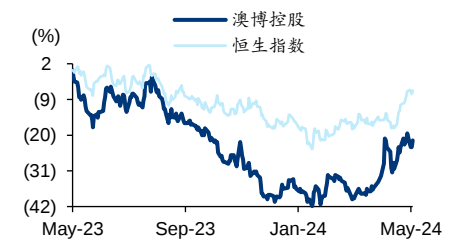
何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

基本数据

目标价(港币)	4.00
收盘价(港币 截至 5 月 9 日)	2.94
市值(港币百万)	20,879
6 个月平均日成交额(港币百万)	26.89
52 周价格范围(港币)	2.15-3.75
BVPS(港币)	1.96

股价走势图



资料来源: S&P

澳博控股: 重申买入, 上调目标价至 4 港元, 给予 25 年 8.7x EV/EBITDA
 澳博控股发布 24Q1 财报, 净收入 6920 百万港元, 环比+8%; 经调整 EBITDA 为 864 百万港元, 环比+15%, 恢复至 19Q1 的 83%; EBITDA Margin 为 12.5%, 对比 19Q1/23Q4 的 12.4%/10.9%, 市场份额从上季度的 12.2% 进一步升至 12.8%。我们预测澳博控股 24/25 博彩毛收入为 285.46/328.33 亿港元, 恢复至 19 年的 71%/82%, 其中 VIP 恢复至 19 年的 19%/21%, 中场恢复至 19 年的 95%/110%, 老虎机恢复至 19 年的 175%/192.5%; 24/25 年经调整 EBITDA 为 37.97/48.45 亿港元, EBITDA margin 分别为 13.0%/14.5%。我们认为上葡京爬坡和份额提升已初见成效。

24Q1 博彩收入恢复不及行业, 上葡京已开始贡献利润

澳博控股 24Q1 博彩毛收入 6892 百万港元, 恢复至 19Q1 的 66% (对比行业 75%); VIP 为 645 百万港元, 恢复至 19Q1 的 16% (对比行业 39%), 同比+221%, 环比+27%; 中场为 5712 百万港元, 恢复至 19Q1 的 92% (对比行业 113%), 同比+72%, 环比+8%; 老虎机为 535 百万港元, 恢复至 19Q1 的 184% (对比行业 86%), 同比+47%, 环比+9%。按物业, 24Q1 上葡京毛收入 1418 百万港元, EBITDA 为 88 百万港元, EBITDA Margin 为 6.2%; 新葡京毛收入为 1958 百万港元, EBITDA 为 535 百万港元 (19 年同期的 89%), EBITDA Margin 为 27.3%。

发力非博彩现成效, EBITDA 利润率持续改善, 上葡京入住率上升

澳博积极发展非博彩业务, 助力 EBITDA Margin 持续向好。1 月 14 日 TVB《万千星辉颁奖典礼 2023》在上葡京举行; 1 月 24 日「武术天下」和「AI 乐园」主题体验馆也于上葡京开幕; 此外公司于 24 年 2 月和 4 月起在上葡京推出唐老鸭 90 周年画展和“姆明奇妙邂逅”作品展; 并在 24 年 3 月推出于上葡京接驳的“澳门海上游”项目。新葡京 EBITDA 利润率自 23Q2 (21.5%) 超过 19 年同期水平以来持续改善, 24Q1 达 27.3%; 23Q4 上葡京 EBITDA 利润率首度转正, 24Q1 达 6.2%, 入住率也上升至 92.6%, 同比+8.9 pcts, 爬坡现成效。

受出国游潮和坏天气冲击, 澳门五一客流低于预期, 但 GGR 却可圈可点

五一假期澳门入境旅客达 60.4 万人次, 日均 12.1 万人次, 超过去年同期的 9.8 万人次, 但不及澳门官方预期的 13 万人次, 23/24 年五一假期日均人次分别恢复至 19 年的 62%/76%。中国旅客受新马泰免签、日元贬值等驱动, 出国旅游意愿大涨, 其中赴日机票预定量达 19 年同期的 160%, 泰国也在近 40 度高温下迎来了 23 万中国旅客, 同比+75%。不过, 五一期间博彩收入恢复却意外地高于客流恢复, 意味着日韩泰等国家或只分流了以旅游为主的游客, 但以博彩为主的游客粘性依旧。

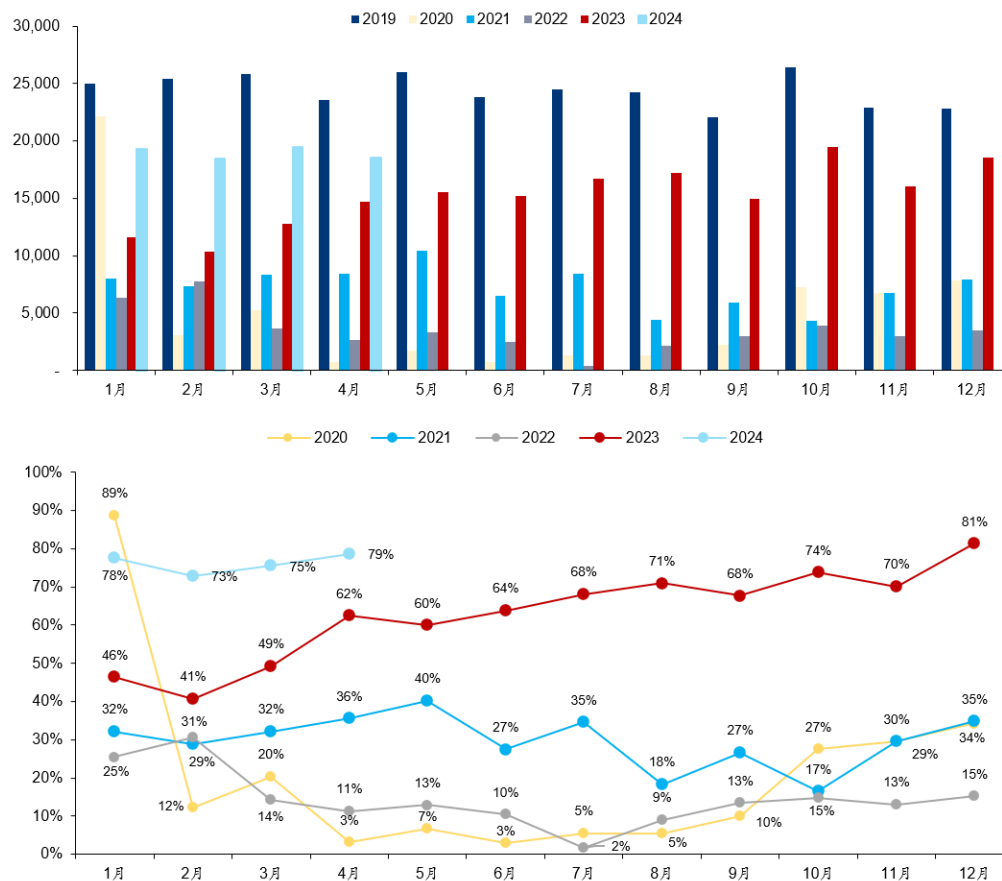
风险提示: 政策落地不及预期, 测算存在误差, 海外博彩市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	6,679	21,623	29,207	33,414	34,331
+/-%	(33.72)	223.77	35.07	14.40	2.74
归属母公司净利润(港币百万)	(7,799)	(2,010)	585.53	1,453	2,024
+/-%	88.18	(74.23)	(129.13)	148.16	39.30
EPS(港币, 最新摊薄)	(1.10)	(0.28)	0.08	0.20	0.29
ROE(%)	(42.83)	(13.35)	4.04	9.31	11.65
PE(倍)	(2.68)	(10.39)	35.66	14.37	20.63
PB(倍)	1.30	1.48	1.40	1.28	2.27
EV/EBITDA(倍)	(15.16)	28.32	10.77	7.27	6.90

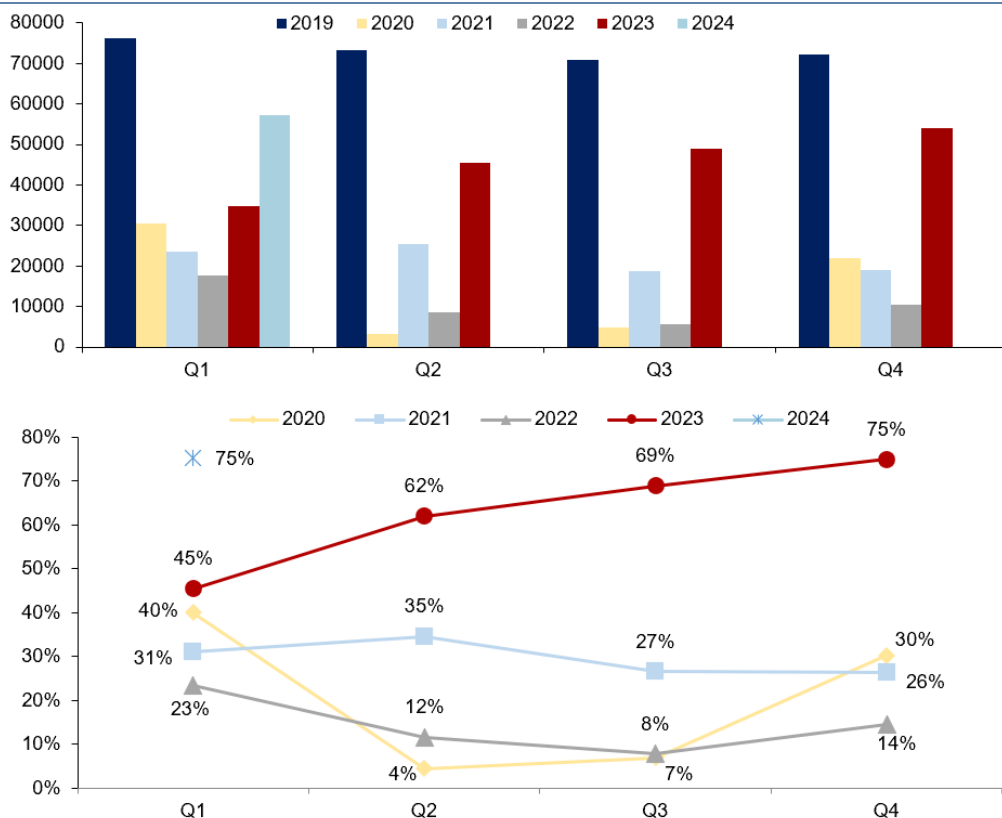
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 澳门总博彩恢复情况: 2024 年 4 月 GGR 修复至 2019 年同期 79% (百万澳门元)



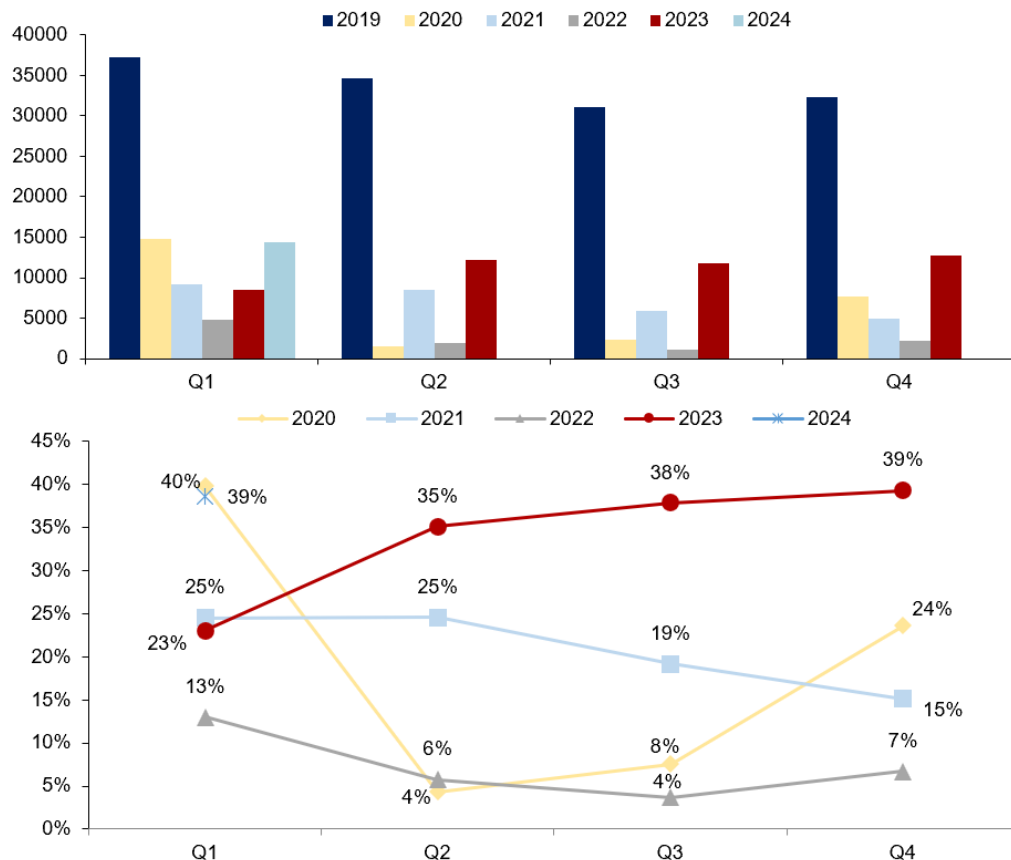
资料来源: DICJ, 华泰研究

图表2: 澳门博彩总收入对比 2019 年的恢复情况 (按季度) (百万澳门元)



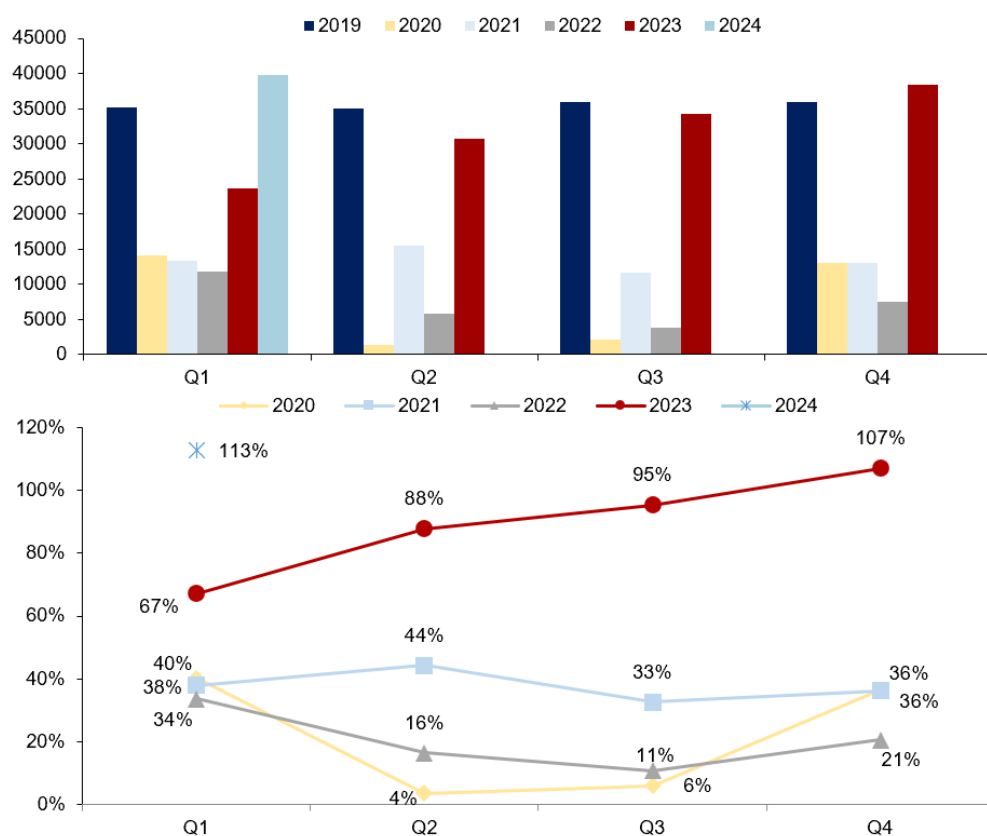
资料来源: DICJ, 华泰研究

图表3：澳门 VIP 博彩收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



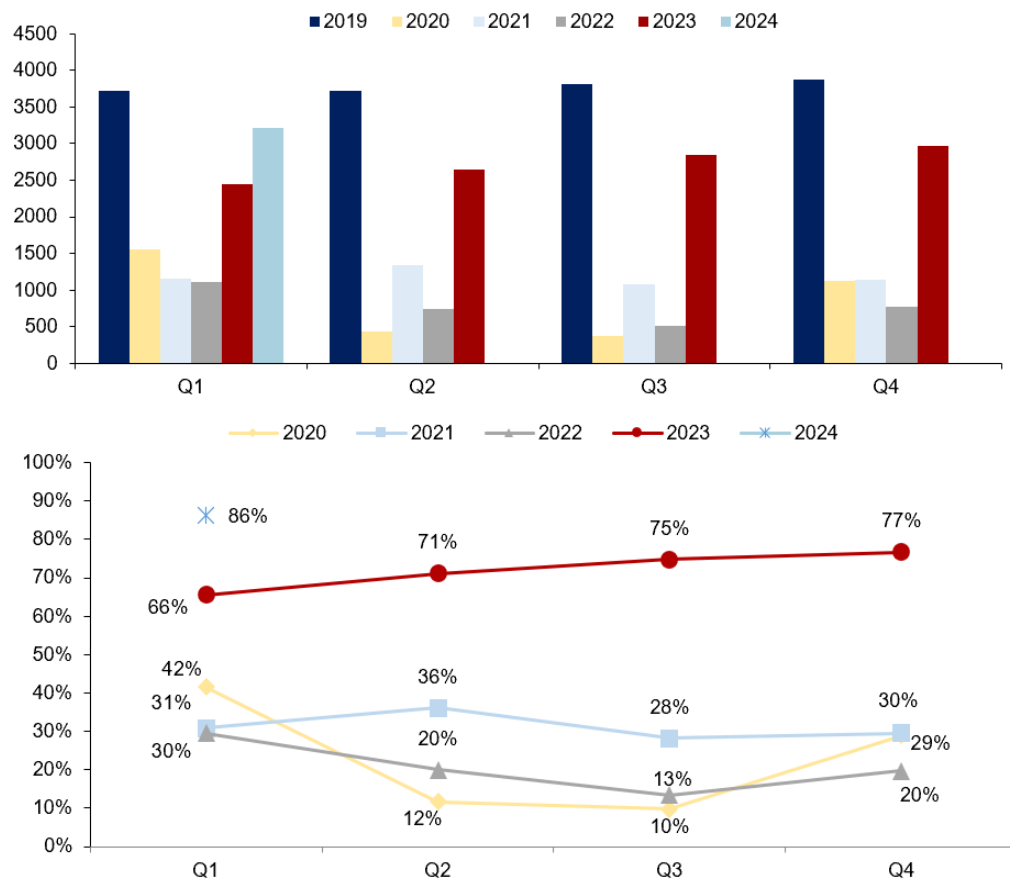
资料来源：DICJ、华泰研究

图表4：澳门中场收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



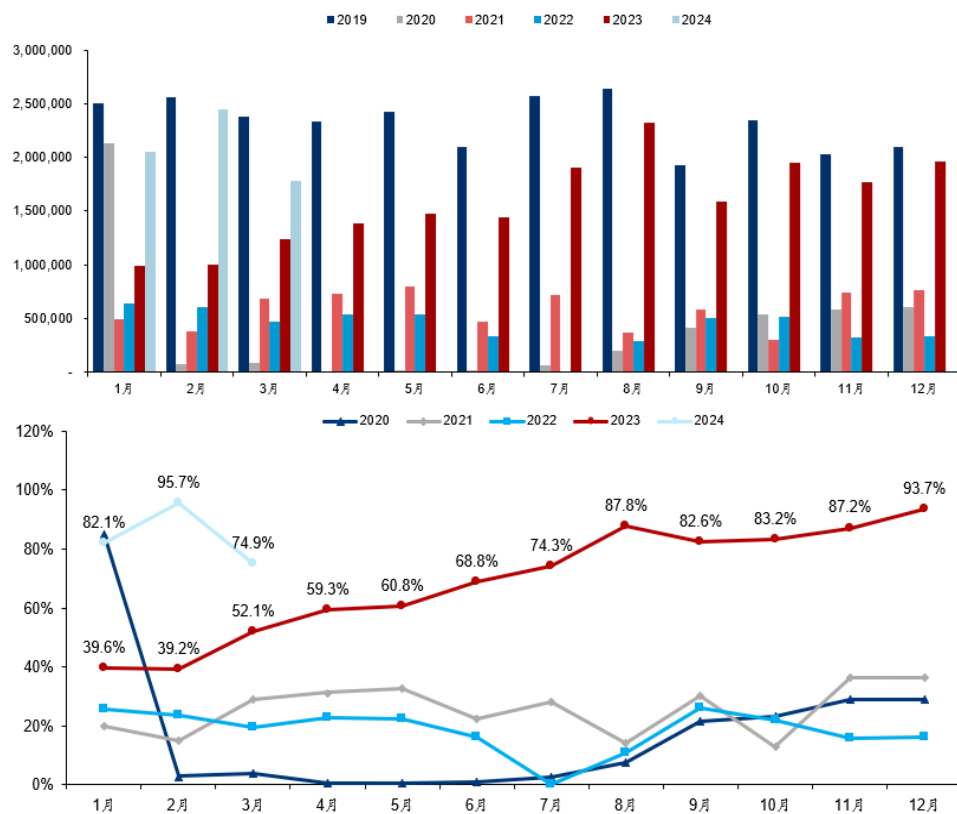
资料来源：DICJ、华泰研究

图表5：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



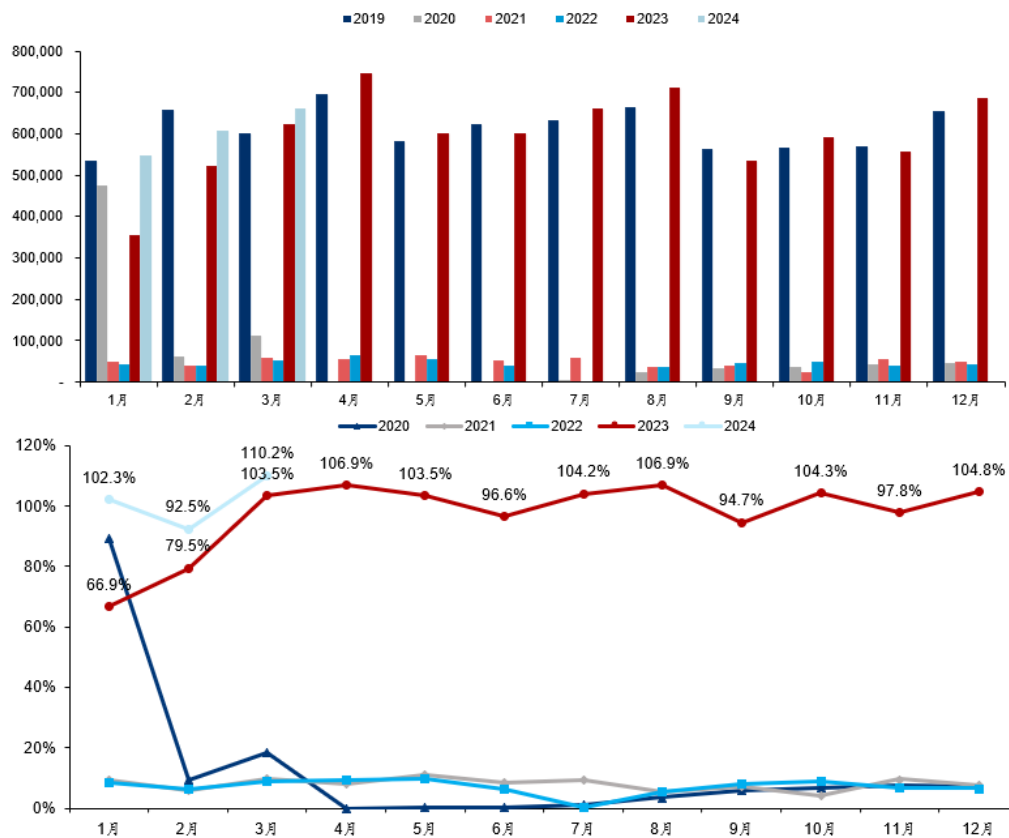
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2024 年 3 月访澳内地游客恢复至 2019 年 74.9% 的水平（人）



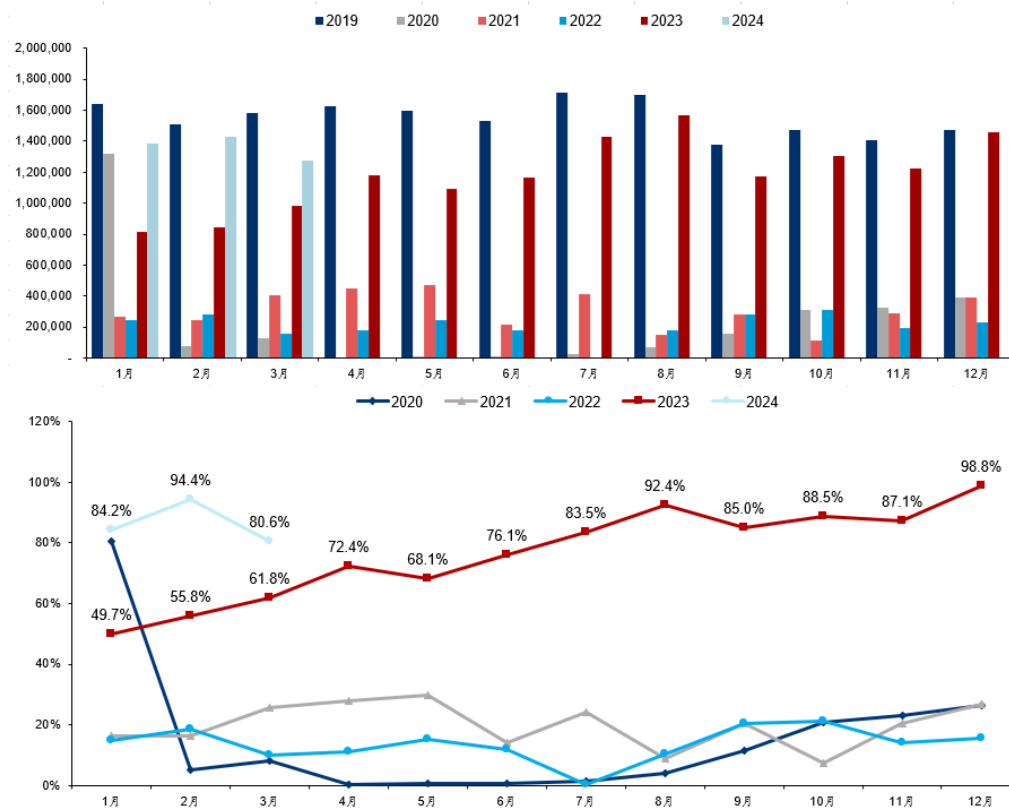
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表7：2024年3月访澳香港游客已超过2019年同期水平10%（人）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表8：2024年3月访澳过夜游客恢复至2019年80.6%的水平（人）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表9：19年以来澳门博彩营收同比增速（%）

营收同比增速 (%)																							
GGR	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		
行业数据	0%	0%	-4%	-8%	-60%	-96%	-93%	-70%	-22%	685%	284%	-13%	-25%	-67%	-70%	-46%	95%	436%	779%	421%	65%		
新濠博亚	-1%	15%	17%	4%	-42%	-87%	-90%	-67%	-40%	187%	151%	-20%	-21%	-73%	-73%	-49%	54%	463%	774%	383%	69%		
金沙中国	8%	0%	-5%	-4%	-66%	-100%	-95%	-73%	-13%	10430%	357%	-10%	-35%	-66%	-63%	-37%	160%	462%	792%	417%	44%		
永利澳门	-3%	-2%	-21%	-21%	-63%	-100%	-94%	-68%	-23%	breakeven	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%		
美高梅中国	20%	26%	25%	5%	-62%	-96%	-94%	-60%	4%	1124%	545%	-5%	-15%	-58%	-72%	-43%	131%	456%	879%	481%	83%		
银河娱乐	-11%	-12%	-11%	-16%	-65%	-97%	-94%	-68%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	894%	411%			
澳博控股	-5%	-10%	-13%	-8%	-62%	-90%	-90%	-76%	-33%	200%	160%	-1%	-4%	-46%	-61%	-40%	53%	246%	502%	339%	77%		
VIP	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		
行业数据	-13%	-16%	-22%	-23%	-60%	-96%	-92%	-76%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%		
新濠博亚	-8%	7%	16%	-6%	-26%	-78%	-89%	-77%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%		
金沙中国	0%	-13%	-36%	-20%	-71%	-101%	-90%	-90%	-9%	breakeven	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%		
永利澳门	-7%	-9%	-41%	-39%	-67%	-106%	-96%	-80%	-41%	breakeven	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%		
美高梅中国	3%	22%	4%	-20%	-69%	-96%	-95%	-74%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%		
银河娱乐	-24%	-25%	-27%	-29%	-67%	-96%	-93%	-74%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1332%	514%			
澳博控股	-19%	-31%	-43%	-28%	-70%	-95%	-93%	-86%	-59%	115%	62%	-62%	-29%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%		
Mass	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		
行业数据	18%	21%	19%	9%	-60%	-96%	-94%	-64%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%		
新濠博亚	9%	29%	22%	12%	-56%	-97%	-93%	-59%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%		
金沙中国	13%	5%	9%	3%	-64%	-99%	-96%	-67%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%		
永利澳门	2%	8%	7%	5%	-57%	-98%	-93%	-57%	-5%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%		
美高梅中国	35%	36%	48%	31%	-58%	-98%	-95%	-52%	22%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%		
银河娱乐	9%	7%	11%	0%	-62%	-98%	-95%	-61%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	874%	400%			
澳博控股	8%	8%	12%	8%	-58%	-89%	-89%	-71%	-21%	241%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%		

资料来源：各公司公告、Wind、Bloomberg、华泰研究

图表10：澳门博彩恢复至2019年水平（%）

恢复至2019年水平	GGR					VIP					中场					老虎机				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	23%	35%	38%	39%	39%	67%	88%	95%	107%	113%	66%	71%	75%	77%	86%
新濠博亚	43%	57%	58%	64%	72%	17%	26%	18%	22%	23%	61%	85%	91%	99%	114%	75%	73%	85%	77%	88%
金沙中国	51%	71%	80%	79%	73%	24%	32%	42%	24%	19%	60%	84%	89%	97%	93%	76%	94%	99%	101%	109%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	12%	26%	25%	28%	23%	74%	91%	105%	117%	132%	47%	50%	41%	50%	64%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	28%	50%	39%	49%	56%	117%	137%	142%	174%	213%	64%	72%	72%	90%	97%
银河娱乐	41%	52%	64%	67%		11%	13%	13%	14%		72%	92%	108%	113%		60%	79%	84%	84%	
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	5%	15%	12%	15%	16%	55%	68%	78%	83%	92%	87%	187%	167%	156%	184%

资料来源：各公司公告、Wind、Bloomberg、华泰研究

图表11：2023年以来澳门博企EBITDA同比和环比增速

	EBITDA同比增速					EBITDA环比增速					EBITDA恢复至19年水平				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
新濠博亚	448%	412%	371%	712%	107%	397%	76%	5%	11%	0.2%	35%	59%	63%	72%	72%
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	780%	36%	17%	4%	-7%	46%	71%	84%	81%	71%
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	330%	58%	4%	16%	14%	40%	72%	85%	85%	88%
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	450%	16%	8%	16%	23%	90%	112%	114%	131%	161%
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%		1270%	30%	12%	1%		51%	60%	72%	73%	
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	103%	1287%	32%	24%	15%	3%	43%	60%	59%	83%

资料来源：各公司公告、Wind、Bloomberg、华泰研究

图表12: TVB《万千星辉颁奖典礼 2023》在上葡京举行



资料来源: 澳博官网、华泰研究

图表13: 上葡京「武术天下」和「AI 乐园」主题体验馆开幕



资料来源: 澳博官网、华泰研究

图表14: 上葡京姆明奇妙邂逅艺术展



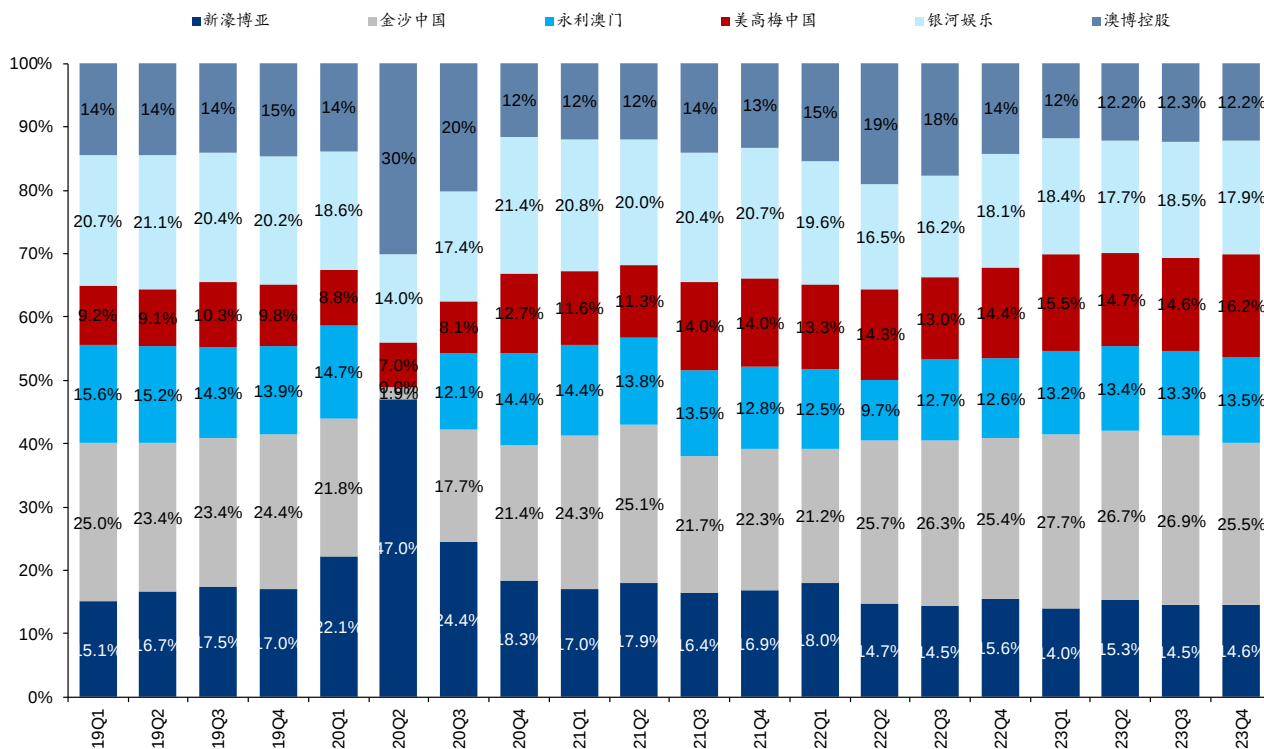
资料来源: 澳博官网、华泰研究

图表15: 上葡京唐老鸭 90 周年艺术展



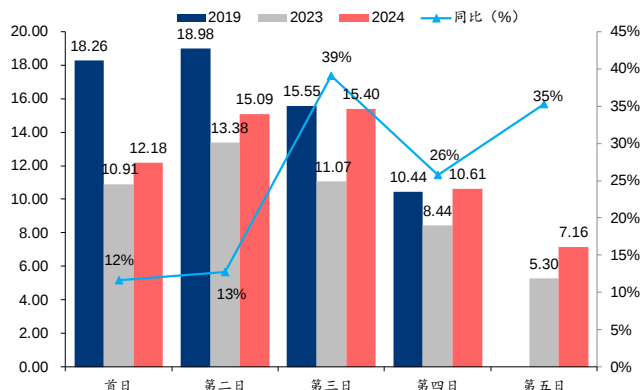
资料来源: 澳博官网、华泰研究

图表16: 2019 年以来澳门博彩市占率 (按 GGR)



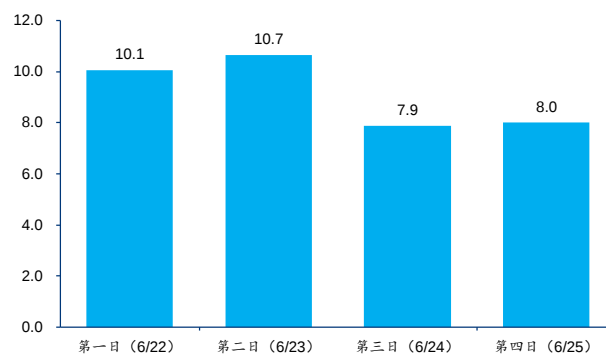
资料来源: Wind, Bloomberg、华泰研究

图表17：2024年五一假期澳门入境游客数量（万人次）



资料来源：DSEC、华泰研究；注：2019年五一假期为四天

图表18：2023年端午节假期澳门入境游客数量（万人次）



资料来源：澳门电台、华泰研究

图表19：2019-2024五一黄金周期间总访澳旅客对比（人次）

2019-2024五一黄金周期间总访澳旅客（人次）							
	首日	第二日	第三日	第四日	第五日	日均	总计
2019	182,632	189,768	155,548	104,378	-	158,082	632,326
2020	233	305	511	427	380	371	1,856
2021	44,699	36,253	34,676	28,236	22,731	33,319	166,595
2022	41,439	25,805	24,915	23,933	19,782	27,175	135,874
2023	109,098	133,843	110,729	84,411	52,978	98,212	491,059
2024	121,750	150,862	154,006	106,143	71,634	120,879	604,395
2024同比%	12%	13%	39%	26%	35%	23%	23%
2024恢复至2019年的%*	67%	79%	99%	102%	-	76%	96%

*注：2020-2024年“五一黄金周”实际假期为五天，2019年假期为4天，鉴于对比性不完全，2024同比恢复数据有误差

2024年五一第四日澳门气象局发出黑色暴雨警告信号，或对入境旅客数产生影响

资料来源：澳门日报、旅客统计资料库、华泰研究

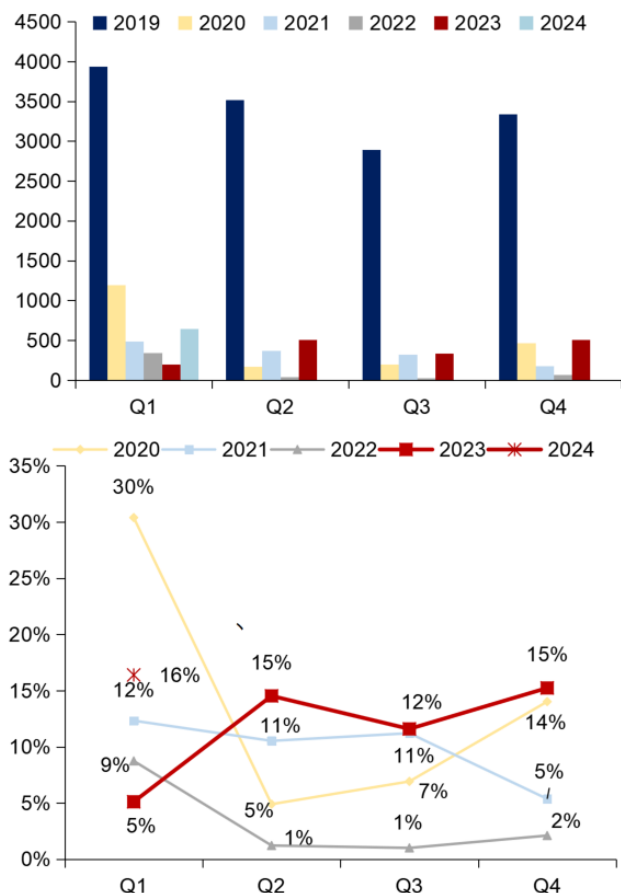
图表20：五一假期酒店房价（单位：人民币）

				2024年五一假期房价					2023年五一假期房价				
公司	公司	澳门酒店 大/双床 价格	房型	5月1日	5月2日	5月3日	5月4日	5月5日	4月29日	4月30日	5月1日	5月2日	5月3日
永利	永利	永利皇宫酒店 (5星)	皇宫大床房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	3,875
		永利澳门酒店 (5星)	豪华湖景客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
银河	银河	澳门银河酒店 (5星)	银河套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	3,762
		澳门JW万豪酒店 (5星)	豪华大床客房	满房	满房	满房	满房	1,741	6,689	6,689	6,689	6,689	2,479
		澳门悦榕庄酒店 (5星)	路逸泉悦大床套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	尊贵套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	3,107	2,249
新濠	新濠	澳门百老汇酒店 (5星)	百老汇客房	1,881	2,677	2,677	1,881	567	满房	满房	无报价	满房	满房
		澳门星际酒店 (5星)	豪华房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门新濠锋酒店 (5星)	海景大床客房	满房	满房	满房	满房	1,146	3,834	4,168	4,168	4,169	1,918
		澳门新濠天地-颐居酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	高级房	满房	满房	无报价	满房	满房	满房	满房	无报价	满房	满房
澳博	澳博	澳门新濠天地-摩珀斯酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	6,619	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门新濠影汇酒店 (5星)	明星汇经典大床客房	4,794	4,732	4,959	4,710	942	3,371	3,706	3,872	3,199	1,567
		澳门君悦酒店 (5星)	嘉宴轩行政套房	6,600	5,569	6,445	6,049	2,102	5,263	5,263	5,263	5,263	1,364
		澳门新葡京酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门葡京酒店 (5星)	标准客房	1,763	1,763	1,763	1,572	684	2,099	满房	2,099	1,741	1,003
(澳博体系外)	澳博体系外	澳门上葡京酒店 (5星)	豪华大床客房	2,944	3,053	2,744	2,352	1,019	2,755	2,757	2,669	2,575	1,605
		*澳门卡拉格斐奢华酒店 (5星)	经典客房	3,748	4,246	3,935	2,910	2,149	3,812	3,859	3,912	3,898	2,168
		澳门葡京人酒店 (4星)	高级房	1,965	1,965	1,717	1,456	620	2,778	2,243	1,998	1,625	753
美高梅	美高梅	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
		澳门美狮美高梅酒店 (5星)	度假双床客房	满房	满房	满房	满房	3,169	满房	满房	满房	满房	3,330
金沙	金沙	澳门金沙城中心-康莱德酒店 (5星)	豪华大床客房	满房	满房	满房	满房	2,381	4,505	4,811	4,811	4,200	1,675
		澳门金沙城中心-喜来登酒店 (5星)	豪华客房	2,133	3,432	3,525	2,869	1,030	2,888	3,125	3,314	2,691	1,173
		澳门金沙城中心-瑞吉酒店 (5星)	豪华客房	3,700	6,160	5,670	3,494	1,532	满房	6,663	7,315	3,729	1,961
		澳门伦敦人酒店 (5星)	路易套房	11,340	满房	满房	11,338	9,584	满房	满房	满房	12,430	12,430
		澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华大床房	满房	满房	满房	满房	2,263	3,712	3,895	3,895	3,332	1,237
		澳门四季酒店 (5星)	豪华房	满房	满房	满房	满房	1,468	6,246	满房	满房	满房	满房
		澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	6,185	满房	满房	满房	2,875	满房	满房	满房	满房	2,345
		澳门威尼斯人酒店 (5星)	豪华皇室套房	满房	满房	满房	满房	2,469	4,331	4,640	4,640	4,077	1,511
*数据搜集于五一假期两周前													
中位价				3,700	3,432	3,525	2,890	1,741	3,812	4,032	3,912	3,729	1,918
平均价				4,278	3,733	3,715	3,863	2,335	4,022	4,318	4,203	4,182	2,548

注：*2023和2024年酒店房价均统计于五一假期两周前

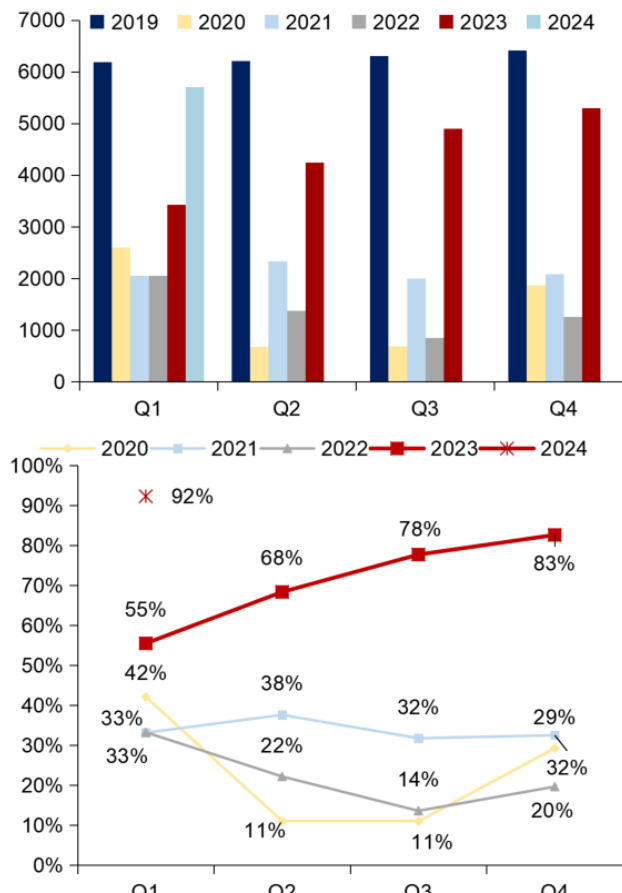
资料来源：携程网、华泰研究

图表21: 澳博VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



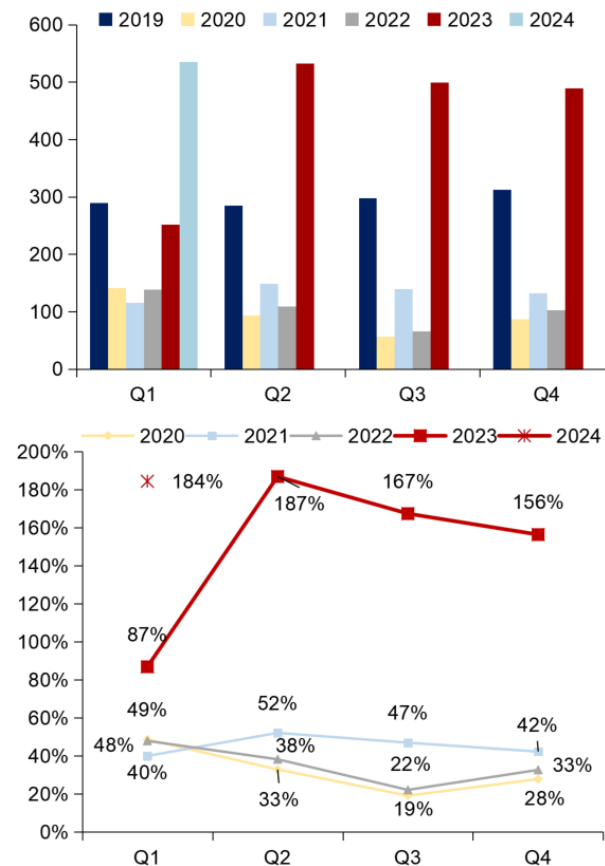
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表22: 澳博中场业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



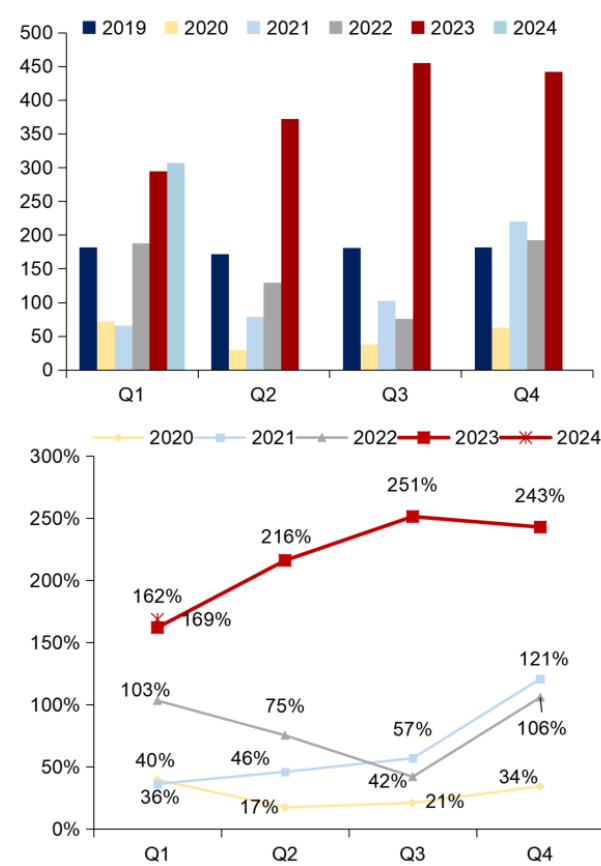
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表23: 澳博老虎机业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



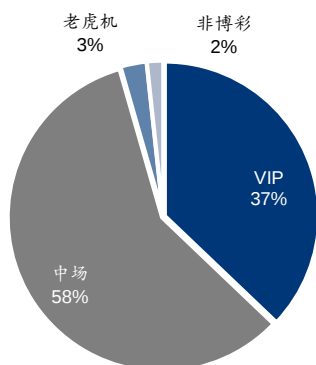
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表24: 澳博非博彩业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



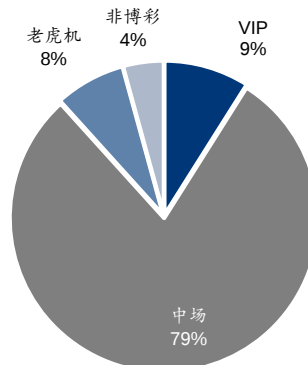
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表25: 19Q1 澳博控股各业务收入占比



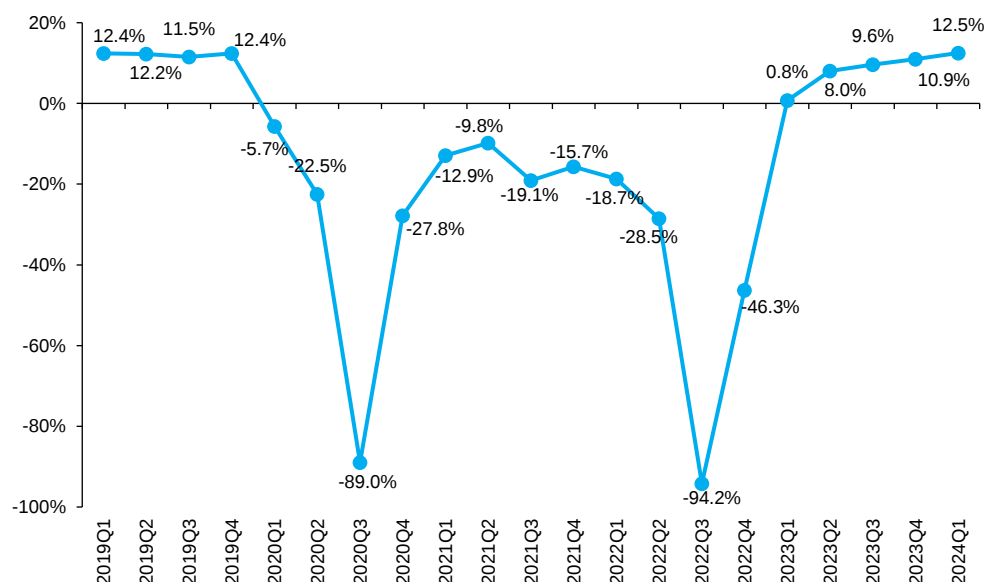
资料来源: 澳博公告、Visible Alpha、华泰研究

图表26: 24Q1 澳博控股各业务收入占比



资料来源: 澳博公告、Visible Alpha、华泰研究

图表27: 澳博 EBITDA Margin



资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表28: 澳博博彩收入预测 (分结构, 百万港元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,410	33,875	7,507	10,076	6,679	21,623	29,207	33,414	34,331
yoy	9.00%	-1.55%	-77.84%	34.23%	-33.72%	223.77%	35.07%	14.40%	2.74%
博彩毛收入	43,900	40,000	8,275	10,368	6,455	21,205	28,547	32,833	33,863
yoy	6.32%	-8.88%	-79.31%	25.29%	-37.74%	228.50%	34.63%	15.01%	3.14%
VIP毛收入	19,664	13,688	2,037	1,359	486	1,557	2,601	2,861	2,947
yoy	-1.07%	-30.39%	-85.12%	-33.28%	-64.24%	220.31%	67.08%	10.00%	2.99%
中场毛收入	23,080	25,126	5,859	8,472	5,553	17,874	23,870	27,689	28,520
yoy	13.21%	8.86%	-76.68%	44.60%	-34.45%	221.89%	33.54%	16.00%	3.00%
老虎机毛收入	1,156	1,186	379	537	416	1,773	2,076	2,283	2,397
yoy	12.56%	2.60%	-68.04%	41.69%	-22.53%	326.30%	17.06%	9.97%	5.00%
EBITDA	3,724	4,213	(2,089)	(1,581)	(3,095)	1,727	3,797	4,845	5,006
EBITDA margin	10.82%	12.44%	-27.83%	-15.69%	-46.34%	7.99%	13.00%	14.50%	14.58%
2023A EBITDA恢复至2019年百分比		41%			2023A GGR恢复至2019年百分比		53%		
2024E EBITDA恢复至2019年百分比		90%			2024E GGR恢复至2019年百分比		71%		
2025E EBITDA恢复至2019年百分比		115%			2025E GGR恢复至2019年百分比		82%		
2026E EBITDA恢复至2019年百分比		119%			2026E GGR恢复至2019年百分比		85%		

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表29：澳博盈利预测变动对比（单位：百万港元）

盈利预测指标	原预测		新预测	
	24E	25E	24E	25E
财务费用	247	259	1827	1862
归母净利润	2,140	3,031	586	1,453
EBITDA	3,797	4,845	3,797	4,845

资料来源：华泰研究预测

注：盈利预测变动为基于公司目前的债务水平更新了财务费用预测，故导致归母净利润变动，不影响核心估值指标 EBITDA

图表30：澳博控股目标估值

	2025E
EBITDA（百万港元）	4,845
预测EV/EBITDA（倍）	8.7
企业价值（百万港元）	42,152
现金（百万港元）	21,961
非经营性长短期债务（百万港元）	35,467
少数股东权益（百万港元）	377
市值（百万港元）	28,268
总股数（百万）	7,102
目标价	4.0
当前价格	2.94
对比当前股价	35.39%

资料来源：Wind、华泰研究预测

我们维持澳博控股买入评级，并将 25 年 EV/EBITDA 由 8.3x 上调至 8.7x，将目标价由 3.7 港元上调至 4 港元，符合港股博彩行业平均估值水平 8.7x，主要系公司上葡京物业爬坡现成效，EBITDA 利润率持续上升并逐步抢回市场份额。我们预测澳博控股 24/25/26 年博彩毛收入为 285.47/328.33/338.63 亿港元，恢复至 19 年的 71%/82%/85%。其中，VIP 业务恢复至 19 年的 19%/21%/22%，中场业务恢复至 19 年的 95%/110%/114%，老虎机业务恢复至 19 年的 175%/192%/202%。我们预测 24/25/26 年经调整 EBITDA 为 37.97/48.45/50.06 亿港元，EBITDA margin 分别为 13.0%/14.5%/14.6%。

图表31：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表

公司	股票代码	2023年涨跌幅%	年初至今涨跌幅%	总市值（亿元，当地货币）	收入（十亿，当地货币）	EBITDA（十亿，当地货币）	PE	EV/EBITDA
香港上市公司 均值								
银河娱乐	27 HK Equity	-15.21	-14.46	1624.79	45.55	50.93	56.61	13.40
金沙中国	1928 HK Equity	-11.78	-12.04	1626.77	7.84	8.63	9.45	2.64
永利澳门	1128 HK Equity	-26.09	25.04	422.01	3.83	4.09	4.39	1.06
澳博控股	880 HK Equity	-45.35	19.43	209.50	27.59	29.96	31.92	3.81
美高梅中国	2282 HK Equity	15.23	49.26	559.88	30.02	31.57	33.50	8.26
新濠国际	200 HK Equity	-35.34	14.81	95.25	37.71	41.26	42.67	9.50
美国上市公司 均值								
金沙集团	LVS US Equity	2.37	-4.96	348.46	11.84	12.70	13.33	4.49
美高梅国际	MGM US Equity	33.25	-10.38	125.60	17.14	17.39	17.72	4.75
永利度假村	WYNN US Equity	10.48	5.09	107.31	7.31	7.50	7.80	2.23
新濠博亚	MLCO US Equity	-22.87	-11.61	34.75	4.70	5.08	5.42	1.23
凯撒娱乐	CZR US Equity	12.69	-22.74	78.39	11.61	12.12	12.53	3.85
凯撒集团博彩	PENN US Equity	-12.39	-39.82	23.87	6.69	7.09	7.46	1.35
博伊德赌场	BYD US Equity	14.82	-14.95	50.52	3.72	3.76	3.84	1.29
美股高端酒店集团 均值								
万豪酒店	MAR US Equity	51.46	4.36	672.21	25.38	27.03	28.66	4.99
希尔顿酒店	HLT US Equity	44.10	10.05	501.07	11.28	12.18	13.16	3.40
洲际酒店	IHG US Equity	56.29	9.57	162.72	2.79	2.97	3.19	1.18
凯悦酒店	H US Equity	44.18	13.35	150.59	6.86	7.17	7.66	1.20

注：港股截至 5 月 9 日收盘价，美股截至 5 月 8 日收盘价，以当地货币记录

资料来源：Bloomberg（含一致预期）、华泰研究

风险提示

- 政策落地不及预期：**2023 年 3 月以来澳门客流恢复受优惠政策带动，优惠政策后续落地情况或影响博彩收入恢复，以及优惠消退后博彩收入恢复有待观察。
- 测算存在误差：**图表中关于澳门博彩业 2024-2025 年行业预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差
- 海外博彩市场竞争加剧：**若下半年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门博彩收入复苏水平。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,679	21,623	29,207	33,414	34,331
销售成本	(3,083)	(9,119)	(13,470)	(16,123)	(16,607)
毛利润	3,596	12,505	15,737	17,291	17,724
销售及分销成本	(462.50)	(3,825)	(4,058)	(4,464)	(4,598)
管理费用	(8,477)	(8,838)	(8,900)	(9,167)	(9,442)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(1,123)	(1,930)	(1,827)	(1,862)	(1,306)
应占联营公司利润及亏损	0.40	(1.30)	0.00	0.00	0.00
税前利润	(7,788)	(1,839)	594.84	1,476	2,056
税费开支	(61.10)	(36.10)	(5.54)	(13.76)	(19.17)
少数股东损益	(50.20)	134.80	3.77	9.35	13.03
归母净利润	(7,799)	(2,010)	585.53	1,453	2,024
折旧和摊销	(1,895)	(1,840)	(1,386)	(1,421)	(1,642)
EBITDA	(3,095)	1,727	3,797	4,845	5,006
EPS (港币, 基本)	(1.10)	(0.28)	0.08	0.20	0.29

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	146.70	147.90	155.30	163.06	163.06
应收账款和票据	694.70	707.50	580.88	486.29	417.82
现金及现金等价物	6,856	3,542	13,482	21,961	23,714
其他流动资产	183.10	38.70	37.70	37.70	38.70
总流动资产	7,880	4,436	14,256	22,648	24,334
固定资产	40,050	38,354	38,395	38,686	38,756
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	4,718	6,953	3,809	3,159	2,816
总长期资产	44,768	45,307	42,203	41,845	41,572
总资产	52,648	49,741	56,460	64,493	65,906
应付账款	3,755	4,236	8,436	12,216	10,536
短期借款	737.70	1,002	905.96	819.25	819.25
其他负债	46.40	37.50	38.25	37.49	37.49
总流动负债	4,539	5,276	9,380	13,073	11,393
长期债务	31,070	27,179	27,723	28,552	28,964
其他长期债务	1,025	3,200	4,477	6,522	7,161
总长期负债	32,095	30,379	32,200	35,074	36,125
股本	14,415	14,415	14,415	14,415	14,415
储备/其他项目	1,584	(478.50)	97.02	1,554	3,583
股东权益	16,013	14,086	14,880	16,347	18,388
少数股东权益	14.80	149.60	367.66	377.01	390.04
总权益	16,028	14,236	15,247	16,724	18,778

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(2.68)	(10.39)	35.66	14.37	20.63
PB	1.30	1.48	1.40	1.28	2.27
EV EBITDA	(15.16)	28.32	10.77	7.27	6.90
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(46.02)	10.58	38.13	42.78	10.95

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(3,095)	1,727	3,797	4,845	5,006
融资成本	1,123	1,930	1,827	1,862	1,306
营运资本变动	(2,070)	2,779	5,604	5,917	(973.06)
税费	(61.10)	(36.10)	(5.54)	(13.76)	(19.17)
其他	(113.70)	(2,604)	1,618	(1,261)	(963.68)
经营活动现金流	(4,217)	3,795	12,840	11,349	4,356
CAPEX	(2,717)	(2,503)	(1,427)	(1,712)	(1,713)
其他投资活动	700.20	1,229	(87.88)	(33.06)	4.37
投资活动现金流	(2,017)	(1,275)	(1,515)	(1,745)	(1,709)
债务增加量	(13,940)	(3,859)	441.45	736.57	411.96
权益增加量	2,984	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	9,317	3,044	(1,827)	(1,862)	(1,306)
融资活动现金流	(1,640)	(814.90)	(1,385)	(1,126)	(894.15)
现金变动	(7,873)	1,706	9,940	8,478	1,753
年初现金	3,201	6,856	3,542	13,482	21,961
汇率波动影响	0.00	1.00	0.00	0.00	1.00
年末现金	6,856	3,542	13,482	21,961	23,714

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(33.72)	223.77	35.07	14.40	2.74
毛利润	(35.24)	247.74	25.85	9.87	2.50
营业利润	34.55	(97.04)	(1,854)	31.71	0.66
净利润	88.18	(74.23)	(129.13)	148.16	39.30
EPS	50.55	(74.23)	(129.13)	148.16	39.30
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	53.84	57.83	53.88	51.75	51.63
EBITDA	(46.34)	7.99	13.00	14.50	14.58
净利润率	(116.77)	(9.29)	2.00	4.35	5.90
ROE	(42.83)	(13.35)	4.04	9.31	11.65
ROA	(15.21)	(3.93)	1.10	2.40	3.10
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	155.82	174.92	101.79	45.33	33.00
流动比率	1.74	0.84	1.52	1.73	2.14
速动比率	1.70	0.81	1.50	1.72	2.12
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.13	0.42	0.55	0.55	0.53
应收账款周转天数	38.29	11.67	7.94	5.75	4.74
应付账款周转天数	256.62	157.73	169.33	230.56	246.62
存货周转天数	17.40	5.82	4.05	3.55	3.53
现金转换周期	(200.92)	(140.24)	(157.34)	(221.26)	(238.34)
每股指标 (港币)					
EPS	(1.10)	(0.28)	0.08	0.20	0.29
每股净资产	2.25	1.98	2.10	2.30	2.59

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司