

24Q2 中场恢复速率超行业，但澳门业务增长或见顶

华泰研究

2024 年 8 月 07 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

7.00

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

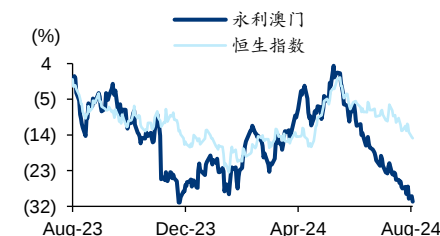
何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

基本数据

目标价(港币)	7.00
收盘价(港币 截至 8 月 6 日)	5.56
市值(港币百万)	29,184
6 个月平均日成交额(港币百万)	67.07
52 周价格范围(港币)	5.45-8.45
BVPS(港币)	(3.02)

股价走势图



资料来源: S&P

永利澳门: 重申买入, 目标价 7.0 港元, 给予 25 年 7.2x EV/EBITDA

永利澳门母公司永利度假(WYNN US)发布 24Q2 财报, 澳门地区(永利澳门)净收入 885 百万美元, 同比+15%, 环比-11%。经调整 EBITDA 280 百万美元, 同比+14%, 环比-17%, 恢复至 19Q2 的 82%。EBITDA Margin 为 31.7%, 对比 24Q1/23Q2/19Q2 的 34.0%/32.0%/29.2% (19Q2 偏低主系彼时公司以 VIP 业务为主)。我们预测公司 24/25/26 年 GGR 为 294.66/320.43/346.48 亿港元, 恢复至 19 年的 71%/77%/83%, 其中 VIP 恢复至 23%/25%/27%, 中场恢复至 125%/136%/146%, 老虎机恢复至 60%/70%/73%。我们重申买入, 目标价 7.0 港元, 对应 25 年 EV/EBITDA 为 7.2x。

24Q2 中场恢复速率超过行业水平, 但澳门业务增长或逐渐见顶

23 年五一后澳门 GGR 恢复加速, 23Q2 后基数逐渐走高。而 24 年至今 GGR 恢复却长期持平 75%, 叠加美高梅作为业内恢复龙头 24Q2 GGR 环比同样下滑, 我们预计永利澳门业务增长或逐渐见顶。24Q2 永利 GGR 883 百万美元, 恢复至 19Q2 的 64% (对比行业 77%)。VIP 毛收入 141 百万美元, 恢复至 20% (对比行业 38%), 同比-25%, 环比-23%; 中场毛收入 690 百万美元, 恢复至 120% (对比行业 114%), 同比+32%, 环比-10%; 老虎机毛收入 52 百万美元, 恢复至 60% (对比行业 86%), 同比+20%, 环比-10%。按物业来看, 24Q2 永利皇宫营收 548 百万美元, 占总净收入的 62% (对比 24Q1 贡献 59%), EBITDA 为 184 百万美元, EBITDA Margin 为 33.7% (对比 24Q1 34.5%); 永利澳门(物业)营收 281 百万美元, EBITDA 为 96 百万美元, EBITDA Margin 为 28.4% (对比 24Q1 33.3%)。

7 月份额有所反弹, 丰富活动吸引客流, 业务转型已见成效

永利 VIP 收入在疫情前比例较高, 也较依赖博彩中介, 但现在高端客户已逐渐转化为直营 VIP、高端中场和普通中场, 永利重视澳门业务 GGR 份额的收复, 此次虽未披露具体数据, 但指出 7 月份额反弹并达公司预期。我们认为永利客房和商场等对比其他博企相对豪华, 能够吸引优质客流, 且下半年公司相继推出娱乐展、名表周、清酒宴和超跑展等众多丰富活动有望进一步吸引客流。因此相对于银河, 永利更易实现业务从低利润率向高利润率转型。

24H1 访澳旅客数达预期, 暑期客流持续攀升, 但博彩业丁财两旺仍待观察

澳门政府预计的 24 年访澳游客 3300 万人, 24H1 旅客已过预期的一半, 达 1672 万人, 恢复至 19 年同期的 82.4%, 其中五一/端午假期入境旅客为 60.4/34.3 万人次, 分别恢复至 19 年的 76%/87%, 日均 12.1/11.4 万人次, 超过去年同期的 9.8/9.5 万人次。自 7 月暑期以来客流量持续攀升, 截至 25 日已达 239.9 万人次, 日均近 9.6 万人次, 同比+9.5%, 游客访澳意愿提升或带动博彩业发展。24H1 澳门 GGR 达 1138 亿港元, 同样超过政府预期 2160 亿港元的一半。旅客数与博彩业恢复均有望达政府预期。我们预计 24/25 年行业 GGR 有望恢复至 19 年的 79%/86%, 即 2310/2521 亿港元, VIP GGR 与中场及老虎机 GGR 则恢复至 19 年的 34%/36%、118%/130%。

风险提示: 政策落地不及预期, 海外博彩市场竞争加剧, 估值测算偏差。

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)	5,644	24,268	28,917	31,512	34,180
+/-%	(51.86)	329.98	19.16	8.98	8.47
归属母公司净利润(港币百万)	(7,339)	1,172	3,042	4,095	5,017
+/-%	41.69	(115.96)	159.60	34.63	22.53
EPS(港币, 最新摊薄)	(1.41)	0.22	0.58	0.78	0.96
ROE(%)	54.01	(7.11)	(19.70)	(32.63)	(68.82)
PE(倍)	(3.96)	24.75	9.53	7.08	5.78
PB(倍)	(1.70)	(1.83)	(1.93)	(2.89)	(6.38)
EV/EBITDA(倍)	(36.25)	11.17	7.15	6.45	6.04

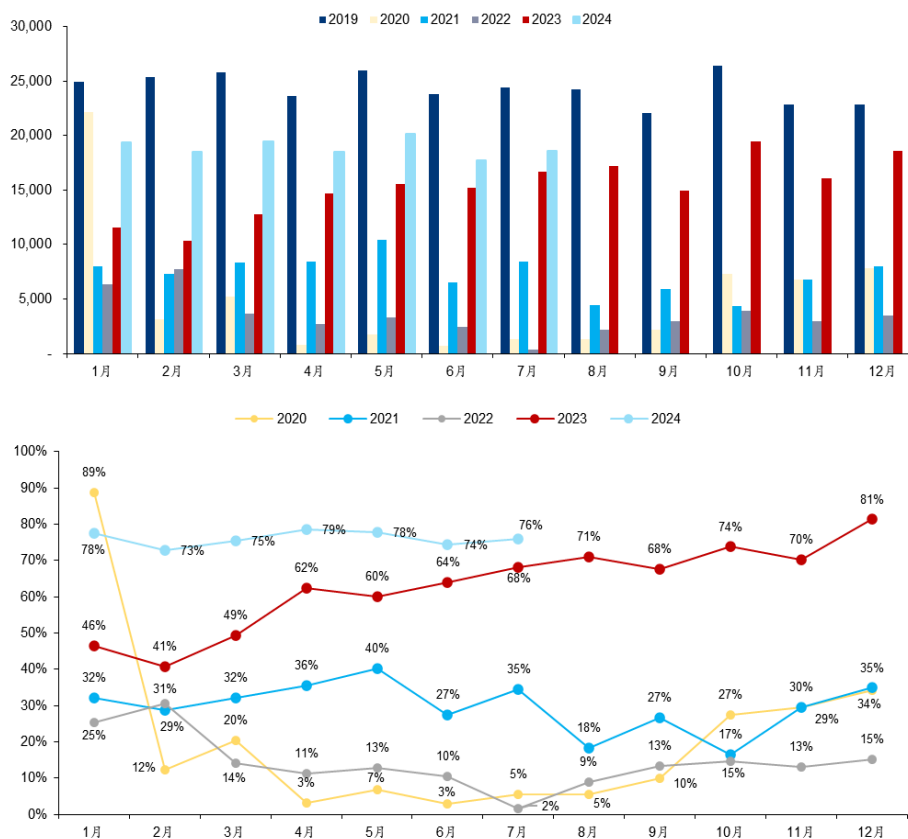
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

24Q2 中场恢复速率超行业，但澳门业务增长或见顶

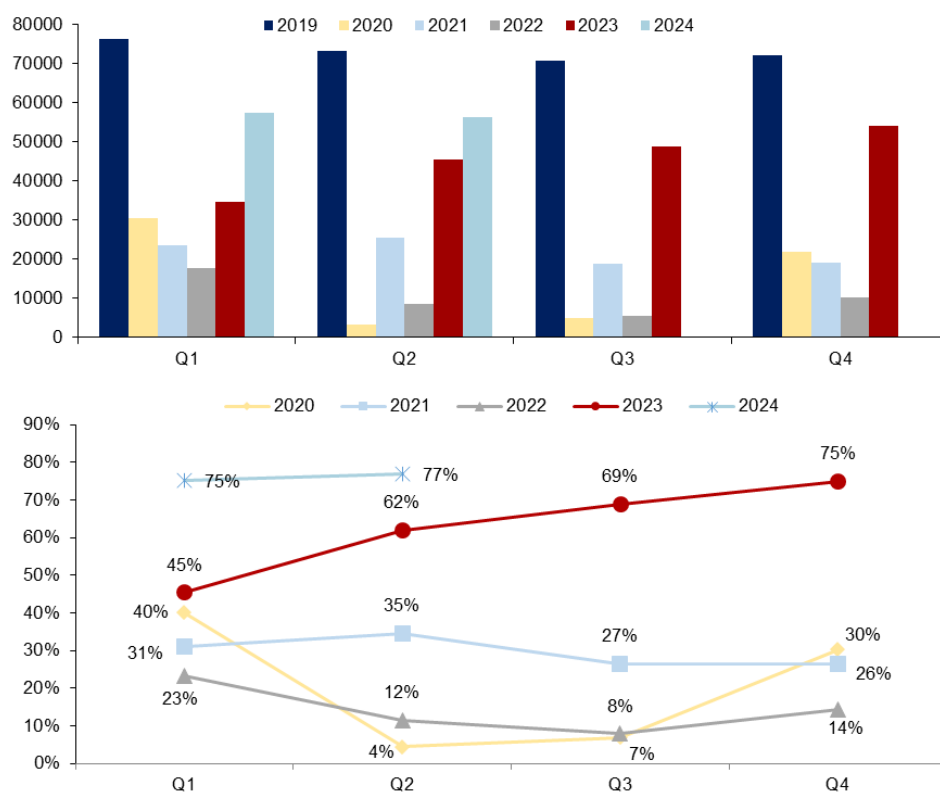
永利澳门母公司永利度假 (WYNN US) 发布 24Q2 财报，澳门地区 (永利澳门) 净收入 885 百万美元，同比+15%，环比-11%。经调整 BITDA 280 百万美元，同比+14%，环比-17%，恢复至 19Q2 的 82%。EBITDA Margin 为 31.7%，对比 24Q1/23Q2/19Q2 分别为 34.0%/32.0%/29.2%。

我们维持永利澳门买入评级，并将 25 年 EV/EBITDA 由 9.0x 下调至 7.2x，将目标价由 10.5 港元下调至 7.0 港元，低于港股博彩行业平均估值 7.62x，主系公司 VIP、中场与老虎机三大业务环比均呈现下滑趋势，澳门业务增长或逐渐见顶。我们认为，虽然 24Q2 永利由低利润率业务转型至高利润率业务已见成效，中场恢复水平再度高于行业，但公司 GGR、EBITDA 与 EBITDA Margin 环比均出现下滑。从行业来看，23 年五一后澳门 GGR 恢复加速，23Q2 后基数逐渐走高。而 24 年至今 GGR 恢复却长期持平 75%，叠加美高梅作为业内恢复龙头 24Q2 GGR 环比同样下滑，我们认为对比之下永利澳门业务增长或同样逐渐见顶。我们预测公司 24/25/26 年博彩毛收入为 294.66/320.43/346.48 亿港元，恢复至 2019 年的 71%/77%/83%。其中，VIP 业务恢复至 19 年的 23%/25%/27%，中场恢复至 19 年的 125%/136%/146%，老虎机业务恢复至 19 年的 60%/70%/73%。我们预测 24/25/26 年公司经调整 EBITDA 为 95/101/103 亿港元，EBITDA margin 为 33.0%/32%/30%，对比 19 年为 26.5%。永利度假股价盘后由跌反升逾 2%，或系公司宣布派息 0.25 美元/股，并预计阿联酋 Wynn Al Marjan 岛将于 27 年开放，与澳门业务关系并不大，但永利度假强调对澳门 GGR 份额的收复，此次公司虽未披露澳门 GGR 具体份额，但指出 7 月份额有所反弹并达公司预期，或对母公司股价同样有一定推动作用。

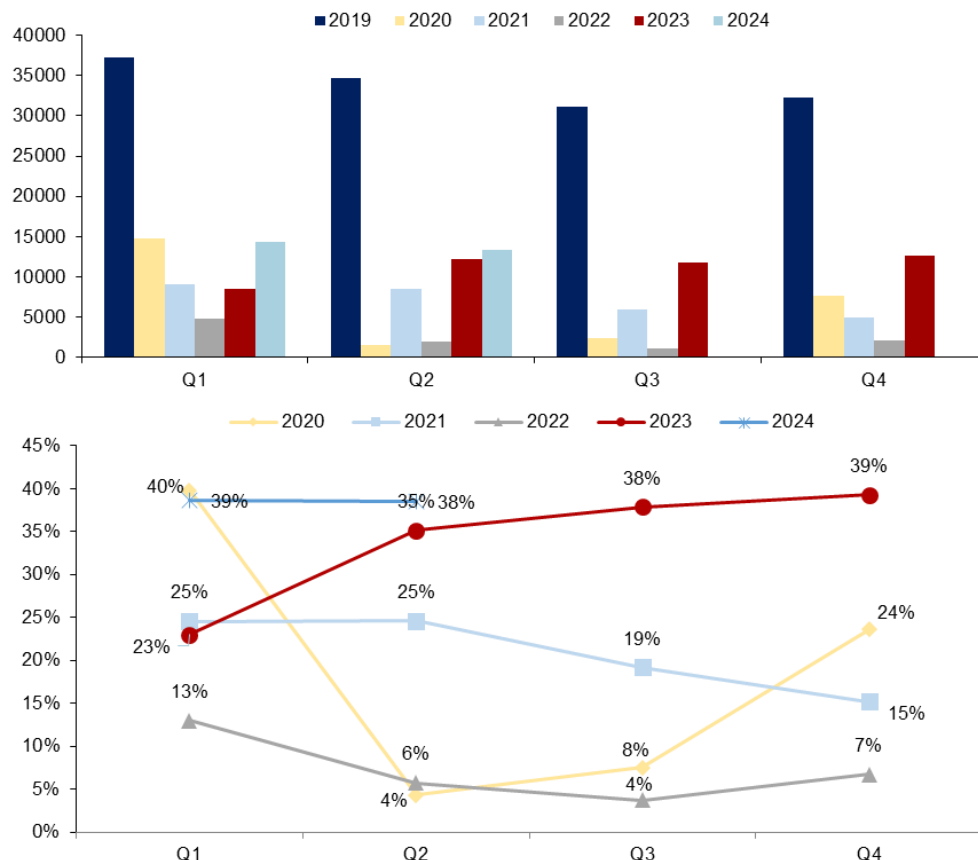
相比澳门，拉斯维加斯博彩收入恢复更快。2021 年 3 月，美国放开国内防疫限制；2021 年 11 月，美国正式对完全接种疫苗者开放边境，防疫限制的解除迅速带动拉斯维加斯博彩收入的恢复。以及疫情早期，美国政府不断放水，美股标普 500 指数在 20 年初至 21 年底暴涨 47+%，叠加美国政府采取居民端直接支持手段，2020 及 2021 纳税年度分别为每位成年人提供最多 1200/1400 美元的“经济影响付款”，以及同期以比特币为首的虚拟货币最高涨幅达到 776%，均导致财富效应上升，也推高博彩收入。尽管 21 年客流量仅恢复至 19 年 76%，但由于 80% 游客为美国本国入，国内资金流通较快，交通便利，故博彩收入恢复速率快。21 年 striparea 和 downtown 博彩收入恢复至 19 年 107% 和 123%，超过疫情前水平。从停留天数来看，拉斯维加斯旅客停留天数多年来保持在 4.4 天，过夜比例接近 100%，远超澳门旅客 23 年过夜旅客平均占比 51%。而过夜旅客消费高于不过夜旅客，对于澳门来说，访澳过夜旅客人均消费基本是不过夜旅客人均消费的 4 倍以上，也解释了澳门博企收入恢复速率不及拉斯维加斯的原因。

图表1：澳门总博彩恢复情况：2024 年 7 月 GGR 修复至 2019 年同期 76%（百万澳门元）


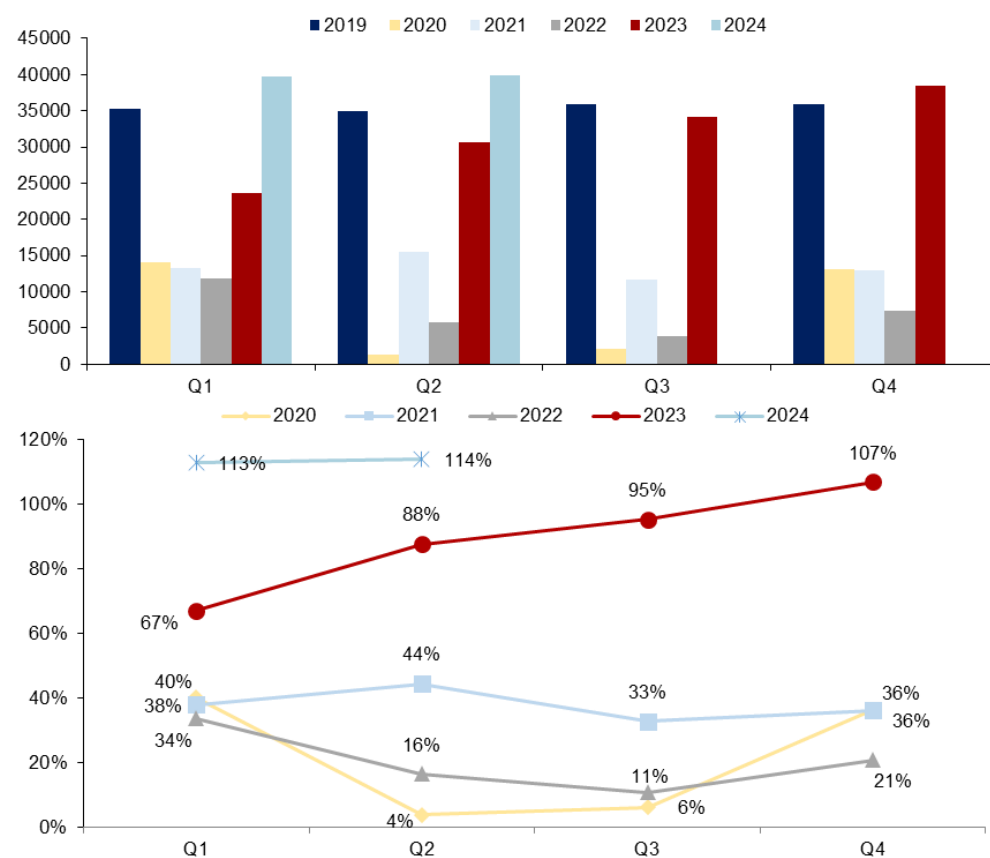
资料来源：DICJ，华泰研究

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

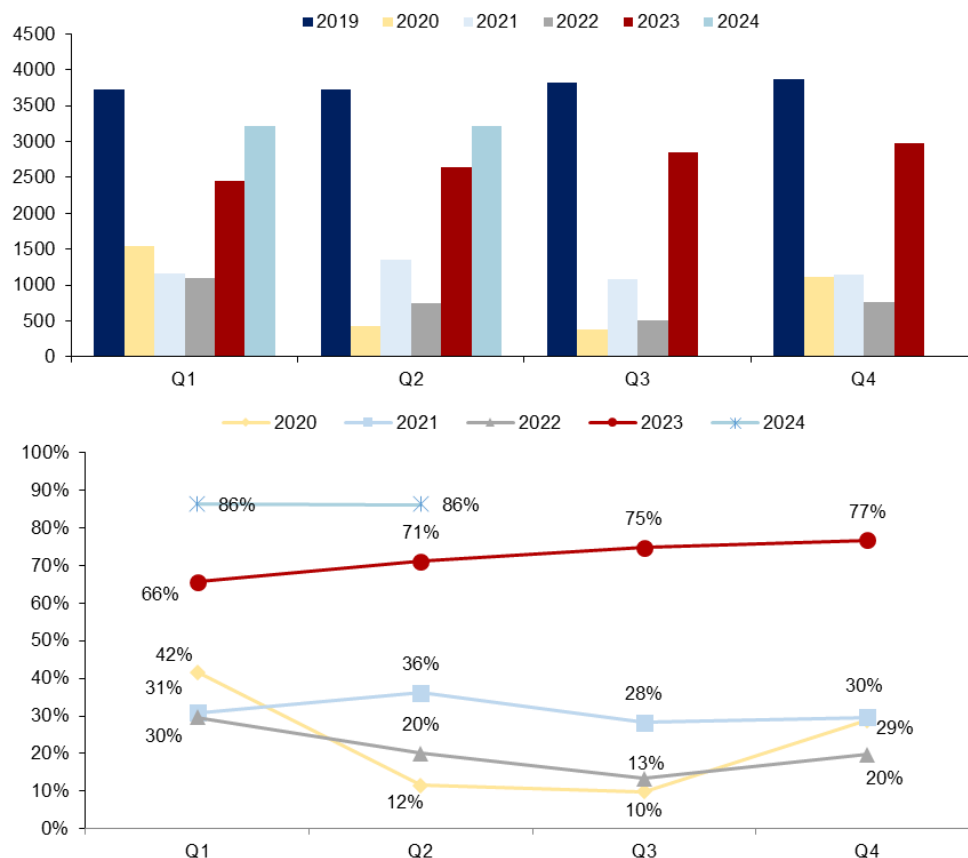
图表3：澳门 VIP 博彩收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）


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）


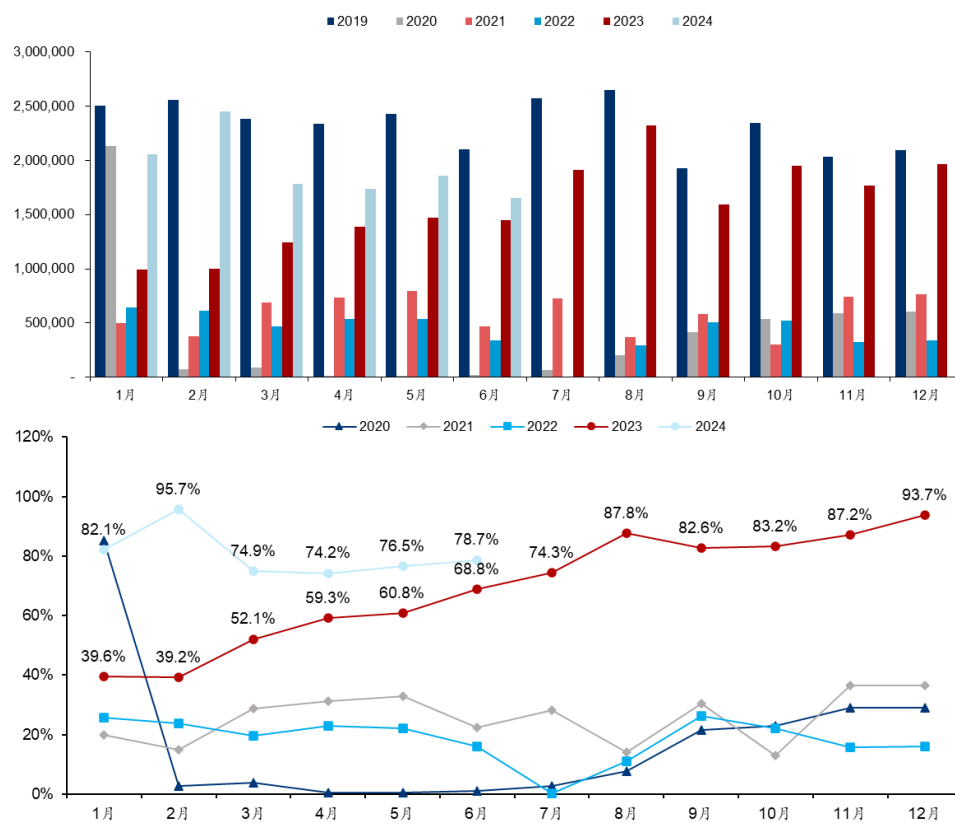
资料来源：DICJ、华泰研究

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）

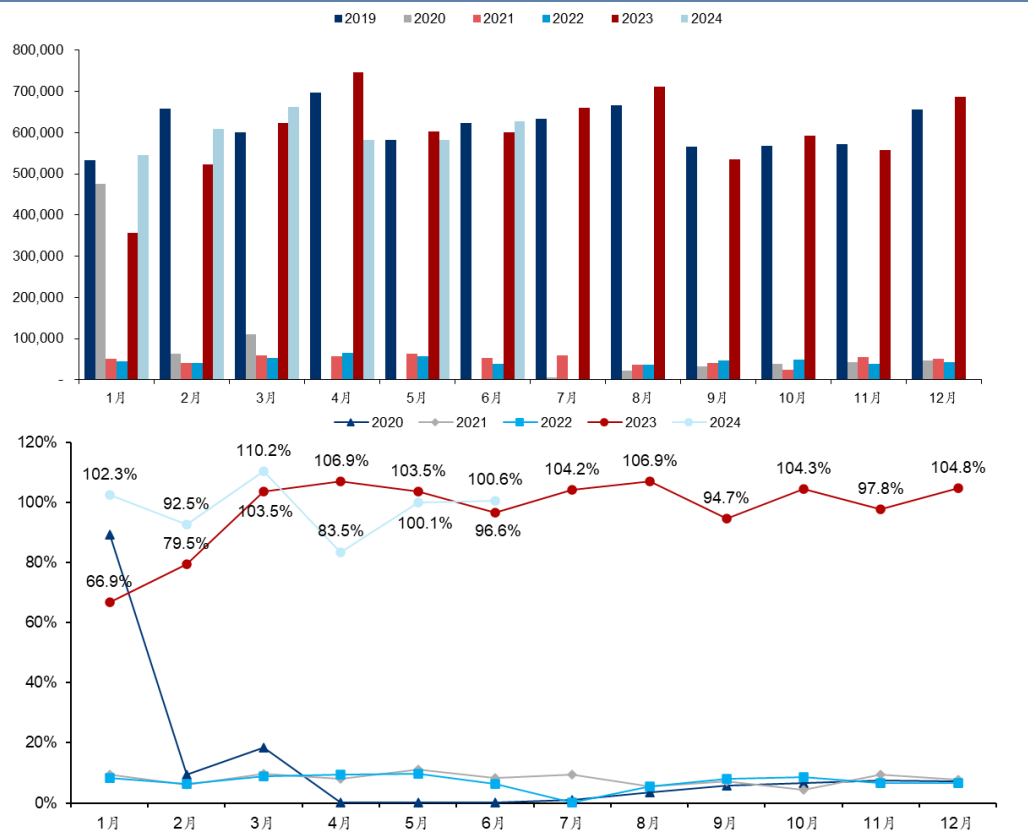


资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2024 年 6 月访澳内地游客恢复至 2019 年 78.7%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表7：2024年6月访澳香港游客已超过2019年同期水平100.6%（人，%）


资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表8：2024年6月访澳过夜游客恢复至2019年80.8%的水平（人，%）


资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表9：2019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	24Q2		
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%	24%		
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%	14%		
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%	17%		
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%	37%		
银河娱乐		-11%	-12%	-11%	-16%	-65%	-97%	-94%	-68%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	894%	411%	59%			
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%	-2%		
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%	-25%		
美高梅中国		3%	26%	4%	-20%	-69%	-96%	-95%	-74%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%	-22%		
银河娱乐		-24%	-25%	-27%	-29%	-67%	-96%	-93%	-74%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1332%	514%	64%			
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%	17%		
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%	32%		
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%	50%		
银河娱乐		9%	7%	11%	0%	-62%	-98%	-95%	-61%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	874%	400%	57%			
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：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	24Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	67%	88%	95%	107%	113%	114%	66%	71%	75%	77%	86%	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%	81%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	60%	84%	89%	97%	93%	98%	76%	94%	99%	101%	109%	103%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	74%	91%	105%	117%	132%	120%	47%	50%	41%	50%	64%	60%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	28%	50%	39%	49%	56%	39%	117%	137%	142%	174%	213%	205%	64%	72%	72%	90%	97%	103%
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%		11%	13%	13%	14%	18%		72%	92%	108%	113%	112%		60%	79%	84%	84%	107%	
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：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	24Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
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%	4%	780%	36%	17%	4%	-7%	-8%	46%	71%	84%	81%	71%	73%
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	14%	330%	58%	4%	16%	14%	-17%	40%	72%	85%	85%	88%	82%
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	450%	16%	8%	16%	23%	-2%	90%	112%	114%	131%	161%	168%
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%		1270%	30%	12%	1%	1%		51%	60%	72%	72%	76%	
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%		103%	1287%	32%	24%	15%		3%	43%	60%	59%	83%	

资料来源：Wind, Bloomberg、华泰研究

图表12：2024永利臻典梦幻超跑展盛大揭幕



资料来源：永利澳门官网、华泰研究

图表13：永利臻典—至臻腕表周活动



资料来源：永利澳门官网、华泰研究

图表14：永利举办国际美酒挑战赛至樽清酒盛宴



资料来源：永利澳门官网、华泰研究

图表15：永利澳门宴会厅举办世界球王与超新星桌球表演赛



资料来源：永利澳门官网、华泰研究

图表16：2019-2024 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

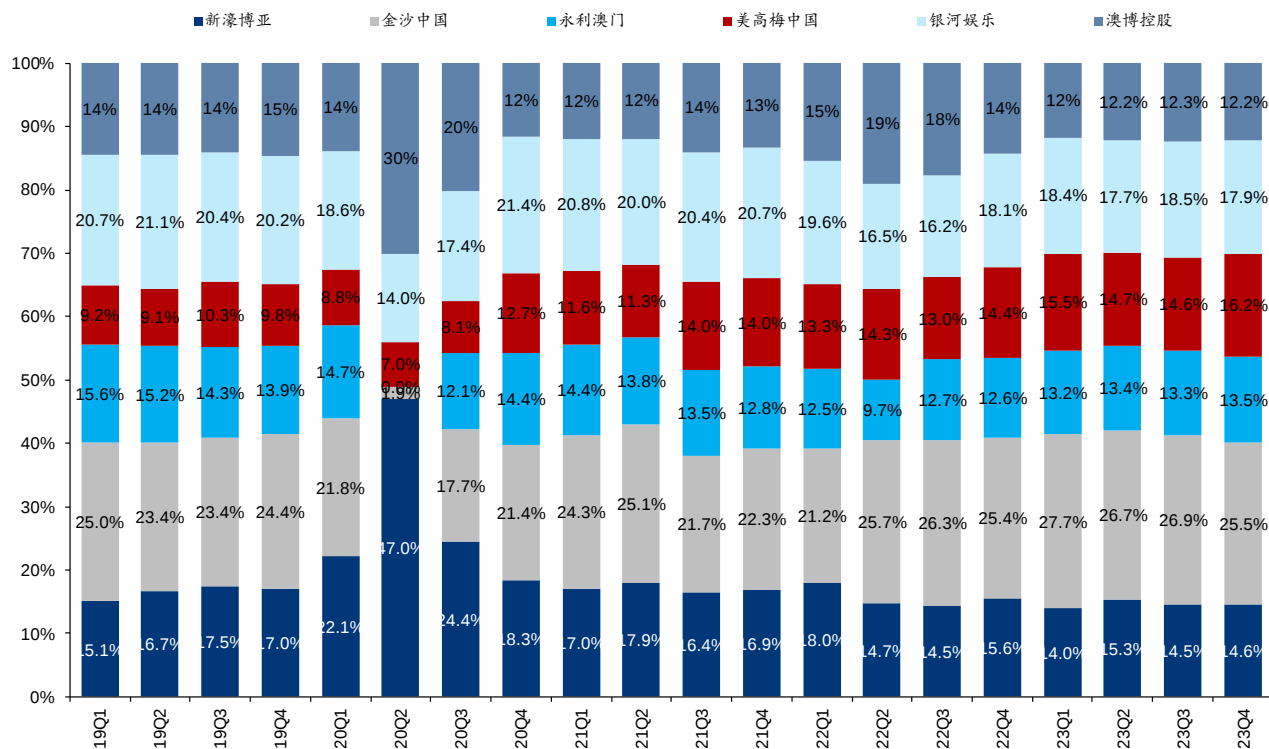
资料来源：澳门日报、旅客统计资料库、华泰研究

图表17：2019-2024 年澳门端午节访澳旅客人次

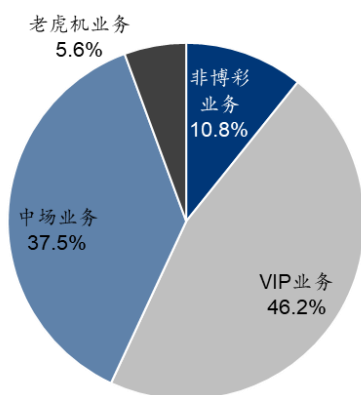
2019-2024端午节期间总访澳旅客（人次）					
	首日	第二日	第三日	日均	总计
2019	145,494	150,302	98,933	131,576	394,729
2020	610	806	512	643	1,928
2021	19,449	10,613	10,057	13,373	40,119
2022	33,085	21,201	15,898	23,395	70,184
2023	100,623	106,618	78,787	95,343	286,028
2024	120,895	138,413	83,691	114,333	342,999
2024同比%	20%	30%	6%	20%	20%
2024恢复至2019年的%	83%	92%	85%	87%	87%

2019-2024端午节期间访澳内地旅客（人次）					
	首日	第二日	第三日	日均	总计
2019	97,717	109,255	64,325	90,432	271,297
2020	578	757	495	610	1,830
2021	17,342	9,608	8,936	11,962	35,886
2022	29,858	18,920	14,062	20,947	62,840
2023	69,926	78,189	43,487	63,867	191,602
2024	78,754	94,205	51,883	74,947	224,842
2024同比%	13%	20%	19%	17%	17%
2024恢复至2019年的%	81%	86%	81%	83%	83%

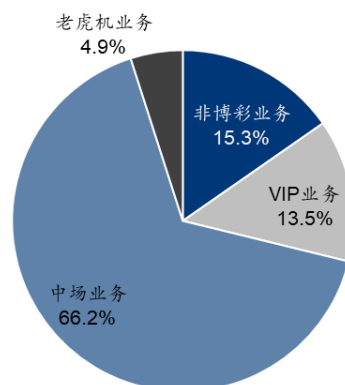
资料来源：GGRAsia、iag、Wind、Bloomberg、华泰研究

图表18：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）


资料来源：Wind, Bloomberg、华泰研究

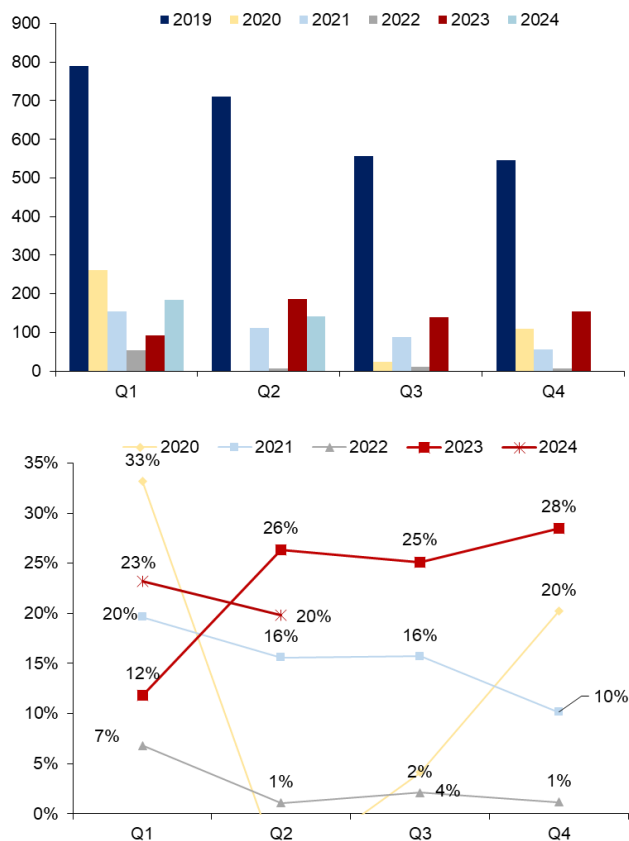
图表19：19Q2 永利澳门各业务板块毛收入占比


资料来源：Wind、华泰研究

图表20：24Q2 永利澳门各业务板块毛收入占比


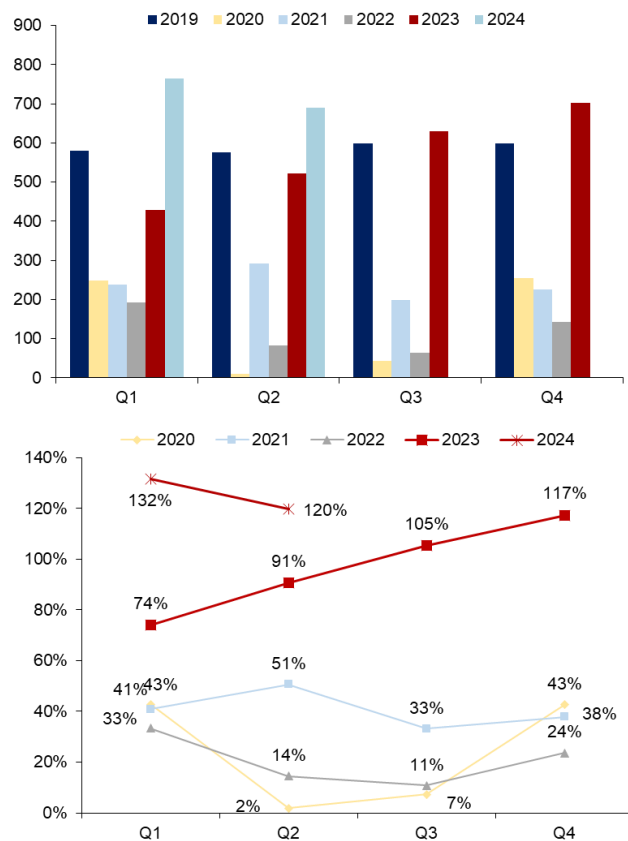
资料来源：Wind、华泰研究

图表21: 永利 VIP 业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



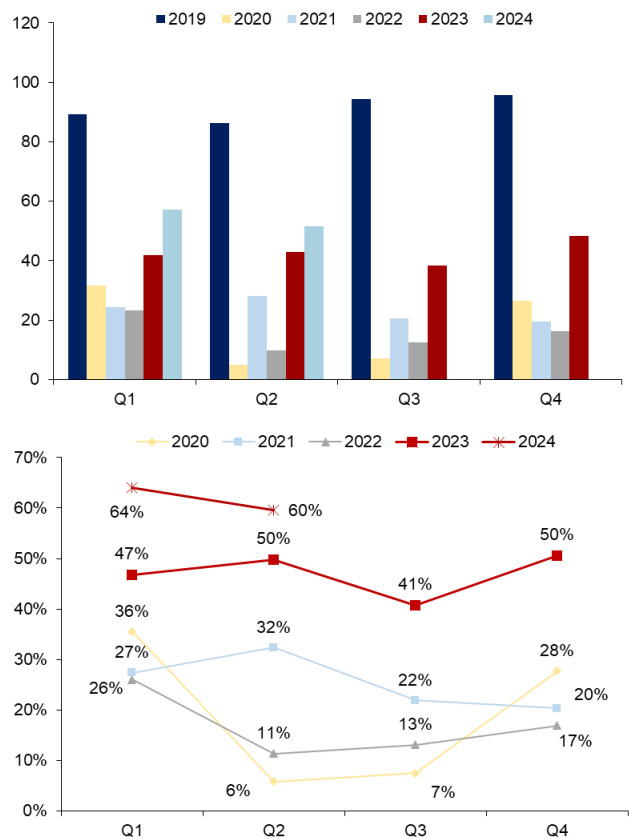
资料来源: Wind、华泰研究

图表22: 永利中场业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



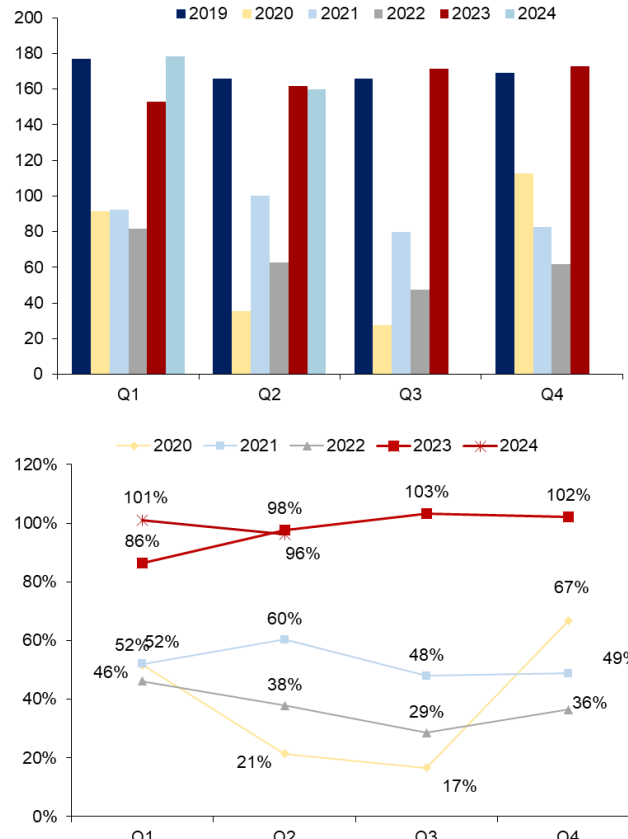
资料来源: Wind、华泰研究

图表23: 永利老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



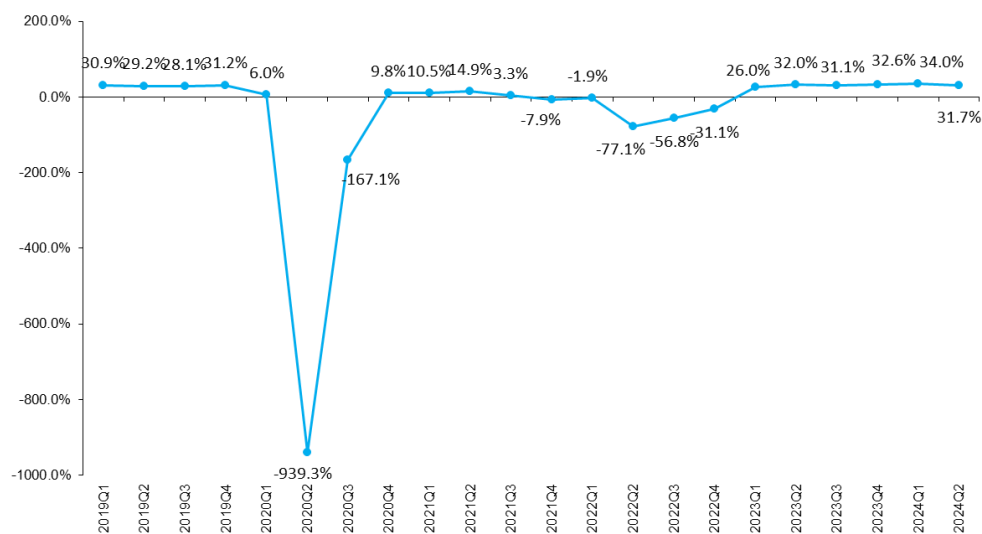
资料来源: Wind、华泰研究

图表24: 永利非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



资料来源: Wind、华泰研究

图表25：永利澳门 EBITDA Margin



资料来源：永利澳门官网、华泰研究

图表26：永利澳门博彩收入预测（分结构，百万港元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	36,162	7,612	11,725	5,644	24,268	28,917	31,512	34,180
YoY(%)	-8.70%	-78.95%	54.03%	-51.86%	329.98%	19.16%	8.98%	8.47%
博彩毛收入	41,684	7,632	11,309	4,806	23,725	29,466	32,043	34,648
YoY(%)	-12.10%	-81.69%	48.18%	-57.50%	393.66%	24.20%	8.75%	8.13%
VIP流水	637,057	120,184	92,622	34,509	129,124	131,193	194,253	210,926
VIP赢率	3.2%	2.3%	3.4%	1.8%	3.5%	3.5%	2.6%	2.6%
VIP毛收入	20,390	2,749	3,175	621	4,504	4,616	5,078	5,586
yoy	-24.85%	-86.52%	15.50%	-80.44%	625.25%	2.50%	10.00%	10.00%
中场流水	82,552	20,395	36,112	19,426	88,316	111,445	119,017	128,751
中场赢率	22.32%	21.27%	20.51%	19.00%	20.24%	20.74%	20.98%	20.94%
中场毛收入	18,428	4,337	7,406	3,691	17,879	23,118	24,967	26,965
yoy	5.89%	-76.47%	70.76%	-50.16%	384.39%	29.30%	8.00%	8.00%
老虎机流水	73,112	18,516	28,641	14,888	35,985	50,823	49,899	52,376
老虎机赢率	3.9%	2.9%	2.5%	3.3%	3.7%	3.4%	4.0%	4.0%
老虎机毛收入	2,866	546	728	494	1,342	1,731	1,998	2,098
yoy	0.21%	-80.95%	33.33%	-32.14%	171.73%	28.99%	15.40%	5.00%
EBITDA	9,568	(2,064)	384	(1,948)	6,621	9,528	10,201	10,323
EBITDA margin	26.46%	-27.11%	3.27%	-34.52%	27.28%	32.95%	32.37%	30.20%
2023A EBITDA恢复至2019年百分比		69%			2023A GGR恢复至2019年百分比			57%
2024E EBITDA恢复至2019年百分比		100%			2024E GGR恢复至2019年百分比			71%
2025E EBITDA恢复至2019年百分比		107%			2025E GGR恢复至2019年百分比			77%
2026E EBITDA恢复至2020年百分比		108%			2026E GGR恢复至2019年百分比			83%

注：收入预测表主要业绩指标已根据永利澳门母公司第二季度报告修改，但港股完整财报尚未披露

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表27：永利澳门目标价测算

	2025E
经调整 EBITDA (百万港元)	10,201
预测 EV/EBITDA (倍)	7.2
企业价值 (百万港元)	73,447
现金 (百万港元)	19,345
长短期债务 (百万港元)	55,923
目标市值 (百万港元)	36869
总股数 (百万)	5,248
目标价	7.0

资料来源：Wind、华泰研究预测



图表28：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		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
香港上市公司 均值																
银河娱乐	27 HK Equity	-15.21	-28.16	1364.56	44.54	50.07	55.19	12.69	15.05	17.12	13.57	11.15	9.91	8.66	7.62	7.00
金沙中国	1928 HK Equity	-11.78	-37.94	1147.64	7.41	8.23	8.89	2.40	2.82	3.11	13.37	9.28	8.12	9.03	7.69	6.98
永利澳门	1128 HK Equity	-26.09	-14.62	288.16	3.79	4.06	4.28	1.08	1.14	1.20	10.51	8.09	6.90	7.24	6.89	6.53
澳博控股	880 HK Equity	-45.35	0.40	176.12	28.76	31.01	32.26	3.91	4.81	5.32	41.33	13.26	8.44	10.99	8.93	8.07
美高梅中国	2282 HK Equity	15.23	19.57	447.00	31.26	32.66	34.39	8.68	8.96	9.51	9.23	8.32	7.40	7.46	7.23	6.81
新濠国际	200 HK Equity	-35.34	-22.30	64.46	37.36	40.40	43.71	9.36	10.35	11.02	74.56	7.59	5.61	7.61	6.88	6.47
美国上市公司 均值																
金沙集团	LVS US Equity	2.37	-21.76	283.53	11.47	12.38	12.95	4.15	4.72	5.06	15.60	13.41	11.92	9.05	7.94	7.41
美高梅国际	MGM US Equity	33.25	-20.77	107.53	17.32	17.54	17.82	4.83	5.02	5.19	12.95	11.56	9.99	3.17	3.05	2.95
永利度假	WYNN US Equity	10.48	-16.27	84.68	7.26	7.44	7.69	2.25	2.29	2.30	14.16	13.32	13.09	6.94	6.82	6.78
新濠博亚	MLCO US Equity	-22.87	-38.44	24.20	4.69	5.04	5.27	1.23	1.36	1.36	25.28	10.13	6.76	7.51	6.76	6.78
凯撒娱乐	CZR US Equity	12.69	-26.26	74.79	11.48	11.99	12.17	3.87	4.13	4.21	#N/A	N/A	25.27	18.98	8.25	7.73
凯恩国民博彩	PENN US Equity	-12.39	-32.86	26.63	6.67	7.06	7.38	1.32	1.77	1.97	#N/A	N/A	16.78	8.67	6.84	5.12
博伊德赌场	BYD US Equity	14.82	-12.20	50.44	3.80	3.86	3.94	1.30	1.31	1.33	9.00	8.32	7.94	5.93	5.89	5.83
美股高端酒店集团 均值																
万豪酒店	MAR US Equity	51.46	-4.55	605.98	25.16	26.77	28.54	5.00	5.36	5.76	22.92	20.18	17.83	14.68	13.70	12.74
希尔顿酒店	HLT US Equity	44.10	13.75	517.90	11.28	12.17	13.18	3.41	3.69	4.03	29.20	25.31	21.85	17.77	16.42	15.06
洲际酒店	IHG US Equity	56.29	4.22	152.50	2.31	3.14	3.04	1.18	1.28	1.38	21.21	18.66	16.65	15.19	14.00	13.01
凯悦酒店	H US Equity	44.18	1.23	133.25	6.76	7.08	7.49	1.17	1.27	1.38	31.55	30.31	24.22	13.35	12.26	11.33

注：港股截止 8 月 6 日收盘价，美股截止 8 月 6 日收盘价

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 2023-2024 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	5,644	24,268	28,917	31,512	34,180
销售成本	(2,161)	(10,058)	(13,302)	(14,496)	(15,723)
毛利润	3,483	14,211	15,615	17,017	18,457
销售及分销成本	(4,299)	(4,373)	(4,916)	(5,042)	(5,127)
管理费用	(2,308)	(2,374)	(2,747)	(2,994)	(3,247)
其他收入/支出	(1,721)	(3,761)	(2,892)	(3,151)	(3,418)
财务成本净额	(2,482)	(2,764)	(2,316)	(2,061)	(2,005)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(7,327)	1,214	3,048	4,103	5,027
税费开支	(12.43)	(42.71)	(6.10)	(8.21)	(10.05)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(7,339)	1,172	3,042	4,095	5,017
折旧和摊销	(2,308)	(2,374)	(2,438)	(2,535)	(2,669)
EBITDA	(1,948)	6,621	9,628	10,201	10,323
EPS (港币, 基本)	(1.40)	0.22	0.58	0.79	0.96

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	280.33	286.19	343.43	377.78	396.66
应收账款和票据	477.42	1,180	1,416	1,807	1,987
现金及现金等价物	7,423	10,300	15,026	19,345	21,503
其他流动资产	123.85	5,605	180.52	198.58	218.43
总流动资产	8,305	17,372	16,966	21,728	24,106
固定资产	24,353	23,023	22,084	21,850	22,181
无形资产	398.35	1,870	1,870	1,870	1,870
其他长期资产	3,023	2,565	3,334	4,334	5,635
总长期资产	27,774	27,457	27,288	28,054	29,686
总资产	36,079	44,829	44,254	49,782	53,791
应付账款	4,355	5,597	4,660	3,893	3,624
短期借款	42.04	4,709	0.00	0.00	0.00
其他负债	356.74	638.83	766.59	843.25	927.58
总流动负债	4,754	10,946	5,427	4,736	4,552
长期债务	48,355	48,123	52,004	53,004	51,504
其他长期债务	122.03	1,572	1,887	2,075	2,283
总长期负债	48,477	49,695	53,891	55,080	53,787
股本	5.24	5.24	5.24	5.24	5.24
储备/其他项目	(17,158)	(15,817)	(15,069)	(10,039)	(4,552)
股东权益	(17,152)	(15,811)	(15,063)	(10,034)	(4,547)
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	(17,152)	(15,811)	(15,063)	(10,034)	(4,547)

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(3.96)	24.75	9.53	7.08	5.78
PB	(1.70)	(1.83)	(1.93)	(2.89)	(6.38)
EV EBITDA	(36.25)	11.17	7.15	6.45	6.04
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(9.71)	18.05	23.61	24.38	24.86

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	(1,948)	6,621	9,628	10,201	10,323
融资成本	2,482	2,764	2,316	2,061	2,005
营运资本变动	60.54	100.00	597.65	727.92	569.00
税费	(12.43)	(42.71)	(6.10)	(8.21)	(10.05)
其他	(2,701)	(2,630)	(3,618)	(2,608)	(1,576)
经营活动现金流	(2,120)	6,812	8,917	10,373	11,311
CAPEX	(348.68)	(1,044)	(1,500)	(2,300)	(3,000)
其他投资活动	429.39	(4,365)	300.00	1,086	1,700
投资活动现金流	(1,286)	(5,409)	(1,200)	(1,214)	(1,300)
债务增加量	1,660	4,451	(675.51)	1,000	(1,500)
权益增加量	0.03	0.01	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	(2,520)	(2,965)	(2,316)	(5,841)	(6,352)
融资活动现金流	(860.39)	1,486	(2,992)	(4,841)	(7,852)
现金变动	(4,266)	2,890	4,726	4,319	2,159
年初现金	11,664	7,423	10,300	15,026	19,345
汇率波动影响	24.74	(12.20)	126.78	(62.51)	649.53
年末现金	7,423	10,300	15,026	19,345	21,503

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(51.86)	329.98	19.16	8.98	8.47
毛利润	(49.24)	307.98	9.88	8.98	8.47
营业利润	70.28	(176.41)	36.68	15.20	14.33
净利润	41.69	(115.96)	159.60	34.63	22.53
EPS	41.07	(116.00)	159.60	34.63	22.53
盈利能力比率 (%)					
毛利率	61.71	58.56	54.00	54.00	54.00
EBITDA	(34.52)	27.28	33.30	32.37	30.20
净利润率	(130.04)	4.83	10.52	12.99	14.68
ROE	54.01	(7.11)	(19.70)	(32.63)	(68.82)
ROA	(18.82)	2.90	6.83	8.71	9.69
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(238.88)	(268.99)	(245.48)	(335.46)	(659.76)
流动比率	1.75	1.59	3.13	4.59	5.30
速动比率	1.69	1.56	3.06	4.51	5.21
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.14	0.60	0.65	0.67	0.66
应收账款周转天数	34.35	12.29	16.16	18.41	19.98
应付账款周转天数	772.88	178.13	138.81	106.21	86.05
存货周转天数	48.02	10.14	8.52	8.96	8.87
现金转换周期	(690.51)	(155.69)	(114.13)	(78.84)	(57.21)
每股指标 (港币)					
EPS	(1.40)	0.22	0.58	0.79	0.96
每股净资产	(3.28)	(3.03)	(2.89)	(1.92)	(0.87)

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、现在或未来并无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