

永利澳门 (1128.HK)

2024 年半年报点评：业绩不及预期，利润率环比下滑 2.3pct

买入（维持）

2024 年 8 月 12 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

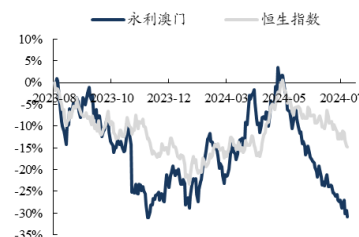
盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万港元）	24,268.14	30,192.88	32,396.26	34,142.19
同比（%）	330.0	24.4	7.3	5.4
经调整物业 EBITDA（百万港元）	7,467	9,674	10,187	10,740
同比（%）	-	29.6	5.3	5.4
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	0.19	0.59	0.66	0.76
EV/经调整物业 EBITDA	9.51	7.34	6.97	6.61

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

- **2Q24 公司实现博收 8.8 亿美元，较 19 年同期恢复 64.3%。**其中贵宾/中场（含角子机）分别实现博收 1.4/7.4 亿美元，恢复至 2Q19 的 19.8%/112.0%，恢复程度分别环比下降 3.4pct/10.6pct。同期，博监局口径下，行业贵宾/中场（含角子机）博收分别恢复至 2Q19 的 38.5%/111.3%，恢复程度分别环比持平/提升 1.0pct。公司中场博收恢复程度出现倒退而行业恢复程度稳中有升，导致公司中场/整体博收市占率均环比下降 1.5pct，分别降至 2Q24 的 13.9%/12.6%。
- **业绩不及预期，利润率环比下滑 2.3pct 至 31.7%。**营收端，2Q24 公司实现经营收益 8.9 亿美元（低于市场预期约 2%），环比下滑 11.3%，恢复至 2019 年同期的 75.3%。其中博彩/非博彩净收益分别为 7.3/1.6 亿美元，环比分别下滑 11.5%/10.6%，恢复至 2Q19 的 71.9%/96.4%。**利润端**，2Q24 公司经调整物业 EBITDAR 为 2.8 亿美元（低于市场预期约 2%），环比下滑 17.4%，恢复至 2019 年同期的 81.7%。经调整物业 EBITDAR 利润率环比下降 2.3pct 至 2Q24 的 31.7%，主要受经营杠杆拖累。但同时公司经调整物业 EBITDAR 利润率仍较 2Q19 提升 2.5pct，主要系公司日均运营费用由 2Q19 的 320 万美元下降 19%至 2Q24 的 250 万美元。
- **24 年 7 月公司市场份额已回升至预期水平。**公司管理层表示，尽管 2Q24 公司市场份额有所下滑，但得益于强劲的中场下注额及高达 99%的酒店入住率，公司博收口径的市场份额在 24 年 7 月已回升至预期水平。展望未来，管理层表示将淡化对季度之间市占率波动的关注，持续提升产品与服务水平，并将在激烈的市场竞争中保持谨慎，确保投资项目能带来合理的回报。
- **盈利预测与投资评级：**我们下调公司 2024-2026 年净收入预测至 301.9/324.0/341.4 亿港元；下调 2024-2026 年经调整物业 EBITDAR 预测至 96.7/101.9/107.4 亿港元，当前股价对应 7.3/7.0/6.6 倍 EV/经调整物业 EBITDAR。我们的目标价为 9.5 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**中国宏观经济增长不及预期、澳门旅游业复苏低于预期、海外博彩市场分流、澳门博彩监管政策趋严。

股价走势



数据来源：iFind

市场数据

收盘价(港元)	5.46
一年最低/最高价	5.41/8.36
市净率(倍)	-
流通 H 股市值 (百万港元)	28,659

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	-3.0
资本负债率(%)	135.3
总股本(百万股)	5,248.9
流通 H 股(百万股)	5,248.9

数据来源：iFind

相关研究

《2024 年一季报点评：业绩超预期，中场博收恢复强劲》

2024-5-6

永利澳门三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,372	16,663	21,289	26,550	营业收入	24,268	30,193	32,396	34,142
现金	10,300	9,330	13,860	19,043	博彩净收益	19,111	24,881	27,055	28,751
应收账款	1,037	1,290	1,385	1,459	客房	2,435	2,458	2,529	2,580
存货	286	295	296	299	餐饮	1,351	1,579	1,500	1,429
其他流动资产	5,748	5,748	5,748	5,748	零售及其他	1,371	1,276	1,313	1,382
非流动资产	27,457	26,478	25,609	24,666	博彩税	-10,058	-12,191	-13,255	-14,093
使用权资产净额	1,221	1,221	1,221	1,221	职工薪酬	-4,191	-4,506	-9,609	-29,116
物业及设备净额	23,023	22,043	21,174	20,232	折旧及摊销	-2,374	-2,480	-2,491	-2,496
商誉	1,870	1,870	1,870	1,870	物业费用及其他	-181	-181	-181	-181
其他非流动资产	1,343	1,343	1,343	1,343	其他经营支出	-3,761	-5,238	-842	18,245
资产总计	44,829	43,141	46,898	51,216	营业利润	3,702	5,596	6,018	6,502
流动负债	10,946	6,369	6,413	6,445	利息收入	571	204	185	274
应付账款	457	555	599	631	利息支出	-3335	-2448	-2448	-2448
短期借款	4,676	0	0	0	其他调整	276	0	1	2
其他流动负债	5,814	5,814	5,814	5,814	利润总额	1,214	3,352	3,755	4,330
非流动负债	49,695	49,695	49,695	49,695	减: 所得税费用	-43	-43	-43	-43
长期借款	48,004	48,004	48,004	48,004	净利润	1,172	3,309	3,712	4,287
其他非流动负债	1,691	1,691	1,691	1,691	每股收益-摊薄(港元)	0.19	0.59	0.66	0.76
负债合计	60,640	56,063	56,108	56,139	经调整物业 EBITDA	7,467	9,674	10,187	10,740
归属母公司股东权益	-15,811	-12,923	-9,210	-4,923	收入增长率(%)	330%	24%	7%	5%
少数股东权益	0	1	2	3	归母净利润增长率(%)	-	182%	12%	15%
所有者权益合计	-15,811	-12,922	-9,208	-4,920					
负债和股东权益总计	44,829	43,142	46,900	51,219					
现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,812	7,871	8,416	8,911	每股净资产(港元)	-	-	-	-
投资活动现金流	-5,409	-1,297	-1,437	-1,279	最新发行在外股份(百万股)	5,606	5,606	5,606	5,606
筹资活动现金流	1,486	-7,544	-2,448	-2,448	ROE-摊薄(%)	-	-	-	-
现金净增加额	2,889	-970	4,530	5,183	经调整物业 EBITDA 率(%)	30.77	32.04	31.45	31.46
折旧和摊销	2,374	2,480	2,491	2,496	资产负债率(%)	135.27	111.63	102.68	94.03
资本开支	-854	-1,501	-1,622	-1,553	EV/经调整物业 EBITDA	9.51	7.34	6.97	6.61

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有

投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

