

永利澳门 (1128.HK)

2024 年三季报点评：业绩不及预期；市占率维持平稳

买入（维持）

2024 年 11 月 5 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@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	28,737.28	31,039.25	32,661.37
同比（%）	330.0	18.4	8.0	5.2
经调整物业 EBITDA（百万港元）	7,467	8,995	9,587	10,018
同比（%）	-	20.5	6.6	4.5
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	0.19	0.48	0.56	0.64
EV/经调整物业 EBITDA	9.51	7.89	7.40	7.08

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

■ **3Q24 公司实现博收 8.8 亿美元，较 19 年同期恢复 70.4%**。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 3Q19 的 25.3%/106.7%，恢复程度环比上升 5.5pct/下降 5.3pct，同期博监局口径下，行业贵宾/中场（含角子机）分别恢复至 42.1%/107.1%，恢复程度环比上升 3.6pct/下降 4.2pct，公司中场恢复速度慢于行业。

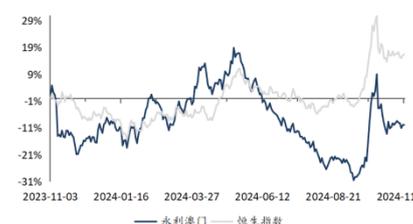
■ **业绩不及预期，3Q24 经调整物业 EBITDAR 利润率环比下滑**。营收端，3Q24 公司实现经营收益 8.7 亿美元（低于彭博一致预期的 8.9 亿美元），恢复至 2019 年同期的 81.2%。其中博彩/非博彩净收益分别为 7.1/1.6 亿美元，环比分别下滑 1.5%/2.5%，恢复至 3Q19 的 78.9%/93.8%。**利润端**，3Q24 公司经调整物业 EBITDAR 为 2.6 亿美元，环比下滑 6.2%，恢复至 2019 年的 87.3%，利润恢复速度快于营收恢复速度。公司经调整物业 EBITDAR 利润率环比下降 1.5pct 至 30.2%，主要因夏季业务量上升导致的工资与其他边际成本提升，但较 3Q19 的 28.1%提升 2.1%，主要因管理层持续在提效控费方便维持良好纪律，日均运营费用维持平稳，仅环比提升 2.0%至 255 万美元。

■ **市场份额保持平稳，将以最大化 EBITDA 为目标，持续发力产品与服务**。尽管澳门市场竞争激烈，2Q24 公司市场份额有所下滑，但于 7 月份已借助强劲的中场博收以及 99%的酒店入住率反弹至预期水平。管理层表示未来将淡化对市占率波动的关注，将以最大化 EBITDA 为目标，持续优化扩容餐饮设施（九龛餐厅、目的地美食厅等），翻新 Chairman's Club 以进一步提升服务质量，打造核心产品力优势以取得天然领先地位。

■ **盈利预测与投资评级**：我们下调公司 2024-2026 年净收入预测 287.4/310.4/326.6 亿港元；2024-2026 年经调整物业 EBITDAR 预测 90.0/95.9/100.2 亿港元，当前股价对应 7.9/7.4/7.1 倍 EV/经调整物业 EBITDAR。我们的目标价为 8.2 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)	6.00
一年最低/最高价	4.74/8.30
市净率(倍)	-2.17
流通 H 股市值(百万港元)	31500

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	-2077
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 年二季报点评：业绩不及预期，利润率环比下滑 2.3pct》

2024-8-13

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	16,087	20,219	24,858	营业收入	24,268	28,737	31,039	32,661
现金	10,300	8,833	12,865	17,429	博彩净收益	19,111	23,728	26,002	27,523
应收账款	1,037	1,228	1,327	1,396	客房	2,435	2,262	2,327	2,374
存货	286	278	280	285	餐饮	1,351	1,554	1,482	1,511
其他流动资产	5,748	5,748	5,748	5,748	零售及其他	1,371	1,194	1,228	1,253
非流动资产	27,457	26,407	25,476	24,475	博彩税	-10,058	-11,631	-12,742	-13,488
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	21,973	21,041	20,040	折旧及摊销	-2,374	-2,478	-2,486	-2,487
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	-4,970	-551	18,452
资产总计	44,829	42,494	45,694	49,333	营业利润	3,702	4,971	5,470	5,841
流动负债	10,946	6,348	6,393	6,424	利息收入	571	204	175	255
应付账款	457	534	579	611	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	2,726	3,198	3,650
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	2,683	3,155	3,607
其他非流动负债	1,691	1,691	1,691	1,691					
负债合计	60,640	56,043	56,088	56,119	每股收益-摊薄(港元)	0.19	0.48	0.56	0.64
归属母公司股东权益	-15,811	-13,548	-10,393	-6,786	经调整物业 EBITDA	7,467	8,995	9,587	10,018
少数股东权益	0	1	2	3					
所有者权益合计	-15,811	-13,547	-10,391	-6,783	收入增长率(%)	330%	18%	8%	5%
负债和股东权益总计	44,829	42,495	45,696	49,336	归母净利润增长率(%)	-	129%	18%	14%

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	7,301	7,859	8,244	每股净资产(港元)	-	-	-	-
投资活动现金流	-5,409	-1,224	-1,379	-1,231	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	-1,468	4,032	4,564	经调整物业 EBITDA 率(%)	30.77	31.30	30.89	30.67
折旧和摊销	2,374	2,478	2,486	2,487	资产负债率(%)	135.27	113.32	105.39	97.62
资本开支	-854	-1,428	-1,554	-1,486	EV/经调整物业 EBITDA	9.51	7.89	7.40	7.08

数据来源: iFind, 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。

免責及評級說明部分

分析師聲明:

本人以勤勉、獨立客觀之態度出具本報告，報告所載所有觀點均準確反映本人對於所述證券或發行人之個人觀點；本人於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與本人薪酬無關。過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

此外，分析員確認，無論是本人或關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則之相關定義）沒有擔任本報告所述上市公司之高級職員；未持有相關證券的任何權益；沒有在發表本報告30日前交易或買賣相關證券；不會在本報告發出後的3個營業日內交易或買賣本報告所提及的發行人的任何證券。

利益披露事項:

刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。

研究分析員之薪酬或酬金並不與特定之投資銀行工作或研究建議掛鈎。

研究分析員或其聯系人士並未從事其研究／分析／涉及範圍內之任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。

研究分析員或其聯系人士並未擔任其研究／分析／涉及範圍內之任何公司之董事職務或其他職務。

東吳證券國際經紀有限公司（下稱「東吳證券國際」或「本公司」）或其集團公司並未持有本報告所評論的發行人的市場資本值的1%或以上的財務權益。

東吳證券國際或其集團公司並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

東吳證券國際或其集團公司與報告中提到的公司在最近的12個月內沒有任何投資銀行業務關係。

東吳證券國際或其集團公司或編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

免責聲明

本報告由東吳證券國際編寫，僅供東吳證券國際的客戶使用，本公司不因接收人收到本報告而視其為客戶。如任何司法管轄區的法例或條例禁止或限制東吳證券國際向收件人提供本報告，收件人並非本報告的目標發送對象。本研究報告的編制僅供一般刊發，並不考慮接收本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況、投資目標及特別需求，亦非擬向有意投資者作出特定證券、投資產品、交易策略或其他金融工具之建議。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下應尋求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。本報告應受香港法律管轄並據其解釋。

本報告所載資料及意見均源自或源於東吳證券國際可信之數據源，但東吳證券國際並不就其準確性或完整性作出任何形式的聲明、陳述、擔保及保證（不論明示或默示），於法律及/或法規准許情況下，東吳證券國際概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。

本報告所發表之意見及預測為於本報告日的判斷，並可予更改而毋須事前通知。除另有說明外，本報告所引用的任何業績數據均代表過往表現，過往表現亦不應作為日後表現的可靠預示。在不同時期，東吳證券國際可能基於不同假設、觀點及分析方法發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。分析中所做的預測收益可能基於相應的假設，任何假設的改變可能會對本報告預測收益產生重大影響，東吳證券國際並不承諾或保證任何預測收益一定會實現。

東吳證券國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口头或书面表达與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點，本公司沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。東吳證券國際及其集團公司的各業務部門，如有

免責及評級說明部分

投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決策可能與本報告所述觀點並不一致。

本報告及其所載內容均屬機密，僅限指定收件人閱覽。本報告版權歸東吳證券國際所有，未經本公司同意，不得以任何方式複製、分發或使用本報告中的任何資料。本報告僅作參考用途，任何部分不得在任何司法管轄權下的地方解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券、投資產品、交易策略或其他金融工具。東吳證券國際毋須承擔因使用本報告所載數據而可能直接或間接引致之任何責任，損害或損失。

特別聲明

東吳證券國際可能在法律准許的情況下參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，也可能為有關發行人提供投資銀行業務服務或招攬業務，及/或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持仓或持有權益或其他重大權益或進行交易。閣下應考慮到東吳證券國際及其相關人員可能存在影響本報告及所載觀點客觀性的潛在利益衝突，請勿將本報告視為投資或其他決策的唯一信賴依據。

本報告及其所載信息並非針對或意圖發送給任何就分派、刊發、可得到或使用此報告而導致東吳證券國際違反當地法律或規例或可致使東吳證券國際受制於相關法律或規例的任何地區、國家或其他司法管轄區域的公民或居民。接收者須自行確保使用本報告符合當地的法律及規例。

評級標準：

公司投資評級：

- 買入：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤在 15% 以上；
- 增持：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤介於 5% 與 15% 之間；
- 中性：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤介於 -5% 與 5% 之間；
- 減持：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤介於 -15% 與 -5% 之間；
- 賣出：預期未來 6 個月個股漲跌幅相對大盤在 -15% 以下。

行業投資評級：

- 增持：預期未來 6 個月內，行業指數相對強於大盤 5% 以上；
- 中性：預期未來 6 個月內，行業指數相對大盤 -5% 與 5%；
- 減持：預期未來 6 個月內，行業指數相對弱於大盤 5% 以上。

東吳證券國際經紀有限公司

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

香港皇后大道東 1 號太古廣場 3 座 17 樓

Tel 電話：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客戶服務)

公司網址：<http://www.dwzq.com.hk/>

