

GGR 环比下滑, 但 EBITDA 利润率向好并将于 25H2 重启派息

华泰研究

2024 年 11 月 06 日 | 中国香港

季报点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

5.60

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

易楚妍

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

新濠国际子公司新濠博亚(MLCO US)于美国时间 11 月 5 日盘前发布 24Q3 财报, MLCO 开盘后股价一度上涨约 4%, 主要原因为 EBITDA Margin 超预期。我们认为 24Q3 澳门业务: 1) EBITDA Margin 自今年以来环比向好, 但仍未达 19 年同期水平; 2) 公司在电话会中提到或于 25 年下半年重启派息, 此前公司维持季度派息直到 20Q1 暂停; 3) 但总 GGR、VIP 和中场恢复均不及行业水平, 且与金沙、美高梅和永利相似, 业务收入环比继续下滑。

24Q3 VIP 中场恢复不及行业, 环比增速下滑, 博彩行业恢复或已触顶

24Q3 新濠博亚 GGR 12.08 亿美元(澳门部分 GGR 为 10.12 亿美元, 恢复至 19Q3 的 66%, 对比行业 79%)。澳门部分, VIP 毛收入 1.58 亿美元, 恢复至 19Q3 的 23%(对比行业 42%), 同比+29%, 环比-6%; 中场毛收入 7.71 亿美元, 恢复至 19Q3 的 103%(对比行业 110%), 同比+13%, 环比-3%; 老虎机毛收入 0.83 亿美元, 恢复至 19Q3 的 92%(对比行业 82%), 同比+9%, 环比+4%。公司澳门部分 VIP 和中场收入恢复均低于行业, 且环比均下跌, 结合此前美高梅、金沙和永利 Q3 表现, 我们认为博彩行业恢复程度或已触顶。海外方面, 新濠天地(马尼拉)净收入 1.19 亿美元, 同比-5%, 环比+9%; 新濠天地(地中海)净收入 0.64 亿美元, 同比+20%, 环比+8%。

EBITDA margin 环比上涨, 高端餐饮及多样游乐助推非博彩业务

24Q3 新濠博亚净收入 11.75 亿美元, 经调整物业 EBITDA 3.23 亿美元, EBITDA Margin 为 27.5%, 对比 24Q2/23Q3/19Q3 为 26.2%/27.6%/29.3%, 环比上涨但并未达疫情前水平。按物业, 澳门新濠天地 24Q3 净收入 5.64 亿美元, 占比 48%, 经调整物业 EBITDA 1.63 亿美元, EBITDA Margin 为 28.9%, 对比 24Q2 的 28.6%略微上涨; 新濠影汇净收入 3.65 亿美元, 占比 31%, 经调整物业 EBITDA 0.93 亿美元, EBITDA Margin 为 25.4%, 对比 24Q2 的 22.5%环比上涨。新濠博亚娱乐旗下的五家餐厅荣获米其林星级认证。11 至 12 月在新濠影汇综艺馆举办 2024-2025 年度东亚超级联赛(EASL) 篮球锦标赛, 以丰富的非博彩活动吸引游客。此外, 公司在人流密集处建设新灯光隧道入口以连通新濠天地, 或有助于客流提升。

维持买入, 目标价 5.6 港元, 对应 25 年 EV/EBITDA 为 7.0x

10 月澳门博彩收入达 207.8 亿澳门元, 创疫情后新高。我们预计今年澳门博彩收入将恢复到 2019 年的约 80% 水平, 但客流已恢复逾疫情前水平, 不过对于博彩收入的后续贡献仍需观察。我们认为虽然新濠国际顺应澳门转型大势, 重点发力非博彩, 但新濠澳门 GGR 恢复低于行业水平, VIP 及中场环比下跌, 因此应当给予公司低于行业估值, 维持公司 25 年 7.0x EV/EBITDA(澳门博彩行业一致预期均值 8.7x), 维持买入, 目标价 5.6 港元。

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

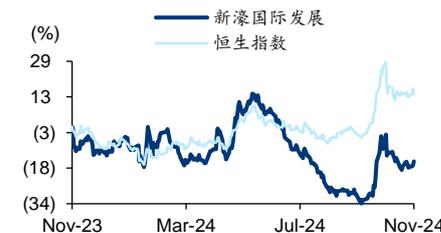
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
+/-%	(32.40)	179.50	17.90	10.30	10.30
归属母公司净利润 (港币百万)	(5,113)	(1,744)	1,014	1,822	1,631
+/-%	(35.60)	(65.90)	(158.20)	80.00	(10.00)
EPS (港币, 最新摊薄)	(2.58)	(0.88)	0.51	0.92	0.82
ROE (%)	(118.17)	(142.00)	24.70	23.09	19.80
PE (倍)	(1.47)	(2.19)	28.92	4.57	2.40
PB (倍)	4.19	11.52	1.01	0.93	0.93
EV EBITDA (倍)	(226.79)	10.31	8.14	6.91	6.70

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	5.60
收盘价 (港币 截至 11 月 6 日)	4.95
市值 (港币百万)	7,508
6 个月平均日成交额 (港币百万)	20.49
52 周价格范围 (港币)	3.83-6.95
BVPS (港币)	0.20

股价走势图



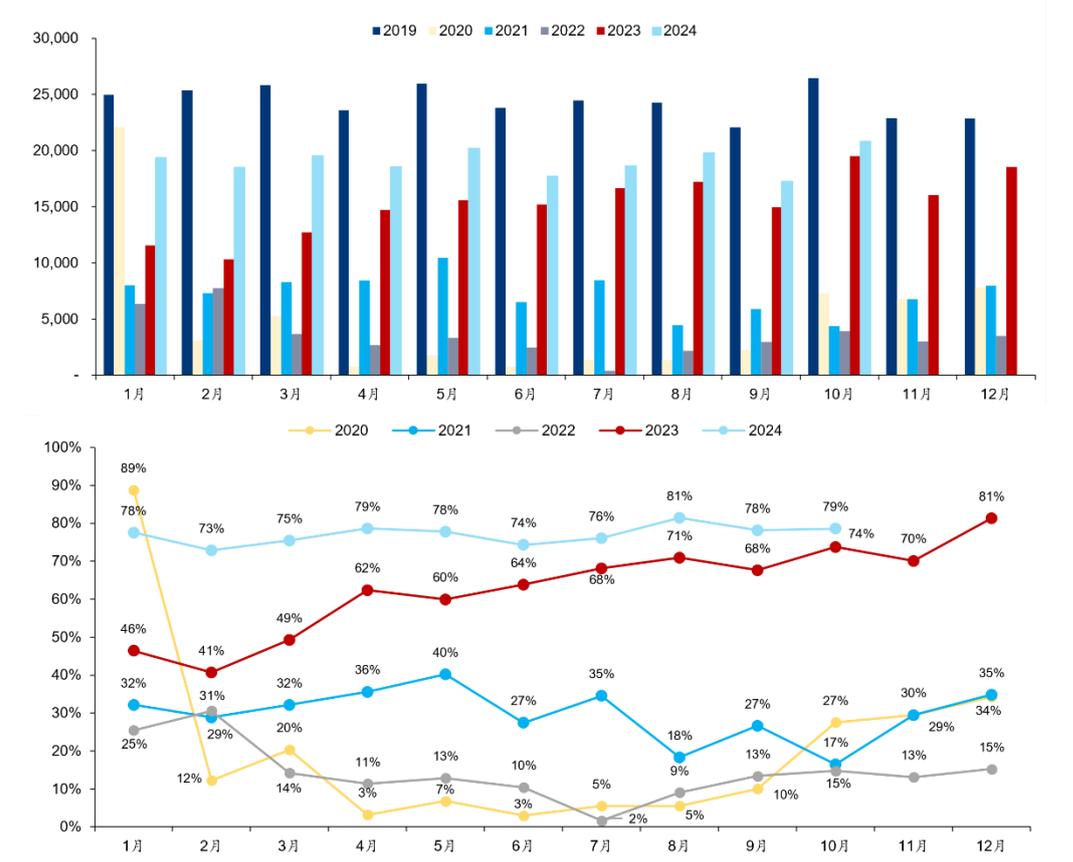
资料来源: S&P

24Q3 GGR 环比下滑，但 EBITDA 利润率向好

新濠国际子公司新濠博亚(MLCO US)发布 24Q3 财报，新濠博亚净收入 11.75 亿美元，经调整物业 EBITDA 3.23 亿美元，EBITDA Margin 为 27.5%，对比 24Q2/23Q3/19Q3 为 26.2%/27.6%/29.3%，环比上涨但并未达疫情前水平。

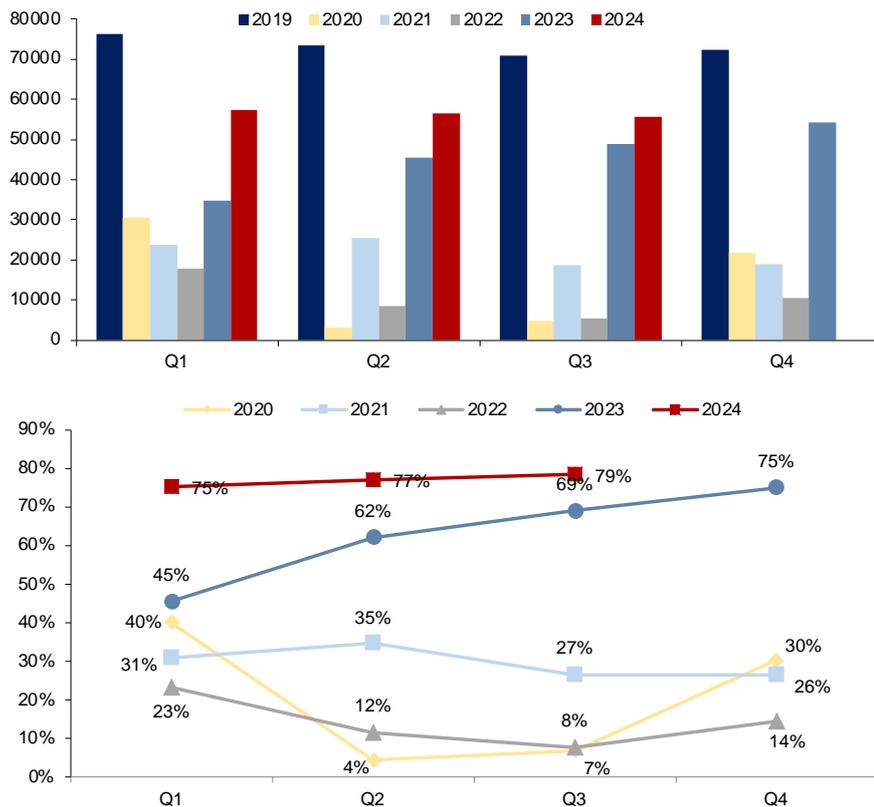
我们维持新濠国际买入评级，维持 25 年 EV/EBITDA 7.0x，维持目标价 5.6 港元，低于港股博彩行业平均估值 8.7x，主要原因为新濠澳门 GGR 恢复持续低于行业水平，VIP 及中场环比下跌，见顶风险已较为明确。我们认为，虽然新濠国际重点发力非博彩，顺应澳门转型大势。但公司 GGR 恢复速率始终不及行业水平，对比此前已公布 Q3 业绩的金沙、美高梅和永利恢复比例最低，因此应当给予公司低于行业估值。此外，公司澳门部分 24Q3 除老虎机业务外，中场、VIP 均环比下跌，中场收入环比-3%，对比 24Q2 中场环比+1%；VIP 收入环比-6%，对比 24Q2 VIP 环比+15%，我们认为公司澳门部分见顶风险已开始显现，因此维持公司 25 年 EV/EBITDA 7.0x。我们预测 24/25/26 年新濠国际博彩毛收入为 353.0/369.9/402.9 亿港元，经调整 EBITDA 为 93.7/102.9/112.2 亿港元，EBITDA margin 为 26.9%/26.8%/26.5%，对比 19 年为 27.8%。

图表1：澳门总博彩恢复情况：2024 年 10 月 GGR 修复至 2019 年同期 79%（百万澳门元）



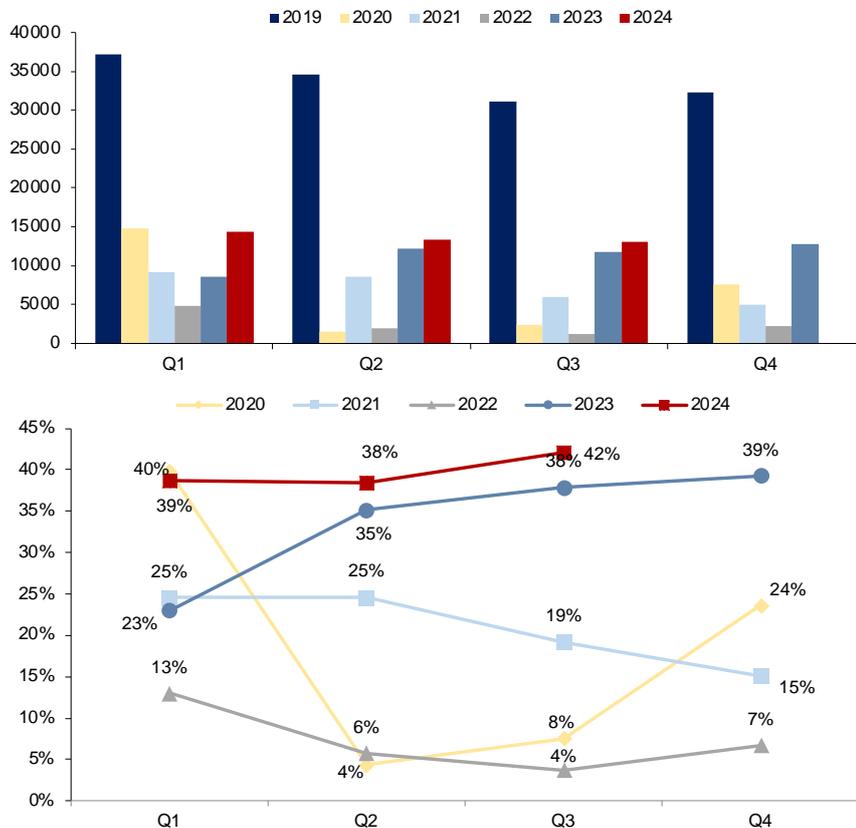
资料来源：DICJ，华泰研究

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)



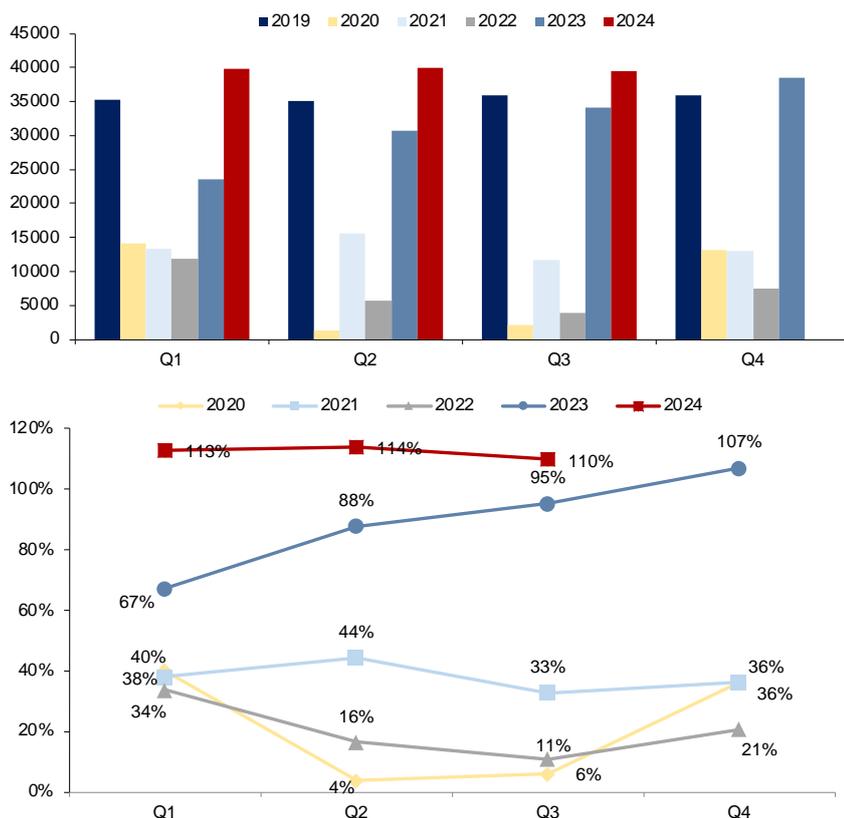
资料来源: DICJ、华泰研究

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)



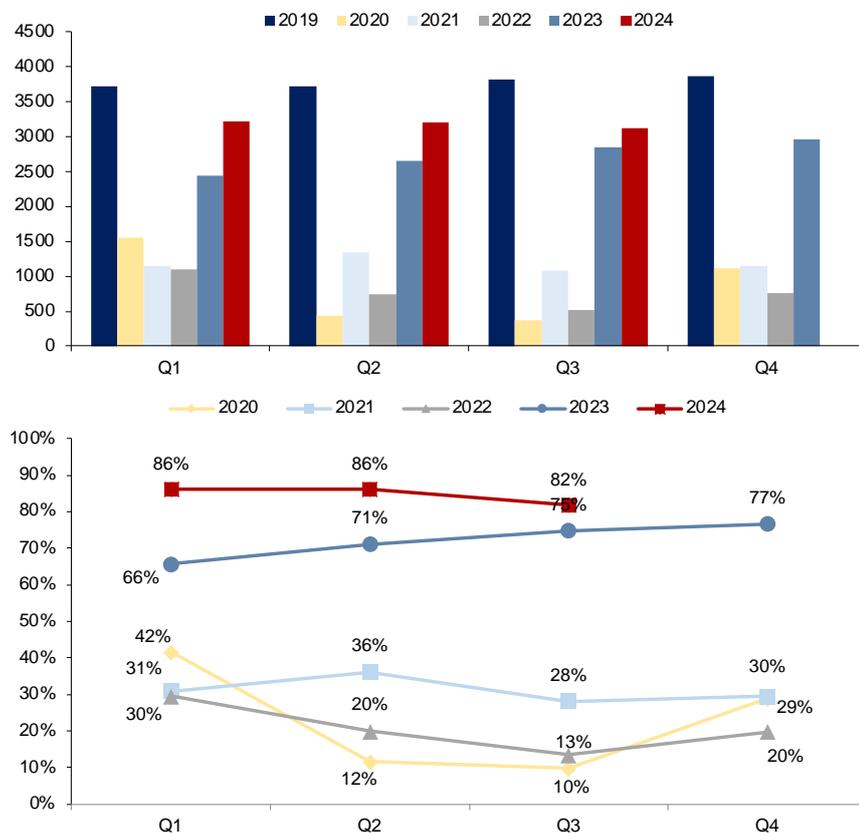
资料来源: DICJ、华泰研究

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）



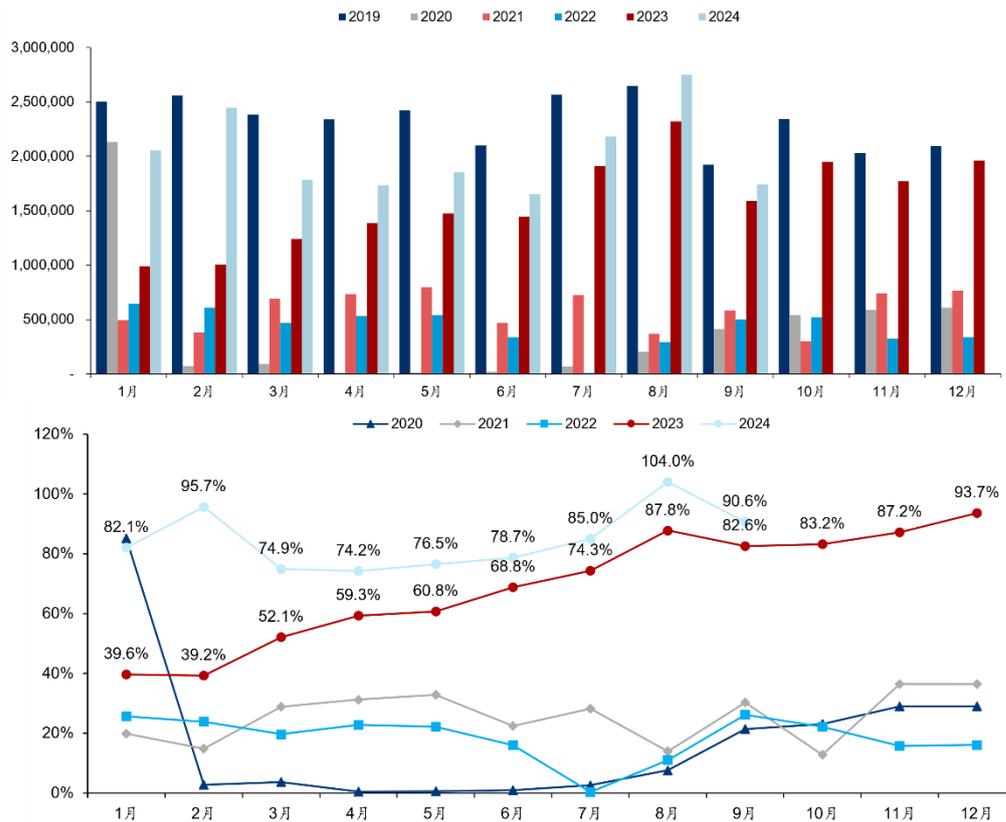
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



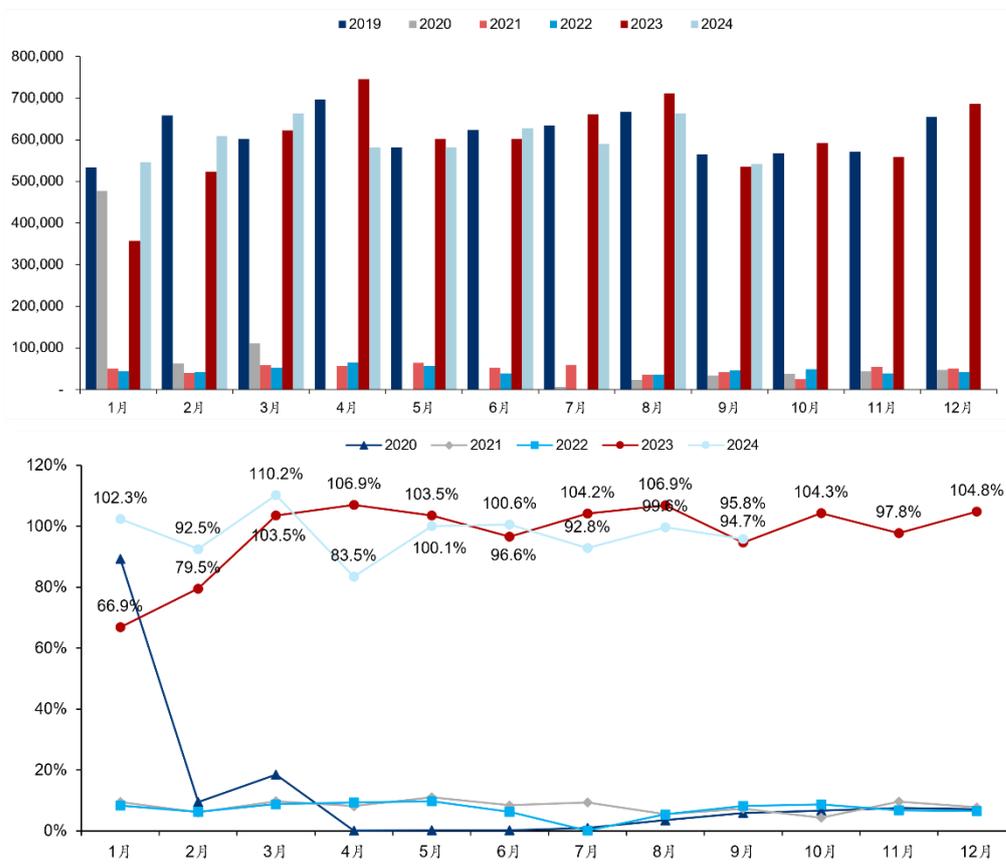
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6: 2024年9月访澳内地游客恢复至2019年90.6%的水平(人, %)



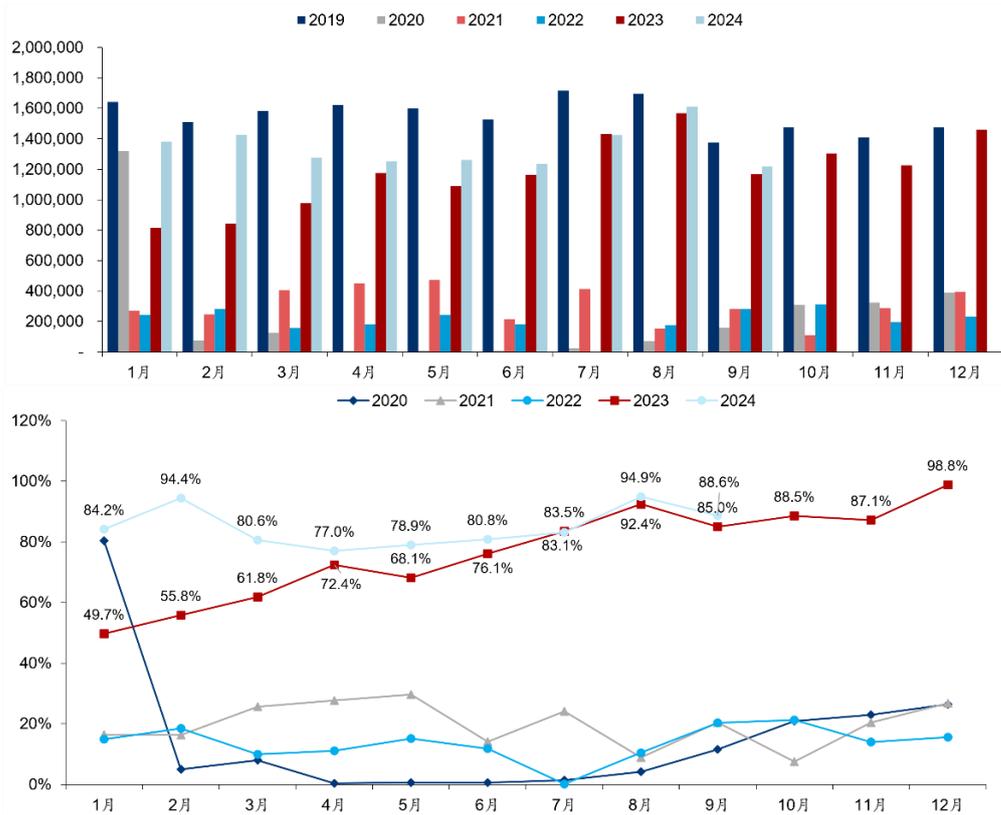
资料来源: 澳门统计局, 华泰研究

图表7: 2024年9月访澳香港游客恢复至2019年同期水平95.8%(人, %)



资料来源: 澳门统计局, 华泰研究

图表8：2024年9月访澳过夜游客恢复至2019年88.6%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	24Q3	
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%	14%	
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%	22%	15%	
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%	3%	
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%	8%	
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%	14%	
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%	35%		
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%	31%		
VIP	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
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%	10%	11%	
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%	-5%	29%	
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%	-5%	
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%	0%	
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%	-22%	-25%	
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%	49%		
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%	4%		
Mass	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
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%	30%	15%	
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%	30%	13%	
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%	4%	
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%	9%	
美高梅中国	35%	36%	48%	31%	-58%	-98%	-95%	-52%	2%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%	50%	21%	
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%	32%		
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%	36%		

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	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%
新濠博亚	43%	57%	58%	64%	72%	70%	66%	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%
金沙中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%	71%	11%	13%	13%	14%	18%	19%	72%	92%	108%	113%	112%	122%	60%	79%	84%	84%	107%	117%				
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	69%	5%	15%	12%	15%	16%	15%	55%	68%	78%	83%	92%	93%	87%	187%	167%	156%	184%	207%				

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	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
新濠博亚	448%	412%	371%	712%	107%	17%	16%	397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%	35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	4%	-7%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	3%	87%	330%	58%	4%	16%	14%	-6%	3%	40%	72%	85%	85%	88%	82%	87%
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%	450%	16%	8%	16%	23%	-2%	-19%	90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%	26%	1270%	30%	12%	1%	1%	4%	51%	60%	72%	72%	76%	76%			
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	102%	103%	1287%	32%	24%	23%	1%	3%	43%	60%	59%	83%	87%			

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表12: 新濠综艺馆周柏豪生日限定音乐会



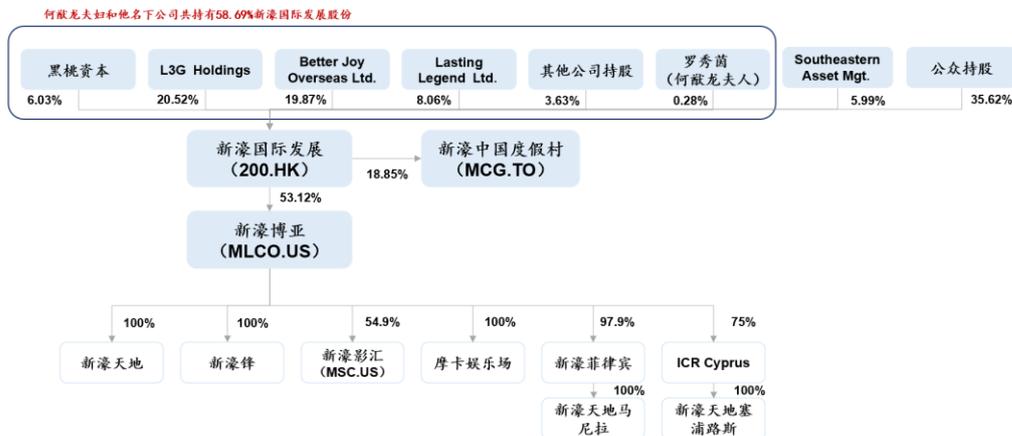
资料来源: 新濠国际官网、华泰研究

图表13: 新濠综艺馆 2024 - 25 年东亚超级联赛 EASL



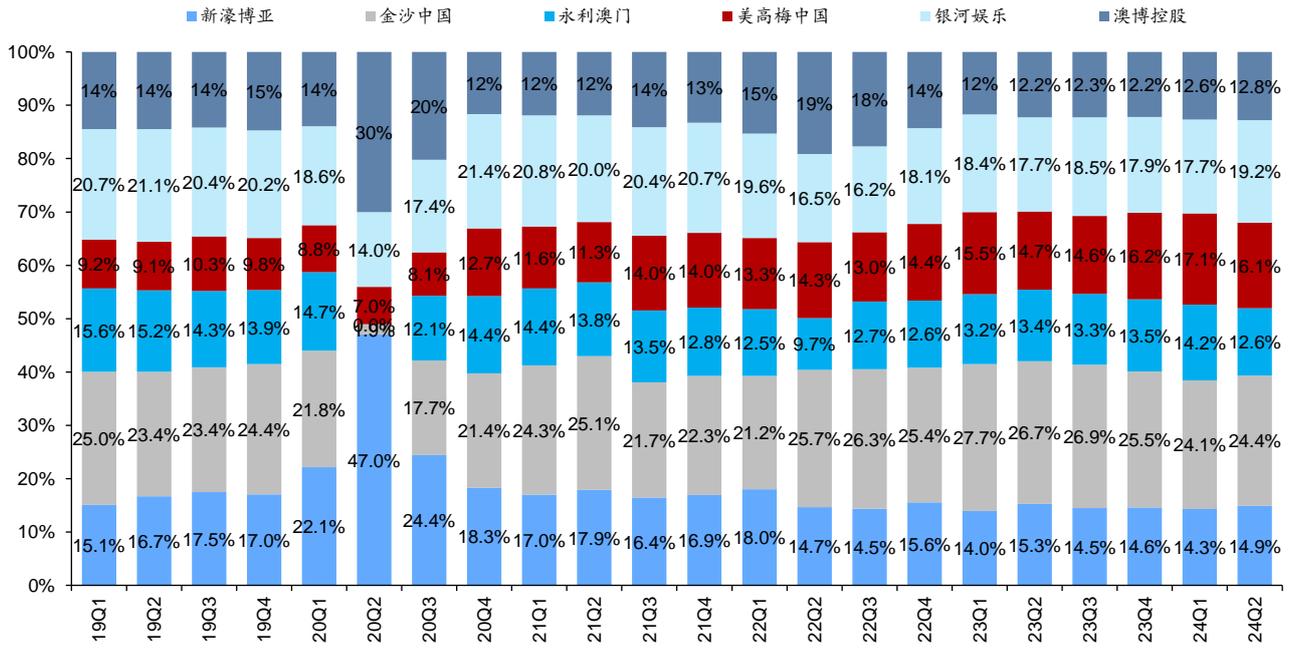
资料来源: 新濠国际官网、华泰研究

图表14: 新濠国际发展和新濠博亚股权结构梳理



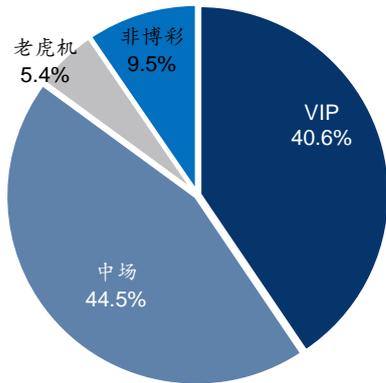
注: 截至2024年11月5日
资料来源: 新濠官网、华泰研究

图表15: 2019年以来澳门博彩市占率(按GGR)



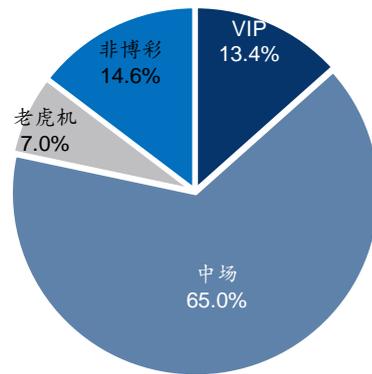
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表16: 19Q3 新濠澳门各业务板块毛收入占比



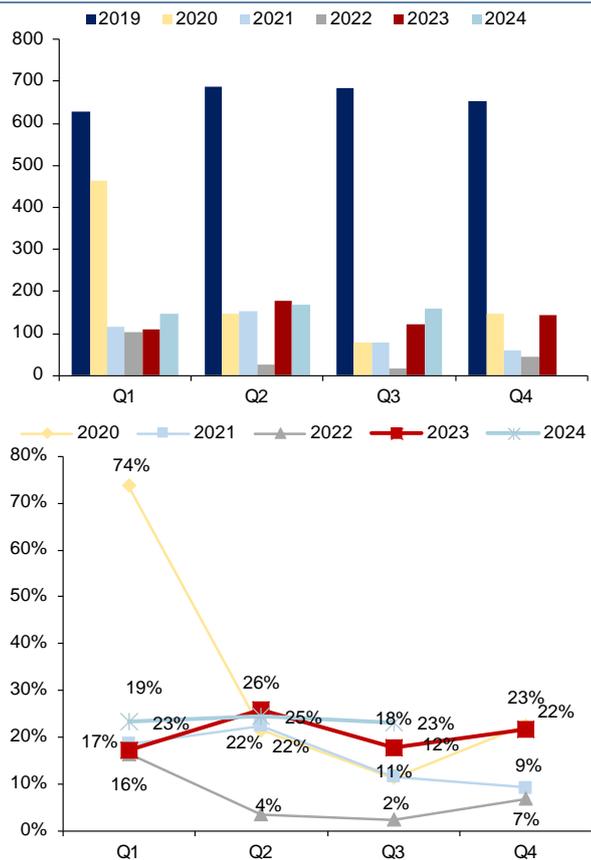
资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表17: 24Q3 新濠澳门各业务板块毛收入占比



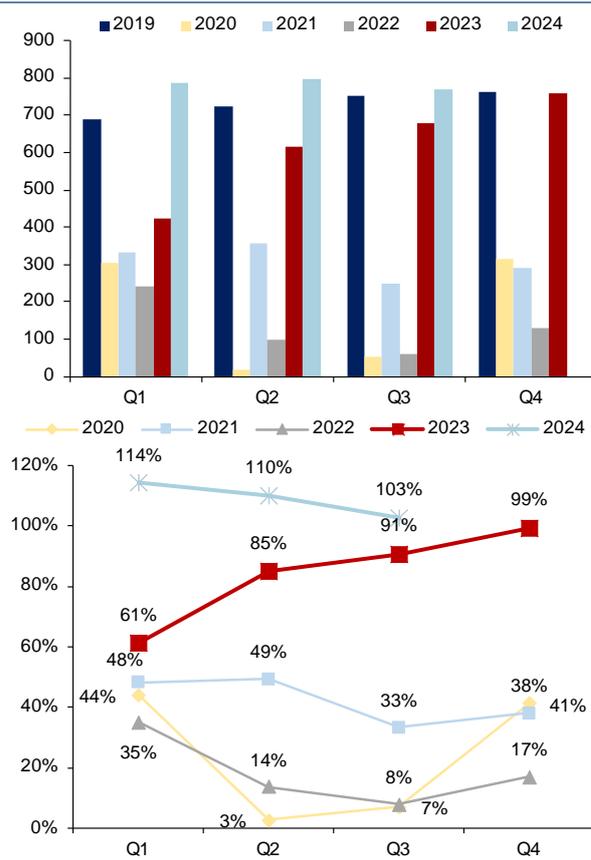
资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表18: 新濠澳门 VIP 业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



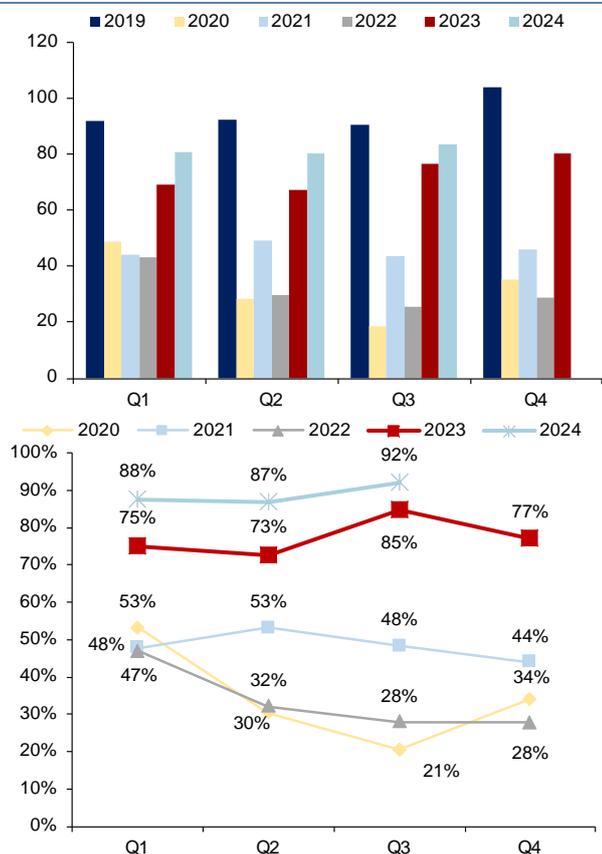
资料来源: 新濠公告、Wind、华泰研究

图表19: 新濠澳门中场业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



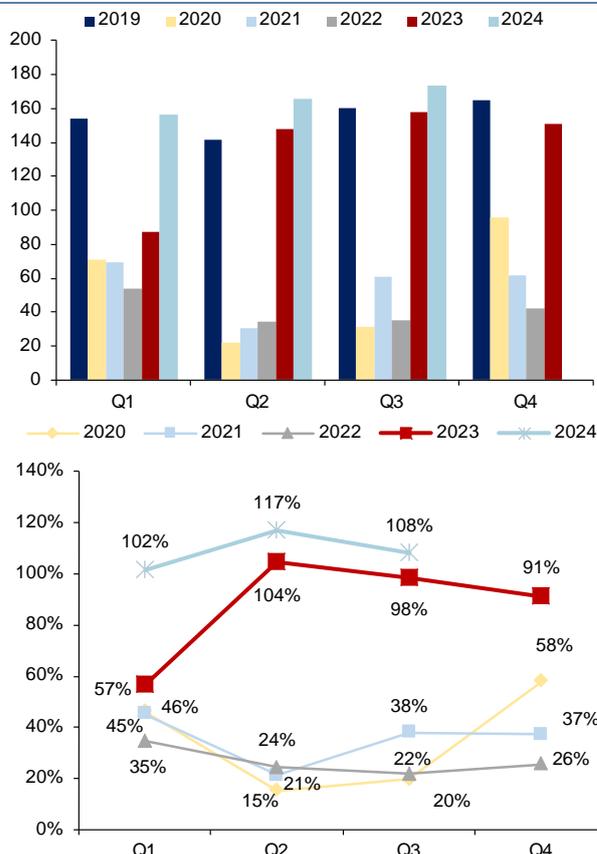
资料来源: 新濠公告、Wind、华泰研究

图表20: 新濠澳门老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



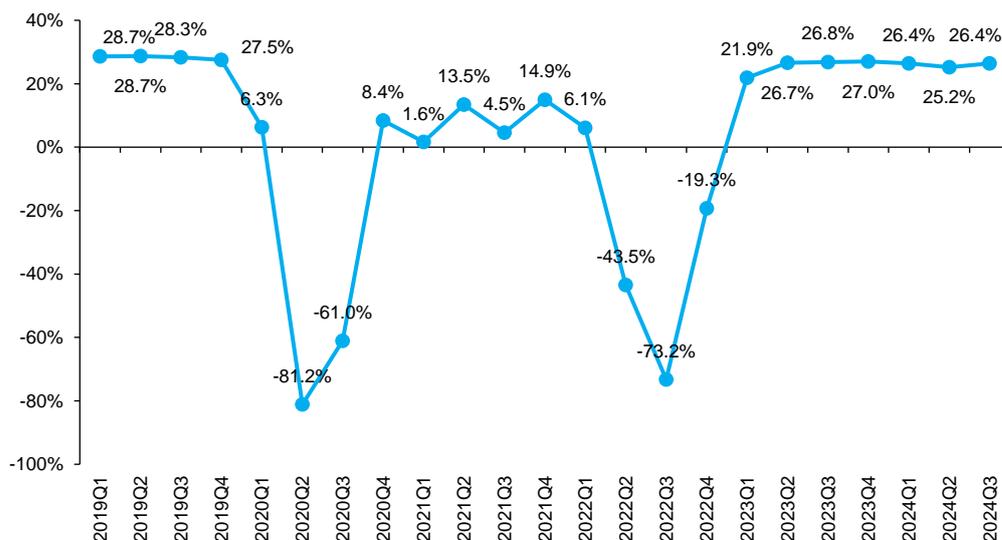
资料来源: 新濠公告、Wind、华泰研究

图表21: 新濠澳门非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



资料来源: 新濠公告、Wind、华泰研究

图表22: 新濠澳门物业 EBITDA Margin



资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表23: 新濠国际博彩收入预测 (分结构, 百万港元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	44,988	13,424	15,639	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
YoY(%)	10.50%	-70.20%	16.50%	-32.44%	179.51%	17.92%	10.27%	10.27%
博彩毛收入	46,778	12,591	14,178	8,663	25,886	35,301	36,991	40,293
	8.40%	-73.10%	12.60%	-19.80%	198.82%	36.37%	4.79%	8.93%
VIP流水	682,817	162,212	135,734	63,505	188,604	207,464	228,211	251,032
VIP赢率	3.0%	3.8%	2.3%	3.6%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%
VIP毛收入	20,818	6,217	3,093	2,314	4,302	5,187	5,933	6,527
yoy	1.60%	-70.10%	-50.20%	-25.19%	85.92%	20.56%	14.40%	10.00%
中场流水	67,235	69,174	75,431	20,031	71,456	90,767	93,385	101,832
中场赢率	34.2%	7.7%	12.8%	22.6%	27.0%	30.2%	30.2%	30.2%
中场毛收入	22,985	5,338	9,648	4,527	19,299	27,412	28,202	30,753
yoy	17.60%	-76.80%	80.70%	-53.08%	326.31%	42.04%	2.88%	9.05%
老虎机流水	58,310	17,074	25,324	65,059	94,630	96,522	98,453	100,422
老虎机赢率	5.1%	6.1%	5.7%	2.8%	2.4%	2.8%	2.9%	3.0%
老虎机毛收入	2,975	1,036	1,437	1,822	2,285	2,703	2,855	3,013
yoy	-4.80%	-65.20%	38.70%	26.77%	25.44%	18.28%	5.64%	5.52%
EBITDA	12,498	(1,198)	1,545	(362)	7,510	9,367	10,291	11,221
EBITDA margin	27.78%	-8.93%	9.88%	-3.43%	25.43%	26.90%	26.80%	26.50%
2023A EBITDA恢复至2019年百分比		60%			2023A GGR恢复至2019年百分比			55%
2024E EBITDA恢复至2019年百分比		75%			2024E GGR恢复至2019年百分比			75%
2025E EBITDA恢复至2019年百分比		82%			2025E GGR恢复至2019年百分比			79%
2026E EBITDA恢复至2019年百分比		90%			2026E GGR恢复至2019年百分比			86%

资料来源: 新濠公告、Wind、华泰研究预测

图表24: 新濠国际目标价测算

	2025E
2025E EBITDA (百万港元)	10,291
2025E EV/EBITDA (倍)	7.0
企业价值 (百万港元)	72,038
现金 (百万港元)	10,036
长短期债务 (百万港元)	62,935
少数股东权益	10,703
股本价值 (百万港元)	8,436
总股数 (百万)	1,517
目标价	5.6

资料来源: Wind、华泰研究预测



图表25：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 (亿美元)	收入 (十亿美元)			EBITDA (十亿美元)			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	-14.88	-16.56	200.43	5.60	6.10	6.49	1.58	1.79	1.92	16.87	14.68	13.61	11.70	10.30	9.62
金沙中国	1928 HK	-11.78	-7.88	219.15	7.14	7.92	8.47	2.33	2.74	2.99	23.14	16.53	13.89	12.12	10.30	9.46
永利澳门	1128 HK	-26.09	-4.41	40.34	3.70	3.83	4.02	1.04	1.08	1.14	11.74	10.37	8.80	8.79	8.46	7.98
澳博控股	880 HK	-45.35	12.15	25.31	3.67	3.98	4.15	0.49	0.61	0.69	72.30	15.78	10.79	11.84	9.47	8.45
美高梅中国	2282 HK	15.23	8.97	49.76	3.92	3.95	4.10	1.16	1.17	1.21	8.00	8.04	7.90	6.34	6.34	6.09
新濠国际	200 HK	-35.34	-11.52	9.44	4.58	4.84	5.09	1.18	1.24	1.32				7.76	7.40	6.99
美国上市公司 均值																
金沙集团	LVS US	3.15	4.10	364.97	11.30	12.27	12.72	4.10	4.65	4.90	21.98	18.53	16.38	11.33	10.01	9.49
美高梅国际	MGM US	33.25	-18.91	107.87	17.21	17.28	17.57	2.43	2.51	2.75	14.59	14.63	11.69	16.35	15.84	14.46
永利度假	WYNN US	11.34	-4.03	94.38	7.07	7.19	7.34	1.99	2.06	2.05	17.17	17.10	15.20	8.44	8.16	8.20
新濠博亚	MLCO US	-22.87	-24.01	29.68	4.60	4.86	5.11	1.16	1.24	1.28	36.30	25.43	20.84	8.35	7.81	7.61
凯撒娱乐	CZR US	12.69	-17.26	82.42	11.35	11.82	12.09	3.58	4.01	4.09		25.47	19.56	9.20	8.21	8.05
佩恩国民博彩	PENN US	-12.39	-29.52	27.43	6.65	7.04	7.36	0.63	1.04	1.21		24.77	11.88	14.50	8.76	7.56
博伊德赌场	BYD US	15.99	11.04	60.92	3.89	3.93	4.00	1.26	1.24	1.25	11.20	10.30	9.41	7.06	7.17	7.09
美股高端酒店集团 均值																
万豪酒店	MAR US	53.06	16.03	721.58	25.12	26.41	27.85	4.95	5.33	5.67	28.04	24.86	21.96	17.43	16.17	15.20
希尔顿酒店	HLT US	44.68	29.70	574.47	11.15	12.06	13.13	3.38	3.66	3.99	41.79	31.45	27.11	19.81	18.33	16.80
洲际酒店	IHG US	59.59	25.73	176.52	4.89	5.19	5.50	1.19	1.29	1.39	25.23	22.39	20.08	17.15	15.81	14.69
凯悦酒店	H US	44.76	10.06	137.43	6.69	7.02	7.42	1.12	1.18	1.26	36.21	37.12	30.49	14.11	13.30	12.53

注：港股、美股截止11月5日收盘价

资料来源：Visible Alpha、华泰研究

风险提示

- 政策落地不及预期：**2024年9月以来澳门客流恢复受中国消费刺激政策带动，政策后续落地情况或影响客流及博彩收入恢复。
- 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	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
销售成本	(243.00)	(1,151)	(1,381)	(1,657)	(1,989)
毛利润	10,322	28,381	33,442	36,743	40,355
销售及分销成本	(243.00)	(1,151)	(1,381)	(1,657)	(1,989)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(16,880)	(26,515)	(27,840)	(29,232)	(30,694)
财务成本净额	(3,657)	(4,287)	(4,717)	(5,915)	(7,126)
应占联营公司利润及亏损	(7.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
税前利润	(9,982)	(3,396)	2,920	4,786	5,743
税费开支	(6.00)	(98.00)	68.08	115.64	124.64
少数股东损益	(4,874)	(1,750)	(1,838)	(2,848)	(3,988)
归母净利润	(5,113)	(1,744)	1,014	1,822	1,631
折旧和摊销	(4,586)	(4,446)	(6,224)	(8,714)	(12,199)
EBITDA	(362.00)	7,510	9,367	10,291	11,221
EPS (港币, 基本)	(3.37)	(1.15)	0.67	1.20	1.08

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	206.29	229.87	262.06	298.74	340.57
应收账款和票据	437.27	715.86	598.19	598.19	599.19
现金及现金等价物	14,318	10,765	8,748	10,036	14,334
其他流动资产	2,343	1,018	1,343	1,344	1,346
总流动资产	17,304	12,730	10,951	12,277	16,620
固定资产	47,347	44,989	47,239	49,600	52,080
无形资产	22,605	24,657	27,115	19,011	19,011
其他长期资产	9,835	7,036	8,139	9,947	12,158
总长期资产	79,788	76,682	82,493	78,558	83,249
总资产	97,092	89,411	93,444	90,835	99,869
应付账款	6,391	8,074	8,371	8,961	9,593
短期借款	1,803	1.00	1.20	1.32	1.45
其他负债	465.15	651.21	120.86	126.90	127.90
总流动负债	8,659	8,726	8,493	9,090	9,723
长期债务	70,408	63,556	61,128	57,335	65,746
其他长期债务	4,639	6,756	6,080	5,472	4,926
总长期负债	75,046	70,312	67,208	62,807	70,672
股本	5,702	5,702	5,702	5,702	5,702
储备/其他项目	(3,911)	(5,037)	(3,022)	(1,813)	(1,088)
股东权益	1,791	665.00	7,549	8,235	8,235
少数股东权益	11,595	9,708	10,194	10,703	11,238
总权益	13,386	10,373	17,743	18,939	19,474

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(1.47)	(2.19)	28.92	4.57	2.40
PB	4.19	11.52	1.01	0.93	0.93
EV EBITDA	(226.79)	10.31	8.14	6.91	6.70
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(92.89)	64.26	128.47	200.22	285.23

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	(362.00)	7,510	9,367	10,291	11,221
融资成本	3,657	4,287	4,717	5,915	7,126
营运资本变动	(989.00)	1,381	382.77	552.48	588.12
税费	(6.00)	(98.00)	68.08	115.64	124.64
其他	(4,360)	(4,572)	(4,779)	(2,011)	1,872
经营活动现金流	(2,060)	8,508	9,756	14,863	20,931
CAPEX	(4,252)	(1,868)	(1,877)	(1,690)	(1,521)
其他投资活动	139.00	347.00	416.72	500.06	601.08
投资活动现金流	(4,112)	(1,521)	(1,461)	(1,190)	(919.60)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	1,045	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	9,414	(6,532)	(9,775)	(10,117)	(10,603)
融资活动现金流	7,220	(10,561)	(11,089)	(11,644)	(12,226)
现金变动	1,049	(3,575)	(2,794)	2,030	7,786
年初现金	13,452	14,318	10,765	7,999	10,061
汇率波动影响	(184.00)	23.00	27.00	32.00	39.00
年末现金	14,318	10,765	8,748	10,036	14,334

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(32.40)	179.50	17.90	10.30	10.30
毛利润	(32.60)	174.90	17.80	9.90	9.80
营业利润	28.90	(110.50)	490.20	38.70	31.10
净利润	(35.60)	(65.90)	(158.20)	80.00	(10.00)
EPS	(35.65)	(65.89)	(158.16)	79.65	(10.50)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	97.70	96.10	96.00	95.70	95.30
EBITDA	(3.43)	25.00	27.00	27.00	27.00
净利率	(48.39)	(5.91)	2.91	4.74	3.85
ROE	(118.17)	(142.00)	24.70	23.09	19.80
ROA	(5.35)	(1.87)	1.11	1.98	1.71
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	3,232	7,939	693.89	574.36	624.32
流动比率	2.00	1.46	1.29	1.35	1.71
速动比率	1.97	1.43	1.26	1.32	1.67
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.11	0.32	0.38	0.42	0.44
应收账款周转天数	30.58	7.03	6.79	5.61	5.09
应付账款周转天数	10,209	2,262	2,143	1,883	1,679
存货周转天数	323.79	68.21	64.12	60.92	57.86
现金转换周期	(9,855)	(2,187)	(2,073)	(1,816)	(1,616)
每股指标 (港币)					
EPS	(3.37)	(1.15)	0.67	1.20	1.08
每股净资产	1.18	0.44	4.98	5.43	5.43

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，了解来自或与所述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，英国市场基准为富时100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