

2024 年三季度报点评：特别股息彰显信心，非博业务有望拉动中场竞争力进一步提升
买入（维持）

2024 年 11 月 1 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

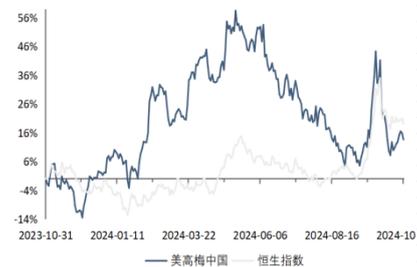
盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万港元)	24,684.21	31,381.93	33,635.45	35,193.53
同比	369%	27%	7%	5%
经调整物业 EBITDA (百万港元)	7,235.25	9,244.12	10,206.20	10,850.65
同比	-	94%	20%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	0.69	1.34	1.61	1.83
EV/经调整物业 EBITDA	8.8	6.9	6.2	5.9

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **3Q24 公司实现总博收 79.2 亿港元，恢复至 19 年同期的 113.5%。** 贵宾/中场（含角子机）分别实现博收 7.3/71.9 亿港元，恢复至 19 年同期的 29.2%/160.3%，博监局口径下分别落后行业 12.9pct/领先行业 53.1pct。公司贵宾及中场业务环比均出现下滑，3Q 贵宾/中场市占率分别环比下滑 1.1pct/1.5pct 至 5.7%/17.4%，总市占率环比下滑 1.3pct 至 14.7%。
- **3Q24 营收&利润持续恢复，利润率维持高位。** 营收端，3Q24 公司实现总收益 72.5 亿港元，恢复至 3Q19 的 125.5%，符合市场预期。其中，博彩净收益 62.4 亿港元，恢复至 3Q19 的 120.4%；非博彩净收益 10.1 亿港元，恢复至 2Q19 的 168.2%。利润端，3Q24 公司实现经调整物业 EBITDA 19.8 亿港元，恢复至 19 年同期的 128.1%，略低于市场预期的 20.4 亿港元。公司经调整物业 EBITDA 率从 3Q19 的 26.8%提升 0.8pct 至 3Q24 的 27.4%，但环比下降 3.3pct，我们判断主要系因公司发力中场与非博彩业务，薪酬与运营支出带动日均运营费用上升。展望 Q4，我们维持“公司经调整物业 EBITDA 利润率将维持在 27-30%的高位”的判断。
- **非博彩投入有望拉动中场竞争力进一步提升。** 近期公司中场业务表现强劲，黄金周客流量达到 19 年同期 120%，我们认为随着未来公司非博彩项目完工，中场客流量有望进一步提升。公司与著名导演张艺谋合作打造的《MGM 2049》驻场秀预计将于今年 12 月正式开演，全新的美高梅博物馆将于 2025 年开业。随着公司特色文娱项目发展成熟，独特的高质量娱乐体验有望拉动公司中场竞争力进一步提升。
- **管理层派发特别股息以彰显对澳门业务长期信心。** 基于公司在 2024 年上半年的强劲财务表现，公司于 8 月 30 日宣布了一项特别股息，每股 0.35 港元，旨在改善股东回报，并增强对澳门市场恢复和运营改善的信心。
- **盈利预测与投资评级：** 我们下调公司 2024-2026 年净收入预测至 313.8/336.4/351.9 亿港元，下调公司 2024-2026 年经调整物业 EBITDA 预测为 92.4/102.1/108.5 亿港元，当前股价对应 6.9/6.2/5.9 倍 EV/经调整物业 EBITDA。我们下调目标价为 16.6 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：Wind

市场数据

收盘价(港元)	10.08
一年最低/最高价	7.64/14.92
市盈率(倍)	14.5
流通 H 股市值(百万港元)	38,304

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	-0.01
资产负债率(%)	100.2
总股本(百万股)	3,800.0
流通 H 股(百万股)	3,800.0

数据来源：Wind

相关研究

《2024 年二季度报点评：利润率维持高位，持续加码升级物业》

2024-08-01

美高梅中国三大财务预测表

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	5,143	4,582	4,830	9,049	营业收入	24,684	31,382	33,635	35,194
现金	4,232	3,470	3,693	7,837	博彩净收益	21,822	27,301	29,309	30,704
应收账款	594	756	810	848	客房	1,386	1,746	1,853	1,922
存货	188	228	199	237	餐饮	1,265	1,337	1,424	1,474
其他流动资产	128	128	128	128	零售及其他	211	998	1,049	1,094
非流动资产	24,039	23,913	23,529	23,345					
物业及设备净额	20,395	20,269	19,885	19,701	博彩税	-10,809	-13,937	-14,953	-15,661
使用权资产净额	1,191	1,191	1,191	1,191	存货成本	-788	-1,123	-1,191	-1,236
已抵押银行存款	680	680	680	680	职工薪酬	-3,958	-3,817	-4,088	-4,315
其他非流动资产	1,773	1,773	1,773	1,773	其他经营支出	-2,696	-4,062	-3,999	-3,933
资产总计	29,181	28,495	28,359	32,394	营业利润	4,547	6,367	7,217	7,812
流动负债	10,330	9,508	11,640	11,776	利息收入	83	39	40	52
应付账款	4,295	5,423	5,605	5,741	利息支出	-1914	-1298	-1122	-898
短期借款	5,850	3,900	5,850	5,850	汇兑损益	-32	0	0	0
其他流动负债	185	185	185	185	利润总额	2,685	5,108	6,136	6,966
非流动负债	20,178	16,530	10,680	10,680	减: 所得税费用	-47	0	0	0
长期借款	18,248	14,600	8,750	8,750	归母净利润	2,638	5,108	6,136	6,966
其他非流动负债	1,930	1,930	1,930	1,930					
负债合计	30,509	26,038	22,320	22,456	每股收益-摊薄(港元)	0.69	1.34	1.61	1.83
归属母公司股东权益	-1,327	2,458	6,039	9,938	经调整物业 EBITDA	7,235	9,244	10,206	10,851
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	-1,327	2,458	6,039	9,938	收入增长率(%)	369%	27%	7%	5%
负债和股东权益总计	29,181	28,495	28,359	32,394	归母净利润增长率(%)	-	94%	20%	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	8,268	9,408	9,602	10,162	每股净资产(港元)	-0.35	0.64	1.58	2.61
					最新发行在外股份(百万股)	3,813	3,813	3,813	3,813
投资活动现金流	-125	-1,950	-1,803	-2,052	ROE-摊薄(%)	-	903.8	144.4	87.2
筹资活动现金流	-10,616	-8,220	-7,576	-3,966	经调整物业 EBITDA 率(%)	29.3	29.5	30.3	30.8
					资产负债率(%)	104.5	65.6	52.2	45.7
现金净增加额	-2,473	-762	222	4,144	EV/经调整物业 EBITDA	8.8	6.9	6.2	5.9
折旧和摊销	1,886	2,076	2,187	2,237					
资本开支	-355	-1,950	-1,803	-2,052					

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。

研究分析員或其聯繫人並未從事其研究／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。

研究分析員或其聯繫人並未擔任其研究／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，閣下應徵求獨立法律、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

免責及評級說明部分

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/或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/>

