

# 市占率爬坡，业务 GGR 环比增长

华泰研究

2024 年 11 月 13 日 | 中国香港

季报点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

4.70

研究员

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

易楚妍

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

澳博控股于 11 月 12 日盘后发布 24Q3 财报,我们看好上葡京市占率继续爬坡,维持买入: 1) VIP、中场、老虎机 GGR 环比上涨,而并未像金沙、美高梅等展现出博彩恢复或见顶的风险; 2) EBITDA 利润率自 23Q1 转正以来环比上升,盈利能力改善; 3) 今年以来 GGR 份额持续增长, 24Q3 至 13.9%, 上葡京 GGR 份额也增至 2.6%; 4) 但 VIP、中场恢复不及行业。

## 24Q3 GGR 市占率继续提升, 但中场和 VIP 恢复不及行业

24Q3 澳博控股博彩毛收入 75.0 亿港元, 恢复至 19Q3 的 79% (对比行业 79%), GGR 市占率 (公司口径) 从 24Q1 的 12.4% 升至 Q3 的 13.9%。其中, VIP 为 7.8 亿港元, 恢复至 19Q3 的 27% (对比行业 42%), 同比+132%, 环比+46%; 中场为 61.0 亿港元, 恢复至 19Q3 的 97% (对比行业 110%), 同比+25%, 环比+6%; 老虎机为 6.2 亿港元, 恢复至 19Q3 的 208% (对比行业 82%), 同比+24%, 环比+5%。与此前金沙、美高梅和永利 Q3 GGR 环比下跌展现出博彩行业或见顶的趋势不同, 澳博 GGR 仍保持环比增长。

## 24Q3 EBITDA margin 环比改善, 上葡京市占率爬坡持续发力

24Q3 澳博控股净收入 75.0 亿港元, 同比+28%, 环比+9%。经调整 EBITDA 10.4 亿港元, 同比+83%, 环比+19%, 恢复至 19Q3 的 109%。EBITDA Margin 为 13.8%, 对比 24Q2/23Q3/19Q3 为 12.6/9.6/9.8%, 环比持续上涨。按物业, 24Q3 上葡京/新葡京的 GGR 市占率为 2.6%/3.6%, 环比+0.5/+0.3pcts。上葡京 GGR 14.2 亿港元, EBITDA 利润率 11.6%, 环比+0.1pcts, 24Q3 入住率 98.9%, 相较 24H1 +4.1pcts, 爬坡成效明显。新葡京 GGR 为 19.4 亿港元, EBITDA 利润率 28.0%, 高于 19Q3/24Q2 的 18.7%/27.9%。卫星娱乐场 GGR 为 27.5 亿港元, EBITDA 利润率 1.3%, 不及 19 年同期。公司表示未来上葡京将推出新餐饮选择及会议展览设施, 新葡京则会增加 10% 的酒店客房。此外, 公司举办亚洲武术锦标赛, 扩大了品牌影响力。中秋期间澳博连续第三年举办花灯艺术展, 获澳门文化局及旅游局支持。

## 重申买入, 目标价 4.7 港元, 对应 25 年 EV/EBITDA 为 10x

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。澳博疫情前 16-19 年平均 EV/EBITDA 为 8.9x, 低于同期行业平均, 主要系物业较少份额下跌。如今上葡京跟原有物业可强势互补, 且爬坡已看见明显成效, 24Q3 上葡京 GGR 市占率和入住率环比均增长。公司经调整 EBITDA 利润率同环比均见提升。故我们给予公司高于疫情前估值。我们认为公司通过上葡京的高端餐饮等优势和新管理层的带领, 或能抢回市场份额。维持 24/25/26 经调整 EBITDA 预测为 37.6/47.6/50.4 亿港元, 重申“买入”, 维持目标价 4.7 港元, 对应 25 年 EV/EBITDA 10x。

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

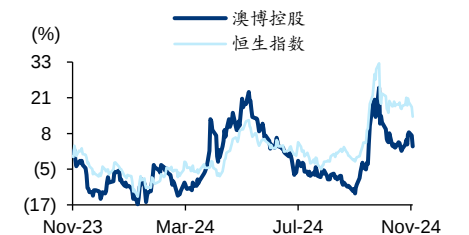
| 会计年度            | 2022    | 2023    | 2024E    | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|---------|---------|----------|--------|--------|
| 营业收入 (港币百万)     | 6,679   | 21,623  | 28,883   | 33,551 | 34,741 |
| +/-%            | (33.72) | 223.77  | 33.58    | 16.16  | 3.55   |
| 归属母公司净利润 (港币百万) | (7,799) | (2,010) | 520.03   | 1,306  | 2,109  |
| +/-%            | 88.18   | (74.23) | (125.87) | 151.22 | 61.43  |
| EPS (港币, 最新摊薄)  | (1.10)  | (0.28)  | 0.07     | 0.18   | 0.30   |
| ROE (%)         | (42.92) | (13.43) | 3.66     | 8.65   | 12.55  |
| PE (倍)          | (2.47)  | (9.58)  | 37.01    | 14.73  | 18.25  |
| PB (倍)          | 1.20    | 1.38    | 1.33     | 1.22   | 2.15   |
| EV/EBITDA (倍)   | (14.63) | 27.37   | 10.48    | 7.10   | 6.56   |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| 目标价 (港币)              | 4.70      |
| 收盘价 (港币 截至 11 月 12 日) | 2.71      |
| 市值 (港币百万)             | 19,246    |
| 6 个月平均日成交额 (港币百万)     | 27.52     |
| 52 周价格范围 (港币)         | 2.15-3.29 |
| BVPS (港币)             | 1.94      |

## 股价走势图



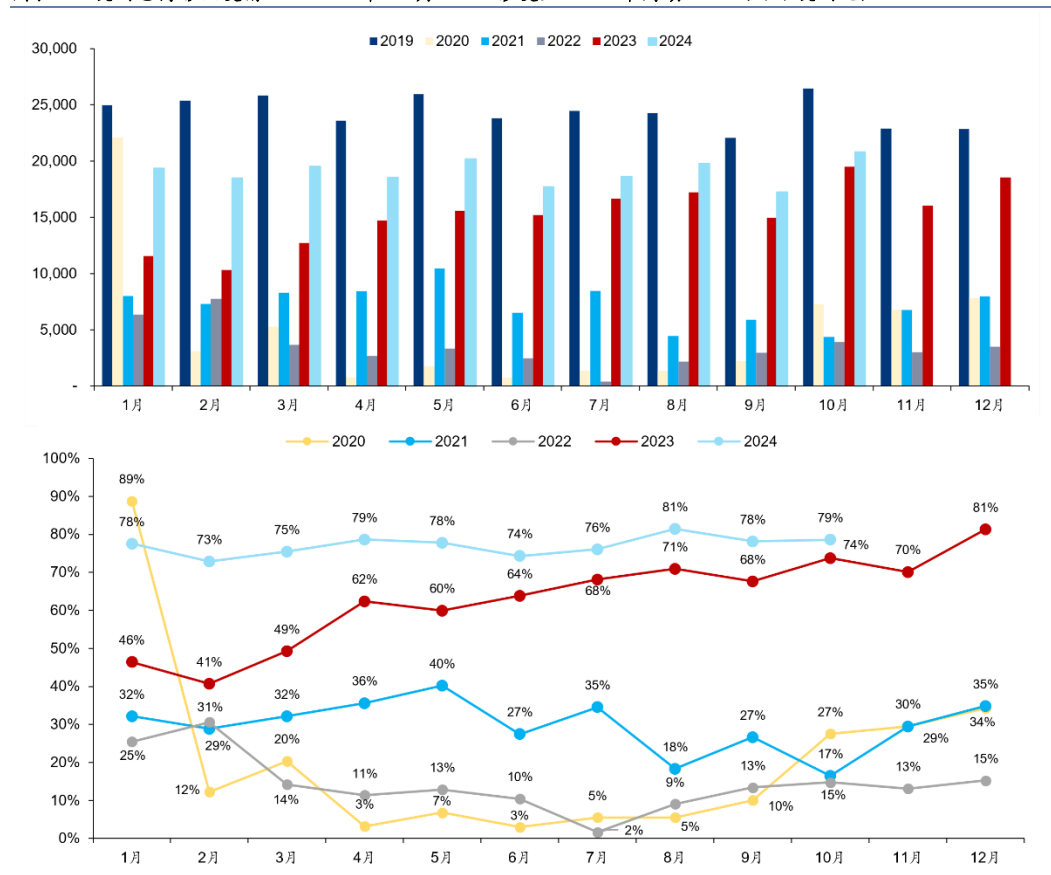
资料来源: S&amp;P

## 24Q3 市占率爬坡，业务 GGR 环比增长

我们维持澳博控股买入评级，给予 25 年 EV/EBITDA 10.0x，目标价为 4.7 港元。主要系澳博疫情前 16-19 年平均 EV/EBITDA 为 8.9x，同期行业平均 EV/EBITDA 为 13-14x，但当时公司只有澳门半岛的老物业和零散的卫星娱乐场，份额下跌故估值偏低。如今新物业上葡京跟原有物业可强势互补，且在疫情期间开业尚未有效爬坡，目前爬坡已看见明显成效，24Q3 上葡京 GGR 市占率和入住率环比均明显增长。公司经调整 EBITDA 利润率 13.8% 同环比均见提升。故我们给予公司高于疫情前的估值。我们认为公司通过上葡京的高端餐饮娱乐等优势和新管理层的带领，大概率能有效抢回市场份额。

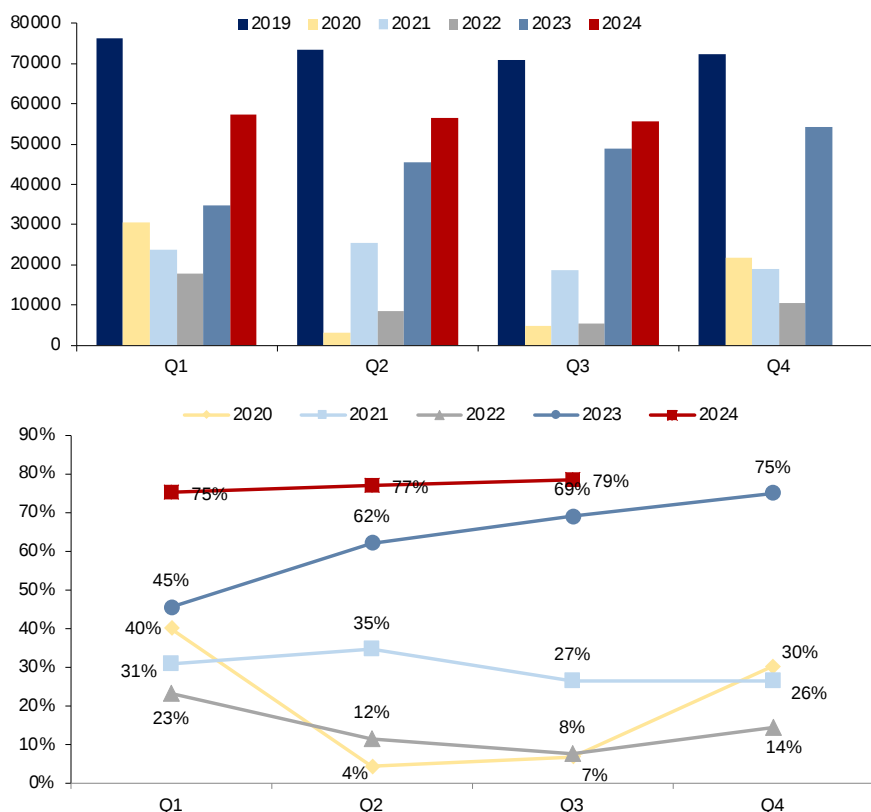
我们预测澳博控股 24/25/26 年博彩毛收入为 287.06/332.45/343.00 亿港元，恢复至 19 年的 72%/83%/86%。其中，VIP 业务恢复至 19 年的 18%/20%/20%，中场业务恢复至 19 年的 95%/110%/114%，老虎机业务恢复至 19 年的 200%/240%/252%。我们预测 24/25/26 年经调整 EBITDA 为 37.55/47.64/50.37 亿港元，EBITDA margin 分别为 13.0%/14.2%/14.5%。

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）



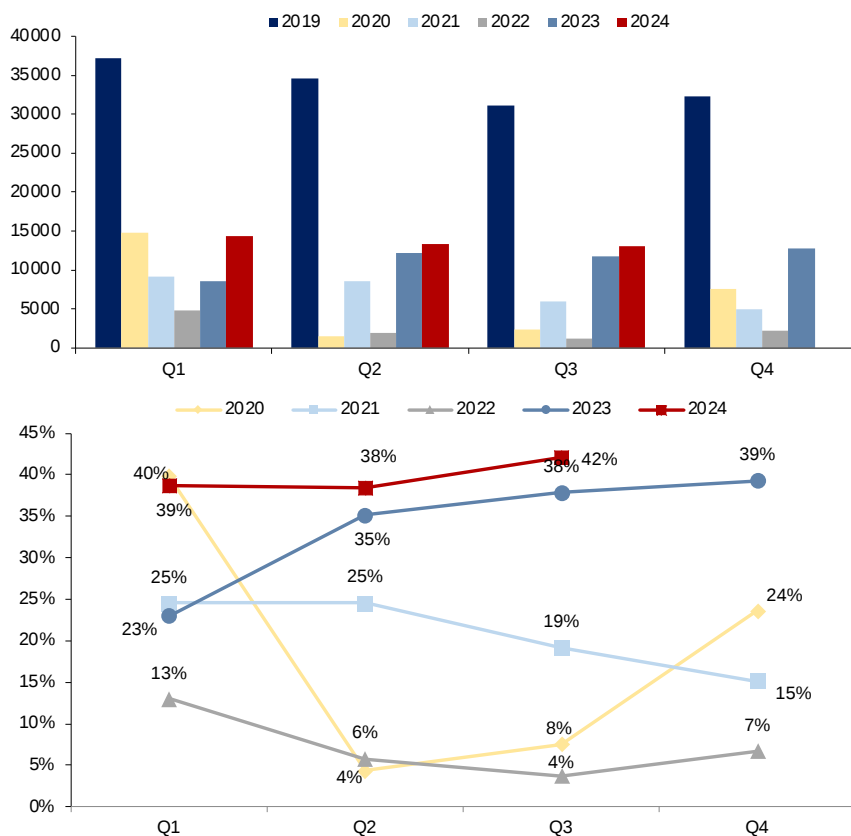
资料来源：DICJ，华泰研究

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）



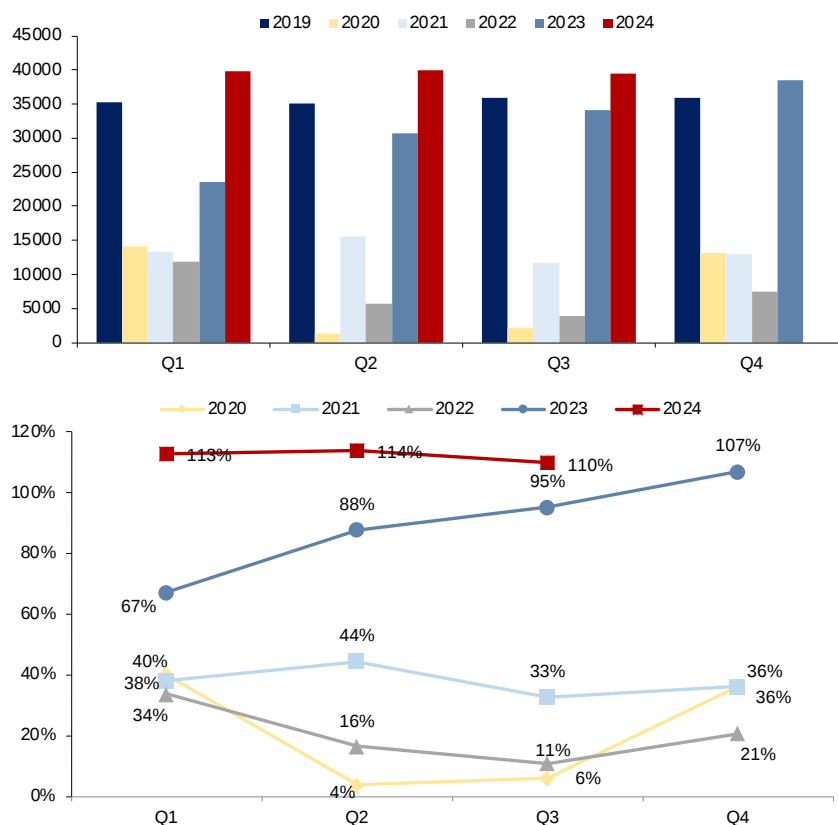
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



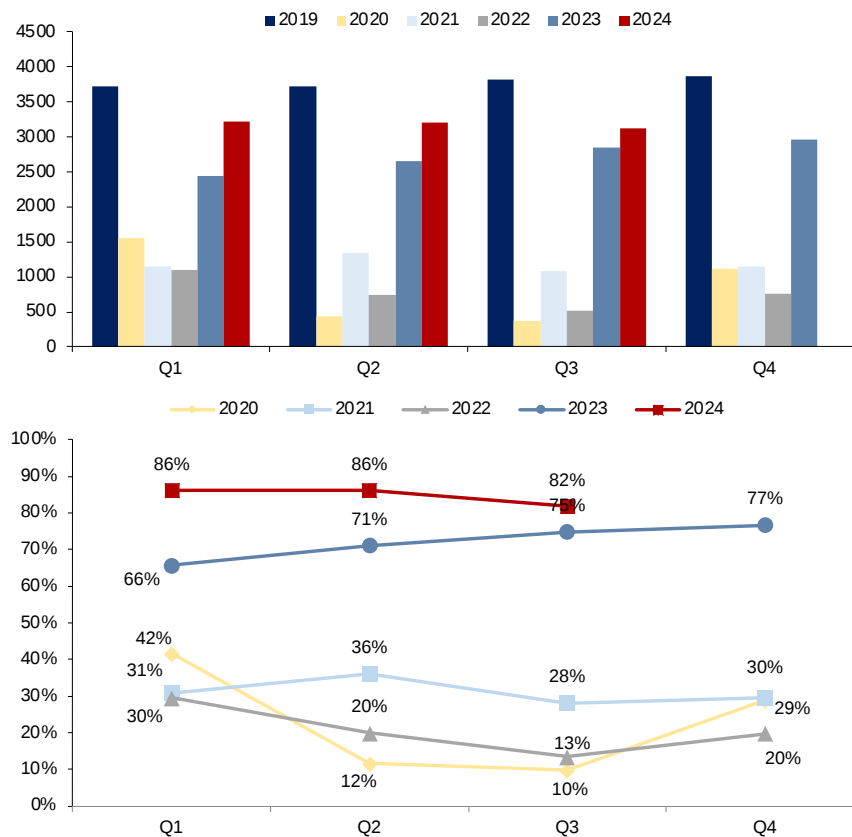
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



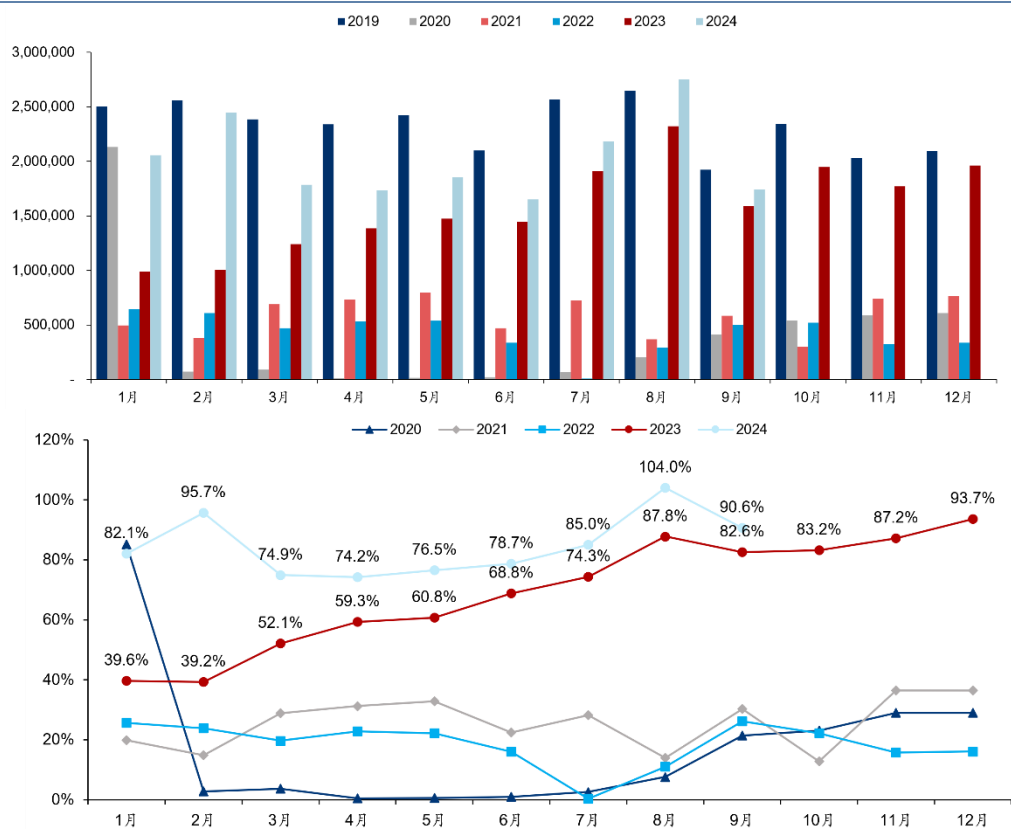
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



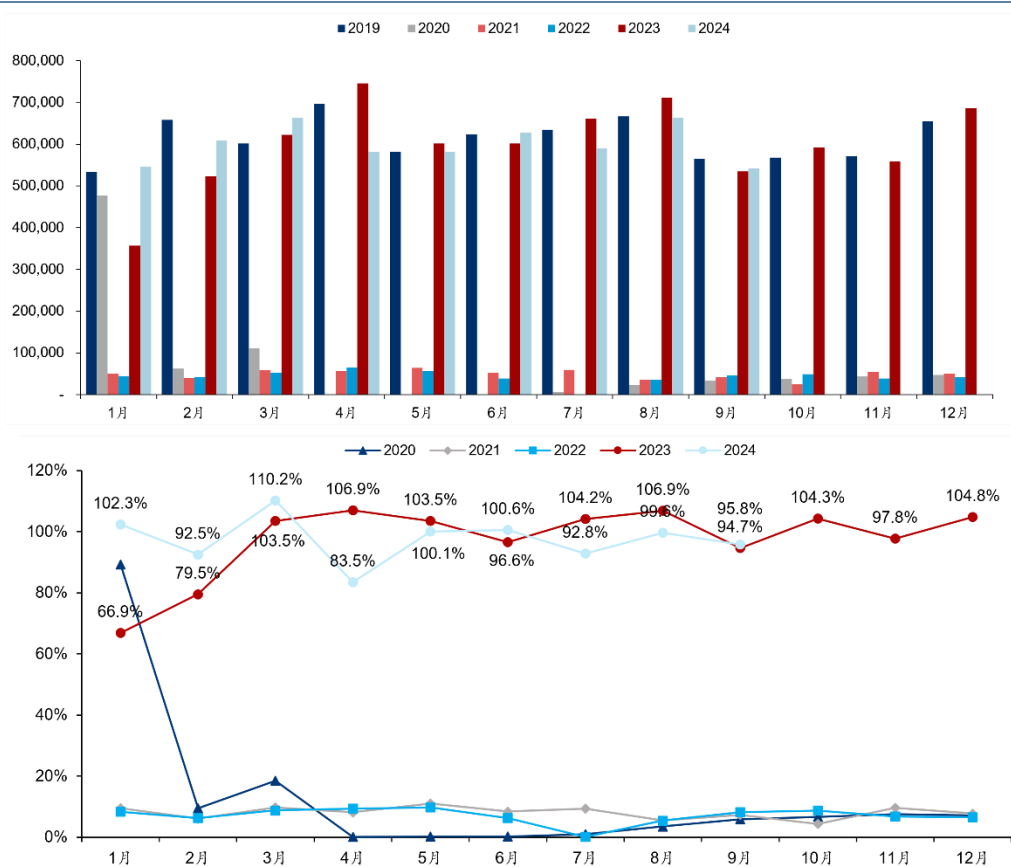
资料来源：DICJ、华泰研究

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



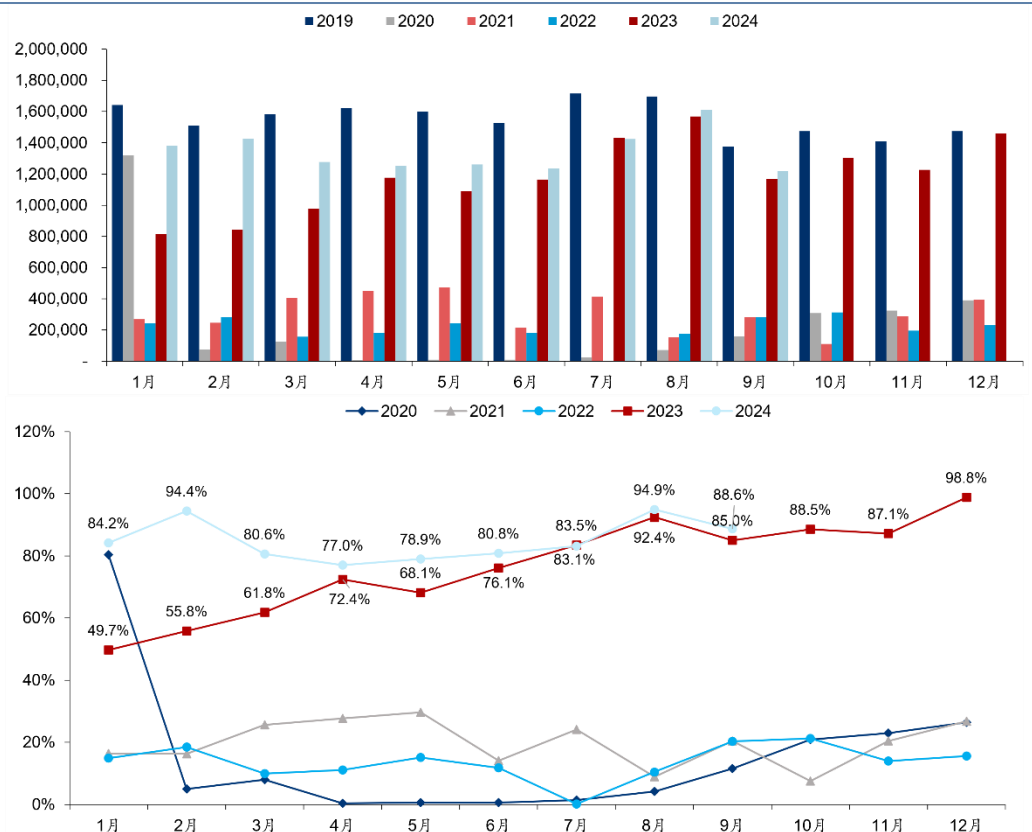
资料来源：澳门统计局，华泰研究

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%  | 908%  | 411%  | 59%  | 35%  | 16%  |  |
| 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%  | 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%  | 1352% | 514%  | 64%  | 49%  | 35%  |  |
| 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%   | 132% |  |
| 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% | 22%  | 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%  | 888%  | 400%  | 57%  | 32%  | 13%  |  |
| 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%  | 25%  |  |

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%  | 74%  | 11%  | 13%  | 13%  | 14%  | 18%  | 19%  | 18%  | 72%  | 92%  | 108% | 113% | 112% | 122% | 122% | 60%  | 79%  | 84%  | 84%  | 107% | 117% | 113% |
| 澳博控股       | 37%  | 53%  | 60%  | 63%  | 66%  | 69%  | 79%  | 5%   | 15%  | 12%  | 15%  | 16%  | 15%  | 27%  | 55%  | 68%  | 78%  | 83%  | 92%  | 93%  | 97%  | 87%  | 187% | 167% | 156% | 184% | 207% | 208% |

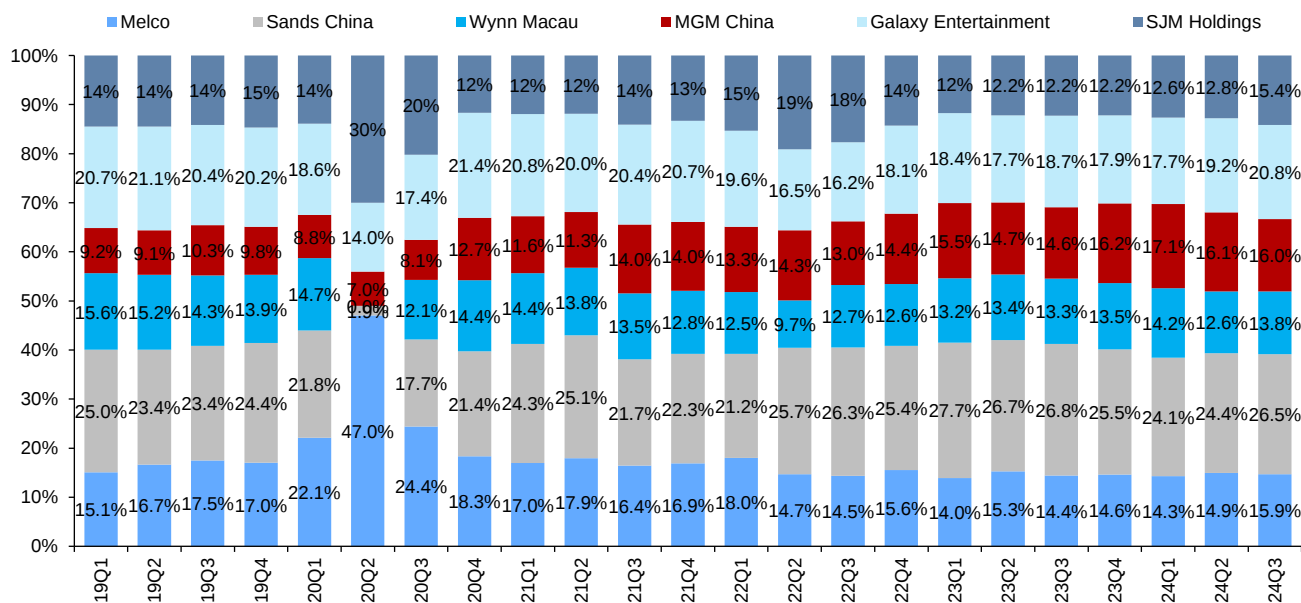
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

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%  | 2%   | 1270%      | 30%   | 12%  | 1%   | 1%   | 4%   | -7%  | 51%            | 60%  | 72%  | 72%  | 76%  | 76%  | 74%  |
| 澳博控股  | 107%       | 161% | 158% | 174%  | 2687% | 102% | 83%  | 103%       | 1287% | 32%  | 24%  | 23%  | 1%   | 19%  | 3%             | 43%  | 60%  | 59%  | 83%  | 87%  | 109% |

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表12：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表13：2024 澳博花灯艺术展



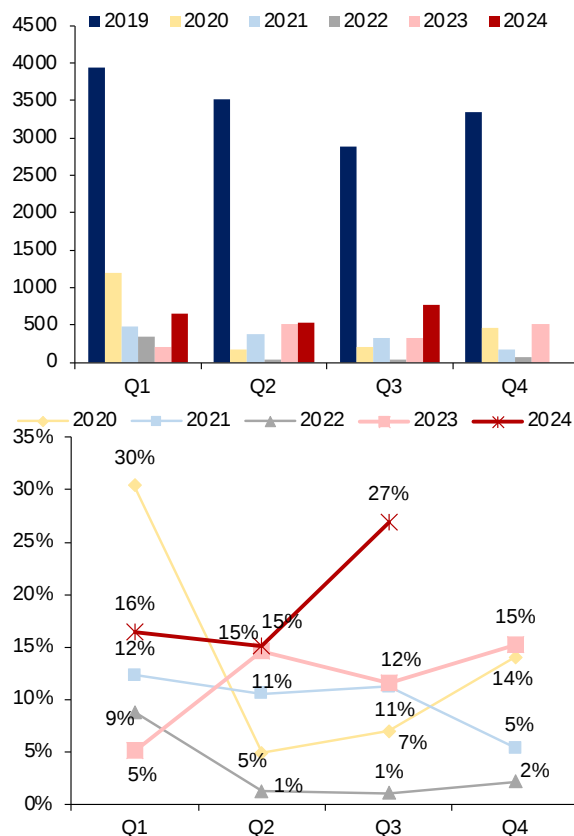
资料来源：澳博控股官网、华泰研究

图表14：2024 澳娱综合第十届亚洲武术锦标赛



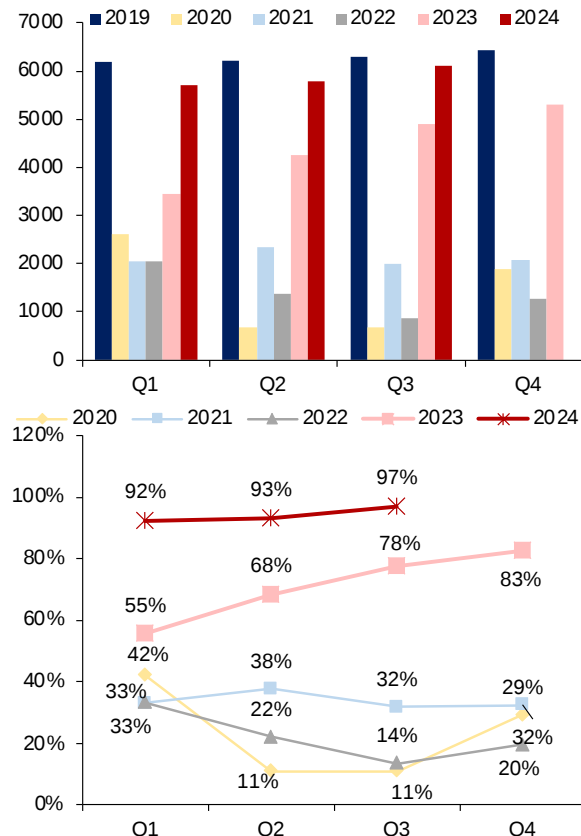
资料来源：澳博控股官网、华泰研究

图表15: 澳博VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



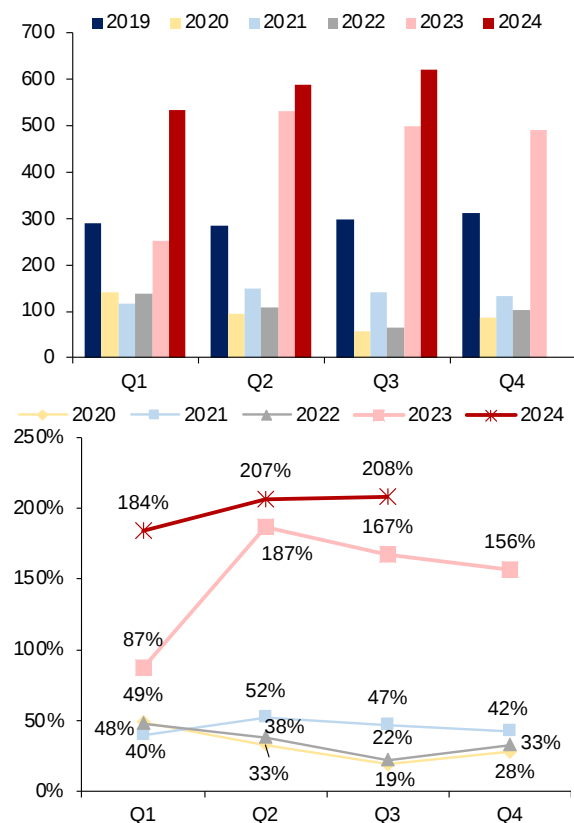
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表16: 澳博中场业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



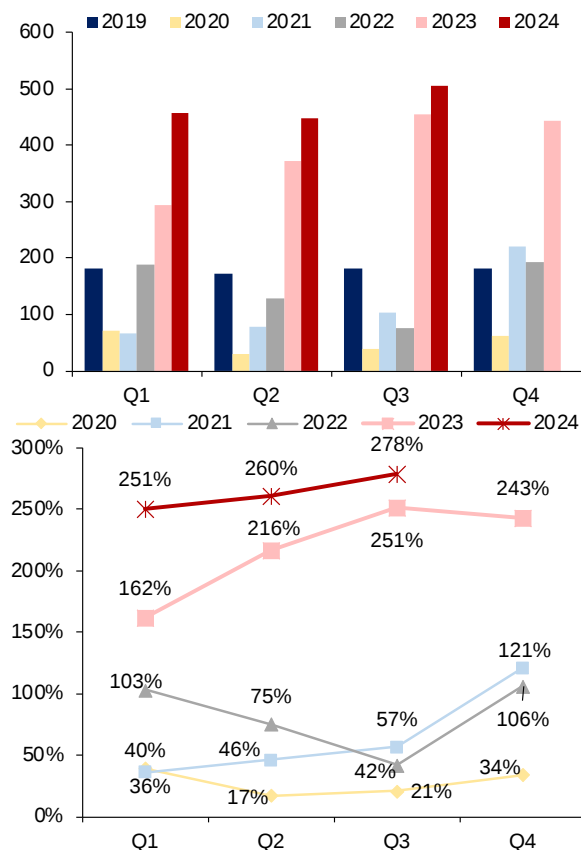
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表17: 澳博老虎机业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



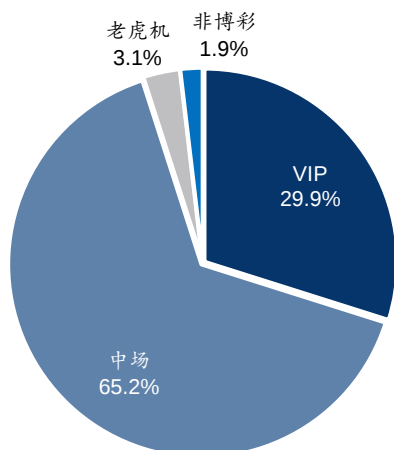
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表18: 澳博非博彩业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



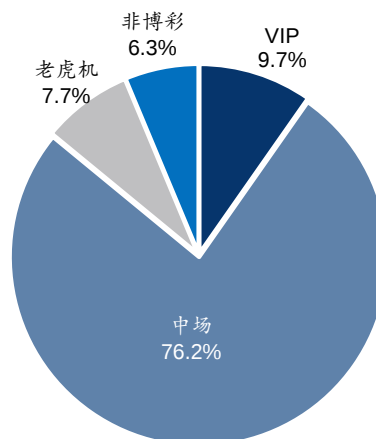
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表19: 19Q3 澳博控股各业务收入占比



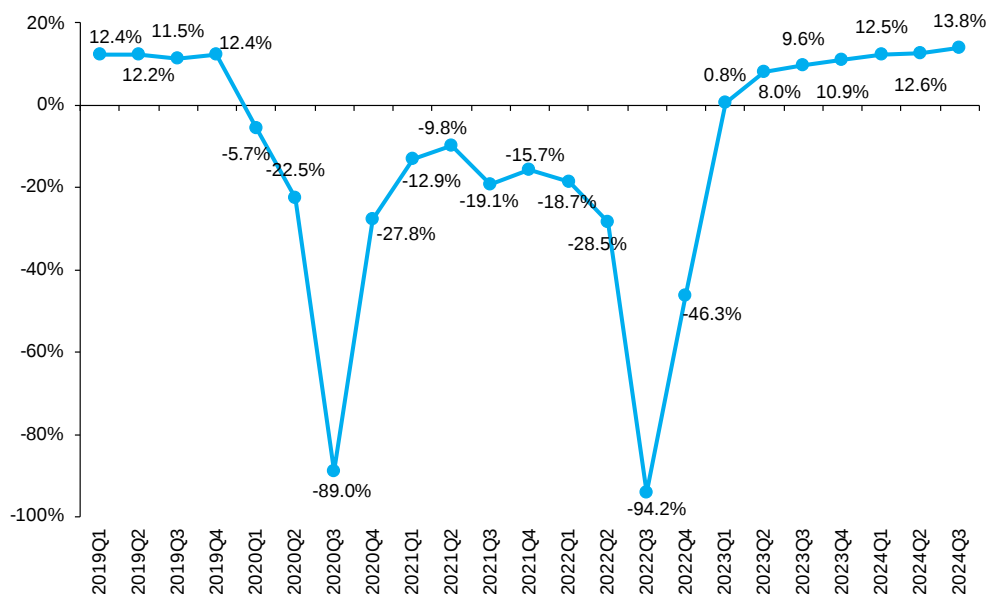
资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表20: 24Q3 澳博控股各业务收入占比



资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表21: 澳博 EBITDA Margin



资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表22: 澳博博彩收入预测 (分结构, 百万港元)

|                         | 2018A  | 2019A   | 2020A   | 2021A   | 2022A                | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|----------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业净收入                   | 34,410 | 33,875  | 7,507   | 10,076  | 6,679                | 21,623  | 28,883 | 33,551 | 34,741 |
| yoy                     | 9.00%  | -1.56%  | -77.84% | 34.23%  | -33.72%              | 223.77% | 33.58% | 16.16% | 3.55%  |
| 博彩毛收入                   | 43,900 | 40,000  | 8,275   | 10,368  | 6,455                | 21,205  | 28,706 | 33,245 | 34,300 |
| yoy                     | 6.32%  | -8.88%  | -79.31% | 25.29%  | -37.74%              | 228.50% | 35.37% | 15.82% | 3.17%  |
| VIP毛收入                  | 19,664 | 13,688  | 2,037   | 1,359   | 486                  | 1,557   | 2,464  | 2,710  | 2,792  |
| yoy                     | -1.07% | -30.39% | -85.12% | -33.28% | -64.24%              | 220.31% | 58.27% | 10.00% | 3.00%  |
| 中场毛收入                   | 23,080 | 25,126  | 5,859   | 8,472   | 5,553                | 17,874  | 23,870 | 27,689 | 28,520 |
| yoy                     | 13.21% | 8.86%   | -76.68% | 44.60%  | -34.45%              | 221.89% | 33.54% | 16.00% | 3.00%  |
| 老虎机毛收入                  | 1,156  | 1,186   | 379     | 537     | 416                  | 1,773   | 2,372  | 2,846  | 2,989  |
| yoy                     | 12.56% | 2.60%   | -68.04% | 41.69%  | -22.53%              | 326.30% | 33.75% | 20.00% | 5.00%  |
| EBITDA                  | 3,724  | 4,213   | (2,089) | (1,581) | (3,095)              | 1,727   | 3,755  | 4,764  | 5,037  |
| EBITDA margin           | 10.82% | 12.44%  | -27.83% | -15.69% | -46.34%              | 7.99%   | 13.00% | 14.20% | 14.50% |
| 2023A EBITDA恢复至2019年百分比 |        | 41%     |         |         | 2023A GGR恢复至2019年百分比 |         | 53%    |        |        |
| 2024E EBITDA恢复至2019年百分比 |        | 89%     |         |         | 2024E GGR恢复至2019年百分比 |         | 72%    |        |        |
| 2025E EBITDA恢复至2019年百分比 |        | 113%    |         |         | 2025E GGR恢复至2019年百分比 |         | 83%    |        |        |
| 2026E EBITDA恢复至2019年百分比 |        | 120%    |         |         | 2026E GGR恢复至2019年百分比 |         | 86%    |        |        |

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表23：澳博控股目标价测算

|                     |        |
|---------------------|--------|
|                     | 2025E  |
| 2025E EBITDA (百万港元) | 4,764  |
| 2025E EV/EBITDA (倍) | 10.0   |
| 企业价值 (百万港元)         | 47,642 |
| 现金 (百万港元)           | 21,747 |
| 长短期债务 (百万港元)        | 35,467 |
| 少数股东权益              | 376    |
| 股本价值 (百万港元)         | 33,546 |
| 总股数 (百万)            | 7,102  |
| 目标价                 | 4.7    |

资料来源：Wind、华泰研究预测

图表24：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<br>涨跌幅% | 总市值<br>(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   |         |           |              |              |           |       |       |               |       |       | 26.46 | 13.00 | 10.92 | 9.73      | 8.69  | 8.07  |
| 银河娱乐        | 27 HK   | -14.88    | -18.90       | 194.90       | 5.61      | 6.10  | 6.50  | 1.58          | 1.79  | 1.92  | 16.97 | 14.77 | 13.68 | 11.78     | 10.38 | 9.69  |
| 金沙中国        | 1928 HK | -11.78    | -13.96       | 204.64       | 7.14      | 7.92  | 8.47  | 2.33          | 2.74  | 2.99  | 22.58 | 16.14 | 13.56 | 11.90     | 10.11 | 9.29  |
| 永利澳门        | 1128 HK | -26.09    | -9.19        | 38.48        | 3.70      | 3.83  | 4.02  | 1.04          | 1.08  | 1.14  | 11.56 | 10.21 | 8.67  | 8.73      | 8.40  | 7.93  |
| 澳博控股        | 880 HK  | -45.35    | 9.72         | 24.75        | 3.67      | 3.98  | 4.15  | 0.49          | 0.61  | 0.69  | 73.34 | 16.01 | 10.94 | 11.92     | 9.53  | 8.51  |
| 美高梅中国       | 2282 HK | 15.23     | 3.29         | 47.17        | 3.92      | 3.94  | 4.10  | 1.16          | 1.17  | 1.21  | 7.85  | 7.89  | 7.76  | 6.26      | 6.26  | 6.01  |
| 新濠国际        | 200 HK  | -35.34    | -8.41        | 9.77         | 4.53      | 4.89  | 5.27  | 1.18          | 1.24  | 1.32  |       |       |       | 7.81      | 7.45  | 7.03  |
| 美国上市公司 均值   |         |           |              |              |           |       |       |               |       |       | 20.25 | 18.95 | 13.99 | 10.92     | 9.50  | 8.95  |
| 金沙集团        | LVS US  | 3.15      | 4.72         | 367.15       | 11.30     | 12.27 | 12.72 | 4.10          | 4.65  | 4.90  | 22.11 | 18.64 | 16.48 | 11.39     | 10.06 | 9.53  |
| 美高梅国际       | MGM US  | 33.25     | -17.82       | 109.02       | 17.21     | 17.30 | 17.61 | 2.44          | 2.54  | 2.77  | 14.65 | 14.44 | 11.60 | 16.37     | 15.73 | 14.40 |
| 永利度假        | WYNN US | 11.34     | -4.30        | 95.99        | 7.07      | 7.17  | 7.30  | 2.00          | 2.06  | 2.06  | 17.17 | 17.01 | 15.17 | 8.42      | 8.15  | 8.16  |
| 新濠博亚        | MLCO US | -22.87    | -23.90       | 28.33        | 4.59      | 4.88  | 5.12  | 1.16          | 1.26  | 1.35  | 34.86 | 18.56 | 11.65 | 8.28      | 7.63  | 7.12  |
| 凯撒娱乐        | CZR US  | 12.69     | -14.21       | 85.46        | 11.35     | 11.82 | 12.09 | 3.58          | 4.01  | 4.09  |       | 26.41 | 20.28 | 9.29      | 8.28  | 8.12  |
| 佩恩国民博彩      | PENN US | -12.39    | -21.37       | 31.23        | 6.60      | 6.98  | 7.31  | 0.62          | 1.03  | 1.20  |       | 26.50 | 12.62 | 15.24     | 9.15  | 7.88  |
| 博伊德赌场       | BYD US  | 15.99     | 19.45        | 65.53        | 3.88      | 3.93  | 4.00  | 1.26          | 1.24  | 1.25  | 12.45 | 11.08 | 10.12 | 7.43      | 7.54  | 7.46  |
| 美股高端酒店集团 均值 |         |           |              |              |           |       |       |               |       |       | 35.59 | 31.43 | 27.02 | 18.37     | 17.04 | 15.86 |
| 万豪酒店        | MAR US  | 53.06     | 27.76        | 794.53       | 25.11     | 26.47 | 27.98 | 4.95          | 5.34  | 5.69  | 30.86 | 27.14 | 23.96 | 18.91     | 17.50 | 16.44 |
| 希尔顿酒店       | HLT US  | 44.68     | 37.79        | 610.33       | 11.15     | 12.06 | 13.13 | 3.38          | 3.66  | 3.99  | 44.40 | 33.41 | 28.80 | 20.87     | 19.31 | 17.70 |
| 洲际酒店        | IHG US  | 59.59     | 36.26        | 192.24       | 4.89      | 5.19  | 5.50  | 1.19          | 1.29  | 1.39  | 27.41 | 24.20 | 21.62 | 18.36     | 16.91 | 15.68 |
| 凯悦酒店        | H US    | 44.76     | 21.08        | 151.18       | 6.69      | 7.02  | 7.42  | 1.12          | 1.18  | 1.26  | 39.71 | 40.95 | 33.69 | 15.34     | 14.46 | 13.62 |

注：港股截止 11 月 12 日收盘价，美股截止 11 月 11 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 2024-2026 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         | 6,679          | 21,623         | 28,883        | 33,551        | 34,741        |
| 销售成本         | (3,083)        | (9,119)        | (13,469)      | (16,123)      | (16,606)      |
| <b>毛利润</b>   | <b>3,596</b>   | <b>12,505</b>  | <b>15,414</b> | <b>17,428</b> | <b>18,135</b> |
| 销售及分销成本      | (462.50)       | (3,825)        | (4,058)       | (4,951)       | (5,100)       |
| 管理费用         | (8,477)        | (8,838)        | (8,900)       | (9,167)       | (9,442)       |
| 其他收入/支出      | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 财务成本净额       | (1,123)        | (1,930)        | (1,827)       | (1,862)       | (1,306)       |
| 应占联营公司利润及亏损  | 0.40           | (1.30)         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>税前利润</b>  | <b>(7,788)</b> | <b>(1,839)</b> | <b>528.30</b> | <b>1,327</b>  | <b>2,143</b>  |
| 税费开支         | (61.10)        | (36.10)        | (4.92)        | (12.37)       | (19.97)       |
| 少数股东损益       | (50.20)        | 134.80         | 3.35          | 8.41          | 13.58         |
| <b>归母净利润</b> | <b>(7,799)</b> | <b>(2,010)</b> | <b>520.03</b> | <b>1,306</b>  | <b>2,109</b>  |
| 折旧和摊销        | (1,895)        | (1,840)        | (1,386)       | (1,421)       | (1,642)       |
| EBITDA       | (3,095)        | 1,727          | 3,755         | 4,764         | 5,037         |
| EPS (港币, 基本) | (1.10)         | (0.28)         | 0.07          | 0.18          | 0.30          |

### 资产负债表

| 会计年度 (港币百万)  | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货           | 146.70        | 147.90        | 155.30        | 163.06        | 163.06        |
| 应收账款和票据      | 694.70        | 707.50        | 580.88        | 486.29        | 417.82        |
| 现金及现金等价物     | 6,856         | 3,542         | 13,416        | 21,747        | 23,587        |
| 其他流动资产       | 183.10        | 38.70         | 37.70         | 37.70         | 38.70         |
| <b>总流动资产</b> | <b>7,880</b>  | <b>4,436</b>  | <b>14,190</b> | <b>22,435</b> | <b>24,206</b> |
| 固定资产         | 40,050        | 38,354        | 38,395        | 38,686        | 38,756        |
| 无形资产         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他长期资产       | 4,718         | 6,953         | 3,805         | 3,155         | 2,811         |
| <b>总长期资产</b> | <b>44,768</b> | <b>45,307</b> | <b>42,199</b> | <b>41,841</b> | <b>41,567</b> |
| <b>总资产</b>   | <b>52,648</b> | <b>49,741</b> | <b>56,389</b> | <b>64,275</b> | <b>65,774</b> |
| 应付账款         | 3,755         | 4,236         | 8,436         | 12,216        | 10,536        |
| 短期借款         | 737.70        | 1,002         | 905.96        | 819.25        | 819.25        |
| 其他负债         | 46.40         | 37.50         | 38.25         | 37.49         | 37.49         |
| <b>总流动负债</b> | <b>4,539</b>  | <b>5,276</b>  | <b>9,380</b>  | <b>13,073</b> | <b>11,393</b> |
| 长期债务         | 31,070        | 27,179        | 27,723        | 28,552        | 28,964        |
| 其他长期债务       | 1,025         | 3,200         | 4,477         | 6,522         | 7,161         |
| <b>总长期负债</b> | <b>32,095</b> | <b>30,379</b> | <b>32,200</b> | <b>35,074</b> | <b>36,125</b> |
| 股本           | 14,415        | 14,415        | 14,415        | 14,415        | 14,415        |
| 储备/其他项目      | 1,569         | (628.10)      | (340.71)      | 961.65        | 3,061         |
| 股东权益         | 15,999        | 13,937        | 14,442        | 15,753        | 17,866        |
| 少数股东权益       | 14.80         | 149.60        | 367.66        | 376.06        | 389.64        |
| <b>总权益</b>   | <b>16,013</b> | <b>14,086</b> | <b>14,810</b> | <b>16,129</b> | <b>18,256</b> |

### 估值指标

| 会计年度 (倍)     | 2022    | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| PE           | (2.47)  | (9.58) | 37.01 | 14.73 | 18.25 |
| PB           | 1.20    | 1.38   | 1.33  | 1.22  | 2.15  |
| EV EBITDA    | (14.63) | 27.37  | 10.48 | 7.10  | 6.56  |
| 股息率 (%)      | 0.00    | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 自由现金流收益率 (%) | (49.93) | 11.47  | 41.03 | 45.65 | 12.33 |

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         | (3,095)        | 1,727           | 3,755          | 4,764          | 5,037           |
| 融资成本           | 1,123          | 1,930           | 1,827          | 1,862          | 1,306           |
| 营运资本变动         | (2,070)        | 2,779           | 5,604          | 5,917          | (973.06)        |
| 税费             | (61.10)        | (36.10)         | (4.92)         | (12.37)        | (19.97)         |
| 其他             | (113.70)       | (2,604)         | 1,594          | (1,329)        | (909.15)        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(4,217)</b> | <b>3,795</b>    | <b>12,774</b>  | <b>11,202</b>  | <b>4,441</b>    |
| CAPEX          | (2,717)        | (2,503)         | (1,427)        | (1,712)        | (1,713)         |
| 其他投资活动         | 700.20         | 1,229           | (87.88)        | (32.70)        | 4.32            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,017)</b> | <b>(1,275)</b>  | <b>(1,515)</b> | <b>(1,745)</b> | <b>(1,709)</b>  |
| 债务增加量          | (13,940)       | (3,859)         | 441.45         | 736.57         | 411.96          |
| 权益增加量          | 2,984          | 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      | 9,317          | 3,044           | (1,827)        | (1,862)        | (1,306)         |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(1,640)</b> | <b>(814.90)</b> | <b>(1,385)</b> | <b>(1,126)</b> | <b>(894.15)</b> |
| 现金变动           | (7,873)        | 1,706           | 9,875          | 8,331          | 1,838           |
| 年初现金           | 3,201          | 6,856           | 3,542          | 13,416         | 21,747          |
| 汇率波动影响         | 0.00           | 1.00            | 0.00           | 0.00           | 1.00            |
| <b>年末现金</b>    | <b>6,856</b>   | <b>3,542</b>    | <b>13,416</b>  | <b>21,747</b>  | <b>23,587</b>   |

### 业绩指标

| 会计年度 (倍)          | 2022     | 2023    | 2024E    | 2025E  | 2026E |
|-------------------|----------|---------|----------|--------|-------|
| <b>增长率 (%)</b>    |          |         |          |        |       |
| 营业收入              | (33.72)  | 223.77  | 33.58    | 16.16  | 3.55  |
| 毛利润               | (35.24)  | 247.74  | 23.26    | 13.07  | 4.06  |
| 营业利润              | 34.55    | (97.04) | (1,650)  | 34.81  | 8.56  |
| 净利润               | 88.18    | (74.23) | (125.87) | 151.22 | 61.43 |
| EPS               | 50.55    | (74.23) | (125.87) | 151.22 | 61.43 |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |          |         |          |        |       |
| 毛利率               | 53.84    | 57.83   | 53.37    | 51.95  | 52.20 |
| EBITDA            | (46.34)  | 7.99    | 13.00    | 14.20  | 14.50 |
| 净利润率              | (116.77) | (9.29)  | 1.80     | 3.89   | 6.07  |
| ROE               | (42.92)  | (13.43) | 3.66     | 8.65   | 12.55 |
| ROA               | (15.21)  | (3.93)  | 0.98     | 2.17   | 3.24  |
| <b>偿债能力 (倍)</b>   |          |         |          |        |       |
| 净负债比率 (%)         | 155.96   | 176.80  | 105.33   | 48.39  | 34.68 |
| 流动比率              | 1.74     | 0.84    | 1.51     | 1.72   | 2.12  |
| 速动比率              | 1.70     | 0.81    | 1.50     | 1.70   | 2.11  |

### 营运能力 (天)

|            |          |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产周转率 (次) | 0.13     | 0.42     | 0.54     | 0.56     | 0.53     |
| 应收账款周转天数   | 38.29    | 11.67    | 8.03     | 5.73     | 4.68     |
| 应付账款周转天数   | 256.62   | 157.73   | 169.34   | 230.57   | 246.62   |
| 存货周转天数     | 17.40    | 5.82     | 4.05     | 3.55     | 3.53     |
| 现金转换周期     | (200.92) | (140.24) | (157.25) | (221.29) | (238.40) |

### 每股指标 (港币)

|       |        |        |      |      |      |
|-------|--------|--------|------|------|------|
| EPS   | (1.10) | (0.28) | 0.07 | 0.18 | 0.30 |
| 每股净资产 | 2.25   | 1.96   | 2.03 | 2.22 | 2.52 |

## 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、现在或未来并未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](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，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