

24Q4 博彩业务环比均增长，份额提升

华泰研究

2025 年 2 月 14 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

16.10

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

港股美高梅中国的母公司美股 MGM US 于美国时间 2/12 盘后发布 24Q4 财报，MGM US 盘后股价涨近 9%，主要因为母公司营收盈利超市场预期，且线上业务进展良好。同时，我们也认为美高梅澳门所有博彩业务均录得环比增长，以及市场份额进一步提升，24 全年达到 15.8% 也应记一功。不过 EBITDA Margin 继续环比下滑，或反映公司通过增加获客成本以提升份额。

所有博彩业务环比均增长，份额提升，25 年或迎激烈竞争

美高梅中国 24Q4 博彩毛收入 11.2 亿美元，同比+3%，环比+10%，恢复至 19Q4 的 128%（行业 80%）。VIP 毛收入 121 百万美元，恢复至 42%（行业 43%），同比-16%，环比+30%；中场毛收入 915 百万美元，恢复至 181%（行业 111%），同比+4%，环比+7%；老虎机毛收入 81 百万美元，恢复至 109%（行业 87%），同比+21%，环比+26%。本季度所有业务 GGR 均环比上升，且中场和老虎机的恢复均超行业水平。美高梅中国 12 月市占率达到 16%，24 全年市占率达到 15.8%，对比 23 全年为 15.2%，公司表示未来份额目标将保持在 15% 左右。据 Q4 电话会，公司表示春节期间酒店客流同比增长 18%，节后客流下滑趋势也相较去年有所缓解。不过从行业来看，今年春节期间澳门日均客流仅恢复到 19 年的 95%，较 24 年同比也有所下滑，我们认为 25 年行业将面临更激烈竞争。

EBITDA margin 环比继续下跌，丰富非博彩表演吸引客流

美高梅中国 24Q4 净收入 10.15 亿美元，同比+3%，环比+9%；经调整 EBITDA 为 2.73 亿美元，同比+4%，环比+7%，恢复至 19 年的 137%；EBITDA Margin 为 26.8%，对比 19Q3/23Q4/24Q3 的 27.4%/26.7%/27.4%。从物业来看，24Q4 美狮美高梅净收入 5.87 亿美元，EBITDA 1.56 亿美元，EBITDA Margin 为 26.6%，环比下降 1.5 ppts。24Q4 澳门美高梅净收入 4.28 亿美元，EBITDA 为 1.17 亿美元，EBITDA Margin 为 27.3%，环比上升 0.9 ppts。博彩转型后非博彩活动为吸引新旅客和回头客的关键。美高梅剧院于 2 月 1-2 日举办《黑神话：悟空》交响音乐会，由张艺谋导演的驻场演出《澳门 2049》也于 24 年 12 月起在美高梅剧院持续开演。此外，泰国内阁于 25 年 1 月 13 日已原则上批准了娱乐场博彩合法化法案，不过我们认为最早物业或于 29 年才开放，美高梅中国作为主体竞标泰国综合度假村，未来或能带来多元的地区博彩收入。

维持买入，目标价 16.1 港元，对应 25 年 EV/EBITDA 为 7.5x

我们认为美高梅 24Q4 博彩业务恢复优于行业，估值仍应高于行业平均，但鉴于澳门业务增长或开始见顶，转型后估值更接近 Vegas 以旅游为主的模式（美股博彩 25E 一致预期 8.3x），我们维持公司 25 年 EV/EBITDA 7.5x，维持 25E/26E GGR 预测 349/362 亿港元，维持买入和目标价 16.1 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

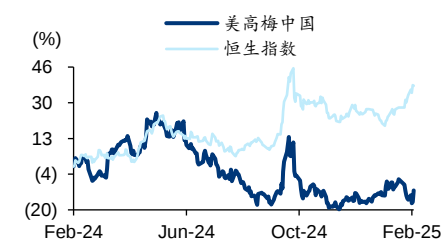
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	5,269	24,684	30,185	31,700	32,911
+/-%	(44.02)	368.52	22.28	5.02	3.82
归属母公司净利润 (港币百万)	(5,232)	2,638	5,058	5,224	5,180
+/-%	36.01	(150.43)	91.71	3.29	(0.85)
EPS (港币，最新摊薄)	(1.38)	0.69	1.33	1.37	1.36
ROE (%)	373.77	(99.12)	198.02	53.43	33.17
PE (倍)	(7.51)	14.89	7.77	7.52	7.59
PB (倍)	(9.83)	(29.61)	6.11	2.99	2.17
EV EBITDA (倍)	(51.41)	8.46	6.14	5.10	4.16

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

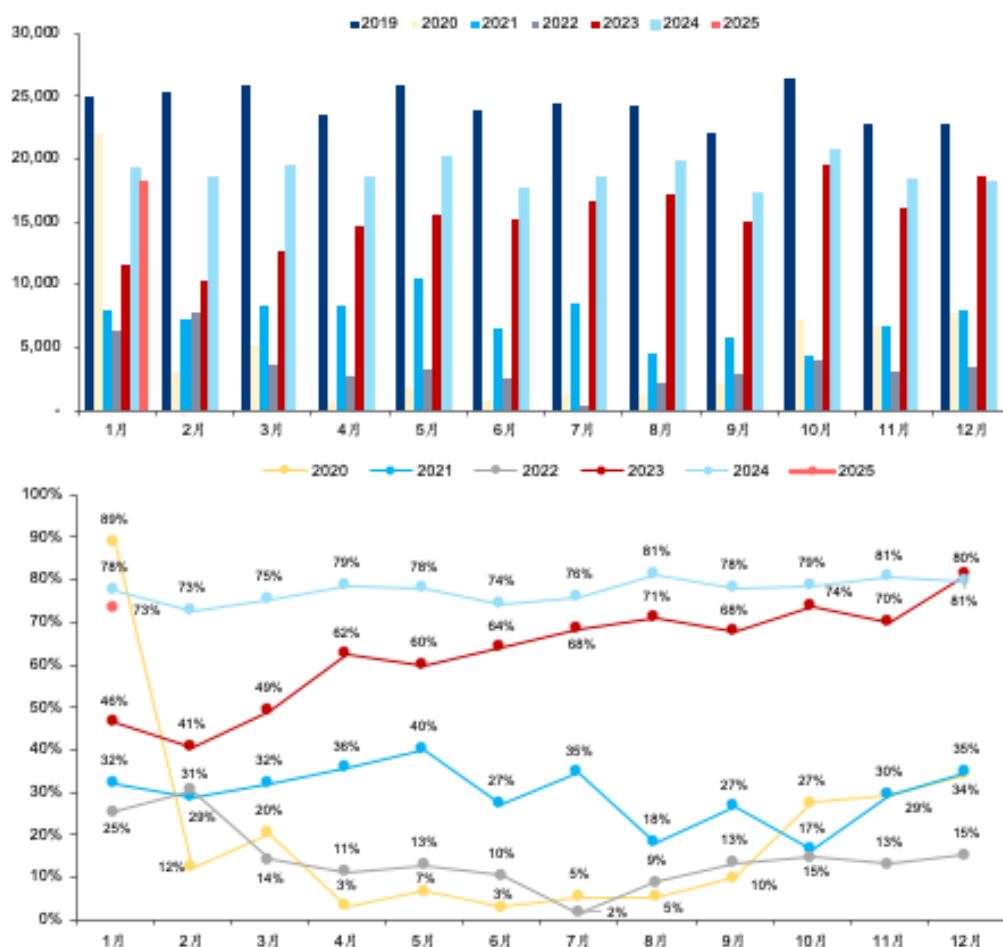
目标价 (港币)	16.10
收盘价 (港币 截至 2 月 13 日)	10.34
市值 (港币百万)	39,293
6 个月平均日成交额 (港币百万)	82.58
52 周价格范围 (港币)	9.00-15.52
BVPS (港币)	(0.01)

股价走势图



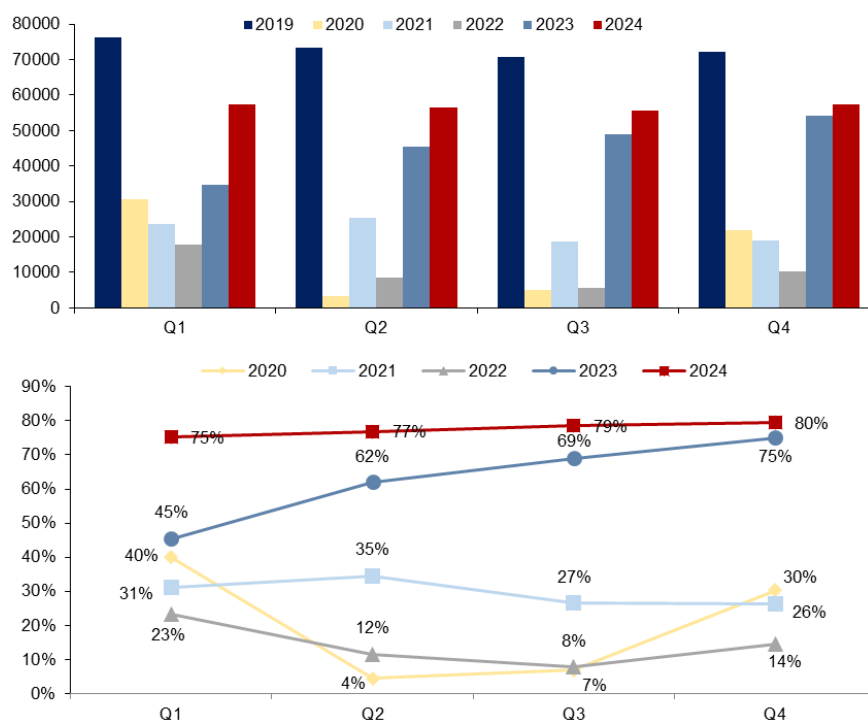
资料来源：S&P

图表1：澳门总博彩恢复情况：2024 年 12 月 GGR 修复至 2019 年同期 80%（百万澳门元）



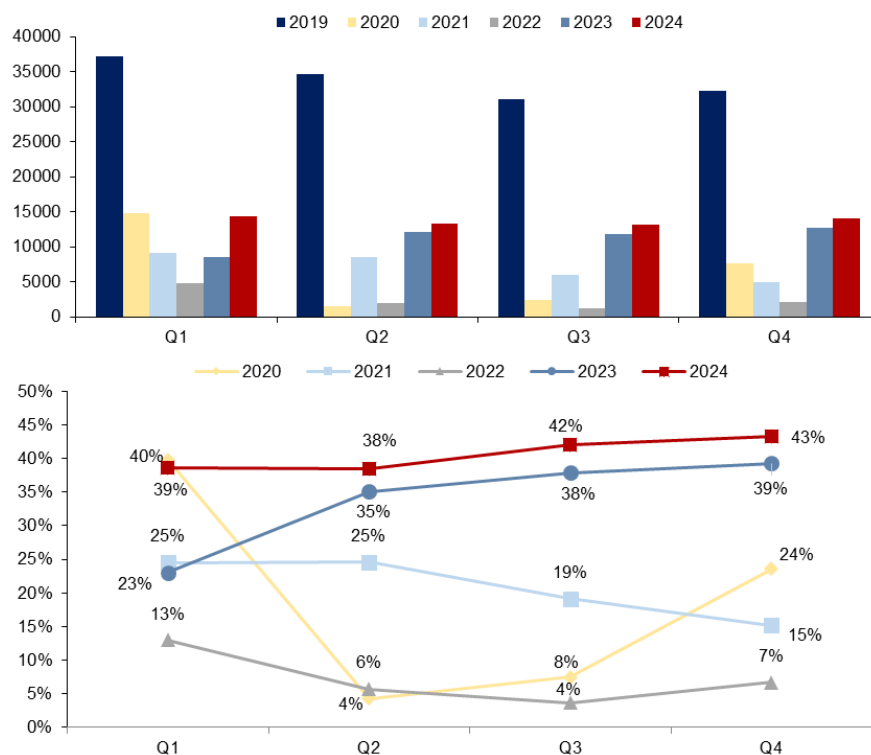
资料来源：DICJ，华泰研究

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）



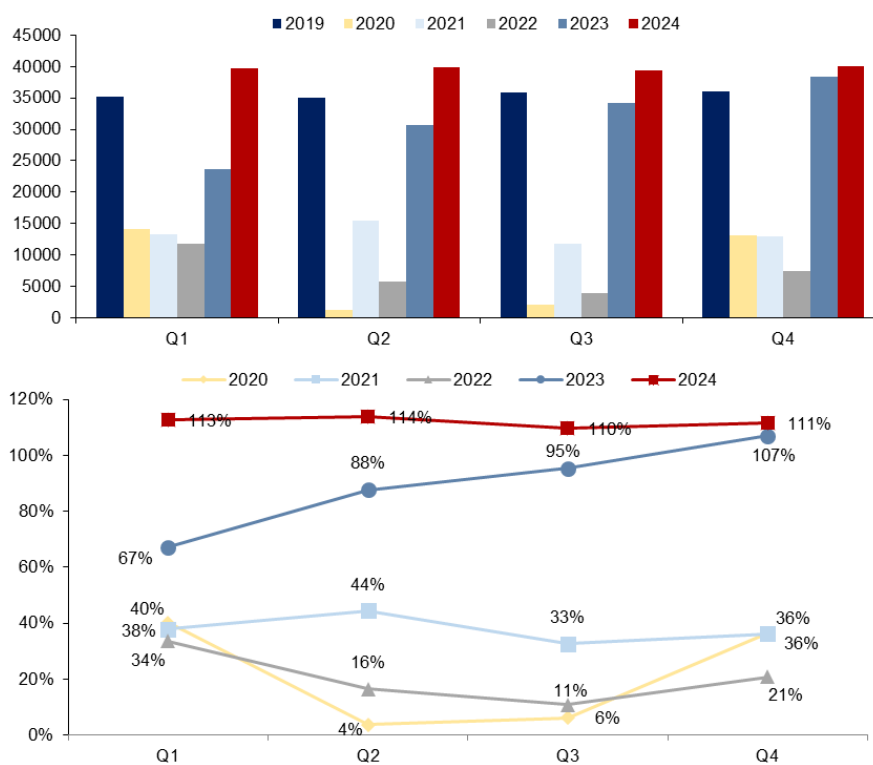
资料来源：DICJ，华泰研究

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）



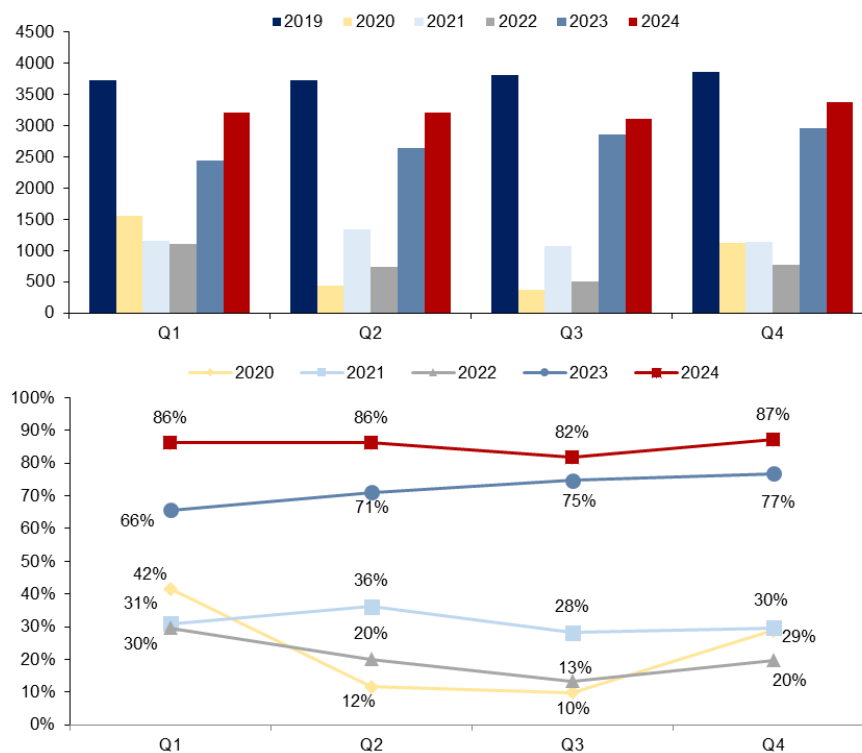
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



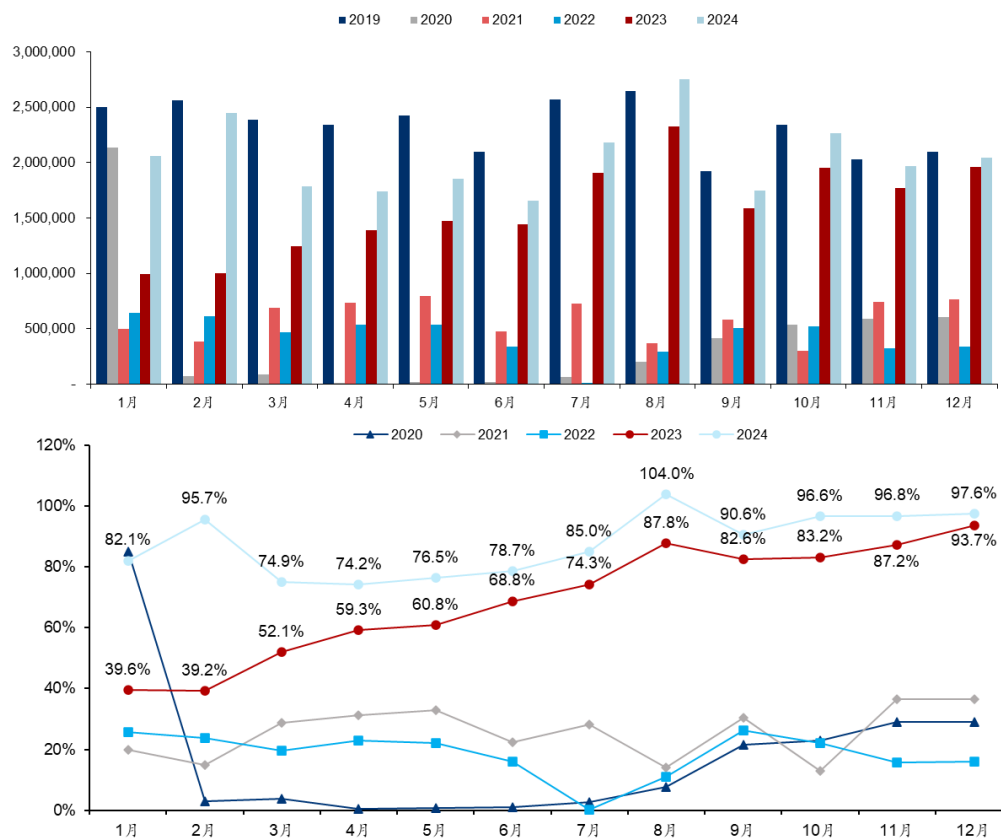
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



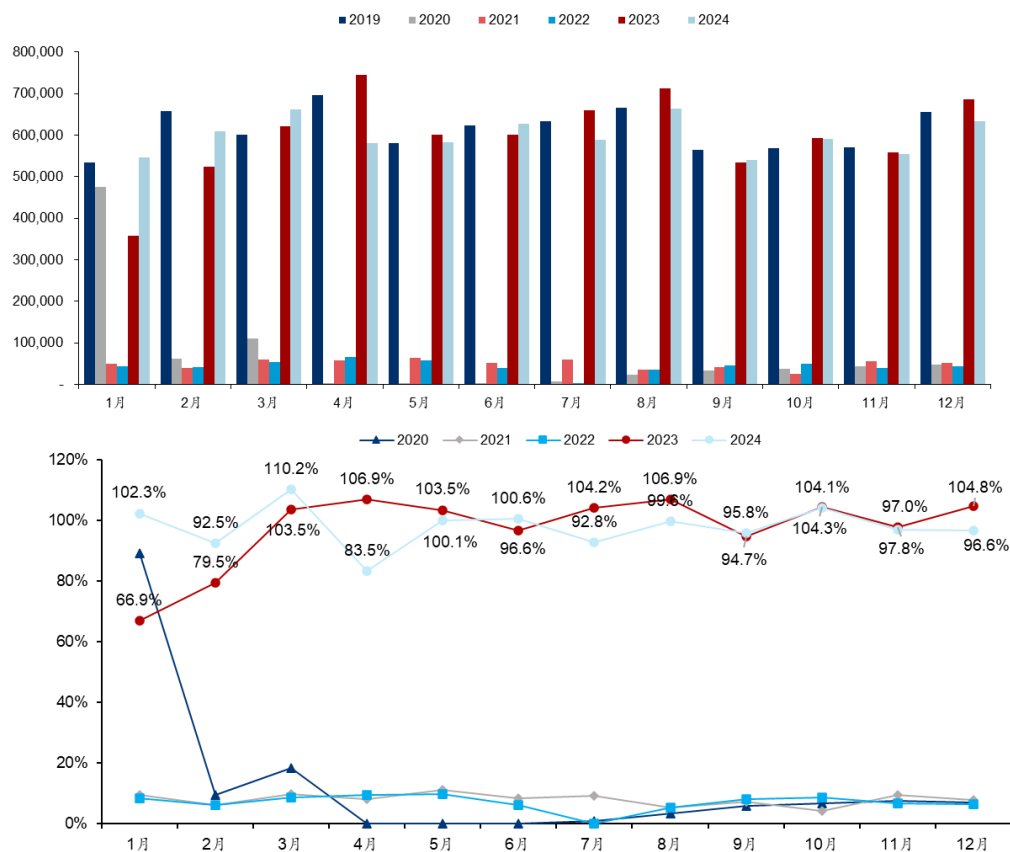
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2024 年 12 月访澳内地游客恢复至 2019 年 97.6%的水平（人，%）



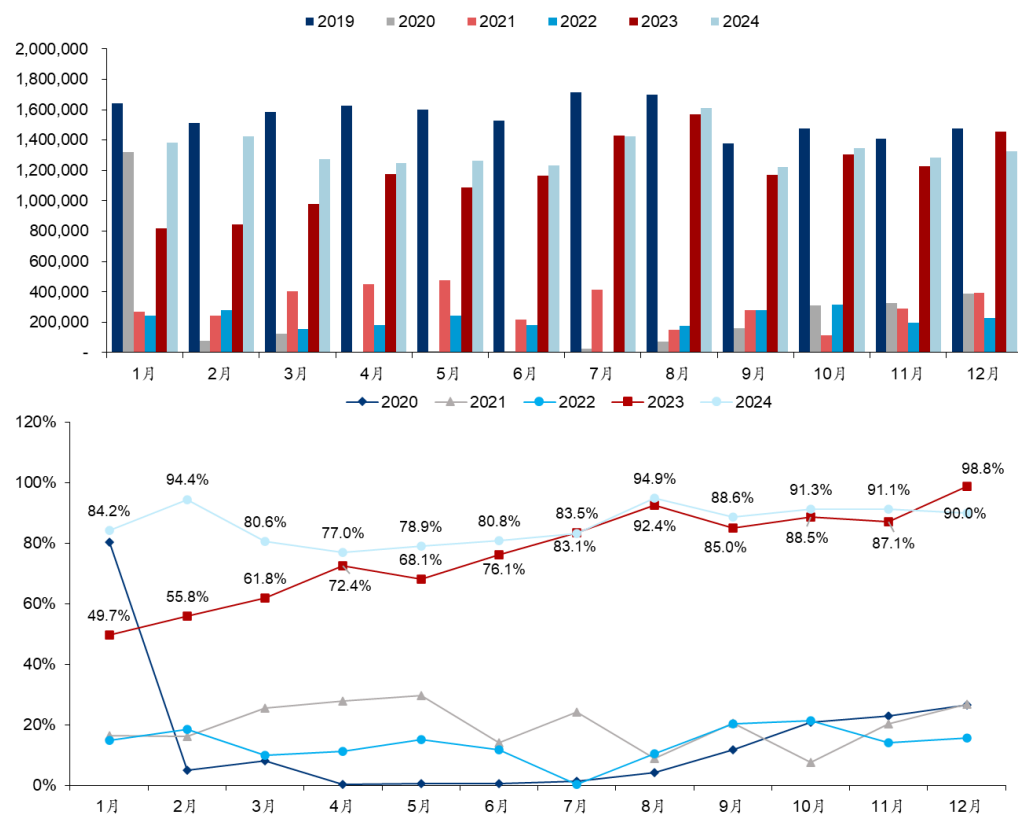
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表7：2024年12月访澳香港游客恢复至2019年同期水平96.6%（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表8：2024年12月访澳过夜游客恢复至2019年90.0%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表9：2025 年访澳春节期间旅客情况

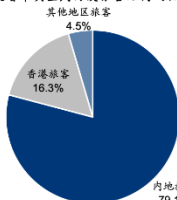
2019-2025年春节黄金周期间总访澳旅客(人次)										
	首日*	第二日	第三日	第四日	第五日	第六日	第七日	第八日	日均值	总计
2019	84,216	141,041	175,453	226,326	213,003	197,196	164,677	--	171,702	1,201,912
2020	55,130	57,971	45,528	36,143	27,130	21,657	17,895	--	37,351	261,454
2021	8,164	9,075	13,208	17,353	15,212	14,395	13,224	--	12,947	90,631
2022	9,680	10,115	15,091	21,972	19,884	18,954	18,003	--	16,243	113,699
2023	32,554	50,041	71,678	90,391	73,374	69,262	63,747	--	64,435	451,047
2024	121,356	163,427	217,541	201,023	195,689	177,055	156,478	125,234	169,725	1,357,803
2025	78,968	131,856	172,733	219,092	218,367	189,123	162,173	137,254	163,696	1,309,566
2025同比%	-35%	-19%	-21%	9%	12%	7%	4%	10%	-4%	-4%
2025恢复至2019年约%	94%	93%	98%	97%	103%	96%	98%	-	95%	109%

2019-2025年春节黄金周期间访澳内地旅客(人次)										
	首日*	第二日	第三日	第四日	第五日	第六日	第七日	第八日	日均值	总计
2019	53,095	93,896	124,871	175,937	163,496	151,999	130,475	--	127,681	893,769
2020	32,945	33,182	25,456	20,183	15,421	12,447	9,652	--	21,327	149,286
2021	7,053	8,147	12,102	16,063	13,893	13,113	11,853	--	11,746	82,224
2022	8,682	9,314	14,141	20,723	18,582	17,803	16,835	--	15,154	106,080
2023	17,917	27,194	39,394	53,244	44,501	43,653	38,759	--	37,809	264,662
2024	82,674	118,302	163,766	159,885	159,608	145,460	119,421	85,387	129,313	1,034,503
2025	52,202	92,229	126,675	166,981	168,144	154,162	131,205	108,610	125,026	1,000,208
2025同比%	-37%	-22%	-23%	4%	5%	6%	10%	27%	-3%	-3%
2025恢复至2019年约%	98%	98%	101%	95%	103%	101%	101%	-	98%	112%

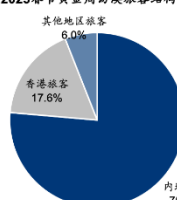
*注：2024年首日为初一，往年为除夕。

资料来源：澳门旅游数据，华泰研究

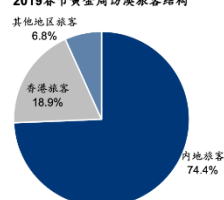
2025春节黄金周访澳旅客结构(初七当日)



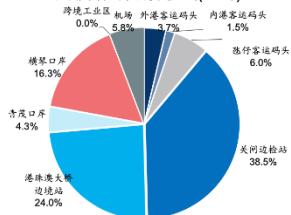
2025春节黄金周访澳旅客结构(总计)



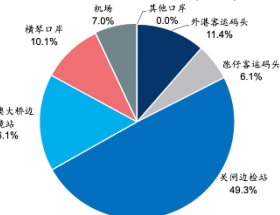
2019春节黄金周访澳旅客结构



2025春节黄金周访澳旅客结构(按口岸)



2019澳门春节黄金周访澳旅客结构(按口岸)



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表10：美高梅《澳门2049》驻场表演



资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表11：美高梅《黑神话：悟空》交响音乐会



资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表12： 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	24Q4
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%	6%
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%	-2%
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%	3%
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	24Q4
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%	10%
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%	-15%
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%	-16%
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	24Q4
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%	4%
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%	-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%	4%
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13： 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	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%
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%	75%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	93%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	101%
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%	128%		28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%
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%	167%	167%	156%	184%	207%	208%	

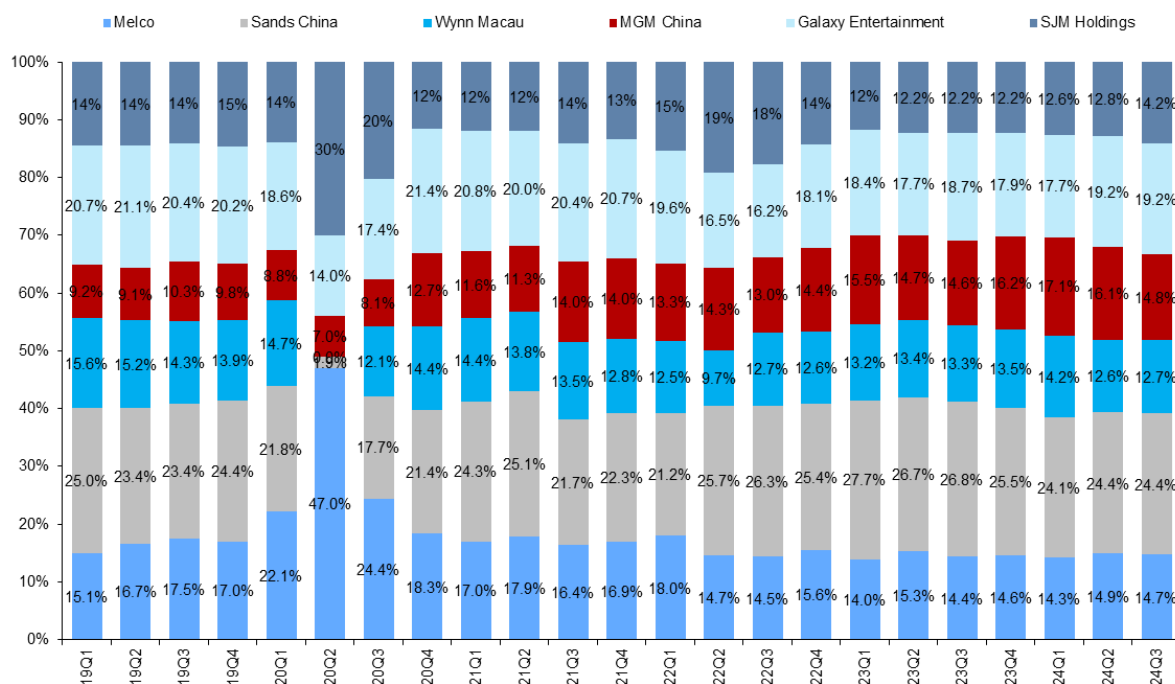
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表14： 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	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
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%	-2%	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%	70%
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%	7%	90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%	136%
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%	

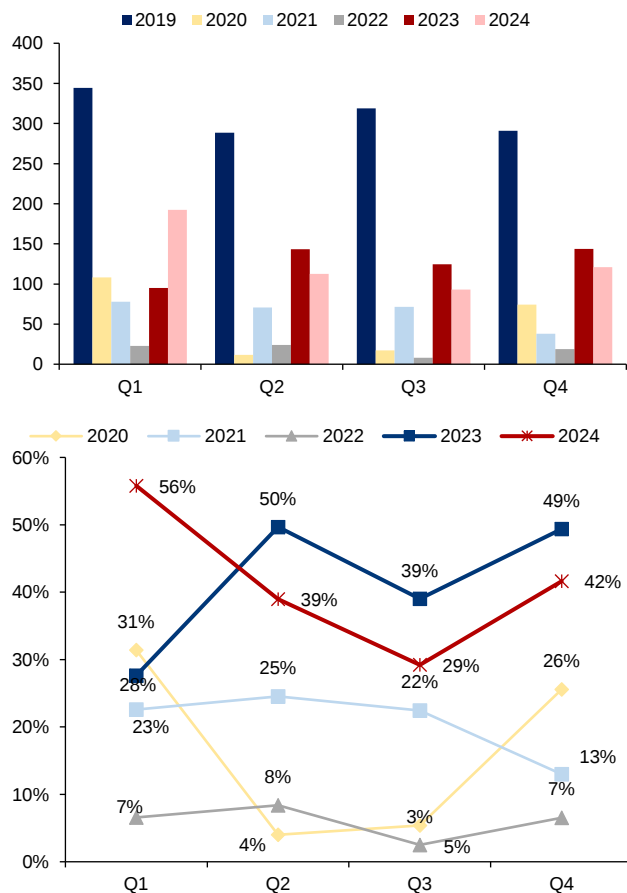
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表15：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）



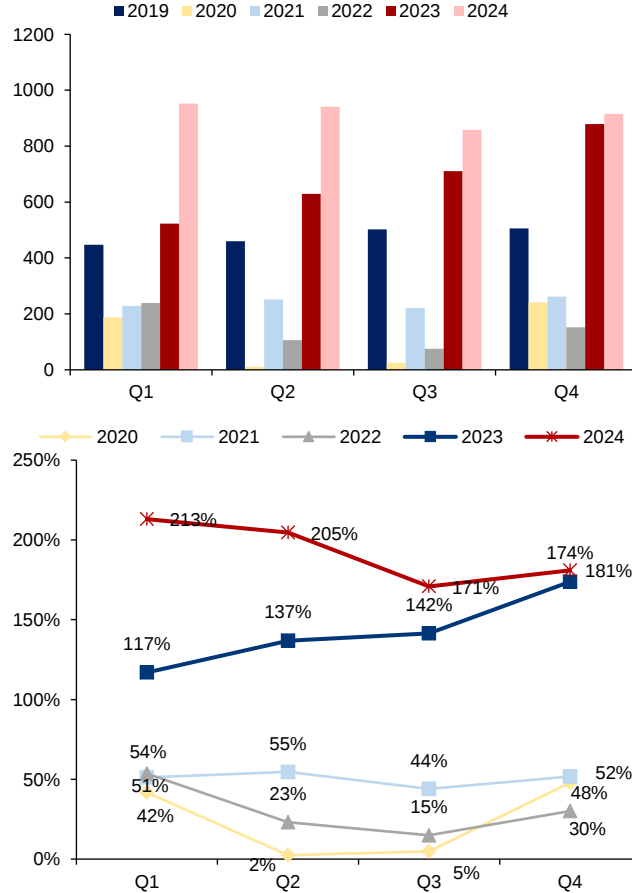
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表16：美高梅 VIP 业务毛收入对比 19 年修复情况（百万美元）



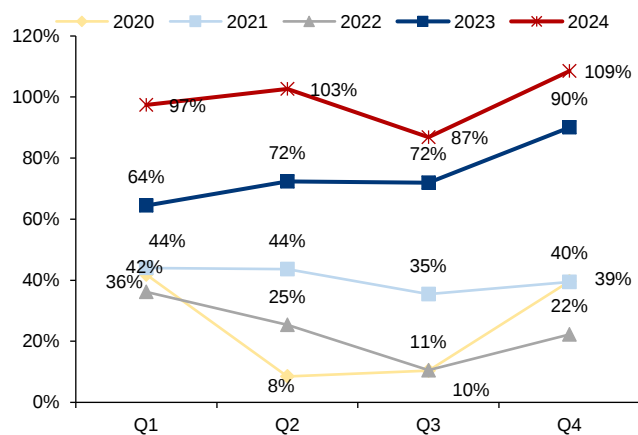
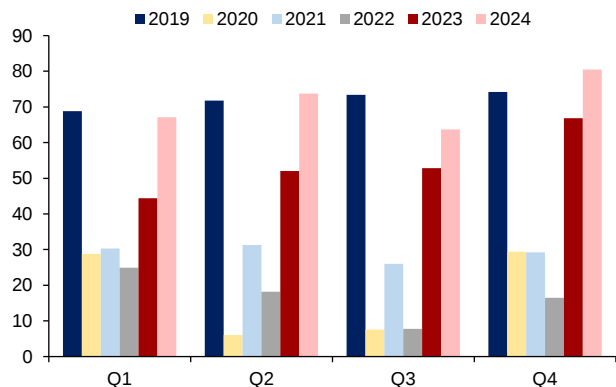
资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表17：美高梅中场业务毛收入对比 19 年修复情况（百万美元）



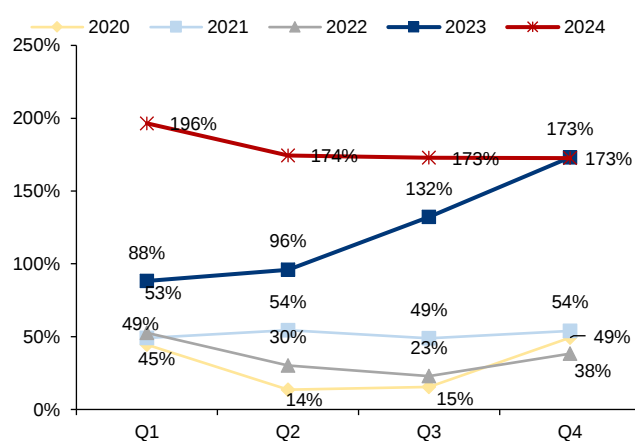
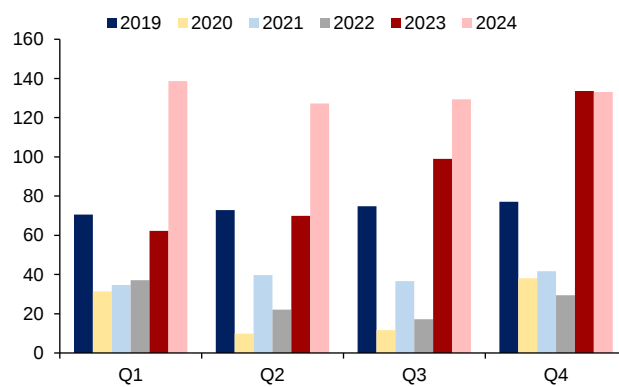
资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表18: 美高梅老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



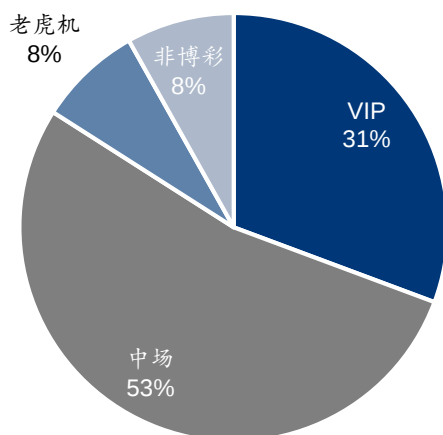
资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表19: 美高梅非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



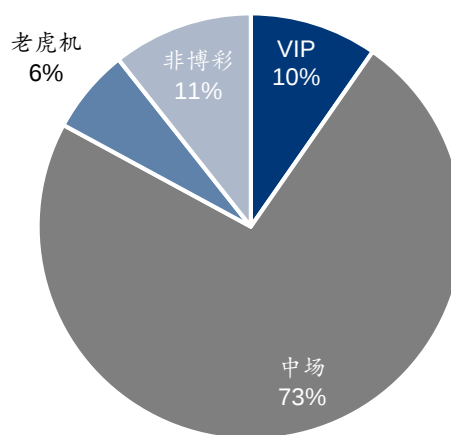
资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表20: 19Q4 美高梅中国各业务收入占比



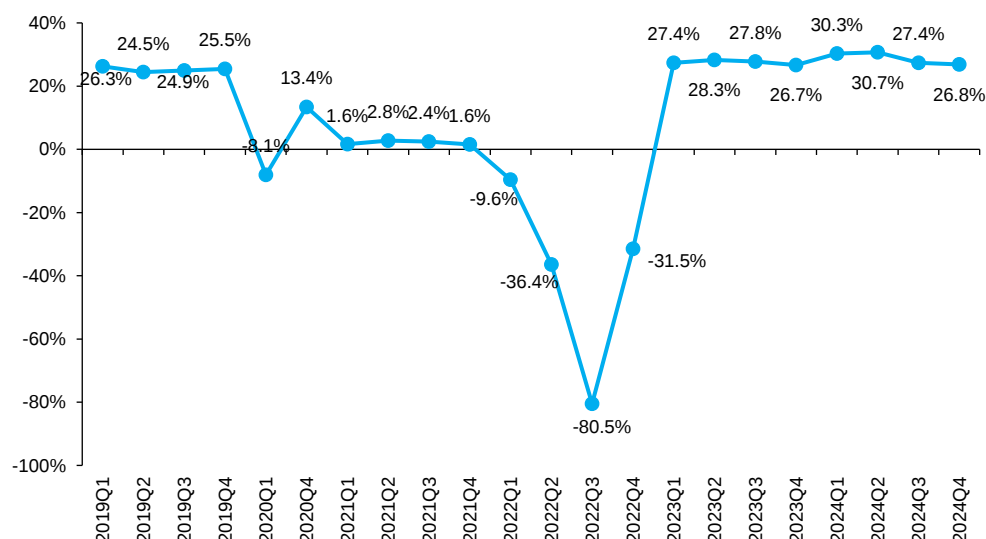
资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表21: 24Q4 美高梅中国各业务收入占比



资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表22：美高梅 EBITDA Margin



注：由于疫情期间（2020Q2-Q3）EBITDA Margin 为异常值，故我们不予展示

资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表23：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表

公司	股票代码	2024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		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
香港上市公司 均值																
银河娱乐	27 HK	-22.79	-11.52	164.03	47.70	51.77	62.06	13.79	15.25	19.16	12.31	10.41	8.78	7.78	7.19	6.39
金沙中国	1928 HK	-8.53	-19.90	173.97	60.98	66.10	69.35	20.29	22.78	24.08	13.34	10.72	9.60	9.01	8.03	7.59
永利澳门	1128 HK	-14.13	-2.04	35.63	29.53	31.07	34.99	7.97	8.33	9.43	9.78	8.66	6.36	6.72	6.43	5.68
澳博控股	880 HK	8.91	-10.78	21.89	31.42	32.97	36.14	4.60	5.19	6.02	17.28	9.80	6.75	9.14	8.09	6.98
美高梅中国	2282 HK	6.51	4.02	50.45	31.47	32.99	31.78	8.38	8.77	9.33	8.26	7.42	6.65	6.64	6.34	5.97
新濠国际	200 HK	-18.46	-10.09	7.81	39.19	41.00	41.00	9.77	9.94	-0.01	13.28	14.97	14.97	7.16	7.04	
美国上市公司 均值																
金沙集团	LVS US	5.61	-17.33	302.20	95.35	100.77	107.43	35.40	38.26	40.90	15.96	14.12	12.38	8.83	8.17	7.64
美高梅国际	MGM US	-22.87	16.51	118.84	133.60	136.81	140.21	36.15	38.22	40.08	15.28	12.10	8.95	8.63	8.16	7.78
永利度假	WYNN US	-4.92	-6.60	85.62	55.94	57.49	60.98	16.21	16.75	18.03	15.09	13.68	9.94	8.97	8.68	8.06
新濠博亚	MLCO US	-35.08	-0.69	24.13	37.83	40.07	46.47	9.31	9.91	11.22	10.84	7.41	5.44	7.56	7.10	6.27
凯撒娱乐	CZR US	-29.10	16.31	82.59	90.90	93.27	96.48	30.74	31.71	33.56	34.34	19.48	12.44	8.19	7.94	7.51
佩恩国民博彩	PENN US	-24.25	13.22	34.25	54.25	56.86	60.61	13.30	14.96	16.77	32.73	13.79	7.04	8.07	7.18	6.40
博伊德赌场	BYD US	16.50	7.62	69.01	30.87	31.63	31.46	10.27	10.55	10.60	11.76	10.73	10.92	7.90	7.69	7.66
美股高端酒店集团 均值																
万豪酒店	MAR US	24.24	3.33	794.66	206.59	219.13	230.12	41.80	44.68	47.43	27.83	24.81	22.29	17.58	16.45	15.50
希尔顿酒店	HLT US	35.36	9.05	648.46	93.85	102.04	109.30	28.95	31.56	34.27	33.68	29.05	25.08	20.31	18.63	17.16
洲际酒店	IHG US	39.10	8.00	210.94	24.15	26.12	27.43	10.16	10.96	11.85	26.67	23.74	20.98	18.18	16.85	15.60
凯悦酒店	H US	20.19	-6.12	141.72	54.77	57.98	62.66	9.12	9.83	11.12	41.63	33.59	23.76	14.77	13.70	12.11

注：港股截至2月13日收盘价，美股截至2月13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：**美高梅中国2024-2026年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	5,269	24,684	30,185	31,700	32,911
销售成本	(2,636)	(11,597)	(13,125)	(13,503)	(14,118)
毛利润	2,633	13,087	17,060	18,197	18,793
销售及分销成本	(3,053)	(3,958)	(4,840)	(5,083)	(5,277)
管理费用	(2,034)	(1,886)	(2,306)	(2,422)	(2,515)
其他收入/支出	(1,156)	(2,696)	(3,297)	(3,462)	(3,594)
财务成本净额	(1,594)	(1,831)	(1,479)	(1,922)	(2,145)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(5,216)	2,685	5,116	5,285	5,240
税费开支	(15.74)	(46.74)	(58.31)	(60.23)	(59.72)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(5,232)	2,638	5,058	5,224	5,180
折旧和摊销	(2,034)	(1,886)	(2,306)	(2,422)	(2,515)
EBITDA	(1,274)	7,235	8,603	8,876	9,215
EPS (港币, 基本)	(1.38)	0.69	1.33	1.37	1.36

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	160.02	188.15	196.83	199.25	214.84
应收账款和票据	367.07	715.08	849.97	888.91	891.42
现金及现金等价物	6,707	4,232	10,003	20,581	31,999
其他流动资产	0.16	7.39	8.86	11.52	14.98
总流动资产	7,234	5,143	11,059	21,681	33,120
固定资产	21,691	20,395	19,198	17,946	16,551
无形资产	0.00	1,591	1,503	1,463	1,470
其他长期资产	2,285	2,053	2,161	2,121	1,215
总长期资产	23,976	24,039	22,861	21,530	19,235
总资产	31,209	29,181	33,920	43,211	52,355
应付账款	2,282	4,348	3,924	3,543	3,202
短期借款	21.08	5,881	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	101.03	0.00	0.00	0.00
总流动负债	2,304	10,330	3,924	3,543	3,202
长期债务	32,896	18,417	23,417	26,417	30,917
其他长期债务	6.52	1,762	143.60	129.24	129.24
总长期负债	32,902	20,178	23,560	26,546	31,046
股本	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
储备/其他项目	(7,796)	(5,127)	2,636	9,322	14,308
股东权益	(3,996)	(1,327)	6,436	13,122	18,108
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	(3,996)	(1,327)	6,436	13,122	18,108

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(7.51)	14.89	7.77	7.52	7.59
PB	(9.83)	(29.61)	6.11	2.99	2.17
EV EBITDA	(51.41)	8.46	6.14	5.10	4.16
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(6.74)	14.28	19.54	22.83	21.47

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	(1,274)	7,235	8,603	8,876	9,215
融资成本	1,594	1,831	1,479	1,922	2,145
营运资本变动	(803.15)	(265.39)	(266.60)	352.56	(400.00)
税费	(15.74)	(46.74)	(58.31)	(60.23)	(59.72)
其他	(1,614)	(485.76)	(1,130)	(1,121)	(1,411)
经营活动现金流	(2,114)	8,268	8,627	9,969	9,489
CAPEX	(246.00)	(444.77)	(880.00)	(930.00)	(980.00)
其他投资活动	(1,075)	320.13	384.16	460.99	553.18
投资活动现金流	(1,321)	(124.65)	(495.84)	(469.01)	(426.82)
债务增加量	8,690	(8,600)	(881.12)	3,000	4,500
权益增加量	0.00	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	(1,653)	(2,016)	(1,479)	(1,922)	(2,145)
融资活动现金流	7,037	(10,616)	(2,360)	1,078	2,355
现金变动	3,602	(2,473)	5,771	10,578	11,418
年初现金	3,112	6,707	4,232	10,003	20,581
汇率波动影响	(7.75)	(1.65)	0.00	0.00	0.00
年末现金	6,707	4,232	10,003	20,581	31,999

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(44.02)	368.52	22.28	5.02	3.82
毛利润	(44.27)	397.04	30.36	6.66	3.28
营业利润	53.69	(225.99)	45.51	9.26	2.46
净利润	36.01	(150.43)	91.71	3.29	(0.85)
EPS	36.01	(150.42)	91.71	3.29	(0.85)
盈利能力比率 (%)					
毛利率	49.98	53.02	56.52	57.40	57.10
EBITDA	(24.19)	29.31	28.50	28.00	28.00
净利润率	(99.30)	10.69	16.76	16.48	15.74
ROE	373.77	(99.12)	198.02	53.43	33.17
ROA	(17.54)	8.74	16.03	13.55	10.84
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(655.85)	(1,512)	208.43	44.47	(5.98)
流动比率	3.14	0.50	2.82	6.12	10.34
速动比率	3.07	0.48	2.77	6.06	10.28
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.18	0.82	0.96	0.82	0.69
应收账款周转天数	25.94	7.89	9.33	9.87	9.74
应付账款周转天数	368.54	102.91	113.44	99.53	86.00
存货周转天数	22.16	5.40	5.28	5.28	5.28
现金转换周期	(320.44)	(89.62)	(98.83)	(84.38)	(70.98)
每股指标 (港币)					
EPS	(1.38)	0.69	1.33	1.37	1.36
每股净资产	(1.05)	(0.35)	1.69	3.45	4.76

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 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2025年华泰证券股份有限公司