

24Q4 博彩业务 GGR 及 EBITDA 利润率环比止跌回升

华泰研究

2025 年 2 月 15 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

7.00

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

港股上市永利澳门的母公司永利度假(WYNN US)于美国时间 2 月 13 日盘后发布 24Q4 财报, WYNN US 盘后股价先涨超 6% 后跌回 1%, 主要系公司营收和盈利略超市场预期, 拉斯维加斯 EBITDA 较为强劲, 我们认为澳门业务: 1) 所有博彩业务 GGR 环比上升, 但除中场外恢复均不及行业水平; 2) EBITDA Margin 在持续三个季度的下滑后有所好转, 或表示向高利润率业务转型维持效果较好。

24Q4 中场恢复超行业, 博彩业务环比回暖

24Q4 永利澳门(公司)博彩毛收入 927 百万美元, 同比+2%, 环比+6%, 恢复至 2019 年的 75%(行业 80%)。VIP 毛收入 162 百万美元, 恢复至 30%(行业 43%), 同比+4%, 环比+15%; 中场毛收入 712 百万美元, 恢复至 119%(行业 111%), 同比+1%, 环比+4%; 老虎机毛收入 52 百万美元, 恢复至 54%(行业 87%), 同比+8%, 环比+1%。中场恢复超行业水平, 但 VIP、老虎机恢复不及行业, 相较此前环比下跌, 本季度博彩业务回暖。

24Q4 EBITDA margin 止跌回升, 奢华定位吸引目标客群

24Q4 永利澳门(公司)净收入 927 百万美元, 同比+2%, 环比+6%, 恢复至 19Q3 的 83%(行业 79%)。经调整 EBITDA 293 百万美元, 同比-1%, 环比+11%。EBITDA Margin 为 31.6%, 对比 24Q3/23Q4/19Q4 为 30.2%/32.6%/31.2%, 环比改善, 但相较去年同比下滑。分物业来看, 永利皇宫继续维持主要贡献地位, 但同环比均下降, 对比永利澳门同比显著增长。24Q4 永利皇宫营收 563 百万美元, 同比-1%, 环比-5%, 占总净收入的 61%, EBITDA 为 185 百万美元, EBITDA Margin 为 32.8%, 环比上升 1.6 pcts。永利澳门(物业)营收 364 百万美元, 同比+19%, 环比+4%, EBITDA 为 108 百万美元, EBITDA Margin 为 29.7%。环比上升 1.1 pcts。非博彩方面, 永利携手奢华旅游组织 Virtuoso 以及半岛电视台(AJMN)多方合作, 拓展国际客源市场, 以吸引更多 MICE 活动。永利澳门于 11 月 30 日举办杨宗纬“永利音乐夜”, 永利皇宫也于 12 月落地 Louis Vuitton 奇幻旋转木马, 以奢华定位吸引目标客群。

维持买入, 目标价 7.0 港元, 对应 25 年 EV/EBITDA 为 7.2x

1 月澳门博彩收入达 182.5 亿澳门元, 同比-6%。今年春节期间澳门日均客流仅恢复到 19 年的 95%, 较 24 年同比下滑, 我们认为 25 年行业将面临更激烈竞争。博彩业转型散客化趋势明显, 我们认为永利客房和商场等对比其他博企相对豪华, 由低利润率业务转型至高利润率业务已见成效, 但仍面临激烈竞争, 因此我们维持 25 年 7.2x EV/EBITDA, 维持 25E/26E EBITDA 预测 101/103 亿港元, 重申买入, 目标价 7.0 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

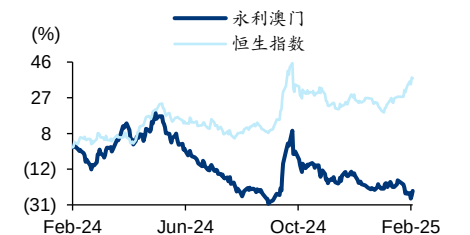
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	5,644	24,268	28,917	31,512	34,180
+/-%	(51.86)	329.98	19.16	8.98	8.47
归属母公司净利润(港币百万)	(7,339)	1,172	3,042	4,095	5,017
+/-%	41.69	(115.96)	159.60	34.63	22.53
EPS(港币, 最新摊薄)	(1.41)	0.22	0.58	0.78	0.96
ROE(%)	54.01	(7.11)	(19.70)	(32.63)	(68.82)
PE(倍)	(3.76)	23.51	9.05	6.73	5.49
PB(倍)	(1.61)	(1.74)	(1.83)	(2.74)	(6.06)
EV/EBITDA(倍)	(35.52)	10.95	7.07	6.37	5.91

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(港币)	7.00
收盘价(港币 截至 2 月 13 日)	5.28
市值(港币百万)	27,749
6 个月平均日成交额(港币百万)	69.26
52 周价格范围(港币)	4.74-8.45
BVPS(港币)	(2.77)

股价走势图

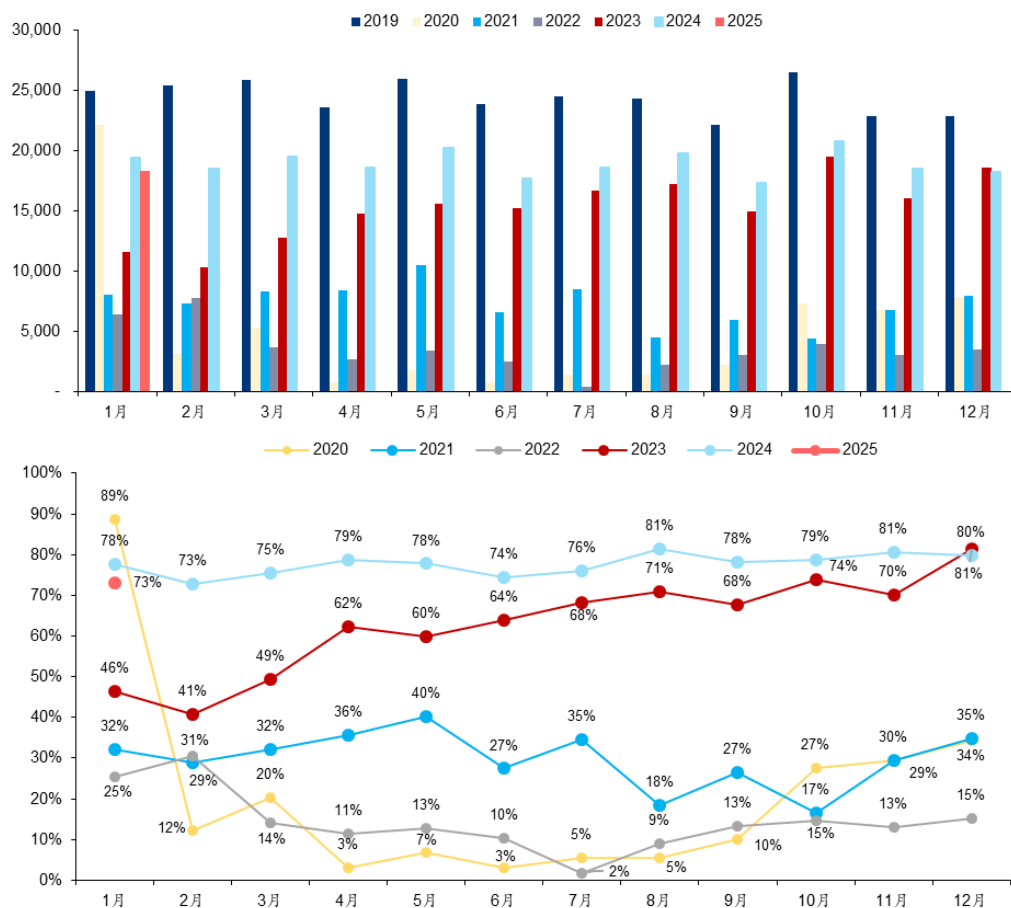


资料来源: S&P

24Q4 博彩业务 GGR 及 EBITDA 利润率环比止跌回升

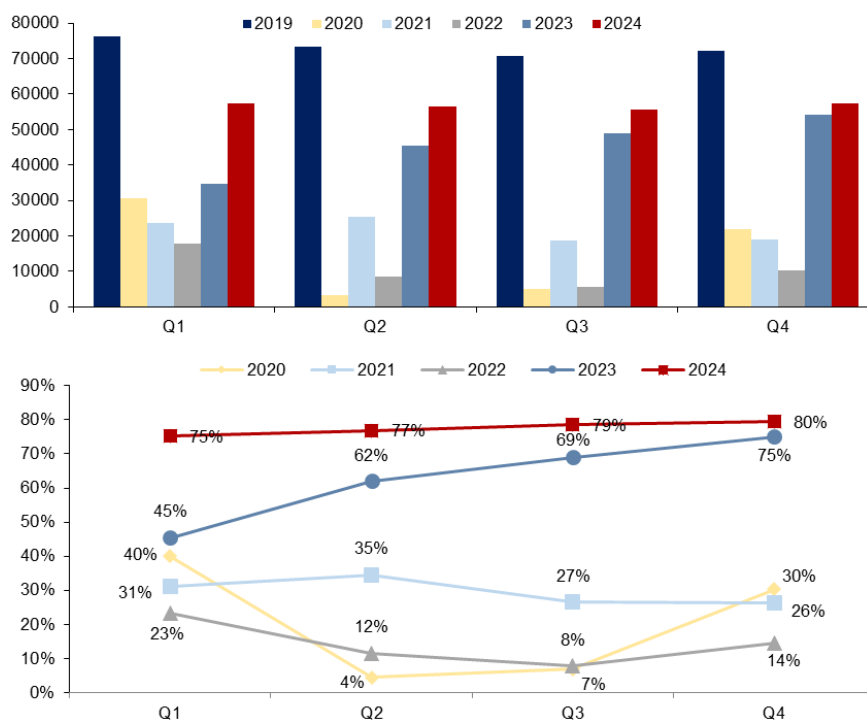
我们维持永利澳门买入评级，维持 25 年 EV/EBITDA 7.2x，目标价 7.0 港元，低于港股博彩行业平均估值 7.8x，主系公司 VIP 和老虎机业务均不及行业，且澳门博彩行业竞争趋激烈，永利后续转型成效仍待观察。从行业来看，23 年五一后澳门 GGR 恢复加速，23Q2 后基数逐渐走高。而 24 年 GGR 恢复却基本维持在 80% 波动，25 年 1 月澳门博彩收入达 182.5 亿澳门元，同比-6%，仅恢复至 2019 年同期的 73%。今年春节期间澳门日均客流也仅恢复到 19 年的 95%，较 24 年同比下滑。我们认为永利澳门业务或面临行业更激烈竞争。

图表1：澳门总博彩恢复情况：2025 年 1 月 GGR 修复至 2019 年同期 73%（百万澳门元）



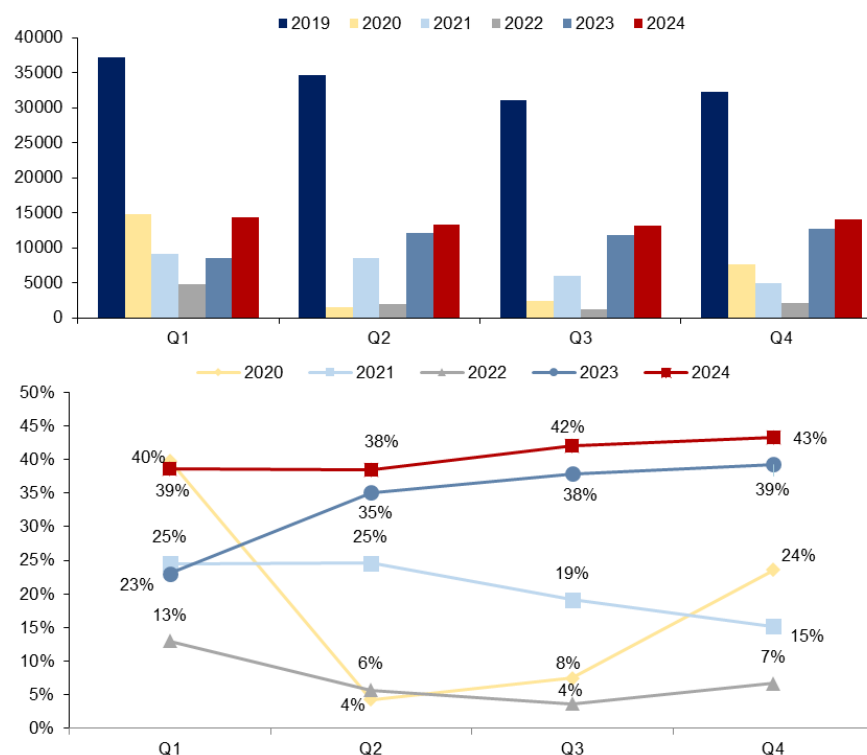
资料来源：DICJ，华泰研究

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）

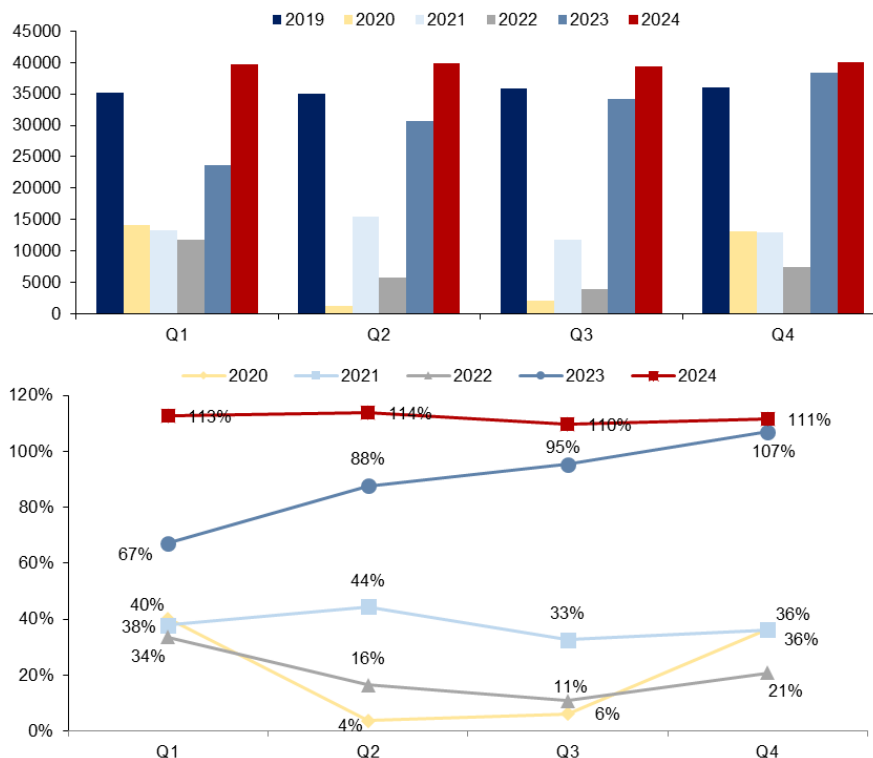


资料来源：DICJ、华泰研究

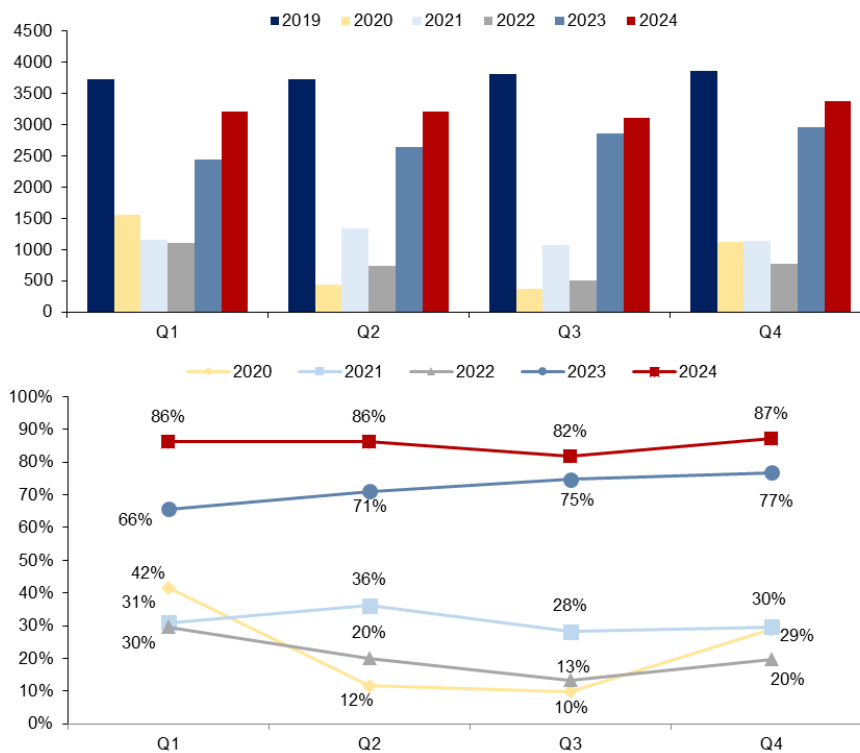
图表3：澳门 VIP 博彩收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



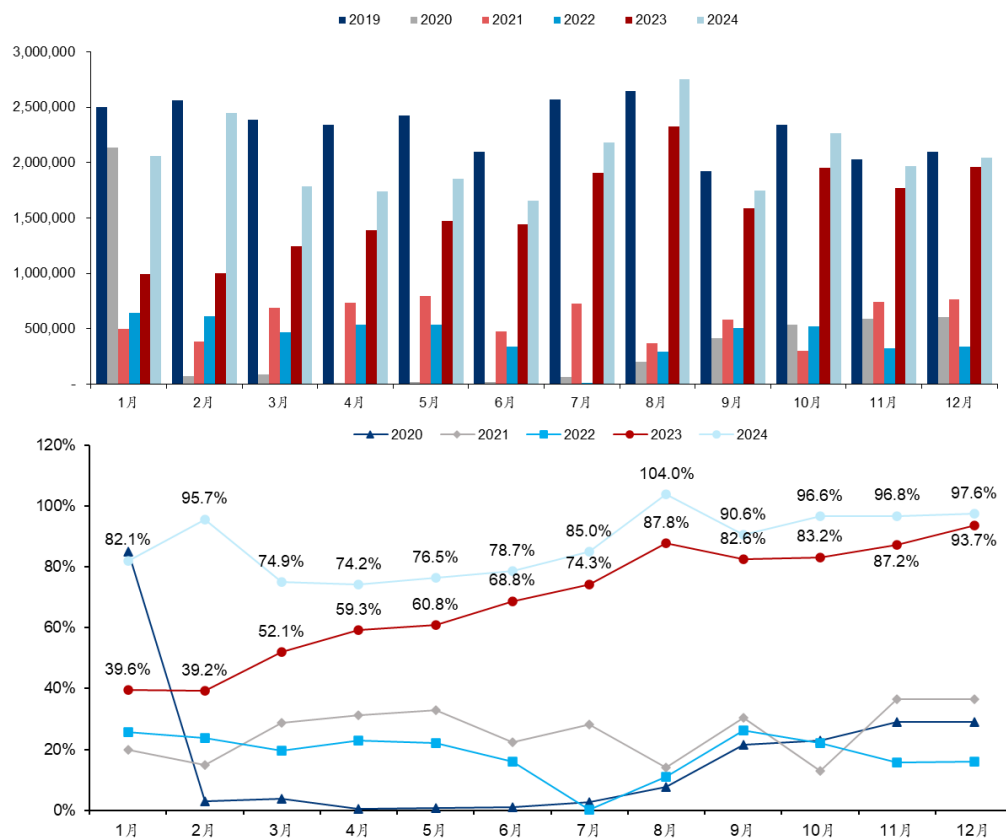
资料来源：DICJ、华泰研究

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）


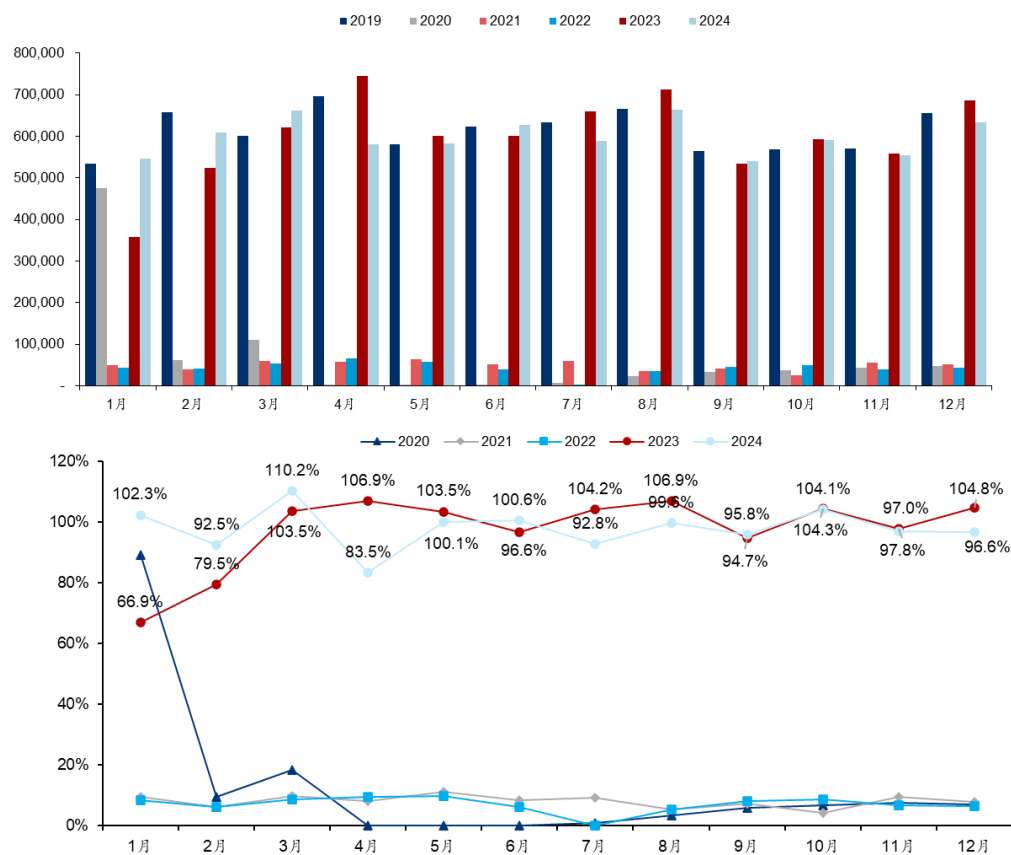
资料来源：DICJ、华泰研究

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

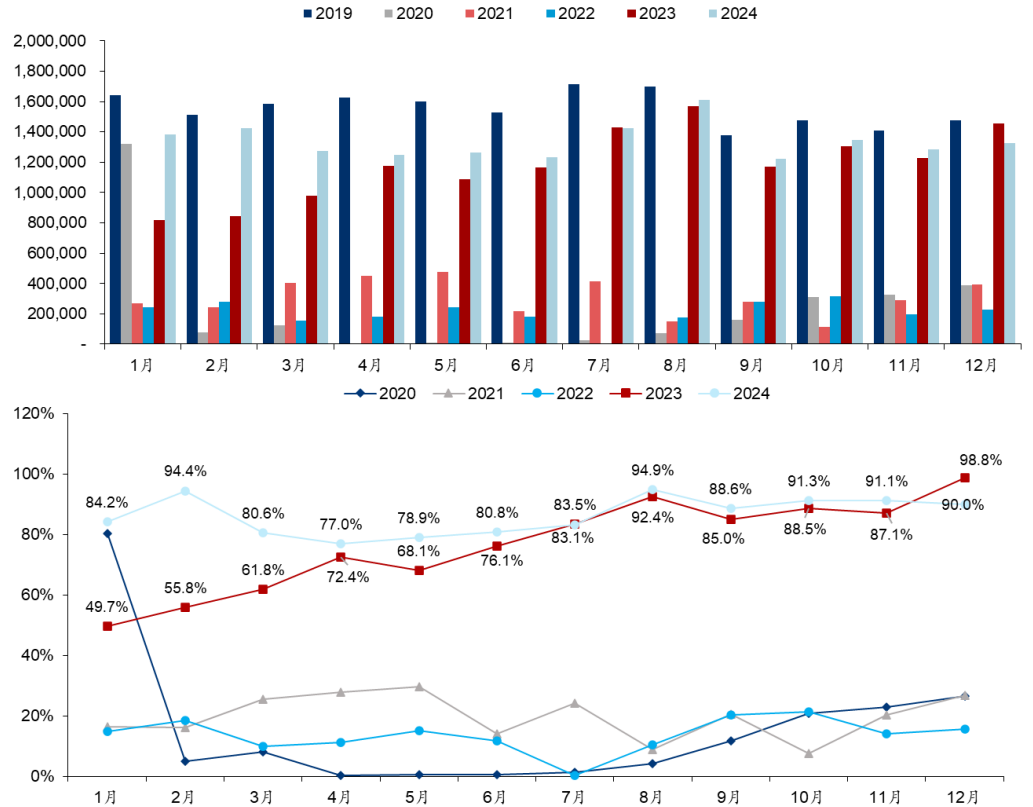
图表6：2024年12月访澳内地游客恢复至2019年97.6%的水平（人，%）


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

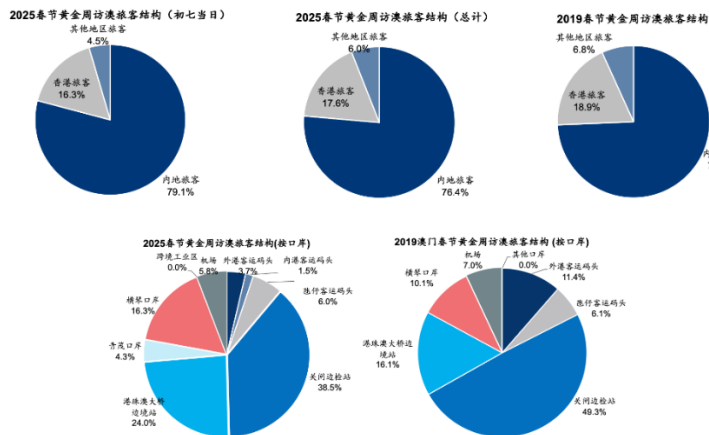
图表9：2025 年访澳春节期间旅客情况

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年的%	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	166,961	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年的%	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：澳门旅游局数据，华泰研究



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表10: 永利皇宫 Louis Vuitton 旋转木马



资料来源: 永利澳门官网、华泰研究

图表11: 杨宗纬“永利音乐夜”



资料来源: 永利澳门官网、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%	2%
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%	4%
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%	1%
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%	75%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	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%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	

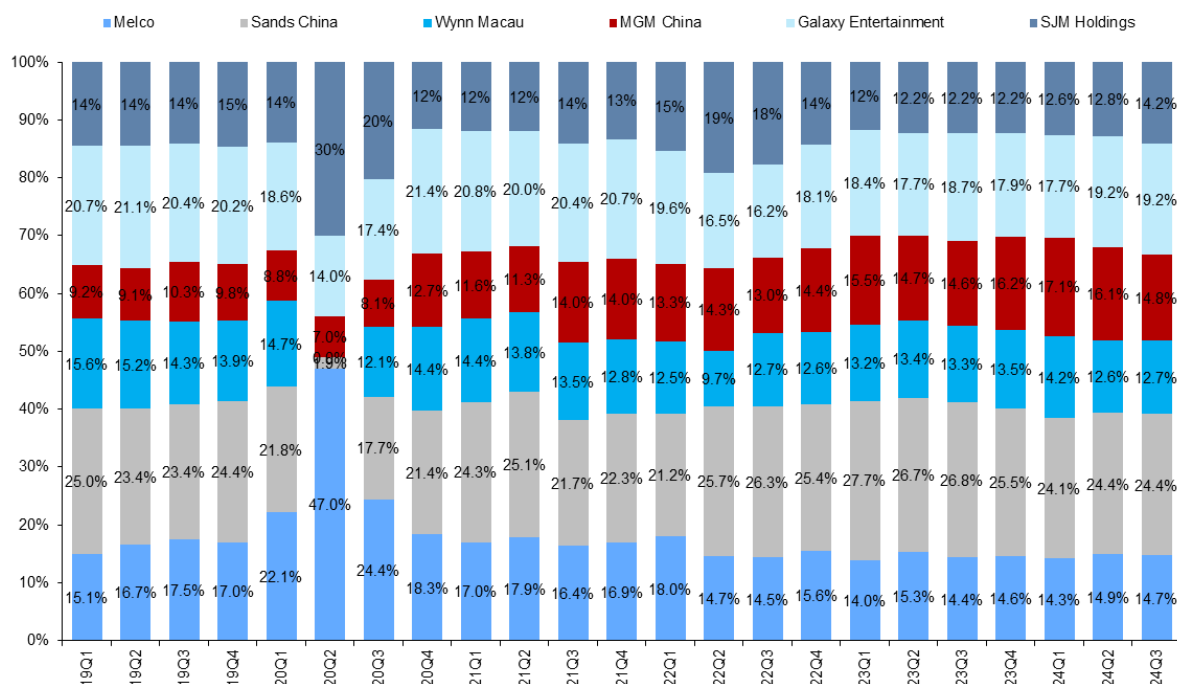
资料来源: Wind, Bloomberg、华泰研究

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%	-13%	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%	-1%	87%	-1%	330%	58%	4%	16%	14%	11%	3%	11%	40%	72%	85%	85%	88%	82%	87%	84%
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%	4%	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%	

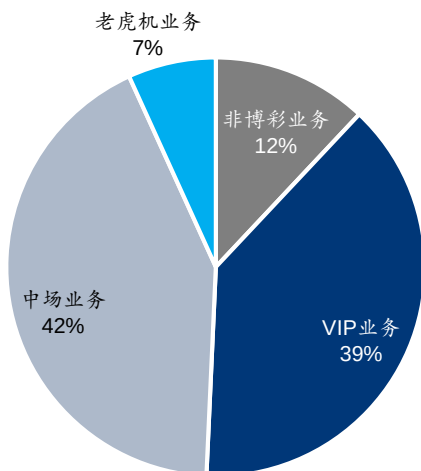
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表15：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）



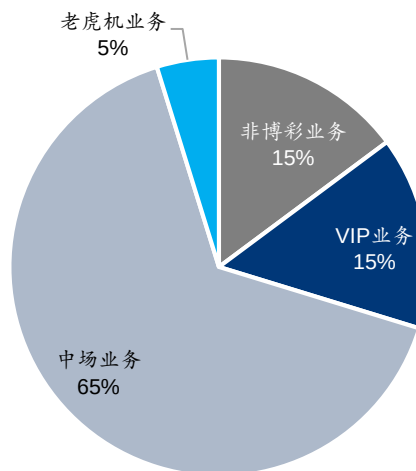
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表16：19Q4永利澳门各业务板块毛收入占比



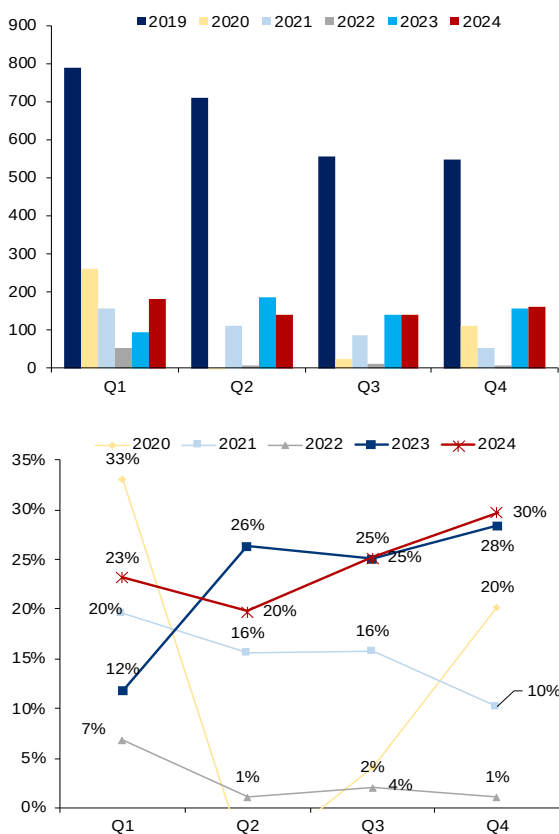
资料来源：Wind、华泰研究

图表17：24Q4永利澳门各业务板块毛收入占比



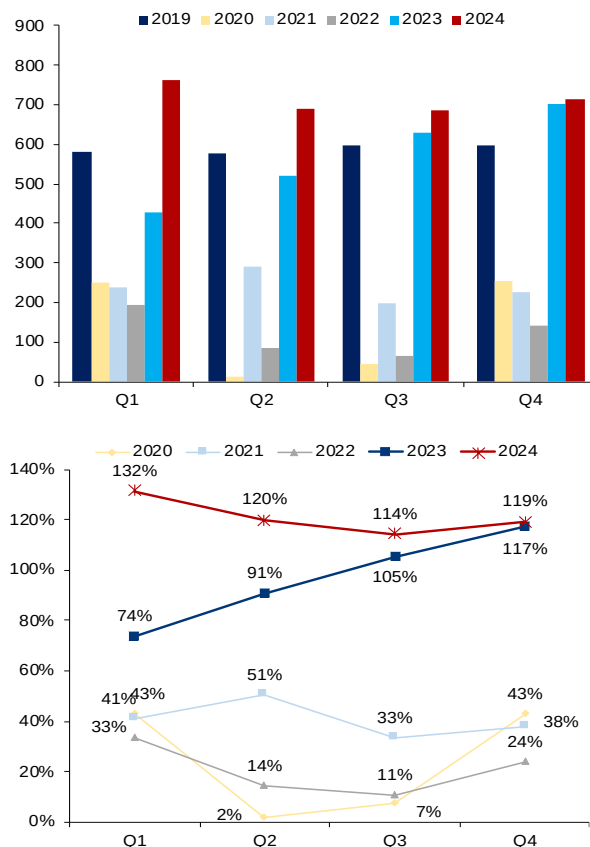
资料来源：Wind、华泰研究

图表18: 永利 VIP 业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



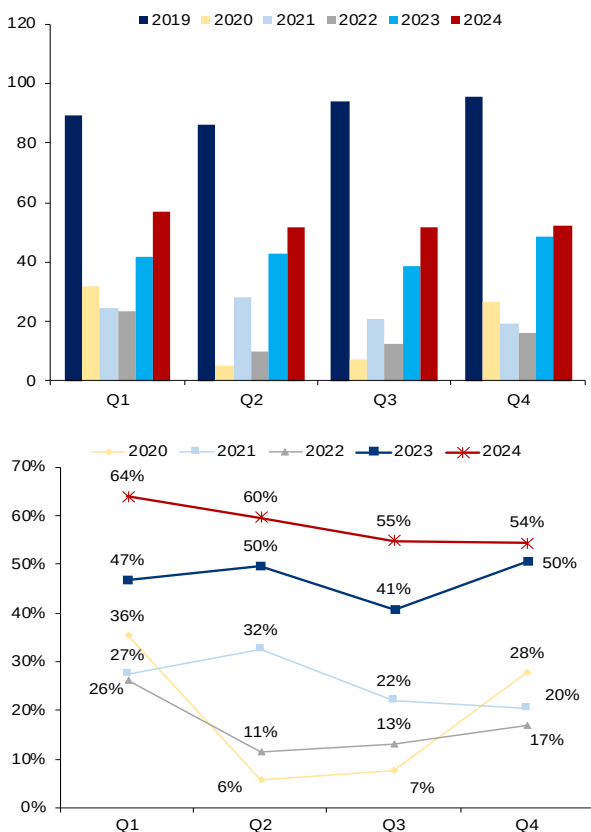
资料来源: Wind、华泰研究

图表19: 永利中场业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



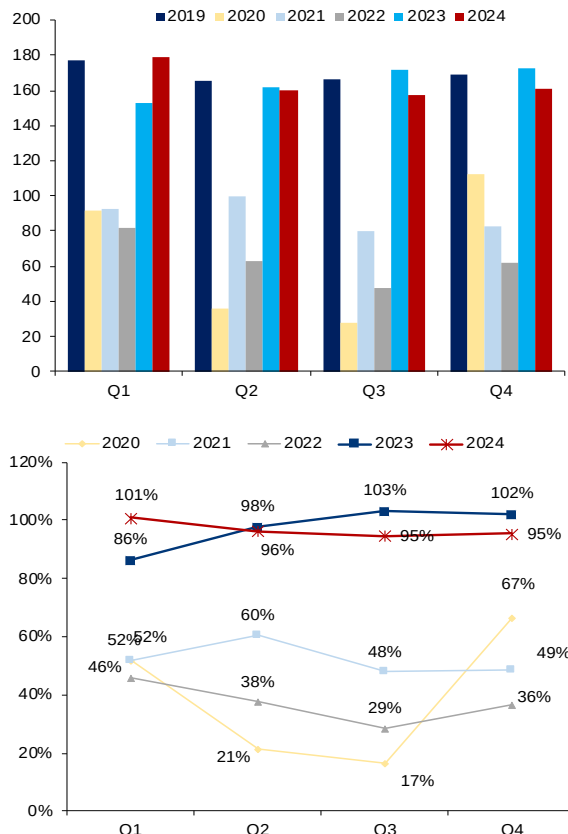
资料来源: Wind、华泰研究

图表20: 永利老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



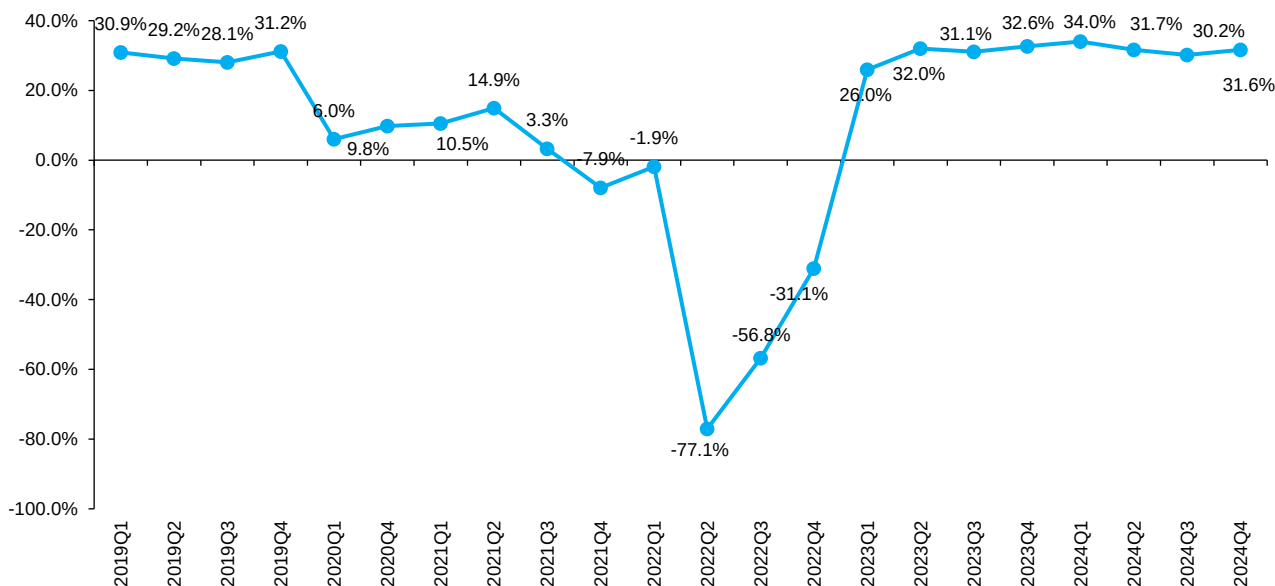
资料来源: Wind、华泰研究

图表21: 永利非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



资料来源: Wind、华泰研究

图表22：永利澳门 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：永利澳门官网、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：港股截止 2 月 13 日收盘价，美股截止 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：**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	5,644	24,268	28,917	31,512	34,180
销售成本	(2,161)	(10,058)	(13,302)	(14,496)	(15,723)
毛利润	3,483	14,211	15,615	17,017	18,457
销售及分销成本	(4,299)	(4,373)	(4,916)	(5,042)	(5,127)
管理费用	(2,308)	(2,374)	(2,747)	(2,994)	(3,247)
其他收入/支出	(1,721)	(3,761)	(2,892)	(3,151)	(3,418)
财务成本净额	(2,482)	(2,764)	(2,316)	(2,061)	(2,005)
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	(7,327)	1,214	3,048	4,103	5,027
税费开支	(12.43)	(42.71)	(6.10)	(8.21)	(10.05)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	(7,339)	1,172	3,042	4,095	5,017
折旧和摊销	(2,308)	(2,374)	(2,438)	(2,535)	(2,669)
EBITDA	(1,948)	6,621	9,528	10,102	10,323
EPS (港币, 基本)	(1.40)	0.22	0.58	0.79	0.96

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	280.33	286.19	343.43	377.78	396.66
应收账款和票据	477.42	1,180	1,416	1,807	1,987
现金及现金等价物	7,423	10,300	15,026	19,345	21,503
其他流动资产	123.85	5,605	180.52	198.58	218.43
总流动资产	8,305	17,372	16,966	21,728	24,106
固定资产	24,353	23,023	22,084	21,850	22,181
无形资产	398.35	1,870	1,870	1,870	1,870
其他长期资产	3,023	2,565	3,334	4,334	5,635
总长期资产	27,774	27,457	27,288	28,054	29,686
总资产	36,079	44,829	44,254	49,782	53,791
应付账款	4,355	5,597	4,660	3,893	3,624
短期借款	42.04	4,709	0.00	0.00	0.00
其他负债	356.74	638.83	766.59	843.25	927.58
总流动负债	4,754	10,946	5,427	4,736	4,552
长期债务	48,355	48,123	52,004	53,004	51,504
其他长期债务	122.03	1,572	1,887	2,075	2,283
总长期负债	48,477	49,695	53,891	55,080	53,787
股本	5.24	5.24	5.24	5.24	5.24
储备/其他项目	(17,158)	(15,817)	(15,069)	(10,039)	(4,552)
股东权益	(17,152)	(15,811)	(15,063)	(10,034)	(4,547)
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	(17,152)	(15,811)	(15,063)	(10,034)	(4,547)

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(3.76)	23.51	9.05	6.73	5.49
PB	(1.61)	(1.74)	(1.83)	(2.74)	(6.06)
EV EBITDA	(35.52)	10.95	7.07	6.37	5.91
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(10.21)	18.99	24.83	25.64	26.15

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	(1,948)	6,621	9,528	10,102	10,323
融资成本	2,482	2,764	2,316	2,061	2,005
营运资本变动	60.54	100.00	597.65	727.92	569.00
税费	(12.43)	(42.71)	(6.10)	(8.21)	(10.05)
其他	(2,701)	(2,630)	(3,518)	(2,509)	(1,576)
经营活动现金流	(2,120)	6,812	8,917	10,373	11,311
CAPEX	(348.68)	(1,044)	(1,500)	(2,300)	(3,000)
其他投资活动	429.39	(4,365)	300.00	1,086	1,700
投资活动现金流	(1,286)	(5,409)	(1,200)	(1,214)	(1,300)
债务增加量	1,660	4,451	(675.51)	1,000	(1,500)
权益增加量	0.03	0.01	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	(2,520)	(2,965)	(2,316)	(5,841)	(6,352)
融资活动现金流	(860.39)	1,486	(2,992)	(4,841)	(7,852)
现金变动	(4,266)	2,890	4,726	4,319	2,159
年初现金	11,664	7,423	10,300	15,026	19,345
汇率波动影响	24.74	(12.20)	126.78	(62.51)	649.53
年末现金	7,423	10,300	15,026	19,345	21,503

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(51.86)	329.98	19.16	8.98	8.47
毛利润	(49.24)	307.98	9.88	8.98	8.47
营业利润	70.28	(176.41)	36.68	15.20	14.33
净利润	41.69	(115.96)	159.60	34.63	22.53
EPS	41.07	(116.00)	159.60	34.63	22.53
盈利能力比率 (%)					
毛利率	61.71	58.56	54.00	54.00	54.00
EBITDA	(34.52)	27.28	32.95	32.06	30.20
净利润率	(130.04)	4.83	10.52	12.99	14.68
ROE	54.01	(7.11)	(19.70)	(32.63)	(68.82)
ROA	(18.82)	2.90	6.83	8.71	9.69
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(238.88)	(268.99)	(245.48)	(335.46)	(659.76)
流动比率	1.75	1.59	3.13	4.59	5.30
速动比率	1.69	1.56	3.06	4.51	5.21

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.14	0.60	0.65	0.67	0.66
应收账款周转天数	34.35	12.29	16.16	18.41	19.98
应付账款周转天数	772.88	178.13	138.81	106.21	86.05
存货周转天数	48.02	10.14	8.52	8.96	8.87
现金转换周期	(690.51)	(155.69)	(114.13)	(78.84)	(57.21)

每股指标 (港币)

EPS	(1.40)	0.22	0.58	0.79	0.96
每股净资产	(3.28)	(3.03)	(2.89)	(1.92)	(0.87)

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2025年华泰证券股份有限公司