

# 永利澳门 (1128.HK)

## 2024 年四季报业绩点评：业绩超预期，非博彩活动持续丰富

买入（维持）

2025 年 2 月 17 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

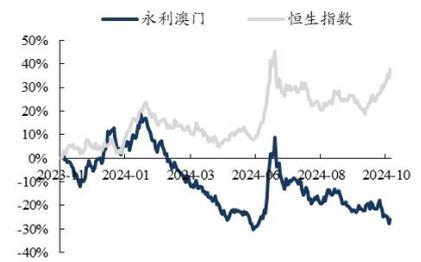
盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万港元）	24,268.1	28,737.3	31,039.3	32,661.4
同比（%）	330.0	18.4	8.0	5.2
经调整物业 EBITDA（百万港元）	7,467	8,995	9,587	10,018
同比（%）	-	20.5	6.6	4.5
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	0.19	0.48	0.56	0.64
EV/经调整物业 EBITDA	9.03	7.50	7.03	6.73

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

### 投资要点

- 4Q24 公司实现博收 9.3 亿美元，较 19 年同期恢复 74.7%。**其中贵宾/中场（含角子机）分别实现博收 1.6/7.6 亿美元，环比分别增长 15.3%/3.9%，恢复至 4Q19 的 29.7%/110.1%，恢复程度环比上升 4.4pct/3.6pct。同期博监局口径下，行业贵宾/中场（含角子机）分别恢复至 43.3%/109.0%，恢复程度环比上升 1.2pct/1.9pct，公司贵宾/中场恢复速度均快于行业，带动整体市占率小幅提升 0.3pct 至 13.0%。25 年以来，公司博彩运营情况仍然稳定。据管理层透露，25 年春节公司贵宾及中场业务的下注额同比基本持平，而角子机的下注额则有一定提升。
- 营收符合预期，非博彩活动持续丰富。**4Q24 公司实现经营收益 9.3 亿美元（基本符合彭博一致预期），环比增长 6.3%，恢复至 2019 年同期的 83.1%。其中博彩/非博彩净收益分别为 7.7/1.6 亿美元，环比分别增长 7.1%/2.8%，恢复至 4Q19 的 80.9%/95.4%。展望 25 年，随着澳门其他博企陆续有新物业投入运营，我们认为市场竞争仍将较为激烈。在此背景下，公司也积极采取措施以维持市占率，具体包括：1）在永利澳门推出 Chairman's Club，以迎合贵宾/高端中场客户的需求；2）目的地美食厅即将在永利皇宫开始运营，为普通中场客户提供更丰富的选择；3）永利皇宫的活动中心及剧院等设施正处于规划及等待政府批准的阶段。管理层认为，以上非博彩设施将有效提升公司物业对入境游客的吸引力，为公司的长期发展奠定基础。
- 业绩超预期，主要系日均运营费用控制严格。**4Q24 公司实现经调整物业 EBITDAR 2.9 亿美元（超出彭博一致预期 6.2%），环比增长 11.4%，恢复至 19 年同期的 84.2%，利润恢复速度快于营收恢复速度，带动公司经调整物业 EBITDAR 利润率较 19 年同期提升 0.4pct，达到 31.6% 的较高水平。同时公司利润率环比提升 1.4pct，我们判断主要系公司费用控制严格，在博彩业务有明显增长的情况下，我们测算公司日均运营费用环比仅增长 1.9%。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持 2024-2026 年公司净收入预测为 287.4/310.4/326.6 亿港元；维持 2024-2026 年公司经调整物业 EBITDAR 预测为 90.0/95.9/100.2 亿港元，当前股价对应 7.5/7.0/6.7 倍 EV/经调整物业 EBITDAR。我们的目标价为 8.2 港元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**中国宏观经济增长不及预期、澳门旅游业复苏低于预期、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：iFind

### 市场数据

收盘价(港元)	5.32
一年最低/最高价	4.74/8.30
市净率(倍)	-
流通 H 股市值(百万港元)	27,959

数据来源：iFind

### 基础数据

每股净资产(港元)	-2.8
资本负债率(%)	133.8
总股本(百万股)	5,255.5
流通 H 股(百万股)	5,255.5

数据来源：iFind

### 相关研究

《2024 年三季报点评：业绩不及预期；市占率维持平稳》

2024-11-06

## 永利澳门三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>17,372</b>	<b>16,087</b>	<b>20,219</b>	<b>24,858</b>	<b>营业收入</b>	<b>24,268</b>	<b>28,737</b>	<b>31,039</b>	<b>32,661</b>
现金	10,300	8,833	12,865	17,429	博彩净收益	19,111	23,728	26,002	27,523
应收账款	1,037	1,228	1,327	1,396	客房	2,435	2,262	2,327	2,374
存货	286	278	280	285	餐饮	1,351	1,554	1,482	1,511
其他流动资产	5,748	5,748	5,748	5,748	零售及其他	1,371	1,194	1,228	1,253
<b>非流动资产</b>	<b>27,457</b>	<b>26,407</b>	<b>25,476</b>	<b>24,475</b>	博彩税	-10,058	-11,631	-12,742	-13,488
使用权资产净额	1,221	1,221	1,221	1,221	职工薪酬	-4,191	-4,506	-9,609	-29,116
物业及设备净额	23,023	21,973	21,041	20,040	折旧及摊销	-2,374	-2,478	-2,486	-2,487
商誉	1,870	1,870	1,870	1,870	物业费用及其他	-181	-181	-181	-181
其他非流动资产	1,343	1,343	1,343	1,343	其他经营支出	-3,761	-4,970	-551	18,452
<b>资产总计</b>	<b>44,829</b>	<b>42,494</b>	<b>45,694</b>	<b>49,333</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,702</b>	<b>4,971</b>	<b>5,470</b>	<b>5,841</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,946</b>	<b>6,348</b>	<b>6,393</b>	<b>6,424</b>	利息收入	571	204	175	255
应付账款	457	534	579	611	利息支出	-3335	-2448	-2448	-2448
短期借款	4,676	0	0	0	其他调整	276	0	1	2
其他流动负债	5,814	5,814	5,814	5,814	<b>利润总额</b>	<b>1,214</b>	<b>2,726</b>	<b>3,198</b>	<b>3,650</b>
<b>非流动负债</b>	<b>49,695</b>	<b>49,695</b>	<b>49,695</b>	<b>49,695</b>	减: 所得税费用	-43	-43	-43	-43
长期借款	48,004	48,004	48,004	48,004	<b>净利润</b>	<b>1,172</b>	<b>2,683</b>	<b>3,155</b>	<b>3,607</b>
其他非流动负债	1,691	1,691	1,691	1,691					
<b>负债合计</b>	<b>60,640</b>	<b>56,043</b>	<b>56,088</b>	<b>56,119</b>	每股收益-摊薄 (港元)	0.19	0.48	0.56	0.64
归属母公司股东权益	-15,811	-13,548	-10,393	-6,786	经调整物业 EBITDA	7,467	8,995	9,587	10,018
少数股东权益	0	1	2	3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>-15,811</b>	<b>-13,547</b>	<b>-10,391</b>	<b>-6,783</b>	收入增长率 (%)	330%	18%	8%	5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44,829</b>	<b>42,495</b>	<b>45,696</b>	<b>49,336</b>	归母净利润增长率 (%)	-	129%	18%	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	6,812	7,301	7,859	8,244	每股净资产(港元)	-	-	-	-
投资活动现金流	-5,409	-1,224	-1,379	-1,231	最新发行在外股份(百万股)	5,606	5,606	5,606	5,606
筹资活动现金流	1,486	-7,544	-2,448	-2,448	ROE-摊薄 (%)	-	-	-	-
现金净增加额	2,889	-1,468	4,032	4,564	经调整物业 EBITDA 率 (%)	30.77	31.30	30.89	30.67
折旧和摊销	2,374	2,478	2,486	2,487	资产负债率 (%)	135.27	113.32	105.39	97.62
资本开支	-854	-1,428	-1,554	-1,486	EV/经调整物业 EBITDA	9.03	7.50	7.03	6.73

数据来源: iFind, 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。

**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的相關定義）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。

研究分析員或其聯系人士並未從事其研究／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。

研究分析員或其聯系人士並未擔任其研究／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的建議。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，閣下應尋求獨立法律、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獲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書面表達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

## 免責及評級說明部分

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倉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/>

