

24Q4 博彩业务恢复不及行业水平，非博彩活动布局或助力长期业绩回暖

华泰研究

2025 年 3 月 01 日 | 中国香港

动态点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

5.60

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

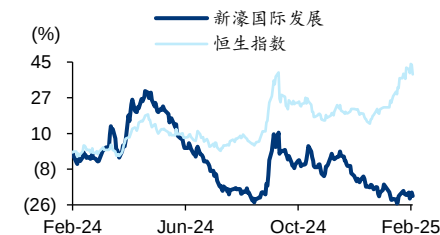
易楚妍

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

基本数据

目标价(港币)	5.60
收盘价(港币 截至 2 月 28 日)	4.02
市值(港币百万)	6,097
6 个月平均日成交额(港币百万)	17.63
52 周价格范围(港币)	3.80-6.95
BVPS(港币)	0.20

股价走势图



资料来源: S&P

新濠国际子公司新濠博亚 (MLCO US) 于美国时间 2/27 发布 24Q4 财报, 当日收盘股价下跌 2.6%, 主要系澳门博彩收入恢复低于行业均值。公司曾于 24Q3 电话会中提到计划于 2025 年下半年重启派息, 但本次尚未给出明确计划。新濠短期内或因澳门博彩业务 EBITDA margin 下滑而受压, 但我们认为, 2024 年底开通的轻轨横琴线(连接新濠影汇)或带来客流增量, 有望推动业绩改善。行业整体来说, 鉴于演唱会经济带, Rain、郑秀文、周华健、张学友等大牌歌手将来澳演出, 有望吸引中老年高净值消费群体, 带动行业从五一传统旺季到六月淡季不淡, 再到暑假出行热潮, 推动澳门旅游业和博彩业务增长。

澳门整体博彩收入恢复低于行业, 但中场、老虎机环比均有改善

24Q4 新濠博亚 GGR12.58 亿美元(澳门部分 GGR 为 10.52 亿美元, 恢复至 19Q4 的 69%, 对比行业 80%)。澳门部分: VIP 毛收入 1.52 亿美元, 恢复至 19Q4 的 23% (对比行业 43%), 同比+7%, 环比-4%; 中场毛收入 8.13 亿美元, 恢复至 19Q4 的 107% (对比行业 111%), 同比+7%, 环比+6%; 老虎机毛收入 0.86 亿美元, 恢复至 19Q4 的 83% (对比行业 87%), 同比+7%, 环比+3%。海外方面, 新濠天地(马尼拉)净收入 1.34 亿美元, 同比+11%, 环比+13%; 新濠天地(地中海)净收入 0.59 亿美元, 同比+25%, 环比-8%。我们认为, 虽然公司澳门的整体博彩收入(VIP、中场与老虎机)恢复低于行业平均水平, 但中场、老虎机恢复迹象明显, 环比均改善。

EBITDA Margin 环比回落, 非博彩业务布局或助业绩回升

新濠博亚 24Q4 净收入 11.91 亿美元, 同比+8.9%; 经调整 EBITDA 为 2.95 亿美元, 同比-2.6%; EBITDA Margin 为 24.7%, 对比 19Q4/23Q4/24Q3 的 28.5/27.7/27.5%, 环比回落。澳门新濠天地 24Q4 净收入 5.91 亿美元, 同比+5.6%; 经调整 EBITDA 为 1.4 亿美元, EBITDA Margin 为 23.7%, 低于 24Q3 的 28.9%; 新濠影汇 24Q4 净收入 3.42 亿美元, 同比+13.1%; 经调整 EBITDA 为 0.8 亿美元, EBITDA Margin 为 23.4%, 对比 24Q3 的 25.4%。EBITDA Margin 环比下滑或反映公司通过增加获客成本以提升份额。公司加大非博彩布局, “水舞间”将于 5 月重返新濠天地, 投资超 4000 万美元, 并计划在舞台和内容上进行创新调整。鉴于其十年演出历史, 我们认为吸引观众流量需较大创新, 实际上座率有待观察。

维持买入, 目标价 5.6 港元, 对应 25 年 EV/EBITDA 为 7.0x

澳门持续推进博彩与非博彩业融合发展, 并加速内地与澳门人员往来便利。尽管客流已超疫情前水平, 但对博彩收入的持续贡献仍需观望。新濠国际虽布局非博彩领域以顺应转型趋势, 但 EBITDA Margin 环比下滑, 并考虑作为控股公司的合理折价(对新濠博亚)。我们维持盈利预测和 5.6 港元目标价, 对应 2025E 7.0x EV/EBITDA (行业均值 7.8x), 维持“买入”。

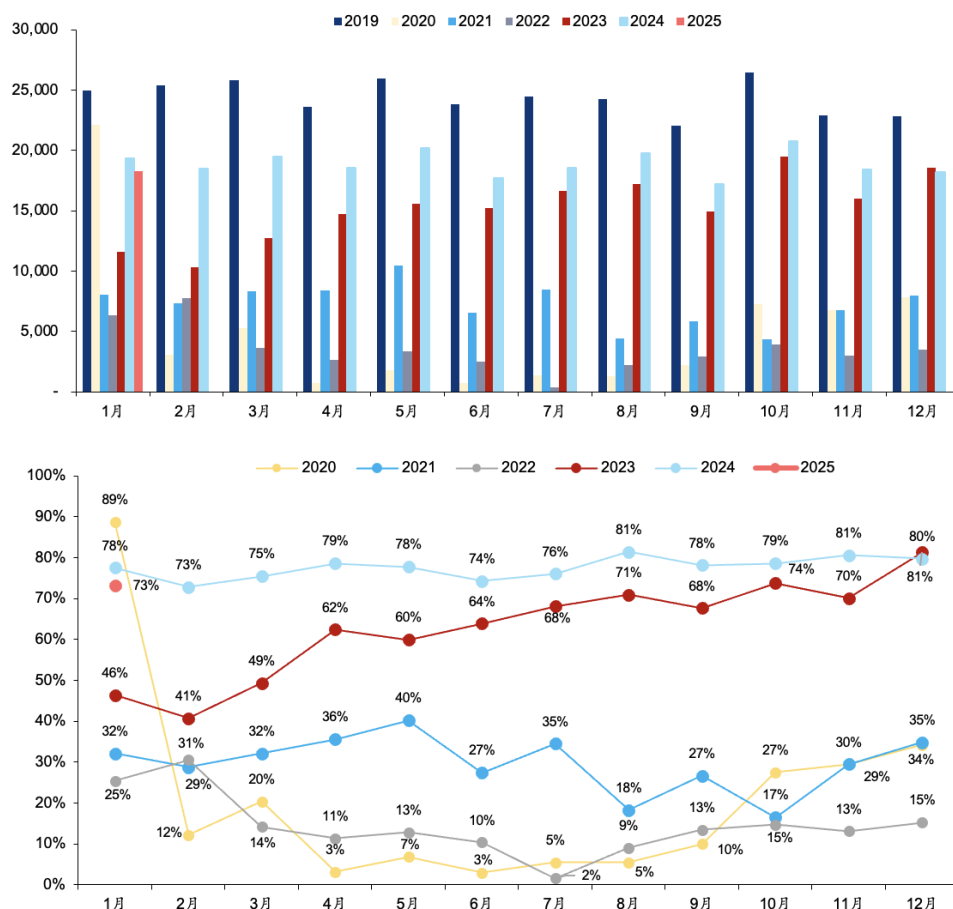
风险提示: 政策落地不及预期, 测算存在误差, 海外博彩市场竞争加剧。

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)	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
+/-%	(32.40)	179.50	17.90	10.30	10.30
归属母公司净利润(港币百万)	(5,113)	(1,744)	1,014	1,822	1,631
+/-%	(35.60)	(65.90)	(158.20)	80.00	(10.00)
EPS(港币, 最新摊薄)	(2.58)	(0.88)	0.51	0.92	0.82
ROE(%)	(118.17)	(142.00)	24.70	23.09	19.80
PE(倍)	(1.19)	(2.19)	28.92	4.57	2.40
PB(倍)	3.40	11.52	1.01	0.93	0.93
EV/EBITDA(倍)	(206.06)	9.31	7.34	6.18	6.03

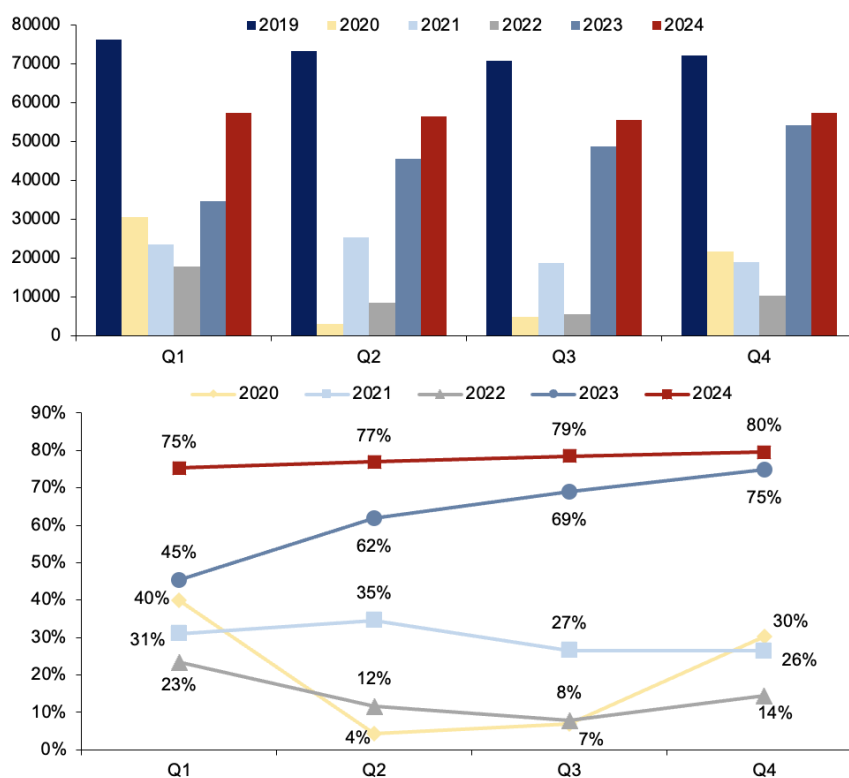
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

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）



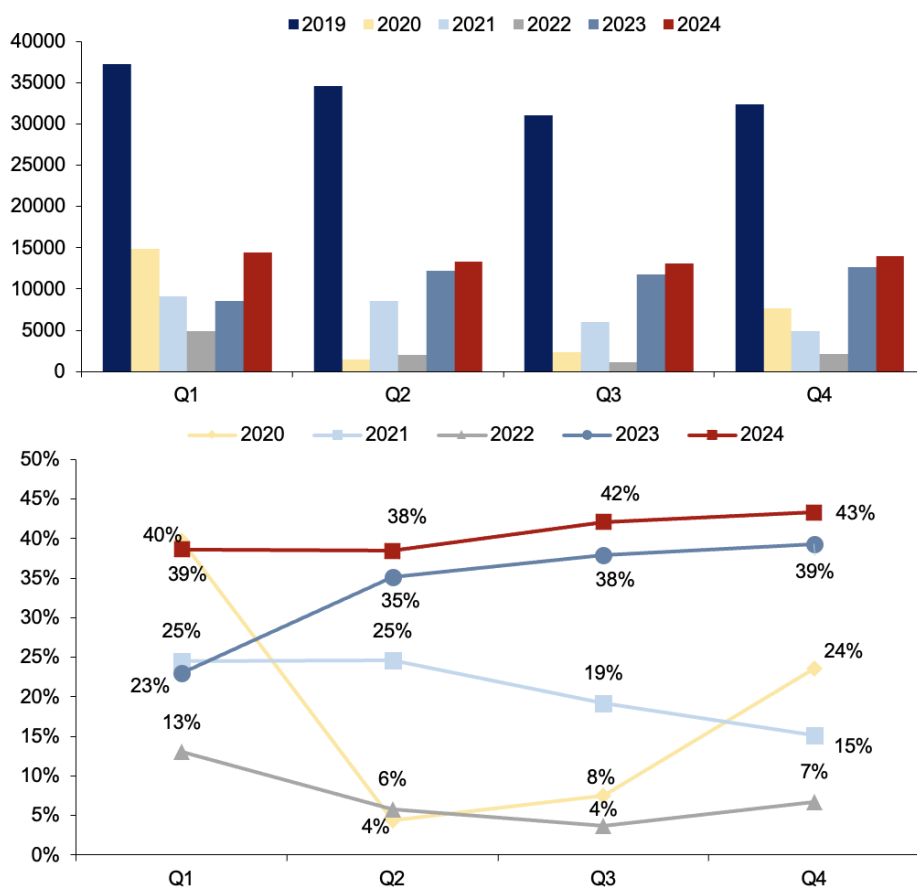
资料来源：DICJ，华泰研究

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）



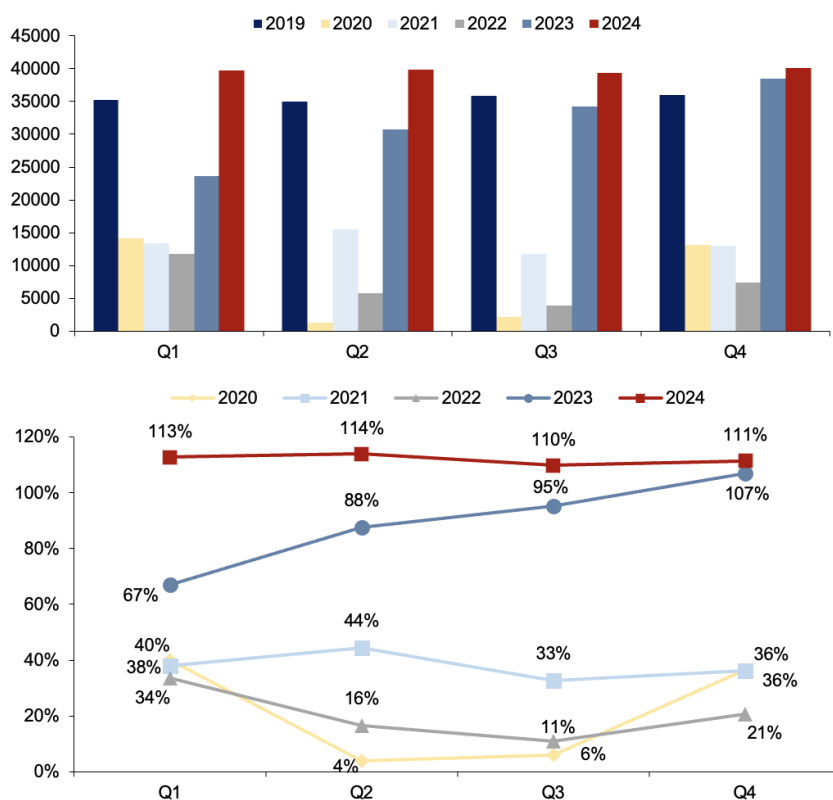
资料来源：DICJ，华泰研究

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）



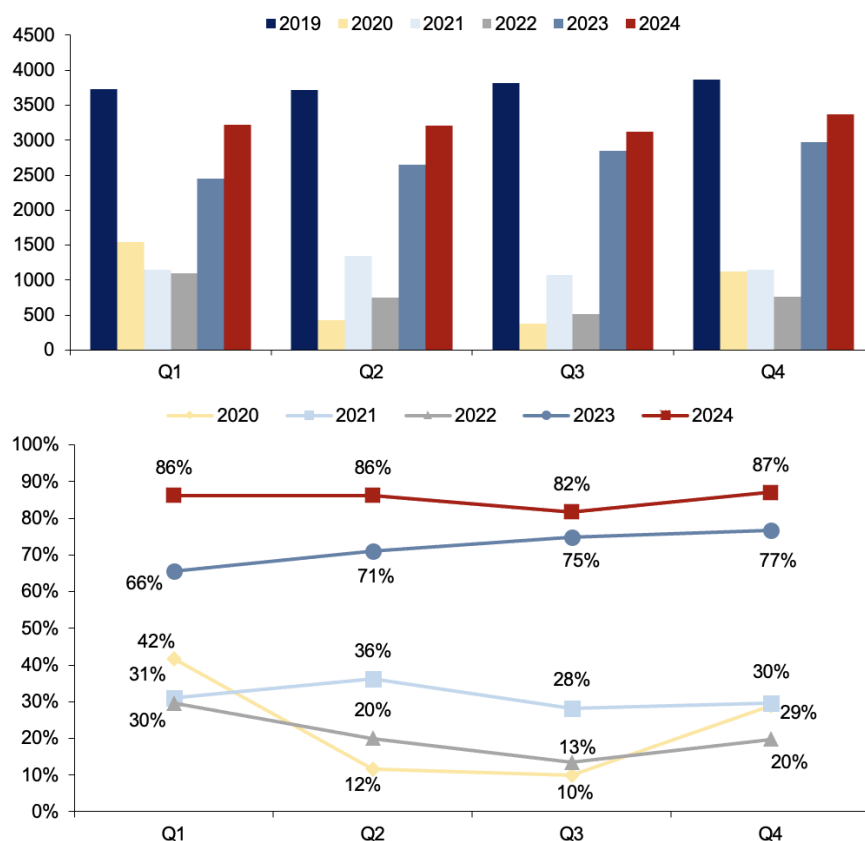
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



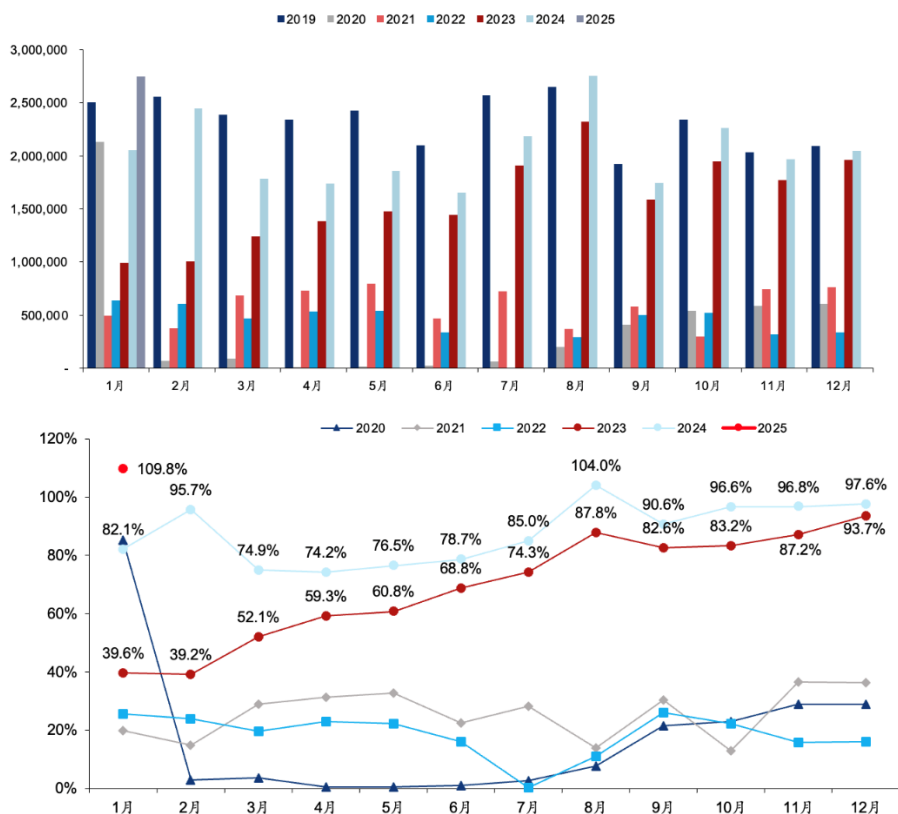
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



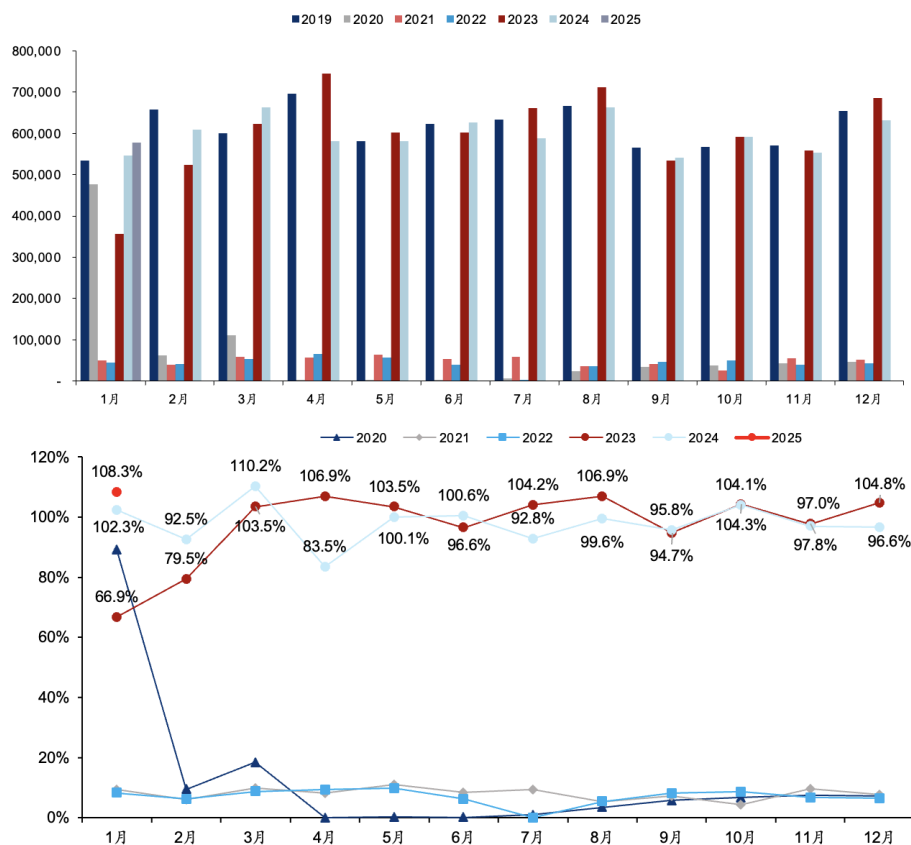
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2025 年 1 月访澳内地游客已超出 2019 年同期水平（人，%）



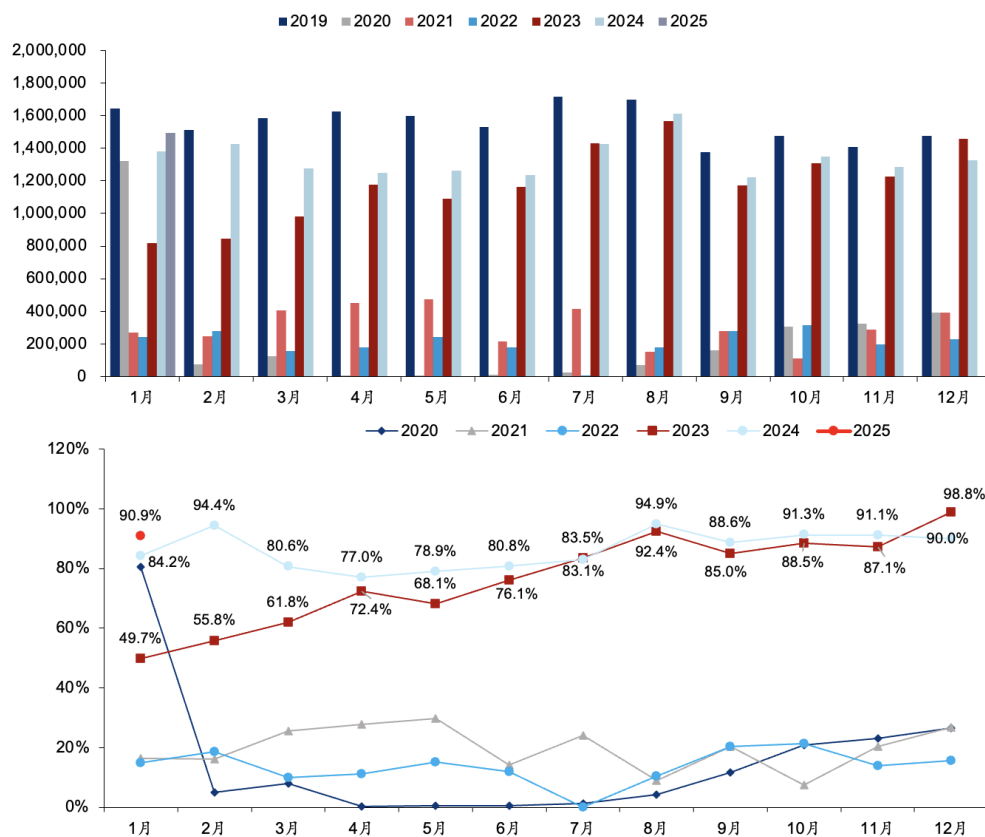
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表7：2025年1月访澳香港游客已超出2019年同期水平（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表8：2025年1月访澳过夜游客恢复至2019年90.9%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

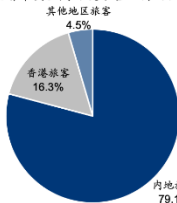
2019-2025年春节黄金周期间总访澳旅客(人次)									
	首日*	第二日	第三日	第四日	第五日	第六日	第七日	第八日	日均值
2019	84,216	141,041	175,453	226,326	213,003	197,196	164,677	--	171,702
2020	55,130	57,971	45,528	36,143	27,130	21,657	17,895	--	37,351
2021	8,164	9,075	13,208	17,353	15,212	14,395	13,224	--	12,947
2022	9,680	10,115	15,091	21,972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

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
2019	53,095	93,896	124,871	175,937	163,496	151,999	130,475	--	127,681
2020	32,945	33,182	25,456	20,183	15,421	12,447	9,652	--	21,327
2021	7,053	8,147	12,102	16,063	13,893	13,113	11,853	--	11,746
2022	8,682	9,314	14,141	20,723	18,582	17,803	16,835	--	15,154
2023	17,917	27,194	39,394	53,244	44,501	43,653	38,759	--	37,809
2024	82,674	118,302	163,766	159,885	159,608	145,460	119,421	85,387	129,313
2025	52,202	92,229	126,675	166,981	168,144	154,162	131,205	108,610	125,026
2025同比%	-37%	-22%	-23%	4%	5%	6%	10%	27%	-3%
2025恢复至2019年的%	98%	98%	101%	95%	103%	101%	101%	-	98%

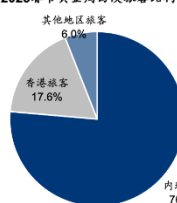
*注：2024年首日为初一，往年为除夕。

资料来源：澳门旅游数据，华泰研究

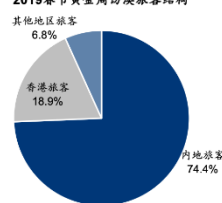
2025春节黄金周访澳旅客结构(初七当日)



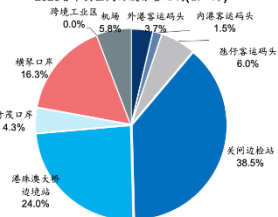
2025春节黄金周访澳旅客结构(总计)



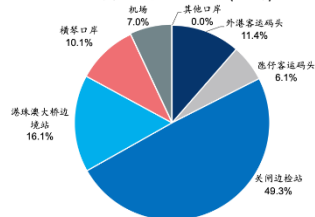
2019春节黄金周访澳旅客结构



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)



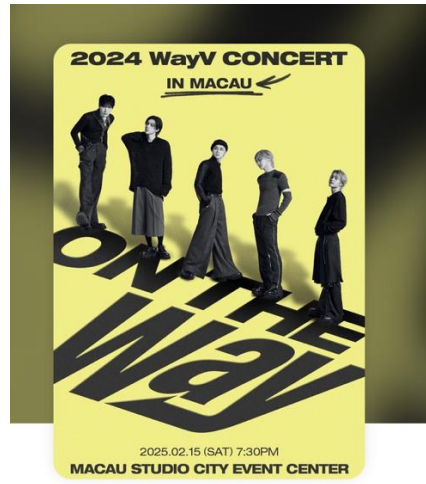
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表10：新濠《水舞间》表演



资料来源：新濠官网、华泰研究

图表11：WayV Concert 2025 澳门演出



资料来源：新濠官网、华泰研究

图表12：2025年上半年澳门演艺活动梳理

名称	嘉宾地区	时间	地点
陈柏宇「LIFE IS LIVE」演唱会 2024 澳门站	中国香港	2024.12.01	澳门百老汇舞台
曲词编唱作音乐分享会—Mr. 扁 (澳门站)		2024.12.06	银河-G Box
卢广仲演唱会2024澳门安可场	中国台湾	2024.12.06-12.08	澳门百老汇舞台
NBA传奇名人赛		2024.12.07	威尼斯人综艺馆
GMMTV FAN FEST 2024 IN MACAU	泰国	2024.12.08	银河综艺馆
英雄联盟：云顶之弈澳门公开赛		2024.12.13-12.15	金光会展D馆
飞行船剧团《杰克与魔豆》	日本	2024.12.13-12.15	银河文化中心综合剧院
赵传演唱会2024澳门站	中国台湾	2024.12.14	银河综艺馆
查理·普斯“Something New”巡回演唱会澳门站	美国	2024.12.14	威尼斯人综艺馆
LingOrm Fan Meeting in Macau	泰国	2024.12.14-12.15	澳门百老汇舞台
澳门2049舞台剧	中国	2024.12.18-2025.02.02	美狮美高梅剧院
海来阿木「不如见一面」2024巡回演唱会	中国	2024.12.21	澳门百老汇舞台
2024 N.Flying LIVE 'HIDE-OUT' IN MACAU	韩国	2024.12.22	澳门百老汇舞台
2024美高梅澳门网球名人赛		2024.12.24	澳门综艺馆
2024澳门斯诺克大师邀请赛		2024.12.25-12.28	永利皇宫一层宴会厅
巫启贤 2024巡回演唱会红尘来去梦太傻 澳门站	马来西亚	2024.12.27	澳门百老汇舞台
张智霖、周柏豪、卫兰 澳门户外表演区预热音乐会	中国香港	2024.12.28	澳门户外表演区
李准基粉丝见面会2024澳门站	韩国	2024.12.28	澳门新濠影汇综艺馆
《尚人祭》音乐空间	中国澳门/香港	2024.12.28-12.29	澳门葡京人H853 娱乐馆
MC 张天赋澳门演唱会	中国香港	2024.12.28-12.30	伦敦人综艺馆
2025.01.04-01.05			
2024 THE LAST FAN-CON [CURTAIN CALL] ASIA TOUR IN MACAU	韩国	2024.12.29	澳门百老汇舞台
张艺兴染色体家族跨年狂欢夜	中国	2024.12.31	美狮美高梅一楼平台
“用奋斗点亮幸福”特仑苏更好2025江苏卫视跨年演唱会	中国	2024.12.31	银河综艺馆
【2024-25 TAEMIN WORLD TOUR [Ephemeral Gaze] IN MACAU	韩国	2025.01.04	澳门新濠影汇综艺馆
乐童 AKMU : ON AIR IN MACAU	韩国	2025.01.11	澳门百老汇舞台
2025 AMPERS&ONE FAN MEETING 'Dear. My First.' in Macau Ampersand one	韩国	2025.01.11	澳门旅游塔4楼剧院
南拳妈妈“我回来了”演唱会澳门站	中国台湾	2025.01.11	澳门威尼斯人剧场
《甄嬛爱不停》——甄嬛传小主节晚会	中国	2025.01.11	银河综艺馆
INFINITE 15th ANNIVERSARY CONCERT 《LIMITED EDITION》 IN MACAU	韩国	2025.01.11-01.12	澳门新濠影汇综艺馆
理想混蛋 巡回演唱会 【换日线 Bestart】 澳门站	中国台湾	2025.01.18	银河-G Box
2025 Apink 7th CONCERT [PINK NEW YEAR] IN MACAU	韩国	2025.01.18	澳门百老汇舞台
2024 SUPER JUNIOR-D&E WORLD TOUR : ECLIPSE in MACAU	韩国	2025.01.18-01.19	澳门新濠影汇综艺馆
银河声采：钢琴巨星郎朗与澳门乐团	中国	2025.01.19	银河会议中心
张信哲【未来式终极版】世界巡回演唱会—澳门站 春节限定场	中国台湾	2025.02.01	银河综艺馆
李克勤 我们的交响乐演唱会	中国香港	2025.02.08-02.09	伦敦人综艺馆
2024 WayV CONCERT [ON THE Way] IN MACAU 威神	中国	2025.02.15	澳门新濠影汇综艺馆
任贤齐《齐迹2025世界巡回演唱会》	中国台湾	2025.02.15	澳门威尼斯人金光综艺馆
TAEYANG 2025 TOUR [THE LIGHT YEAR] IN MACAU	韩国	2025.02.15-2025.02.16	银河综艺馆
黄子弘凡「除了快乐禁止入内」巡回演唱会 - 澳门站	中国	2025.02.22	银河综艺馆
尼克·卡特2025 <WHO I AM> 巡回演出澳门站	美国	2025.02.22	澳门威尼斯人剧场
PARK JIHOON WINTER FAN MEETING 'OPENING'	韩国	2025.02.22	澳门巴黎人-5楼宴会厅
2024-25 2NE1 ASIA TOUR [WELCOME BACK] IN MACAO	韩国	2025.02.22-2025.02.23	威尼斯人综艺馆
KELLY CHEN LIVE IN LONDONER	中国香港	2025.03.01	伦敦人综艺馆
2025 IDOL RADIO LIVE IN MACAU	韩国	2025.03.01	澳门威尼斯人金光综艺馆
汤宝如如乐人生巡回音乐会-澳门站	中国香港	2025.03.01	银河-G Box
Dreamcatcher 2025 [FINALE OF 7 DOORS] IN MACAU	韩国	2025.03.02	澳门百老汇舞台
2025 艺声演唱会 [It's Complicated] 澳门站	韩国	2025.03.02	澳门新濠影汇综艺馆
2025 张杰-LIVE—「开往1982」演唱会-澳门站	中国	2025.03.07-03.09	银河综艺馆
陈慧娴演唱会2025澳门站	中国香港	2025.03.08	澳门威尼斯人金光综艺馆
2025 张杰巡回演唱会	韩国	2025.03.08	澳门百老汇舞台
CRAVITY 2025 《BEYOND YOUR MEMORIES》粉丝见面会	韩国	2025.03.08	澳门威尼斯人剧场
杨丞琳Another STAR限定演唱会	中国台湾	2025.03.15	威尼斯人综艺馆
Kep1er粉丝演唱会2025澳门站	韩国	2025.03.15	澳门威尼斯人剧场
电音教父PAUL VAN DYK 3月21日空降澳门演唱会	德国	2025.03.21-2025.03.22	澳门新濠影汇综艺馆
KYUHYUN 10TH ANNIVERSARY ASIA TOUR [COLORS] IN MACAO	韩国	2025.03.22	伦敦人综艺馆
窦靖童“状况外”巡回演唱会	中国香港	2025.03.22	澳门威尼斯人剧场
金在中《J-PARTY "HOME"》亚洲巡演	韩国	2025.03.22-2025.03.23	澳门百老汇舞台
萧敬腾《野生》巡回演唱会	中国台湾	2025.03.29	威尼斯人综艺馆
AAA TOUR BY HYUKOH & SUNSET ROLLERCOASTER 2025	韩国/中国台湾	2025.03.29	澳门百老汇舞台
2025 LEE MINHO ASIA FANMEETING TOUR 'MINHOVERSE' IN MACAU	韩国	2025.03.29	澳门新濠影汇综艺馆
安德烈·波伽利澳门演唱会2025	意大利	2025.03.29	银河综艺馆
2025 NCT WISH ASIA TOUR 'LOG in' MACAU	韩国	2025.04.04-2025.04.06	澳门百老汇舞台
汪明荃《阿姐 Diva》演唱会 2025 澳门站	中国香港	2025.04.12	澳门百老汇舞台
2025 RAIN CONCERT: STILL RAINING - MACAO	韩国	2025.04.12	伦敦人综艺馆
2025 DONGHAE FANCON EAST COAST : WAVE in MACAU	韩国	2025.04.13	澳门百老汇舞台
TAEYEON CONCERT – The TENSE IN MACAU	韩国	2025.04.26	威尼斯人综艺馆
NCT 127《NEO CITY : MACAU - THE MOMENTUM》巡演	韩国	2025.04.26	银河综艺馆
2025 KISS OF LIFE 1st WORLD TOUR [KISS ROAD] IN MACAO	韩国	2025.04.27	澳门威尼斯人剧场
周华健《少年侠客》巡回演唱会	中国台湾	2025.05.03	银河综艺馆
郑秀文《You & Mi》世界巡回演唱会	中国香港	2025.05.09-2025.05.18	威尼斯人综艺馆
TOMORROW X TOGETHER《ACT: PROMISE - EP.2》世界巡回演唱会	韩国	2025.05.10-2025.05.11	银河综艺馆
J-Hope《HOPE ON THE STAGE》巡演	韩国	2025.05.17-2025.05.18	银河综艺馆
张学友“60+”世界巡回演唱会	中国香港	2025.06.13-2025.06.21	银河综艺馆

资料来源：Klook、华泰研究

图表13：2019 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%	7%
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%	19%
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%	7%
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%	69%
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%	7%
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%	11%
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14：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%	69%	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%	83%
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%	79%	11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%	126%	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%
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%	

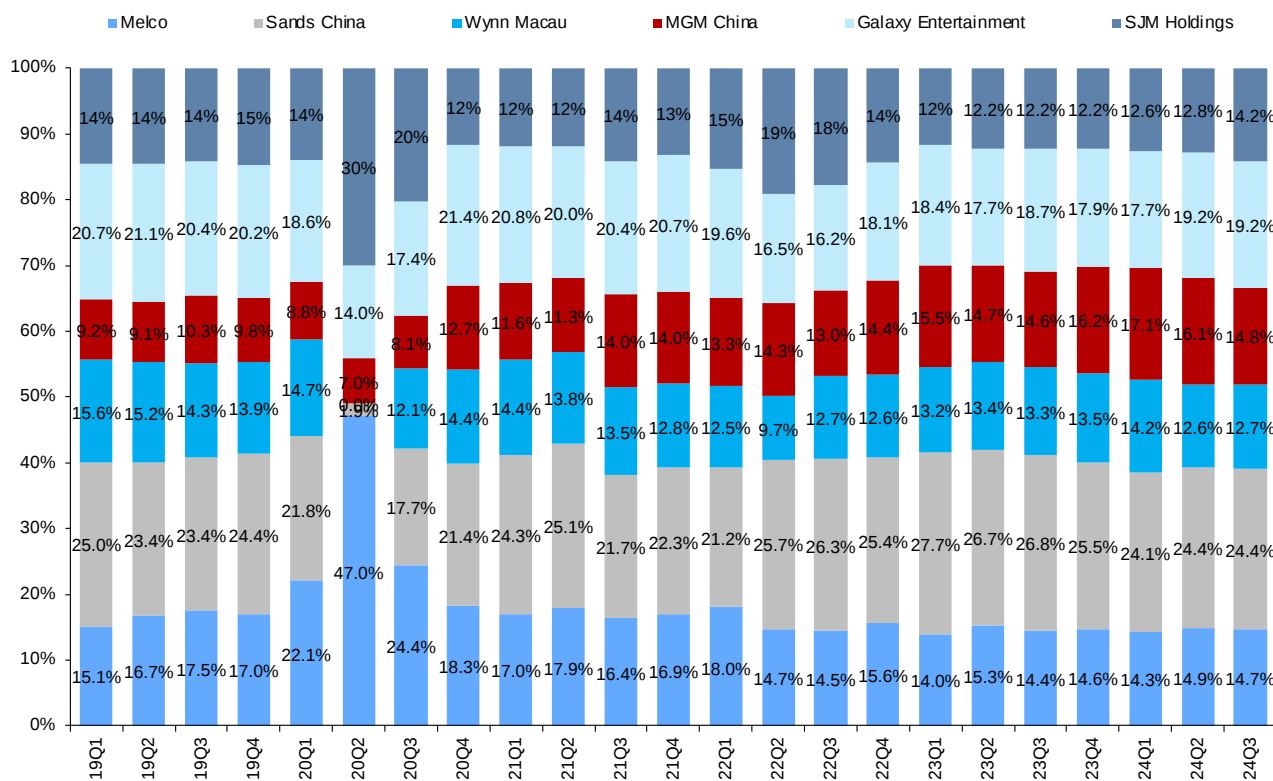
资料来源：Wind, Bloomberg、华泰研究

图表15：2023 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%	-9%	397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%	-13%	35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%	65%
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%	8%	1270%	30%	12%	1%	1%	4%	-7%	10%	51%	60%	72%	72%	76%	76%	74%	79%
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%	

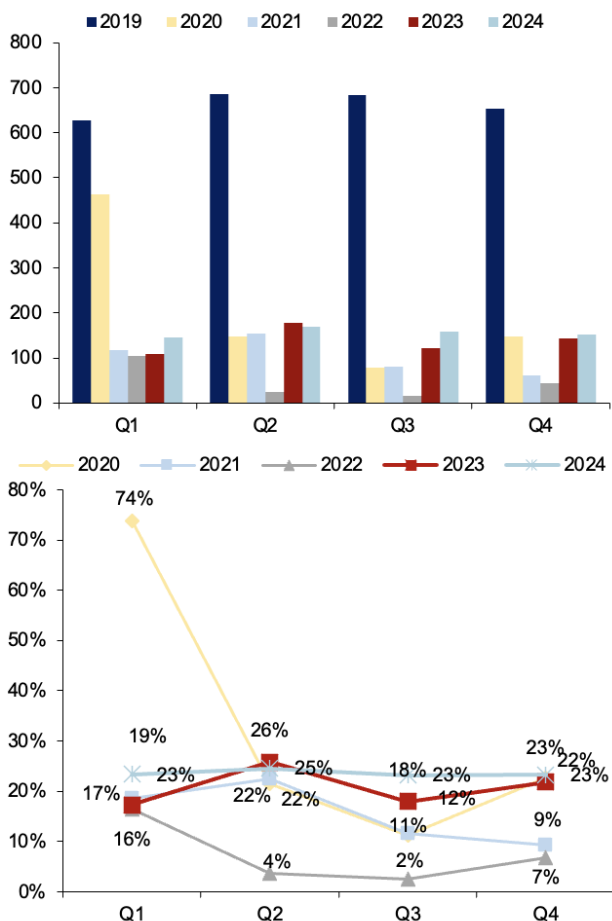
资料来源：Wind, Bloomberg、华泰研究

图表16：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）



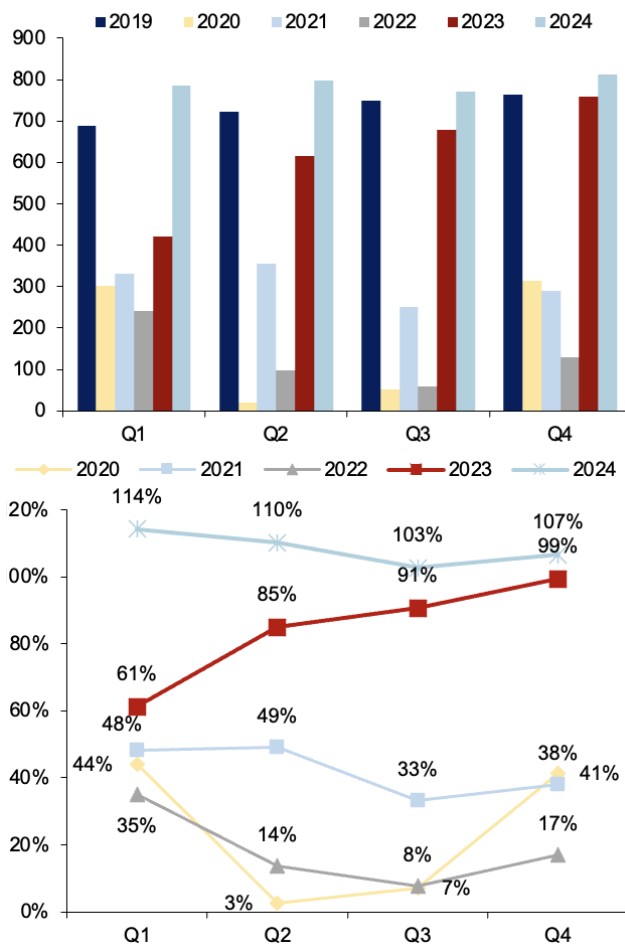
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表17：新濠VIP业务毛收入对比19年修复情况（百万美元）



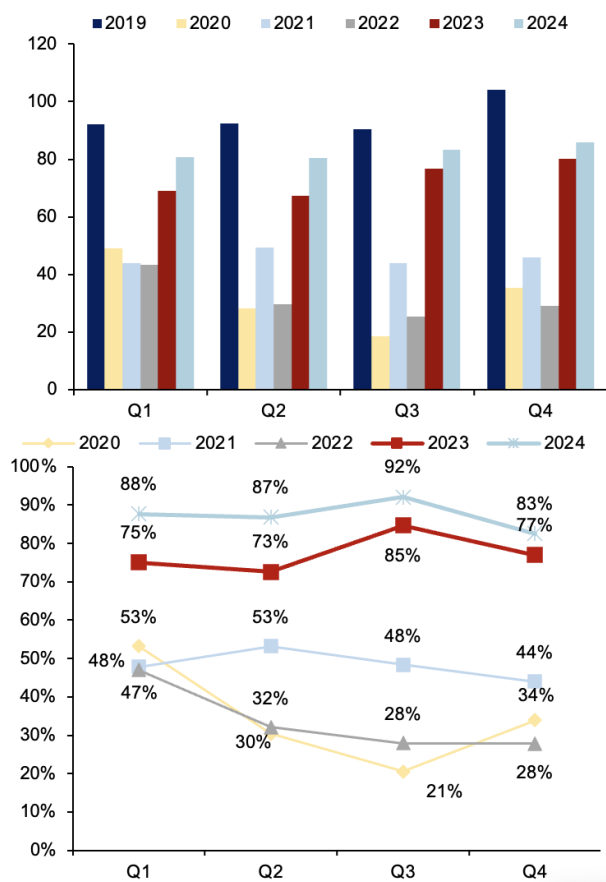
资料来源：新濠公告、华泰研究

图表18：新濠中场业务毛收入对比19年修复情况（百万美元）



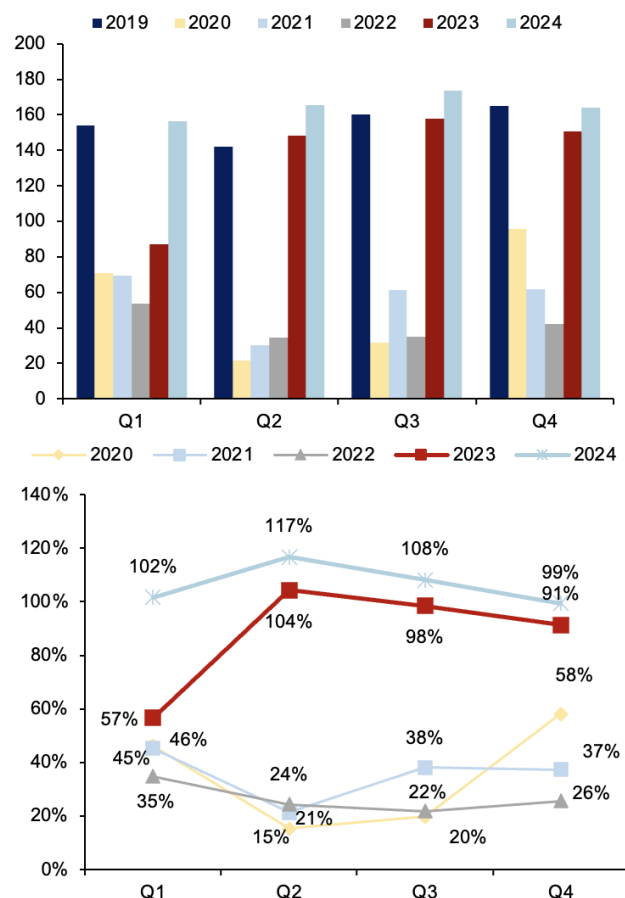
资料来源：新濠公告、华泰研究

图表19: 新濠老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



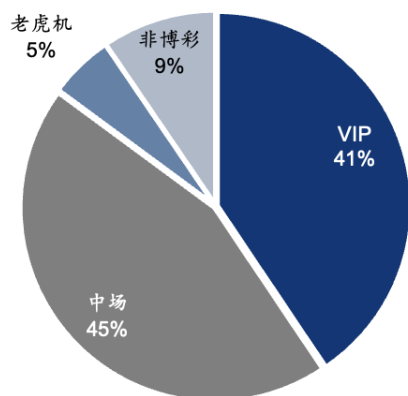
资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表20: 新濠非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万美元)



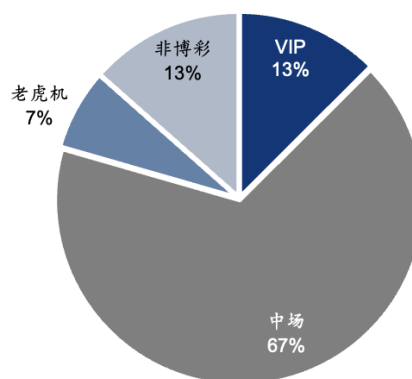
资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表21: 19Q4 新濠各业务收入占比



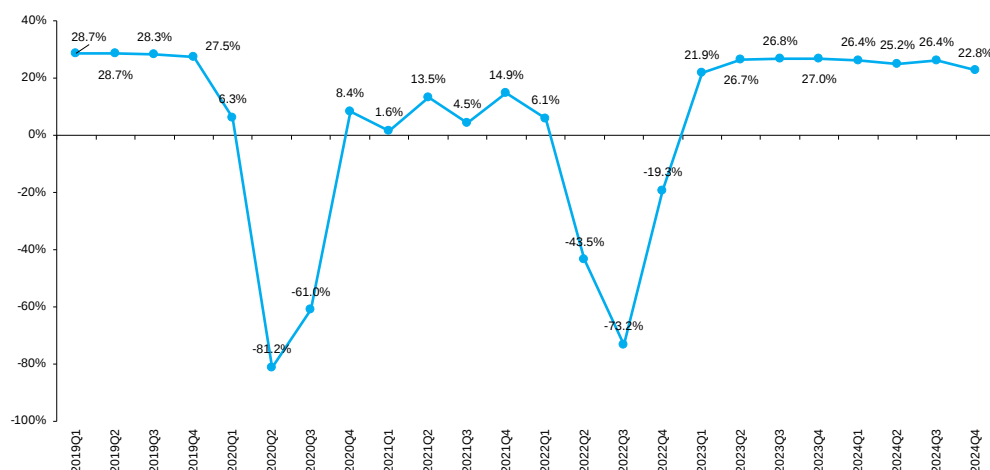
资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表22: 24Q4 新濠各业务收入占比



资料来源: 新濠公告、华泰研究

图表23: 新濠 EBITDA Margin



资料来源: 新濠公告、华泰研究; 注: 由于疫情期间 (2020Q2-Q3) EBITDA Margin 为异常值。

图表24: 新濠国际博彩收入预测 (分结构, 百万港元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	44,988	13,424	15,639	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
YoY(%)	10.50%	-70.20%	16.50%	-32.40%	179.50%	17.90%	10.30%	10.30%
博彩毛收入	46,778	12,591	14,178	11,376	25,886	35,301	36,991	40,293
YoY(%)	8.38%	-73.08%	12.60%	-19.76%	198.80%	36.40%	4.80%	8.90%
VIP流水	682,817	162,212	135,734	63,505	188,604	207,464	228,211	251,032
VIP赢率	3.1%	3.8%	2.3%	3.6%	2.3%	2.5%	2.6%	2.6%
VIP毛收入	20,818	6,217	3,093	2,314	4,302	5,187	5,933	6,527
yoy	1.57%	-70.14%	-50.25%	-25.19%	85.90%	20.60%	14.40%	10.00%
中场流水	67,235	69,174	75,431	20,031	71,456	90,767	93,385	101,832
中场赢率	34.2%	7.7%	12.8%	22.6%	27.0%	30.2%	30.2%	30.2%
中场毛收入	22,985	5,338	9,648	4,527	19,299	27,412	28,202	30,753
yoy	17.64%	-76.78%	80.74%	-53.08%	326.30%	42.00%	2.90%	9.00%
老虎机流水	58,310	17,074	25,324	65,059	94,630	96,522	98,453	100,422
老虎机赢率	5.1%	6.1%	5.7%	7.0%	2.4%	2.8%	2.9%	3.0%
老虎机毛收入	2,975	1,036	1,437	4,535	2,285	2,703	2,855	3,013
yoy	-4.77%	-65.18%	38.71%	215.59%	25.40%	18.30%	5.60%	5.50%
EBITDA	12,498	(1,198)	1,545	(362)	7,510	9,367	10,291	11,221
EBITDA margin	27.78%	-8.93%	9.88%	-3.43%	25.43%	26.90%	26.80%	26.50%

资料来源: 新濠公告、Wind、华泰研究预测

图表25: 新濠国际目标价测算

经调整EBITDA	2025E
预测EV/EBITDA (倍)	10,291
企业价值 (百万港元)	7.0
现金 (百万港元)	72,038
长短期债务 (百万港元)	10,036
少数股东权益	62,935
股本价值 (百万港元)	10,703
总股数 (百万)	8,436
目标价	1,517
	5.6

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表26：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表（数据截至2月28日）

公司	股票代码	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								12.31	10.41	8.78	7.78	7.19	6.39
银河娱乐	27 HK	47.70	51.77	62.06	13.79	15.25	19.16	11.90	10.86	8.34	7.98	7.22	5.74
金沙中国	1928 HK	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	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	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	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	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								19.43	13.04	9.59	8.31	7.85	7.33
金沙集团	LVS US	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	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	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	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	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	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	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								32.45	27.80	23.03	17.71	16.41	15.09
万豪酒店	MAR US	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	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	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	54.77	57.98	62.66	9.12	9.83	11.12	41.63	33.59	23.76	14.77	13.70	12.11

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：**公司2025-2027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2025年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门整体博彩收入复苏水平。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,566	29,532	34,823	38,400	42,344
销售成本	(243.00)	(1,151)	(1,381)	(1,657)	(1,989)
毛利润	10,322	28,381	33,442	36,743	40,355
销售及分销成本	(243.00)	(1,151)	(1,381)	(1,657)	(1,989)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(16,880)	(26,515)	(27,840)	(29,232)	(30,694)
财务成本净额	(3,657)	(4,287)	(4,717)	(5,915)	(7,126)
应占联营公司利润及亏损	(7.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)	(7.00)
税前利润	(9,982)	(3,396)	2,920	4,786	5,743
税费开支	(6.00)	(98.00)	68.08	115.64	124.64
少数股东损益	(4,874)	(1,750)	(1,838)	(2,848)	(3,988)
归母净利润	(5,113)	(1,744)	1,014	1,822	1,631
折旧和摊销	(4,586)	(4,446)	(6,224)	(8,714)	(12,199)
EBITDA	(362.00)	7,510	9,367	10,291	11,221
EPS (港币, 基本)	(3.37)	(1.15)	0.67	1.20	1.08

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	206.29	229.87	262.06	298.74	340.57
应收账款和票据	437.27	715.86	598.19	598.19	599.19
现金及现金等价物	14,318	10,765	8,748	10,036	14,334
其他流动资产	2,343	1,018	1,343	1,344	1,346
总流动资产	17,304	12,730	10,951	12,277	16,620
固定资产	47,347	44,989	47,239	49,600	52,080
无形资产	22,605	24,657	27,115	19,011	19,011
其他长期资产	9,835	7,036	8,139	9,947	12,158
总长期资产	79,788	76,682	82,493	78,558	83,249
总资产	97,092	89,411	93,444	90,835	99,869
应付账款	6,391	8,074	8,371	8,961	9,593
短期借款	1,803	1.00	1.20	1.32	1.45
其他负债	465.15	651.21	120.86	126.90	127.90
总流动负债	8,659	8,726	8,493	9,090	9,723
长期债务	70,408	63,556	61,128	57,335	65,746
其他长期债务	4,639	6,756	6,080	5,472	4,926
总长期负债	75,046	70,312	67,208	62,807	70,672
股本	5,702	5,702	5,702	5,702	5,702
储备/其他项目	(3,911)	(5,037)	(3,022)	(1,813)	(1,088)
股东权益	1,791	665.00	7,549	8,235	8,235
少数股东权益	11,595	9,708	10,194	10,703	11,238
总权益	13,386	10,373	17,743	18,939	19,474

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(1.19)	(2.19)	28.92	4.57	2.40
PB	3.40	11.52	1.01	0.93	0.93
EV EBITDA	(206.06)	9.31	7.34	6.18	6.03
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

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	(362.00)	7,510	9,367	10,291	11,221
融资成本	3,657	4,287	4,717	5,915	7,126
营运资本变动	(989.00)	1,381	382.77	552.48	588.12
税费	(6.00)	(98.00)	68.08	115.64	124.64
其他	(4,360)	(4,572)	(4,779)	(2,011)	1,872
经营活动现金流	(2,060)	8,508	9,756	14,863	20,931
CAPEX	(4,252)	(1,868)	(1,877)	(1,690)	(1,521)
其他投资活动	139.00	347.00	416.72	500.06	601.08
投资活动现金流	(4,112)	(1,521)	(1,461)	(1,190)	(919.60)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	1,045	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	9,414	(6,532)	(9,775)	(10,117)	(10,603)
融资活动现金流	7,220	(10,561)	(11,089)	(11,644)	(12,226)
现金变动	1,049	(3,575)	(2,794)	2,030	7,786
年初现金	13,452	14,318	10,765	7,999	10,061
汇率波动影响	(184.00)	23.00	27.00	32.00	39.00
年末现金	14,318	10,765	8,748	10,036	14,334

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(32.40)	179.50	17.90	10.30	10.30
毛利润	(32.60)	174.90	17.80	9.90	9.80
营业利润	28.90	(110.50)	490.20	38.70	31.10
净利润	(35.60)	(65.90)	(158.20)	80.00	(10.00)
EPS	(35.65)	(65.89)	(158.16)	79.65	(10.50)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	97.70	96.10	96.00	95.70	95.30
EBITDA	(3.43)	25.00	27.00	27.00	27.00
净利润率	(48.39)	(5.91)	2.91	4.74	3.85
ROE	(118.17)	(142.00)	24.70	23.09	19.80
ROA	(5.35)	(1.87)	1.11	1.98	1.71
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	3,232	7,939	693.89	574.36	624.32
流动比率	2.00	1.46	1.29	1.35	1.71
速动比率	1.97	1.43	1.26	1.32	1.67

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.11	0.32	0.38	0.42	0.44
应收账款周转天数	30.58	7.03	6.79	5.61	5.09
应付账款周转天数	10,209	2,262	2,143	1,883	1,679
存货周转天数	323.79	68.21	64.12	60.92	57.86
现金转换周期	(9,855)	(2,187)	(2,073)	(1,816)	(1,616)

每股指标 (港币)

EPS	(3.37)	(1.15)	0.67	1.20	1.08
每股净资产	1.18	0.44	4.98	5.43	5.43

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