


公司评级 **买入（维持）**
报告日期 2025 年 03 月 31 日

基础数据

03 月 28 日收盘价（港元）	10.82
总市值（亿港元）	411.16
总股本（亿股）	38.00

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】美高梅中国：高基数下 2024Q4 业绩保持稳步增长-2025.02.21

【兴证海外社服】美高梅中国(02282.HK)2024Q3 业绩点评：大众博彩发力，业绩符合预期-2024.11.17

【兴证海外社服】美高梅中国(02282.HK)2024Q2 业绩点评：2024Q2 博彩业务 GGR 恢复度保持行业领先-2024.08.25

分析师：宋健

S0190518010002
BMV912
songjian@xyzq.com.cn

分析师：严宁馨

S0190521010001
请注意：严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
yanningxin@xyzq.com.cn

美高梅中国(02282.HK)
港股通（沪、深）

小而美的博彩企业，多渠道提升竞争力

投资要点：

- 维持“买入”评级。澳门博彩行业 2023 年以来 GGR 保持持续回升，赌台数量恢复至 2019 年 9 成的水平，虽然贵宾业务收缩，但行业结构和客群发生了重大变化，中场发力显著，表现远超疫前。中高端中场、大众博彩、度假消费客群逐步成为中流砥柱，不断优化业务结构也有望给公司带来更高的盈利能力。公司赌牌续约后分配赌台数量增长 36%，尽管作为行业内规模最小（客房数量排在最后一名）的博彩企业，却树立了数字化 AI 运用、品牌力打造、海内外资源等先发优势，小而美、专而精。我们预计公司 2025/2026/2027 年的营业收入为 323.7/331.4/339.1 亿港元，同比增长 3.1%/2.4%/2.3%；经调整 EBITDA 为 92.15/93.78/94.98 亿港元，同比增长 1.7%/1.8%/1.3%；归母净利润为 48.91/50.45/52.43 亿港元，同比增长 6.2%/3.2%/3.9%。我们维持“买入”评级，截至 2025 年 3 月 28 日公司的 2025/2026/2027 年 EV/EBITDA 为 6.4/6.3/6.2 倍，低于行业的平均水平。
- 公司成为赌牌续约及赌桌重分配后新获供给最大赢家。凭借积极的非博彩投资承诺、母公司背书、清晰的发展规划、集团管理层的资源调用，美高梅在 2022 年底新一轮赌牌竞投中以第一的名次获得新增赌桌 198 张，赌台数量达到 750 张。赌台的数量决定了博彩企业的赌收上限。公司的 GGR 市场份额逐步稳定在约 15% 的水平，远高于疫情前（2019 年为 9%），赌台排布上公司主动向中场倾斜，中场赌桌排布占到 9 成。
- 酒店物业具备特色，典雅与奢华定位，结合文化艺术风格。在旅客选择赌场和入住物业时，其配备设施、地理位置、外观设计风格、互联网热度、客房入住舒适度等，都是重要的甄选条件。公司旗下的两个物业澳门美高梅和美狮美高梅分别位于半岛和路氹两个核心区域，能完整地覆盖到不同需求客群。酒店的建筑和室内设计呈现出珠光宝气的华丽氛围，配合出圈网红打卡项目，拥有领先的艺术展览、18 间餐饮、天幕广场等设施，物业硬件集聚特色。
- 瞄准中高端市场，提升盈利能力，优化服务和设施。美高梅在赌桌和客房数量上不占绝对优势，但因为单客消费能力更高，公司以质取胜。公司的中场总投注额总量达到行业第二，同时平均单桌投注额也达到行业第二。贵宾向高端中场的迁移转化也有望提升利润率。美狮美高梅内也修建了“雍华府”、“御狮别墅”等不对外、仅供邀请的奢华设施来减少博彩中间人涉入、增加直接贵宾业务、并提高对高净值人群的吸引力和粘性。
- 首家采用智能赌桌的博彩企业，提质增效保持先发优势。美高梅中国 2016 年首次安装了 RFID 智能赌桌，目前在其旗下赌场全面使用。公司的技术运用成熟，其赌桌效率仍然在持续提升，并且也确立了较难在短时间内超越的先发优势。
- 优质营销投放、拓展多元非博产品、挖掘国际资源，吸引大众客流。2023 年以来，行业免费赠礼支出大幅增长，美高梅中国保持较强的营销力度。公司 2023 年广告投入达 10 亿港元，排行业第二，比 2019 年增加 58%，同时集团利润率持续创新高，投入的回报亦可观。美高梅、金沙、永利、新濠在国际市占率分别为 15%、10%、6%、3%，美高梅国际在国际市场影响力保持领先，品牌力加持下公司积极开拓国际客源市场。公司酒店 ADR 和 OCC 均持续提升，并领先同行，整体非博彩业务 2024A 实现了 43% 的同比增长。
- 借力母公司支持，财务稳健派息丰厚，积极探索海外新物业潜力。截至 2024H1，公司资产负债率降至 100%，财务不断优化，融资通道保持顺畅。公司保持丰厚派息和连续回购。公司为澳门六家博彩企业中首个恢复派息的公司，同时派息率提升至比疫情前更

高的水平，达到 50%，当前股价下 2025E/2026E/2027E（2025/3/28 收盘价）股息率为 5.9%/6.1%/6.4%。此外，公司保持连续回购，2024 全年已回购 2338 万股股份，回购总金额为 3.2 亿港元。公司当前持有现金充裕，亦在积极探索新物业机会，泰国博彩合法化有望带来新的想象空间。

- 风险提示：竞争环境加剧，居民出行消费意愿下降，旅游政策变化，监管政策变化。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿港元)	313.87	323.68	331.37	339.08
同比增长(%)	27.2	3.1	2.4	2.3
经调整 EBITDA(亿港元)	90.59	92.15	93.78	94.98
同比增长(%)	25.2	1.7	1.8	1.3
归母净利润(亿港元)	46.03	48.91	50.45	52.43
同比增长(%)	74.5	6.2	3.2	3.9
经调整 EBITDA 率(%)	28.9	28.5	28.3	28.0
归母净利润率(%)	14.7	15.1	15.2	15.5
EPS(港仙)	121.1	128.7	132.7	137.9
每股股息(港仙)	60.4	64.3	66.4	69.0

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

Company Rating	Buy(Maintain)
----------------	---------------

Report Date Mar 31, 2025

Basic Data

Mar 28, 2025	
Closing Price (HKD)	10.82
Total market value(Mn HKD)	411.16
Total Shares (Mn)	38.00

Related Report

《MGM China (02282.HK) Q3 2024 Performance Review: Mass Gaming Gains Momentum, Results in Line with Expectations》- November 17, 2024

《MGM China (02282.HK) Q2 2024 Performance Review: 2024Q2 GGR Recovery Remains Industry Leading》- August 25, 2024

Analyst: Jian Song

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

songjian@xyzq.com.cn

Analyst: Ningxin Yan

SAC: S0190521010001

yanningxin@xyzq.com.cn

Notice: Ningxin Yan is not a license holder registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

MGM China (02282.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Small but Delicate Gambling Enterprise, Enhance Competitiveness through Multiple Channels

Investment Highlights:

- **Maintain “Buy” Rating.** Since 2023, the Macau gaming industry has seen a continuous recovery in GGR. The number of gaming tables has decreased to 90% of the level in 2019. Although the VIP business has contracted, the industry structure and customer base have undergone significant changes. The mass market segment has shown remarkable growth, performing much better than before the pandemic. The premium mass market, general market, and resort consumption customer groups have gradually become the mainstay. The continuously optimized business structure is expected to bring higher profitability to the companies. After the renewal of six companies' gaming licenses, MGM China's gaming tables number increased by 36%. Despite being the smallest in scale within the industry (ranking last in the number of hotel rooms), the company has established an early advantage in the application of digital AI, brand building, and the integration of domestic and international resources. We forecast company's revenue for 2025/2026/2027 to be HKD 32.37billion/HKD 33.14 billion/HKD 33.91 billion, YoY 3.1%/2.4%/2.3%; Adjusted EBITDA is expected to be HKD 9215 million/HKD 9378 million/HKD 9498 million, YoY 1.7%/1.8%/1.3%; net profit attributable to the parent company is expected to be HKD 4891 million/HKD 5045 million/HKD 5243 million, YoY 6.2%/3.2%/3.9%. We maintain “Buy” rating. As of March 28, 2025, company's EV/EBITDA for 2025/2026/2027 is 6.4x/6.3x/6.2x, which is below the industry average.
- **The company is the biggest winner in the reallocation of gaming tables after the renewal of the gaming license.** Leveraging active non-gaming investment commitments, support from the parent company, clear development plan, and management's effective utilization of resources, MGM China won the first place in the new round of gaming license bidding at the end of 2022, obtaining an additional 198 gaming tables, bringing the total number of gaming tables to 750. The number of gaming tables determines the upper limit of a gaming company's revenue potential. The company's GGR market share has gradually stabilized at around 15%, significantly higher than pre-pandemic levels (9% in 2019). The company has proactively tilted its gaming table allocation towards the mass market, with 90% of the tables allocated to the mass market segment.
- **Hotel properties have distinctive features, positioned for luxury and elegance, combined with cultural and artistic style.** When travelers choose a casino and hotel, factors such as the facilities, geographical location, architectural design, public popularity, and room comfort are all important selection criteria. The company's two properties, MGM Macau and MGM Cotai, are located in the two core areas of the Macau Peninsula and Cotai, respectively, covering different customer needs. The architecture and interior design of the hotels present a luxurious and glamorous atmosphere, complemented by popular spots for taking pictures, leading art exhibitions, 18 dining options, the Grande Praça, etc., all of which contribute to company's unique hardware property features.
- **Aim at the mid-to-high-end market, enhance profitability, and optimize services and facilities.** MGM China does not have an absolute advantage in its scale of gaming tables or hotel rooms, but it wins by quality. The company's total mass market betting volume ranks second in the industry, as does its average betting volume per table. The VIP customers are gradually shifting towards the premium mass market customers. MGM Cotai has also built exclusive luxury facilities such as “Yonghua Mansion” and “Emerald Villa”, which are not open to the public and are only available by invitation, to reduce the involvement of gaming agents, increase direct VIP business, and enhance the attractiveness and stickiness of high-end customers.

- **The company is the first gaming company to adopt smart gaming tables, improving gaming quality and efficiency.** MGM China first installed RFID smart gaming tables in 2016, which are now fully operational in its casinos. The company's mature application of technology continues to improve the efficiency of gaming tables and has established an early advantage that is difficult to surpass in the short term.
- **Continue to invest in high-quality marketing, diversified non-gaming exploration, and international resources expansion, to attract mass customer flow.** Since 2023, the industry's free gift expenditure has increased significantly, and MGM China maintained a leading level. The company's advertising expenditure reached HKD 1 billion in 2023, ranking second in the industry, an increase of 58% compared to 2019. Meanwhile, the group's profit margin continues to reach new highs, with a satisfactory return on investment. The international brands market shares of MGM, Sands, Wynn, and Melco are 15%, 10%, 6%, and 3%, respectively, with MGM International maintaining a leading position. Under the brand strength, the company actively explores the international customer market. The company's hotel ADR and OCC continue to improve and maintain a high level, with non-gaming business achieving a 43% year-on-year growth in 2024A.
- **Supported by parent company, MGM China maintains a stable financial position. Company is generous with dividend payouts, and actively explores new overseas property opportunities.** As of 2024H1, company's debt-to-asset ratio has dropped to 100%. The financials keep optimizing and the financing channels keep smooth. The company is the first among the six Macau gaming companies to resume dividend payments after the pandemic, with a dividend payout ratio increased to a higher level than pre-pandemic, reaching 50%. The current share price implies dividend yields of 5.9%/6.1%/6.4% for 2025E/2026E/2027E (as of the closing price on Mar 28, 2025). In addition, the company has continuously repurchased 23.38 million shares in 2024, with a total repurchase amount of HKD 320 million. The company currently holds ample cash and is actively exploring new property opportunities, with the potential for new growth driven by the legalization of gaming in Thailand.
- **Potential risks:** Intensified competitive environment, decreased willingness of residents to travel and consume, changes in tourism policies, and changes in regulatory policies.

Key Financial Indicators

FY	2024A	2025E	2026E	2027E
Revenue (HKD/Hundred Mn)	313.87	323.68	331.37	339.08
YoY(%)	27.2	3.1	2.4	2.3
Adjusted EBITDA (HKD/Hundred Mn)	90.59	92.15	93.78	94.98
YoY(%)	25.2	1.7	1.8	1.3
Attributable Net Income (HKD/Hundred Mn)	46.03	48.91	50.45	52.43
YoY(%)	74.5	6.2	3.2	3.9
Adjusted EBITDA Margin (%)	28.9	28.5	28.3	28.0
Attributable Net Income Margin (%)	14.7	15.1	15.2	15.5
EPS (HK Cents)	121.1	128.7	132.7	137.9
DPS (HK Cents)	60.4	64.3	66.4	69.0

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute

目录

一、 公司基本情况.....	8
二、 公司的核心竞争优势.....	12
（一） 赌牌续约及赌桌重分配后成为新获供给最大赢家	13
（二） 酒店物业具备特色，典雅与奢华定位，结合文化艺术风格.....	14
（三） 瞄准中高端市场，提升盈利能力，优化服务和设施.....	15
（四） 首家采用智能赌桌的博彩企业，提质增效保持先发优势	18
（五） 优质营销投放、拓展多元非博产品、挖掘国际资源，吸引大众客流	19
（六） 借力母公司支持，财务稳健派息丰厚，积极探索海外新物业潜力....	23
三、 财务分析.....	27
四、 盈利预测与估值.....	30
五、 风险提示.....	33

图目录

图 1、 公司的发展历程.....	8
图 2、 公司的收入和增速	10
图 3、 公司的股权穿透图（截至 2024/6/30）.....	10
图 4、 公司的 GGR 市占率变化	12
图 5、 2024Q1-3 行业 GGR 市占率对比.....	12
图 6、 2024Q1-3 博彩净收入市占率对比.....	13
图 7、 2024Q1-3 非博彩收入市占率对比.....	13
图 8、 公司的赌台分布情况.....	13
图 9、 澳门美高梅酒店位置.....	14
图 10、 美狮美高梅酒店位置.....	14
图 11、 澳门美高梅酒店外观.....	15
图 12、 美狮美高梅酒店外观.....	15
图 13、 澳门美高梅海景客房.....	15
图 14、 美狮美高梅基础房型.....	15
图 15、 各公司 2024Q1-3 中场总投注额.....	16
图 16、 各公司 2024Q1-3 单桌平均总投注额	16
图 17、 澳门六家企业的客房数量	16
图 18、 公司两个物业的中场单桌投注额	16
图 19、 公司的博彩赢率	17
图 20、 澳门六家公司的博彩贵宾份额	18
图 21、 公司的贵宾下注额和恢复度 vs2019	18
图 22、 RFID 智能赌桌	18
图 23、 澳门美高梅单桌日均赢额	19
图 24、 美狮美高梅单桌日均赢额	19
图 25、 澳门美高梅非博彩业务表现.....	19
图 26、 美狮美高梅非博彩业务表现.....	19
图 27、 美高梅奶茶话题霸屏社交媒体	20
图 28、 携程澳门美食榜单	20
图 29、 各品牌国际市场份额（2024Q1）	20

图 30、	各公司承诺在本轮赌牌期内用作非博彩和海外拓展的投资金额	20
图 31、	公司的酒店入住率变化	21
图 32、	公司的酒店 ADR 变化	21
图 33、	各公司推广费用率对比	22
图 34、	公司的广告费用和占收入比例	22
图 35、	各公司 2023 年对比 2019 年公司广告费用倍数	22
图 36、	澳门博彩业整体投放费用同比变化	22
图 37、	公司的餐饮收入	23
图 38、	公司的零售及其他收入	23
图 39、	公司的资产负债率	24
图 40、	公司的有息负债和总现金情况	24
图 41、	公司的有息负债的结构	24
图 42、	公司的经营性现金流	24
图 43、	公司的派息率	25
图 44、	泰国的赌博和博彩活动 GDP	26
图 45、	泰国的入境游客数量及对比 2019 恢复度	26
图 46、	公司的营业收入及增速	27
图 47、	公司的营业收入分业务占比	27
图 48、	澳门美高梅娱乐场赢额分业务情况	27
图 49、	美狮美高梅娱乐场赢额分业务情况	27
图 50、	澳门美高梅娱乐场 GGR 占比结构	28
图 51、	美狮美高梅娱乐场 GGR 占比结构	28
图 52、	公司的主要经营成本占比经营收入	28
图 53、	公司的经营成本构成占比	28
图 54、	公司的员工成本构成占比	28
图 55、	公司的博彩税占比 GGR	28
图 56、	公司的 EBITDA	29
图 57、	公司的 EBITDA 率	29
图 58、	公司的净利润和同比增速	29
图 59、	公司的净利率	29
图 60、	预测公司总营业收入	30
图 61、	预测公司各业务营业收入	30
图 62、	预测公司净利润和净利率	31
图 63、	预测公司经调整 EBITDA 和 EBITDA 率	31
图 64、	澳门六家公司的疫情前 forward 1Y EV/EBITDA 对比	32
图 65、	澳门六家公司的疫情后 forward 1Y EV/EBITDA 对比	32
图 66、	澳门六家公司的疫情前 forward 2Y EV/EBITDA 对比	32
图 67、	澳门六家公司的疫情后 forward 2Y EV/EBITDA 对比	32
图 68、	公司的港股通持仓情况	33

表目录

表 1、	澳门美高梅、美狮美高梅概况	8
表 2、	公司主营业务（按业务类型划分）	8
表 3、	公司主营业务（按物业划分）	9

表 4、运营娱乐场门槛金额.....	9
表 5、公司、行业较 19 年博彩 GGR 恢复度.....	12
表 6、主要博彩公司 2022 年续约后赌台重分配及现有赌台运营情况.....	14
表 7、各赌场百家乐最低限注金额对比	15
表 8、公司的德州扑克盲注、买入、佣金金额.....	17
表 9、公司持续完善高档豪华设施.....	17
表 10、公司的历年重要艺术展览	20
表 11、公司的重要活动、演出	21
表 12、澳门主要博彩物业小红书粉丝量及点赞情况（截至 2025 年 2 月）	22
表 13、公司近期扩展情况和未来计划	23
表 14、公司的 CAPEX 情况	23
表 15、公司的有息负债梳理.....	24
表 16、公司的 2024 年回购情况	25
表 17、盈利预测表	31
表 18、估值表（截至 2025/3/28）	32

一、公司基本情况

● 公司概况

美高梅中国控股有限公司（MGM China Holdings Limited）成立于 2010 年，总部位于澳门。公司的主要业务涵盖博彩、餐饮、酒店和零售等，借助主要股东 MGM Resorts International 和何超琼女士之间相辅相成的专业经验和优势，逐步发展成为澳门地区六大博彩巨头之一，以及综合性度假酒店开发商和运营商，公司主要运营两家位于澳门的顶级综合娱乐度假酒店：澳门美高梅和美狮美高梅。

表1、澳门美高梅、美狮美高梅概况

酒店	开业时间	占地面积	赌 桌 数 量 (台)	角子机数量 (台)	客 房 数 量 (间)
澳门美高梅	2007 年	23283 平方米	351	950	585
美狮美高梅	2018 年	24549 平方米	399	901	1418

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图1、公司的发展历程

- 2004年，美高梅国际酒店集团与中国领先的房地产开发商佳兆业集团组建合资公司，进军澳门博彩市场。
- 2007年，澳门美高梅开业，标志着美高梅中国在澳门的首个综合娱乐度假酒店正式运营。
- 2010年，美高梅中国控股有限公司在开曼群岛注册成立，成为一家获豁免有限责任公司。
- 2011年，因应澳门政府要求，美高梅中国剥离了与佳兆业集团的关系，完全由美国母公司MGM Resorts International独资经营。
- 2011年，美高梅中国在香港联合交易所主板上市，股份代码为02282.HK，首次公开募股筹集了约23亿港元。
- 2011年，美高梅中国与信德集团订立总服务协议，为未来的扩展项目提供开发服务。
- 2018年,美狮美高梅开业,进一步扩展公司在澳门的综合娱乐度假酒店业务。
- 2021年，公司提出并通过了一项新的股东权益计划，旨在进一步优化公司治理结构。
- 2022年，美高梅中国结束与主要博彩中介人的合作，转向直接市场推广和高端客户服务，2022年底，澳门赌牌重新续约，公司保持一席。
- 2023年，第四份重续发展协议生效，以取代并更新第三份重续发展协议。
- 2024年11月，美高梅澳门开设了保利美高梅博物馆，积极推动澳门本地文化旅游发展。

数据来源：公司官网，BBC News，兴业证券经济与金融研究院整理

博彩业务是公司的核心收入来源，占总收入的 88%（2023A），其中中场业务占比较高，且收入贡献度日益增长。酒店和餐饮业务为公司贡献了 11%的收入。零售及其他业务虽然占比相对较小，但通过提供多样化的服务和产品，提升客户体验并推动公司的综合竞争力。

表2、公司主营业务（按业务类型划分）

三大报表业务	细分业务	业务内容	服务对象	2023A 收入（百万港元）	2023A 结构占比
博彩业务	中场赌桌	包括百家乐、二十一点、轮盘等赌桌游戏。	访客和游客	21822	88% (中场 70%、贵宾 11%、角子机 7%)
	贵宾赌桌	包括百家乐、二十一点、轮盘等赌桌游戏。该等娱乐场贵宾客户一般按泥码转码数的一定百分比收取佣金以及酒店客房和餐饮津贴。	通过自身市场、推广渠道物色的访客及游客		
	角子机	提供多种类型的角子机博彩体验。	访客和游客		
酒店业务	客房和套房	高档客房和豪华套房	住宿客人	1386	11%
	餐饮	提供各种高档餐饮选择	访客和住宿客人	1265	

零售及其他业务	零售商品	奢侈品牌和高档时尚商品、各种纪念品和礼品	访客和游客	211	1%
	会议和活动	会议、婚礼和大型活动场地出租	商业客户和个人客户		
	水疗康体	高端水疗和康体服务	访客和住宿客人		
	现场表演	包括音乐会、戏剧、魔术表演等	访客和游客		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

澳门美高梅物业在 2023 年贡献了 104 亿港币，占集团总收入的 44%。美狮美高梅虽然在 2018 年才开业，但其设施设备更新更先进，同时娱乐服务体验更加广泛，所处地段优质，2023 年收入占集团收入比例为 56%。美狮美高梅的非博彩业务在疫后也迅速发力，美狮美高梅 2023 年举办了一系列高知名度的活动和演出，如 Bruno Mars、五月天的演唱会等，这些活动不仅提升了酒店的知名度，也增加了客流量和收入。多样化的服务也吸引了更多家庭游客和年轻一代，市场份额超过了澳门美高梅。

表3、公司主营业务（按物业划分）

酒店	业务	2023A 收入结构（百万港元）	结构占比
澳门美高梅	博彩	9275	39%
	其他	1121	5%
美狮美高梅	博彩	12097	49%
	其他	1742	7%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的两家物业目前都以中场的各项桌面娱乐项目为主，上桌门槛低，赢率高，利润率高，两家物业的中场和贵宾百家乐门槛均为 500、5000 港元。

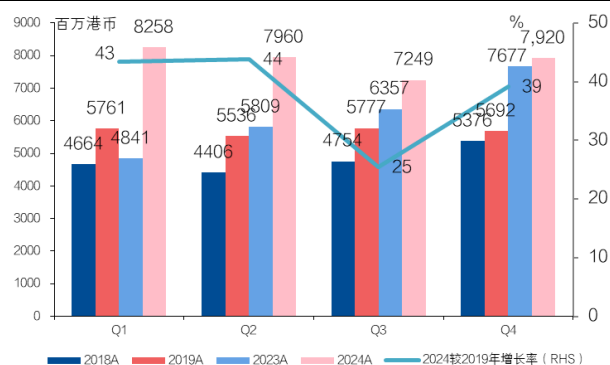
表4、运营娱乐场门槛金额

酒店	业务	项目	门槛金额（港元）	
澳门美高梅	角子机	角子机	10	
		百家乐	500	
	中场赌桌	21 点	500	
		轮盘赌轮	400	
		二十一点	500	
		加勒比海梭哈扑克	300	
		骰子	500	
		轮盘	400	
		贵宾赌桌	百家乐	5000
		美狮美高梅	角子机	角子机
百家乐	500			
中场赌桌	21 点		300	
	轮盘赌轮		200	
	二十一点		500	
	加勒比海梭哈扑克		300	
	骰子		300	
	轮盘		200	
	骰宝		500	
	贵宾赌桌		百家乐	5000

资料来源：The Maven of Macau，兴业证券经济与金融研究院整理

2023 年，美高梅中国的整体营业收入显著增长至 246.84 亿港元，得益于全球旅行限制的解除和澳门旅游市场的复苏。2024 年以来，收入继续保持快速增长，2024Q1、2024Q2、2024Q3、2024Q4 的营业收入分别为 82.6、79.6、72.5、79.2 亿港元，较 2019 年同期分别增长 43%、44%、25%、39%。

图2、公司的收入和增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

自 2011 年公司在港交所上市后，MGM Resorts International Holdings, Ltd. 作为美高梅中国的主要控股股东，拥有 56.0% 的股份，保持对公司的控制权。作为全球领先的娱乐和酒店品牌，MGM Resorts 为美高梅中国提供了强大的品牌支持和运营经验，帮助公司在澳门及其他市场中保持竞争力。何超琼女士个人和 Grand Paradise Macau Limited（何超琼控制）分别持有美高梅中国 10.0% 和 12.5% 的股份，其市场洞察和行业关系为美高梅中国在澳门市场的运营提供了重要支持和本地资源。此外，公司总裁冯小峰持有 0.09% 股份。剩余的 21.5% 股份由其他机构投资者和公众股东持有。

图3、公司的股权穿透图（截至 2024/6/30）



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 主要管理层

公司目前的董事会成员主要包括执行董事 6 人，非执行董事 3 人，独立非执行董事 4 人，和主要高管 7 人。

何超琼女士 执行董事兼董事长

何超琼女士担任美高梅中国控股有限公司董事长及美高梅金殿超濠股份有限公司的常务董事。此外，她还是多家私人持股公司的董事，包括 Grand Paradise Macau Limited、超濠集团股份有限公司、New Corporate Enterprises Limited 等。她也在信德集团有限公司担任集团行政主席和董事总经理，在凤凰卫视投资（控股）有限公司担任副主席及非执行董事，在中国南方航空股份有限公司担任独立非执行董事。

William Joseph Hornbuckle 执行董事兼联席董事长

William Joseph Hornbuckle 先生现担任美高梅中国控股有限公司的联席董事长及美高梅金殿超濠董事。Hornbuckle 先生负责监督美高梅国际酒店集团的策略、运营以及酒店和博彩开发项目。曾领导了集团的全球开发工作和数位博彩策略，包括 MGM Growth Properties 的出售和 CityCenter 的收购等，并曾参与监督了娱乐和体育博彩领域的扩展，成立了 BetMGM。

John M. McManus 执行董事兼提名、环境、社会及管治委员会成员

John M. McManus 先生现担任美高梅国际酒店集团的首席法律及行政官兼秘书，及美高梅金殿超濠股份有限公司的董事。之前还担任过美高梅国际酒店集团的高级副总裁、副总法律顾问兼助理秘书等职务。McManus 先生曾是 MGM Growth Properties 的董事。

刘珍妮 执行董事兼提名、环境、社会及管治委员会成员

刘珍妮女士现任美高梅中国公司执行董事兼提名、环境、社会及管治委员会成员，及超濠集团（香港）有限公司的营运总裁兼董事，负责监督该集团的所有业务。她还曾在美高梅中国控股有限公司合规委员会任职。此前，刘女士在多个私募股权和房地产公司担任高管，拥有丰富的金融和管理经验。

冯小峰 执行董事兼美高梅金殿超濠股份有限公司的总裁及董事

冯小峰先生自 2023 年 6 月调任为执行董事，同时担任美高梅金殿超濠股份有限公司董事。冯先生自 2001 年起在美高梅国际酒店集团担任多个财务和管理职务，拥有丰富的财务和战略管理经验。

黄春猷 执行董事兼提名、环境、社会及管治委员会成员（已退休）

黄春猷先生于 2023 年 5 月 25 日退休，之前担任美高梅金殿超濠及美高梅金殿超濠（香港）有限公司的董事。他曾在信德集团有限公司担任财务顾问及营运总监，并于 1980 年在英格兰和威尔士取得特许会计师资格，拥有英国 University of Salford 的机械工程科学学士学位。

二、公司的核心竞争优势

从疫后的各公司表现来看，美高梅中国显著领先。从 GGR 的恢复度来看，2024Q4 公司的贵宾、中场、角子机恢复度 vs2019 年同期分别达到了 42%、181%、109%，整体的 GGR 恢复度达到 128%，持续保持远超行业平均的水平。

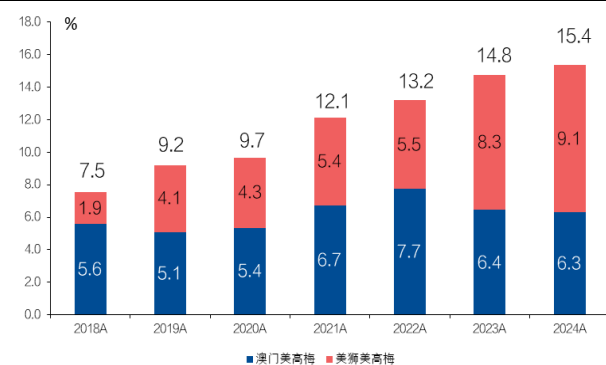
表5、公司、行业较 19 年博彩 GGR 恢复度

公司	恢复度 vs2019 同期	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
美高梅	总 GGR 恢复度%	77	101	99	125	141	137	113	128
	VIP 恢复度%	28	50	39	49	56	39	29	42
	中场恢复度%	118	137	142	174	213	205	171	181
	角子机恢复度%	65	72	72	90	97	103	87	109
行业整体	总 GGR 恢复度%	45	62	69	75	75	77	79	80
	VIP 恢复度%	23	35	38	39	39	38	42	43
	中场恢复度%	67	88	95	107	113	114	110	111
	角子机恢复度%	66	71	75	77	86	86	82	87

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从市场份额来看，公司的市占率 2018 年以来持续提升，这得益于赌牌续约后赌桌、客房等供给设施提升、新物业品牌力持续增长、营销能力提升、运营效率提升等多方面的原因。2018 年开业的美狮美高梅 2020 年后受到疫情影响中断业绩爬坡，疫情后随着知名度提高和物业设施进一步完善，收入贡献恢复增长，2024A 澳门美高梅和美狮美高梅的 GGR 市占率分别达到 6.3% 和 9.1%，整体的 GGR 市占率为行业第三位（2024Q1-3）。

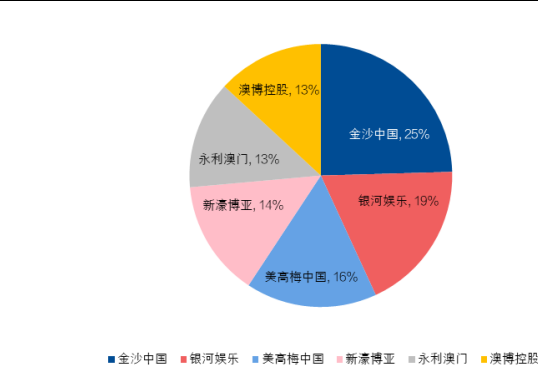
图4、公司的 GGR 市占率变化



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

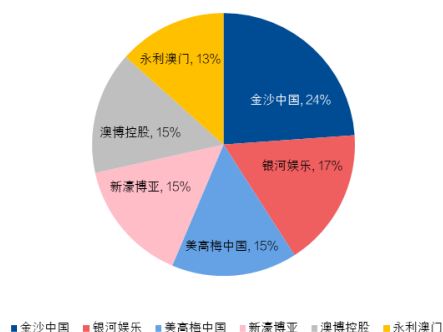
同时公司保持了较强的中场优势，并积极开拓非博彩业务。从 2024 前三个季度来看，非博彩业务市占率为 12%。

图5、2024Q1-3 行业 GGR 市占率对比



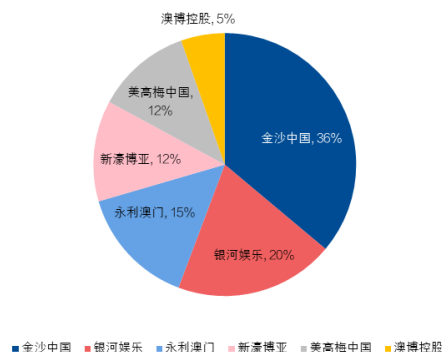
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2024Q1-3 博彩净收入市占率对比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2024Q1-3 非博彩收入市占率对比

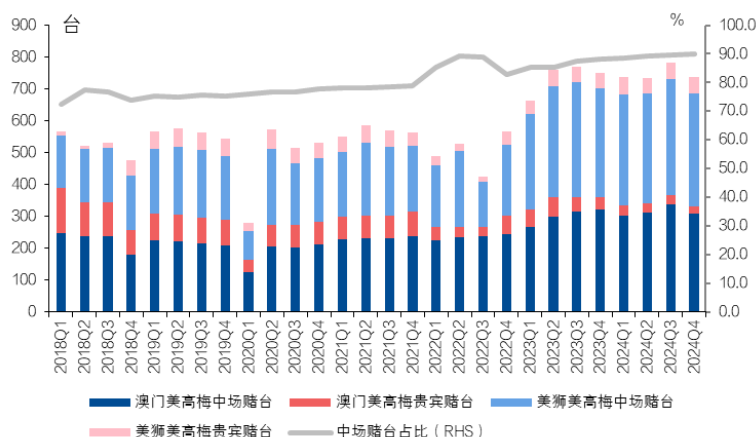


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(一) 赌牌续约及赌桌重分配后成为新获供给最大赢家

赌牌续约后成为获得赌台数量最多的头号赢家。2022 年底，澳门政府对未来十年赌牌进行续约和赌台重分配。在约定期内，澳门政府总赌桌数量为 6000 张，博彩机数量为 12000 张。截至 2024 年底全澳门赌台供给量为 2019 年的 89%，2024 年 GGR 恢复度为 2019 年的 78%。赌台的多少决定了收入的上限。凭借积极的非博彩投资承诺、母公司背书、清晰的发展规划、集团管理层的资源调用，美高梅在 2022 年底新一轮赌牌竞投中以第一的名次获得新增赌桌 198 张，赌台数量达到 750 张，目前澳门美高梅和美狮美高梅分别拥有 351、399 张赌台。我们估算，截至 2024 年底，澳门美高梅的中场和贵宾赌台分别有 310、27 张，美狮美高梅有 358、53 张（根据天数计算，加总起来物业总赌台数量跟公告披露会略有差异），中场赌桌排布占到 9 成，赌台排布上主动向中场倾斜。

图8、公司的赌台分布情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，美高梅中国在 2022 年 6000 张赌桌分配中获得 13% 份额，GGR 市占率 2024A 达到 15%，这也得益于公司的运营优势和资源禀赋帮助其获得了更多的单桌产出效益，包括特色的酒店设施打造、成果显著的营销策略、智能赌桌利用的先发优势、清晰的业务定位、母公司的积极支持。

表6、主要博彩公司 2022 年续约后赌台重分配及现有赌台运营情况

会计年度	2016A (台)	2017A (台)	2018A (台)	2019A (台)	2020A (台)	2021A (台)	2022A (台)	2023A (台)	重续约后获得赌 台上限(台)	占比	重续约后获博彩 机台上限(台)	占比
金沙中国	1635	1660	1685	1685	1685	1685	1685	1680	1680	28%	3700	31%
银河娱乐		1105		932				1000	1000	17%	1700	14%
美高梅中国	427	427	527	552	552	552	552	750	750	13%	1700	14%
永利澳门	581	615	639	645	654	654	563	563	570	10%	1100	9%
澳博控股	1616	1703	1712	1766	1095		1700+	1250	1250	21%	1700	14%
新濠博亚	892	865	872	902	875	902	842	737	750	13%	2100	18%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 酒店物业具备特色, 典雅与奢华定位, 结合文化艺术风格

在旅客选择赌场和入住物业时, 其配备设施、地理位置、外观设计风格、互联网热度、客房入住舒适度等, 都是重要的甄选条件。

澳门美高梅和美狮美高梅酒店分别位于半岛和路氹两个核心区域, 可以完整地覆盖到不同需求客群。澳门美高梅处于半岛老城区的南部近海, 紧邻核心景区, 如渔人码头和澳门塔等, 方便游客和当地人前往, 靠近新葡京和永利澳门, 连接壹号广场, 距离珠海拱北口岸约 5.5 公里。主要面向传统中高端市场, 强调奢华和经典, 迎合喜欢传统旅行、赌场体验的旅客。

美狮美高梅位于度假村集聚的路氹片区, 澳门经济发展重点区域, 区域客流量较高, 物业距离横琴口岸约 3 公里, 距离氹仔码头约 4.5 公里, 距离澳门机场约 4 公里。酒店定位现代多元, 强调艺术和科技的融汇创新, 迎合喜欢更多样化新型娱乐体验的中高端游客。

图9、澳门美高梅酒店位置



数据来源：谷歌地图，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、美狮美高梅酒店位置



数据来源：谷歌地图，兴业证券经济与金融研究院整理

美高梅中国酒店的建筑和室内设计以现代、豪华、精致、典雅为特点, 注重细节和品质。如美高梅中国的设计灵感来自于“珠宝盒”, 营造出珠光宝气的华丽氛围。澳门美高梅和美狮美高梅的酒店外部均采用金银铜三色配色的玻璃和金属反光材质, 建筑物中空设计层叠错落。外部幕墙搭配 6 万个 LED 灯, 日常或者节日期间会进行特定亮灯仪式, 呈现出灵动变化的光影图案, 如美高梅著名 IP 雄狮 LEO 等, 已成为澳门入夜时的网红打卡地之一。

除此之外, 公司的物业处处融入特别的文化和艺术风格, 如澳门美高梅展览空间, 占地面积达到 500 平米, 涵盖了从文艺复兴时期到当代的艺术藏品; 新开业的澳门美高梅博物馆, 是澳门首个按照中国国家一级文物展览标准建造的博物馆。美狮美高梅收藏了超过 300 件顶级艺术珍

品，美艺大堂以翡翠玉石为背景墙，悬挂了 28 张罕有的清朝御制地毯，结合东西方文化特色为一体。

图11、澳门美高梅酒店外观



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、美狮美高梅酒店外观



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

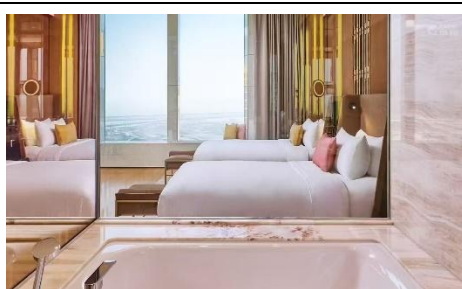
内部设施方面，澳门美高梅拥有 8 间餐饮、天幕广场；美狮美高梅拥有 10 间餐饮、视博广场。美狮美高梅拥有全世界最大的室内 LED 屏、玻璃屋顶、亚洲首个动感剧院、为 VIP 定制的雍华府。酒店客房亦以金、铜、大理石等奢华的现代风格为主。房内配备触控式设施，为房客提供定制化服务等，澳门美高梅酒店亦能欣赏到一线海景。

图13、澳门美高梅海景客房



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、美狮美高梅基础房型



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）瞄准中高端市场，提升盈利能力，优化服务和设施

美高梅把握市场风向，精准定位高端中场，以质取胜。公司以提供多种博彩游戏和高限注选项为核心卖点，同时客户画像聚焦规模小但质量高的高端中场客户。

这些客户通常是资产丰厚、拥有多套物业的内地退休人士、任职中高层管理职位的人士、民营老板等，来自广东省或其他经济较为富裕地区，年龄在 30-49 岁之间，平均每日投注金额约在 10 万港元至 100 万港元之间。分物业来看，两家物业客户消费水平相当，但美狮客户更显年轻化而澳门美高梅客户更偏向传统商务。美高梅将最低限注金额定在行业偏高水平以此筛选出高消费能力群体，比如百家乐、免佣金百家乐最低限注金为 5000/500 港元。

表7、各赌场百家乐最低限注金额对比

赌场	百家乐（港元）	免佣金百家乐（港元）
新濠天地	3000	500
澳门银河	5000	500
上葡京	500	500
伦敦人	5000	800
澳门美高梅	5000	500
巴黎人	5000	500
百丽宫/四季	3000	500

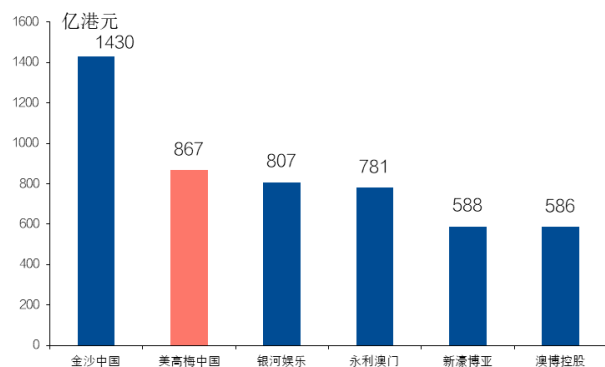
新濠影汇	3000	500
威尼斯人	5000	1000
永利皇宫	3000	500
帝宫酒店	500	-
财神酒店	300	200
新葡京	300	300
澳门凯旋门	500	300
葡京	300	300
美高梅澳门	5000	500
新东方置地	200	500
金碧汇彩	300	200
澳门星际酒店	3000	500
永利澳门	5000	500

资料来源：Maven of Macau，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2024 年底数据

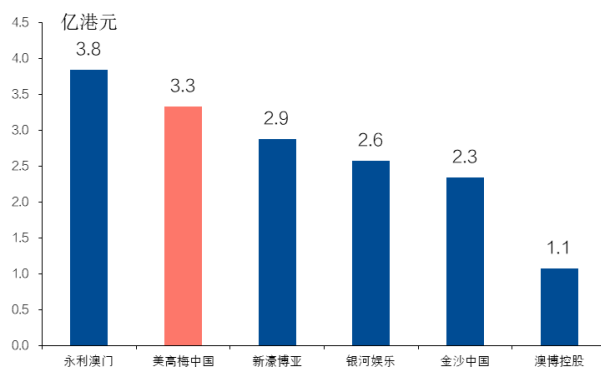
同时，虽然美高梅在赌桌和客房数量上不占绝对优势，但因为单客消费能力更高，公司以质取胜。从规模上看以客房数量指标为参考，美高梅中国是六家企业最低，但是其中场总投注额总量 2024Q1-3 达到行业第二，同时平均单桌投注额也达到行业第二，同时两个物业的中场单桌投注额 2023 年以来均恢复增长。

图15、各公司 2024Q1-3 中场总投注额



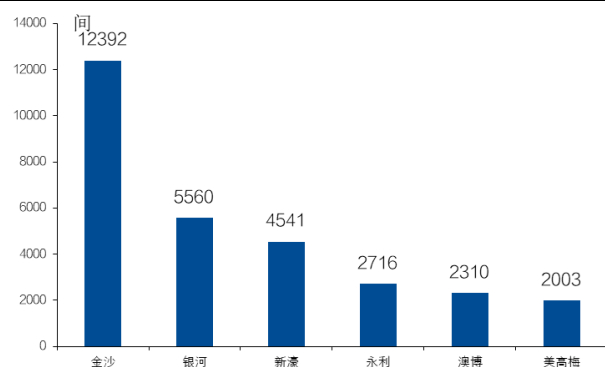
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、各公司 2024Q1-3 单桌平均总投注额



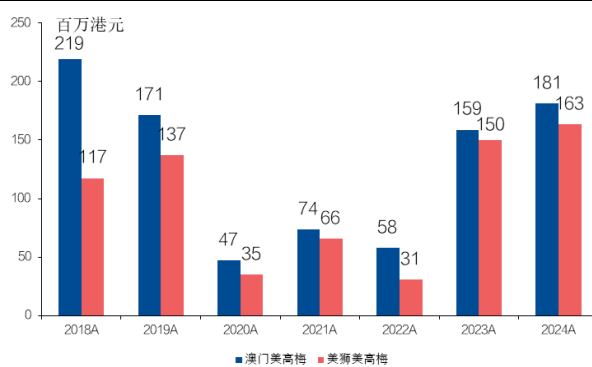
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、澳门六家企业的客房数量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

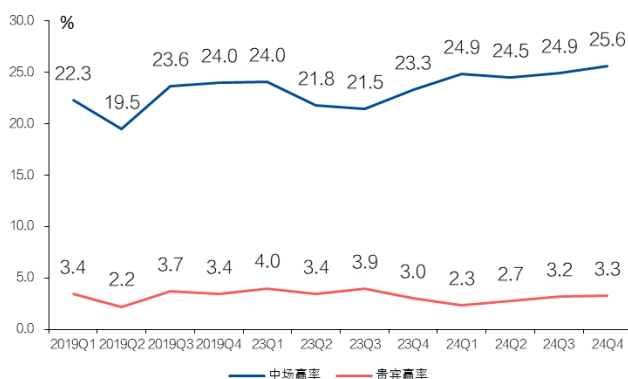
图18、公司两个物业的中场单桌投注额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司的贵宾和中场业务赢率来看，贵宾业务赢率更加趋于稳定，中场赢率疫情后小幅增长。赢率的微小变化也会导致 GGR 波动，但行业平均来看贵宾赢率基本在 3-4% 浮动，中场赢率基本在 20-25%，整体提升收入的关键还是在于获客和提升单客博彩消费。

图19、公司的博彩赢率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司为客户提供种类繁多的博彩游戏选择，增强游戏体验。除了著名的百家乐、二十一点、轮盘等常见的澳门赌场游戏以外，美高梅拥有行业领先的西式游戏收藏，包括了 400 多种赌桌和扑克游戏，并设有专门的扑克室，里面有澳门赌场罕见的德州扑克和三张牌扑克。

表8、公司的德州扑克盲注、买入、佣金金额

盲注（港元）	最低买入（港元）	最高买入（港元）	佣金上限（港元）
25/50	2000	10,000	250
50/100	5000	30,000	500
100/200	10,000	60,000	500
200/400	20,000	120,000	500
300/600	30,000	—	700
500/1,000	50,000	—	700
1,000/2,000	100,000	—	1,000

资料来源：Maven of Macau，兴业证券经济与金融研究院整理

公司利用不对外高档豪华设施吸引高端忠诚和贵宾客户，逆风中持续扩展中高端份额。公司对高端市场实施了独特策略定位来降低 VIP 收缩、转型中场对贵宾业务的影响，美狮美高梅内修建了“雍华府”、“雍华壹号”及“御狮别墅”等奢华设施来减少博彩中间人涉入、增加直接贵宾业务、并提高对高净值人群的吸引力和粘性。旗下超豪华专属度假村“雍华府”不对外出售，仅对高端客户邀请入驻，内设单独赌场供客户享用，提供 24 小时管家服务。“御狮别墅”内放置多种顶级艺术收藏、设置私人按摩、影音娱乐室等多种顶尖娱乐设施。

表9、公司持续完善高档豪华设施

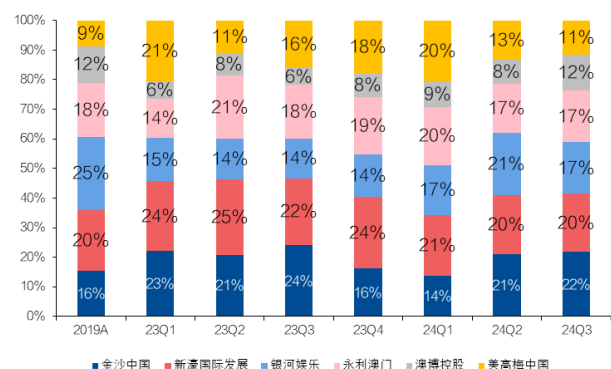
项目	投营时间	房间面积	供给	风格	位置	图片
雍华府	2018 年 9 月	215-570 平米	27 间别墅	摩洛哥风格	美狮美高梅物业 专属隔离区域	
御狮别墅	2021 年 10 月	200-500 平米	28 间别墅	中西结合的现代风格	美狮美高梅物业 顶楼	

资料来源：公司公告、Trip，兴业证券经济与金融研究院整理

在行业贵宾业务整体收缩情况下，公司的贵宾业务仍然表现出超过疫情前的市场份额。尽管表

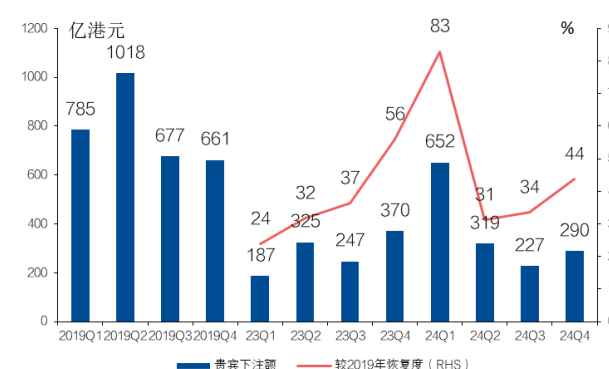
观数字上看，贵宾下注额恢复度并不算高，但其中需要考虑到传统贵宾向无中介收取的直营高端中场转化，以及公司调整赌桌分配的情况。同时，贵宾业务 EBITDA 率较低，低于中场业务，传统贵宾向高端中场转型亦有利于提升整体盈利能力，目前公司的整体 EBITDA 率已回升至接近 30% 水平。

图20、澳门六家公司的博彩贵宾份额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、公司的贵宾下注额和恢复度 vs2019



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）首家采用智能赌桌的博彩企业，提质增效保持先发优势

美高梅中国是澳门第一家采用 RFID（无线射频识别技术）智能赌桌技术的博彩企业，2016 年首次安装了 RFID 智能赌桌，目前在其旗下赌场全面使用。其原理和影响在于：1、每个筹码嵌入 RFID 芯片，存储了筹码的面额、编号等信息，赌场可以实时追踪筹码的位置、数量和交易历史，实现自动化替代人工盘点。2 赌桌上安装的 RFID 读写器可以实时读取下注金额、牌面信息等。传输到后台系统后，管理人员据此实时监控游戏进度、胜率和异常。3、追踪和数据分析用户数据。根据后台数据，系统同步记录玩家的投注行为和偏好，赌场可以根据这些数据为玩家提供个性化的服务，例如推荐适合的赌局或提供优惠。4、防止作弊行为和筹码造假的有效手段。筹码若出现异常，系统则会发出警报。

数字化和科技化技术的运用也是当下政府的鼓励发展方向。澳门博彩监察协调局正在持续敦促赌场运营商更新其赌场的监控系统。2024 年下半年以来，其他几家博彩企业也积极引入 RFID 赌桌技术，但是大批量的引进带来供给端的供不应求，预计将在未来一段时间内持续推进和普及。美高梅旗下赌桌早已实现全面推广，公司对技术的运用更加成熟，其赌桌效率仍然在持续提升，并且也确立了较难在短时间内被超越的先发优势。

图22、RFID 智能赌桌

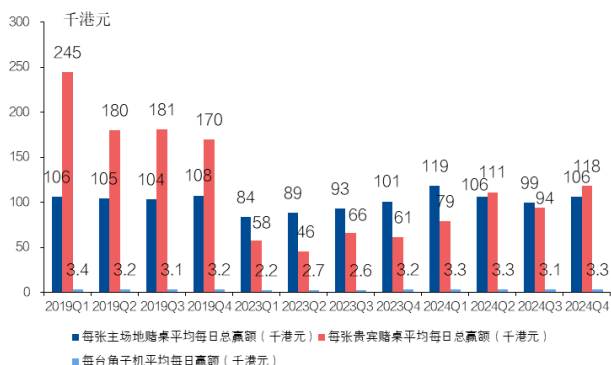


数据来源：商讯，兴业证券经济与金融研究院整理

依托智能化赌桌及芯片收集客户数据，提前抢占科技优势，提高运营效率和单桌盈利。从不同赌桌对比来看，智能赌桌技术运用下的游戏单局时长也有所缩短，周转率也因此更高。对比同行，美高梅单桌盈利效率名列前茅，尤其是中场业务方面。

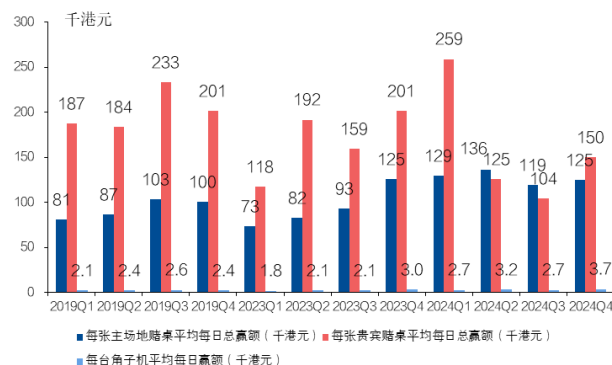
据此测算，假设一台赌桌一天运营 20 个小时，每局百家乐持续约 1 分钟，则一天可以周转 1200 次游戏，按照中场日均赢额 12 万港元计算，单次产收 100 港元。如若在智能赌桌技术的加持下，每局游戏缩短 3 秒，则一天可以周转 1263 次，提升 5.3%。

图23、澳门美高梅单桌日均赢额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、美狮美高梅单桌日均赢额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）优质营销投放、拓展多元非博产品、挖掘国际资源，吸引大众客流

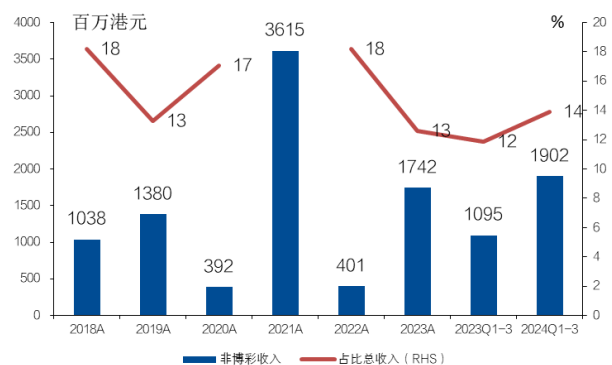
截至 2024 年前三季度，公司的非博彩收入为 30.65 亿港元，同比大幅增长 68.6%。公司积极拓展多元化的非博彩项目，提升营销质量，拓展海外客源，促进非博彩收入增长的同时，亦为博彩业务积极引流。

图25、澳门美高梅非博彩业务表现



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、美狮美高梅非博彩业务表现



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：疫情间异常值不显示

公司利用免费小食和餐厅进行大众营销，吸引散客群体。区别于传统赌场依靠酒店住房吸引游客赌博消费的模式，美高梅灵活运用社媒创造话题，推出免费珍珠奶茶、冰激淋、泡芙等颇受年轻人欢迎的小食屏社交媒体，通过“免费吃喝”、“薅羊毛”等一系列反差感话题增加赌场客流、扩展中端年轻客户群体、提高品牌知名度。美高梅的成功让不少赌场争相效仿，但美高梅依然靠“真材实料”、繁多种类和精美口味最为出圈。虽然 24 年 6 月起澳门政府要求各赌场调整饮食派送政策，美高梅最出名的珍珠奶茶仍可继续免费领取。另外，美狮美高梅也积极调整餐饮结构，24 年会在赌场内新增两家餐饮服务，结合品种繁多的免费小吃，提升客户博彩体验

感及上桌时间。

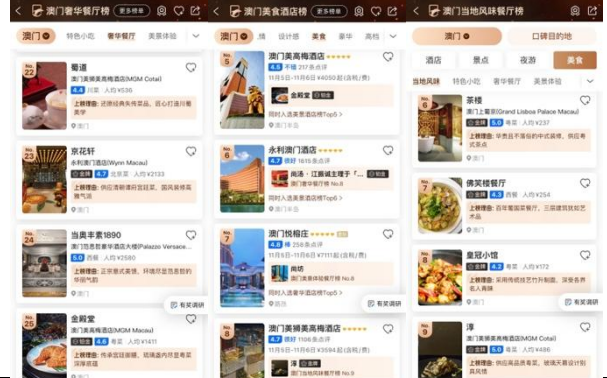
同时，公司也通过提供高端餐饮来打响知名度和吸引高端游客光顾：澳门美高梅“金殿堂”荣获黑珍珠一钻餐厅，美狮美高梅的“蜀道”荣获米其林一星餐厅殊荣。旗下多家餐厅也成功上榜携程澳门奢华餐厅榜、澳门美食酒店榜、澳门当地风味餐厅榜。

图27、美高梅奶茶话题霸屏社交媒体



资料来源：小红书，兴业证券经济与金融研究院整理

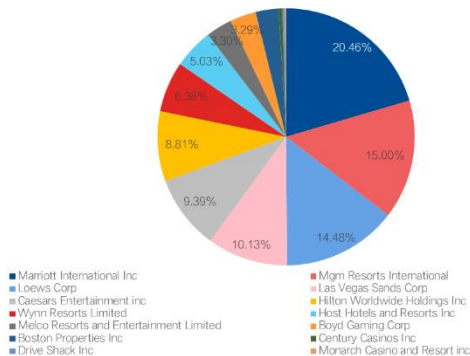
图28、携程澳门美食榜单



资料来源：携程，兴业证券经济与金融研究院整理

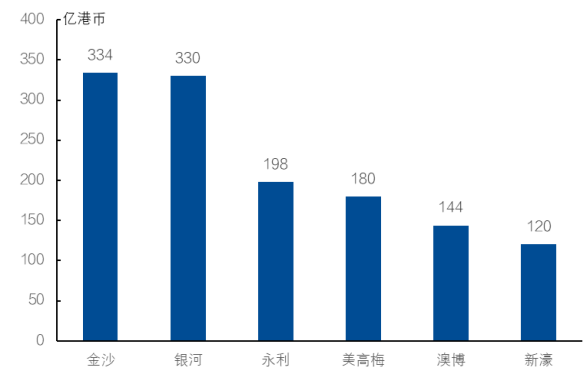
利用“美高梅国际”品牌影响力及销售网络，积极开拓国际客源市场。美高梅、金沙、永利、新濠在国际市占率（2024Q1）分别为15%、10%、6%、3%，美高梅国际在国际市场影响力保持领先，为其在招揽国际游客赛道打下明显优势。同时，公司承诺投资180亿港元（达到GGR标准上调后承诺）用于拓展海外客源，投资额位于行业第四，并于23年增加海外销售网络至30个。截至24年6月，公司与日本、韩国、泰国、新加坡、印尼及葡萄牙等国联合举办了8场推广活动，积极引流外国客源到中国澳门。

图29、各品牌国际市场份额（2024Q1）



资料来源：CSI Market，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、各公司承诺在本轮赌牌期内用作非博彩和海外拓展的投资金额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

开辟差异化“艺术人文”体验新赛道，提升品牌形象，吸引高端客户群体。不同于着重发展大型传统娱乐演出的金沙、银河，美高梅致力于推动高品位文化艺术。公司利用“艺术”拔高品牌格调，吸引高净值客户群体，并因此引发大量媒体关注及报道，提升品牌知名度。此外，酒店也靠其独特的设计品味荣登大众点评建筑美学必住榜、城市美景榜、携程澳门设计感酒店榜。

表10、公司的历年重要艺术展览

活动日期	活动内容
2019年5月28日	华源：崭新风格呈现水墨新意境
2019年10月5日	蛇拍的鸡、虎、羊：蔡文悠摄影展
2021年7月16日	苏醒：艺术特展
2023年7月29日	超元·万象：萧勤的艺术特展
2023年8月11日	大型装置艺术《瓦尔基丽迪奥小姐》

2024 年 5 月 31 日 任哲《江湖》艺术展
2024 年 11 月 29 日 狮子双年展
2024 年 11 月 29 日 殿“糖”雕塑艺术特展

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

结合文化与科技，举办多样化活动，提高用户新鲜感及体验感。虽然公司在传统大型演出活动方面不及金沙、银河，但自 23Q3 起，公司大型演出活动增量明显，供给持续增加。公司邀请了包括 Bruno Mars、谢霆锋、张艺谋及萧敬腾等在内的多位演艺界大咖助阵，用户画像完美迎合中高端客户。除此以外，公司也邀请更受年轻群体喜爱的开心麻花等进一步巩固中端客户。

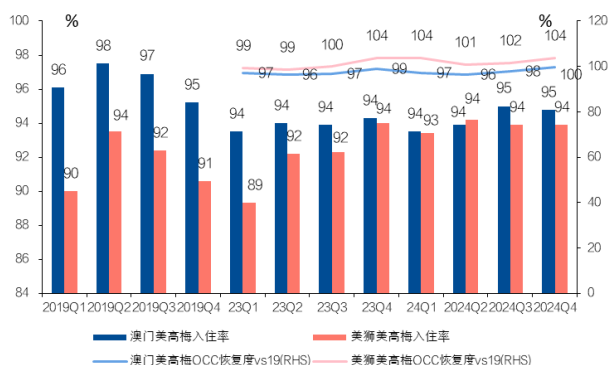
表11、公司的重要活动、演出

活动日期	活动内容
2024 年 1 月 1 日	谭盾《敦煌·慈悲颂》
2024 年 1 月 6 日	Bruno Mars 美狮美高梅演唱会
2024 年 2 月 12 日	A-Lin《玲动心弦》美高梅新春音乐会
2024 年 3 月 7 日	世界冠军级甜品大师 Angelo Musa 朱古力盛
2024 年 3 月 19 日	开心麻花首届澳门国际喜剧节
2024 年 3 月 30 日	《郑伊健与你在一起》音乐会
2024 年 4 月 8 日	张艺谋《MGM 2049 驻场秀》
2024 年 4 月 20 日	光良《First Time》音乐会
2024 年 4 月 30 日	法国名厨 Olivier Elzer 法式美食盛宴
2024 年 5 月 4 日	张远、陈小春美高梅音乐会
2024 年 6 月 8 日	古巨基美高梅音乐会
2024 年 6 月 28 日	RR1HK Culinary Master 高端国际旅客美食
2024 年 7 月 20 日	巫启贤、陈嘉桦仲夏音乐派对

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

随着公司的文娱活动在疫情后重新恢复，物业访客量持续提升。2024Q4 澳门美高梅和美狮美高梅的酒店入住率已恢复至 2019 年同期的 100%、104%。ADR 保持高于疫情前的水平，到访客户消费力强于疫情前，2024Q4 澳门美高梅和美狮美高梅的 ADR 已提升至 2019 年同期的 123%、132%。

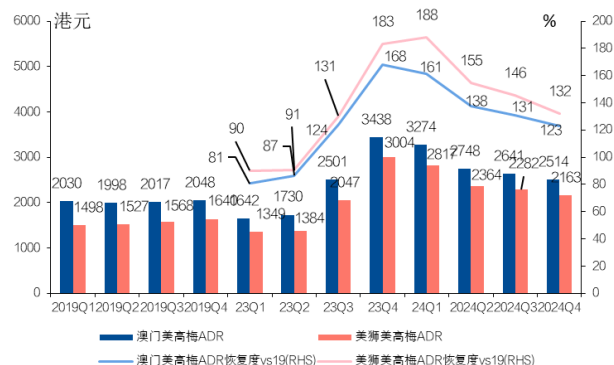
图31、公司的酒店入住率变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司运用社交媒体激进推广。公司重视数字营销，积极利用社交媒体软件，为美高梅品牌增加曝光度，持续扩大内地潜在客群。截至 2025 年 2 月，美高梅在六家澳门博彩公司中小红书粉丝量排第一，达 19.6 万，获赞与收藏排第二达 37.5 万。

图32、公司的酒店 ADR 变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

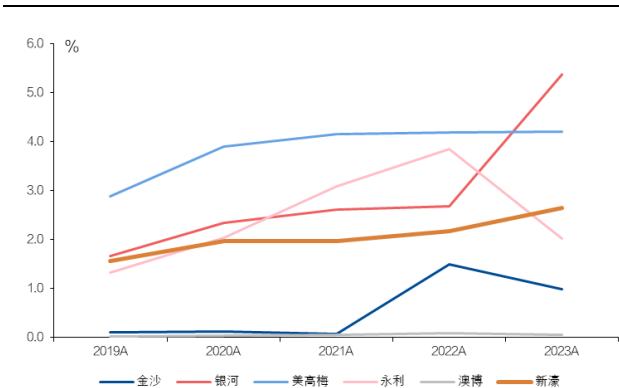
表12、澳门主要博彩物业小红书粉丝量及点赞情况（截至 2025 年 2 月）

酒店账号	小红书粉丝量（人）	获赞与收藏（次）
美高梅 MGM	19.6 万	37.5 万
澳门银河综合度假城	9 万	45.1 万
澳门威尼斯人	4.6 万	18.2 万
澳门伦敦人	9.4 万	37 万
澳门巴黎人	1.3 万	11.7 万
永利渡假村	2.4 万	9.9 万
澳门葡京人	2.4 万	6.7 万
澳门新濠影汇 W 酒店	925	2617

资料来源：小红书，兴业证券经济与金融研究院整理

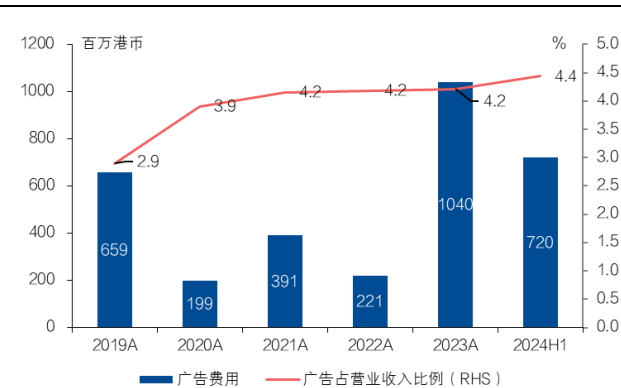
2023 年以来，行业平均客户免费赠礼投放费用大幅增长，美高梅中国的营销力度保持领先。疫情恢复以来公司加大推广力度，2023 年广告投入达 1040 百万港币，排行业第二，为 2019 年的 1.6 倍，广告占收入比例增长至 4.4%。同时，虽然推广开支较高，但公司的 2024Q1-4 经调整 EBITDA 率均创历史同期新高，开支的回报亦可观。

图33、各公司推广费用率对比



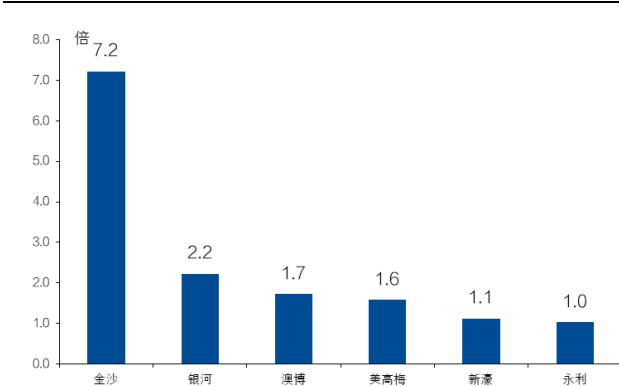
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、公司的广告费用和占收入比例



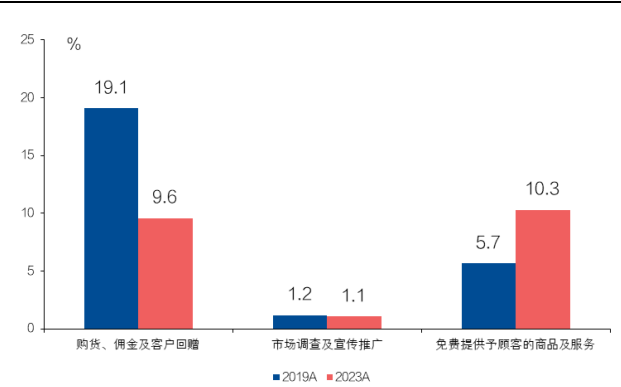
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、各公司 2023 年对比 2019 年公司广告费用倍数



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

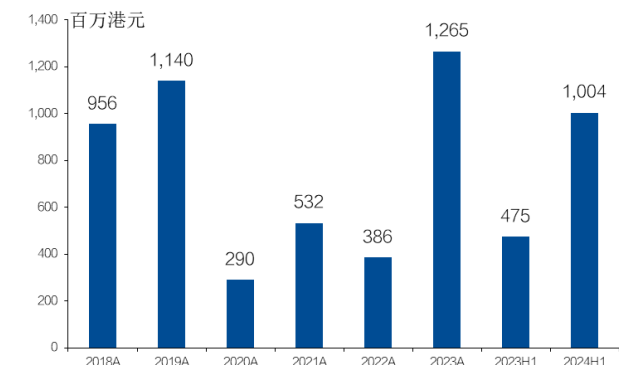
图36、澳门博彩业整体投放费用同比变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

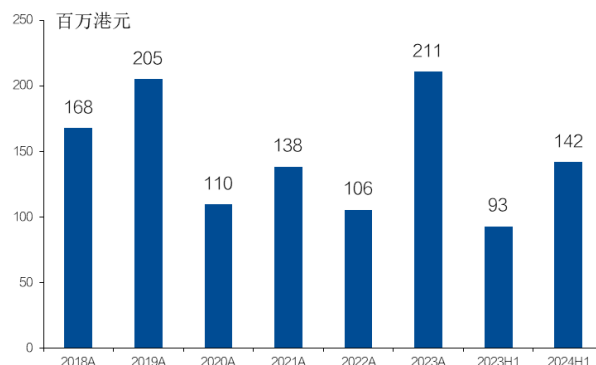
随着渗透率提升、营销资源持续投放、客流恢复增长，公司的零售、餐饮收入也持续高速增长，2024H1，餐饮和零售收入分别为 10.0 和 1.4 亿港元，同比增长 111.3%和 53.0%。

图37、公司的餐饮收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、公司的零售及其他收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

积极投资非博彩项目，扩建翻新设施设备，提升供给和服务质量。澳门美高梅艺术博物馆已于 24 年底正式开幕，有望为公司吸引更多客流。同时，据彭博披露，美高梅有计划扩建其在澳门的项目，新增酒店客房及康体服务。

表13、公司近期扩展情况和未来计划

所属企业	物业规划	物业类型	预计开业时间
美高梅	澳门美高梅艺术博物	艺术展览、康体服务	2024 年底已开业
	美狮美高梅扩建	酒店客房、康养服务	暂无

资料来源：Bloomberg、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（六）借力母公司支持，财务稳健派息丰厚，积极探索海外新物业潜力

资本开支方面，在 2022 年底赌牌重新续约后，公司同意未来续约期内投资约 20 亿美元，包括资本支出和运营费用，预计资本支出和运营支出各占一半，同时将 90% 投资投向开发非博彩项目、国际旅游市场。

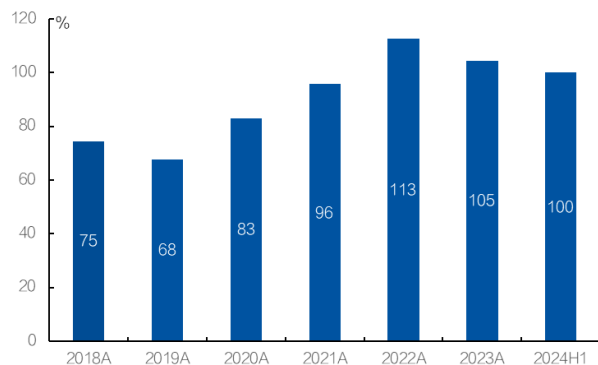
表14、公司的 CAPEX 情况

年份	年初制定 CAPEX 计划	实际 CAPEX (亿美元)
2018A	9.45 亿美元，一半用于美狮美高梅建设	3.9
2019A	3.5-3.75 亿美元	1.5
2020A	1.95-2.05 亿美元	1.1
2021A	-	0.7
2022A	-	0.3
2023A	1.1-1.5 亿美元	0.5
2024A	2-2.5 亿美元	-

数据来源：美高梅国际公告，兴业证券经济与金融研究院整理

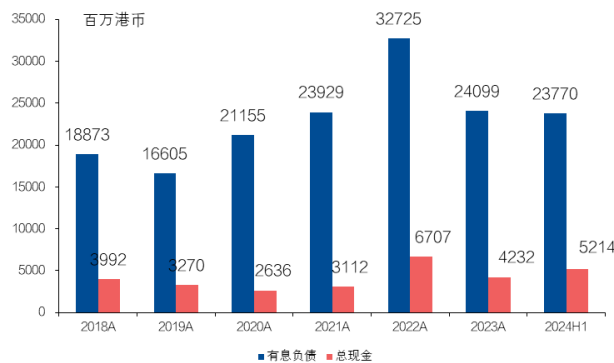
截至 2024H1，公司资产负债率降至 100%，财务不断优化。总有息负债为 238 亿港元，80% 以上均为 1 年以上的中长期债务，偿债压力较低。截至 2024H1，账面现金为 52 亿港元，净负债持续下降。

图39、公司的资产负债率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

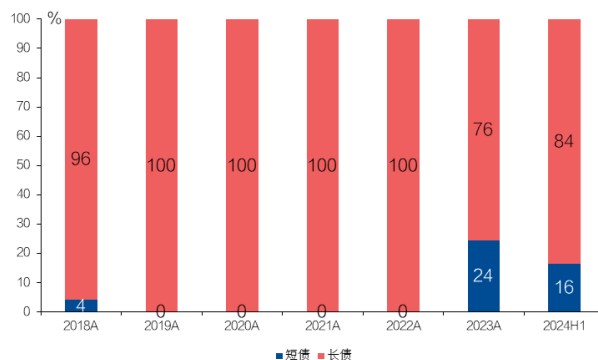
图40、公司的有息负债和总现金情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

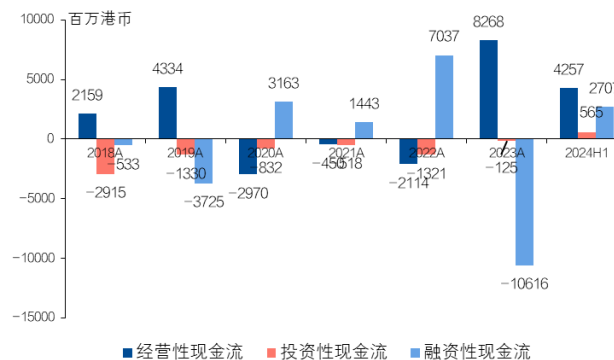
2023 年公司的经营性现金流显著增长，财务改善下进行集中财务还款，缓解债务压力，2024 年以来保持正现金流入。

图41、公司的有息负债的结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、公司的经营性现金流



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

母公司美高梅国际持续支持公司经营，保持资源投入，同时随着财务状况改善，公司也已逐步减少对母公司依赖。2022 年 11 月 10 日，美高梅中国与母公司美高梅国际签订贷款协议，美高梅国际同意提供最多 7.5 亿美元的后偿循环贷款融通。随着 2023 年以来公司的收入大幅改善，公司不再需要母公司贷款融通，2024 年 3 月 20 日，双方协商已主动选择终止该协议。公司的融资渠道保持顺畅，2024 年 6 月，公司成功新发行一笔 7.5 亿美元，发行利率 7.125% 的优先票据。

表15、公司的有息负债梳理

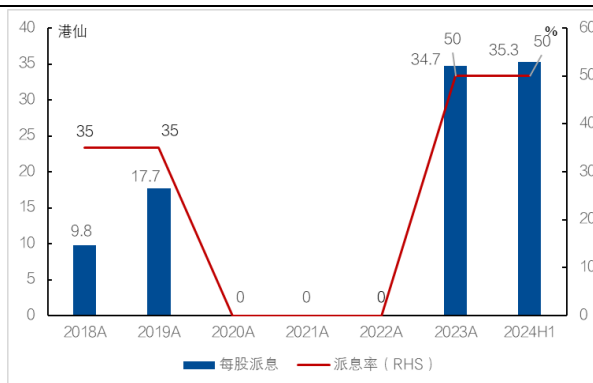
有息负债	发行时间	到期时间	金额	发行利率	用途	备注
无抵押优先票据	2024 年 6 月 26 日	2031 年 6 月 26 日	7.5 亿美元	7.125%	偿还循环信贷融通	-
无抵押优先票据	2021 年 3 月 31 日	2027 年 2 月 1 日	7.5 亿美元	4.75%	偿还循环信贷融通及一般公司用途	-
无抵押优先票据	2020 年 6 月 18 日	2025 年 6 月 18 日	5.0 亿美元	5.25%	偿还循环信贷融通及一般公司用途	-

无抵押优先票据	2019 年 5 月 16 日	2026 年 5 月 15 日	7.5 亿美元	5.88%	偿还优先有抵押信贷融通及一般公司用途	—
无抵押循环信贷融通	2019 年 8 月 12 日	2026 年 5 月 15 日	97.5+58.5 亿港元	1.625%–2.750%	偿还优先有抵押信贷融通、持续营运资金需求及一般公司用途	尚未动用为 110.8 亿港元（截至 2024 年 6 月 30 日）

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司保持丰厚派息和连续回购。公司为澳门六家博彩企业中首个恢复派息的公司，同时派息率提升至比疫情前更高的水平，达到 50%。2023 年、2024H1 公司分别每股派息 34.7、35.3 港仙，当前股价（2025/3/28 收盘价）下 2025E/2026E/2027E 股息率为 5.9%/6.1%/6.4%。同时 2024 年以来，公司亦保持持续回购，2024 全年已回购 2338 万股股份，回购总金额为 3.2 亿港元。

图43、公司的派息率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表16、公司的 2024 年回购情况

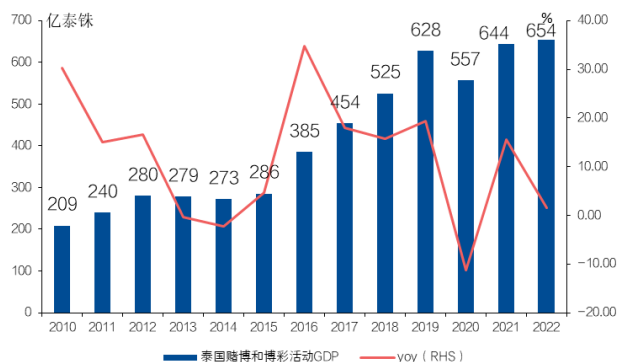
时间	回购数量 (万股)	回购金额 (万港元)
12 月	83	825
11 月	38	367
9 月	153	1,548
6 月	597	7,969
5 月	1,240	18,187
3 月	227	3,034
总额	2,338	31,931

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

泰国博彩合法化或将带来新物业拓展机会。泰国目前除了官方彩票和赌马以外的线下幸运博彩为非法活动，但泰国国内需求持续增长，目前地下赌博年产值已达 150 亿美元。2024 年泰国内阁已完成《娱乐场所经营法》草案的批准，意于将地下赌博业合法化，允许建立娱乐综合体和赌场，通过合法化赌博来刺激经济和旅游业发展以及创造就业，2025 年 1 月，泰国内阁已原则性批准草案，将提交议会审议。泰国计划在曼谷、芭提雅、普吉岛、清迈等地建设多个综合娱乐中心，许可证有效期为 30 年，每次续期不超过 10 年。

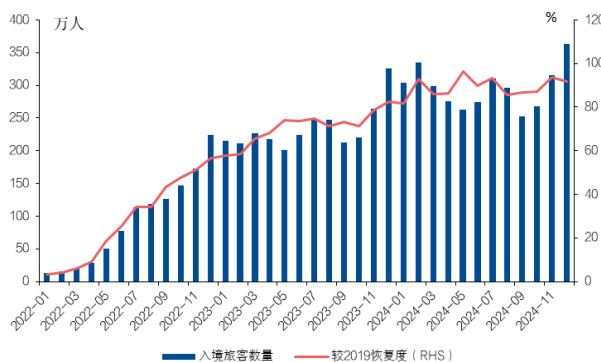
泰国的博彩合法化吸引了多个国际博彩巨头的关注，美高梅国际表示，未来任何在泰国的赌场或综合度假村开发项目都将通过美高梅中国进行，而美高梅国际 CEO 与美高梅中国主席何超琼女士已于 2024 年 7 月访问泰国，评估可能落地的项目机会。泰国博彩税（17%）预计显著低于澳门，同时泰国人工、水电、维养等各项成本都更低，利润率有望更高。公司若是获得了泰国新物业投资机会，一方面将产生新的收入增长点，同时也进一步增强品牌在东南亚市场影响力，导流国际客流进入澳门。

图44、泰国的赌博和博彩活动 GDP



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、泰国的入境游客数量及对比 2019 恢复度

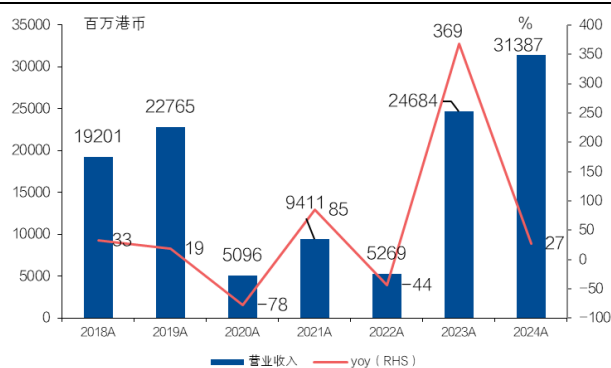


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、财务分析

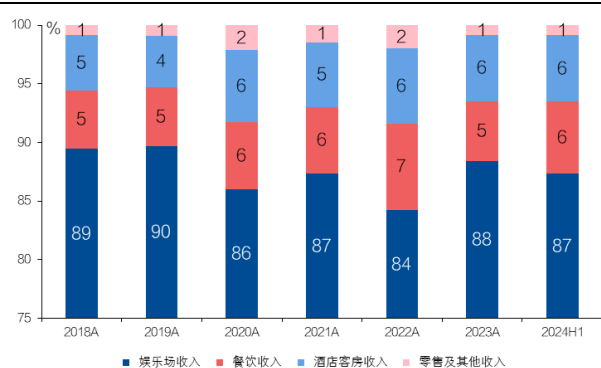
公司营业收入持续恢复,2024 年达到 314 亿港币,同比增长 27%,较 2019 年疫情前增长 38%。
2024H1 娱乐场收入、餐饮收入、酒店客房收入和零售及其他分别占收入比例为 87%、6%、6%、1%。公司在疫情前已经确立了比同行相对更高的非博彩业务占比,疫情后非博彩业务贡献进一步增长。

图46、公司的营业收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

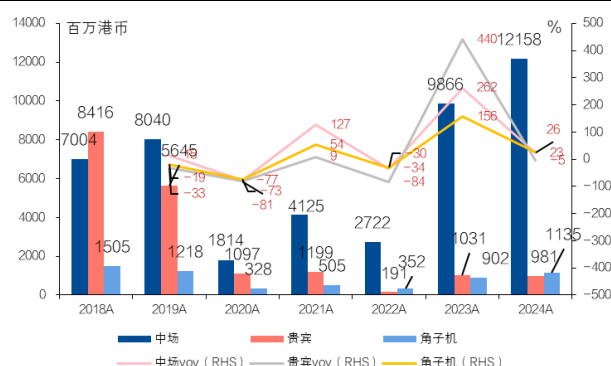
图47、公司的营业收入分业务占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

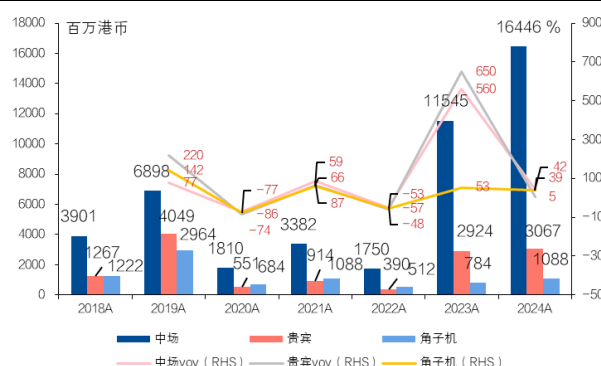
两个物业的娱乐场赢额均保持高速增长,其中开业时间更短的美狮美高梅增速更快。由于博彩法修订、疫情变化等原因,2018至2024年,公司物业的娱乐场营收占比发生显著变化。澳门美高梅历史更长,随着澳门博彩政策、经济环境变迁,该物业业务结构演变更显著,其中场营收占比从41%增长到85%,而贵宾营收占比从50%逐年缩小到7%,角子机营收占比相对稳定。而开业时间较短的美狮美高梅娱乐场收入结构相对稳定,其中场营收占比从61%增长到80%,而贵宾营收占比从20%逐年缩小到15%,角子机营收占比从19%下降至5%。疫情后大众市场的恢复相对较快,其占比上升,而疫情冲击下,贵宾市场高额消费特性受到影响更大,疫情后恢复更慢。同时,政府在过去几年加强了对贵宾博彩活动的监管,包括严格的反洗钱措施和对博彩中介人的管控,这些措施导致贵宾博彩活动减少,而度假式消费属性为主的中场博彩更受到政策支持。

图48、澳门美高梅娱乐场赢额分业务情况



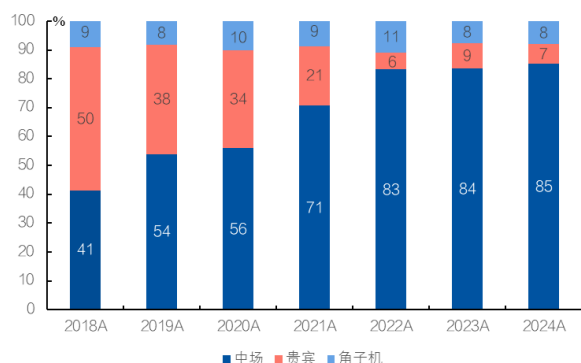
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、美狮美高梅娱乐场赢额分业务情况



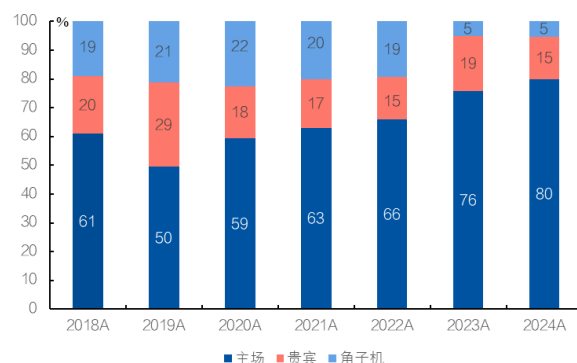
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、澳门美高梅娱乐场 GGR 占比结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

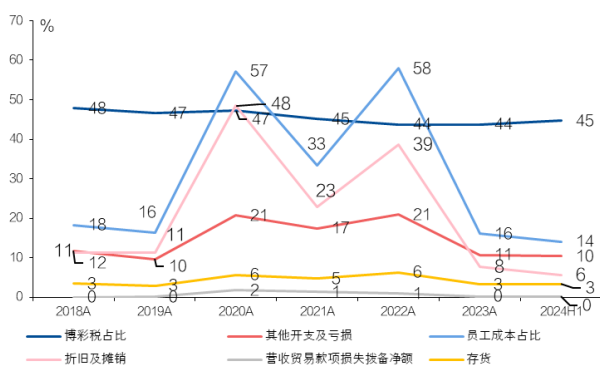
图51、美狮美高梅娱乐场 GGR 占比结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

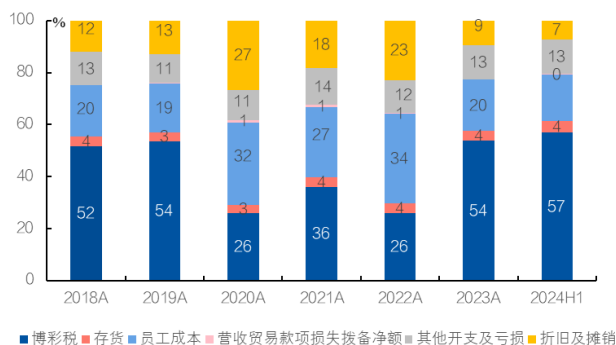
2023 年以来，公司收入迅速恢复至疫情前水平，同时防疫费用开支等减少，日常经营性开销如员工成本、原材料等占比均下降至正常水平。随着资本开支高峰过去，折旧摊销占比也下降至较低水平。2024H1 博彩税、员工成本、其他开支（水电、维养、广告等等日常支出）、折旧及摊销、损失拨备、存货分别占经营收入 45%、14%、10%、6%、0.2%、3%。较 2023 年提升 1 个百分点、下降 2 个百分点、下降 1 个百分点、下降 2 个百分点、持平、持平。

图52、公司的主要经营成本占比经营收入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、公司的经营成本构成占比

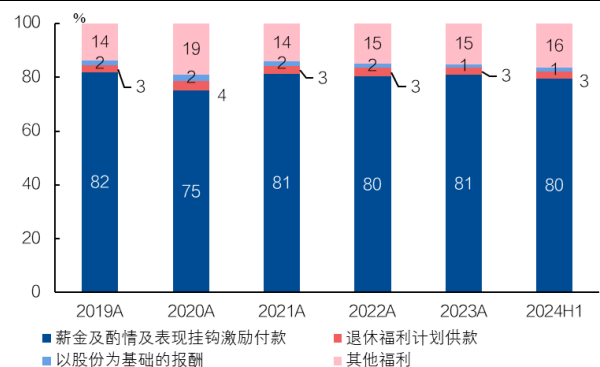


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

员工成本是成本费用中一大主要开支。其构成中，薪酬及奖金占比达到八成，其他福利和以股份为基础的报酬在总员工成本中占比较小。

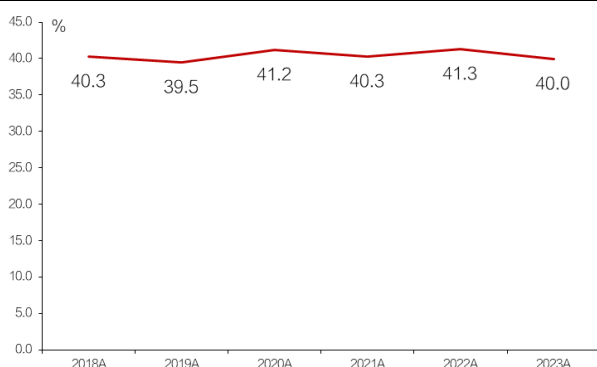
另一大主要费用，博彩税开支占毛收入水平保持在 40% 的稳定水平。

图54、公司的员工成本构成占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

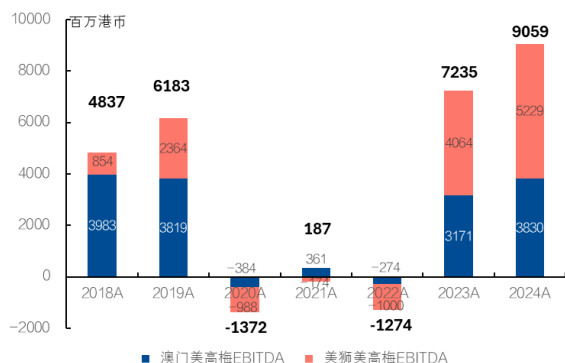
图55、公司的博彩税占比 GGR



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

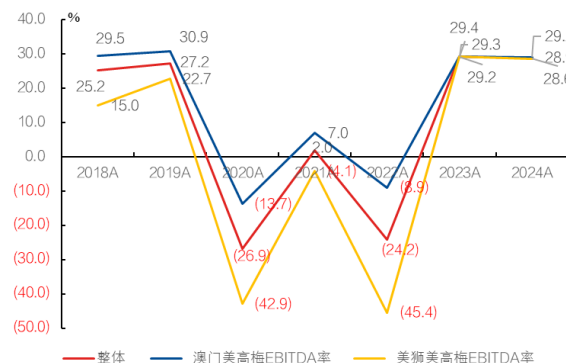
EBITDA 迅速恢复，2023 年公司经调整 EBITDA 扭亏为盈至 72 亿港元，较疫情前增长 17%，2024 年公司的 EBITDA 达到 91 亿港元，较疫情前增长 47%。其中澳门美高梅 EBITDA 达到 38 亿港币，与疫情前持平；美狮美高梅为 52 亿港币，较疫情前增长 121%。两个物业的 EBITDA 率水平相若，整体 EBITDA 率恢复至 28.9%。

图56、公司的 EBITDA



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

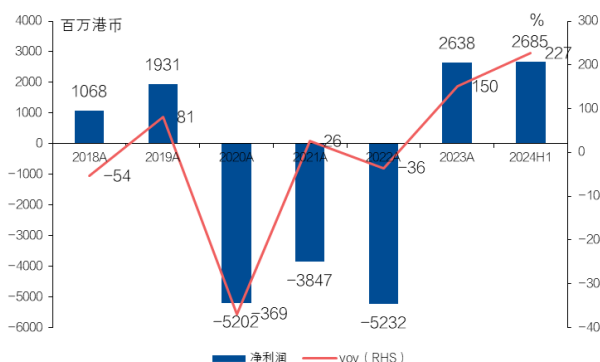
图57、公司的 EBITDA 率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

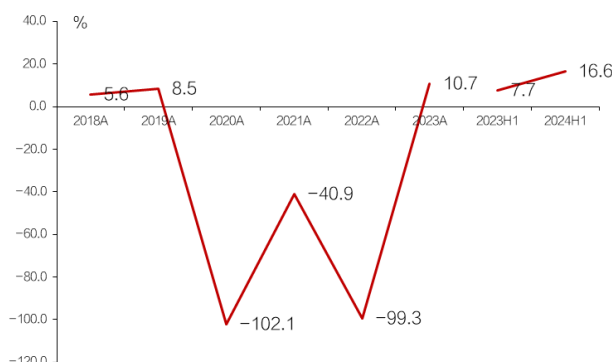
归母净利润同比显著回升。2023 年净利润扭亏为盈至 26.38 亿港元，较 2019 年增长 37%。2024H1 归母净利润为 26.85 亿港元，2024H1 净利率提升至超过疫情前水平，达到 16.6%。

图58、公司的净利润和同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、公司的净利率



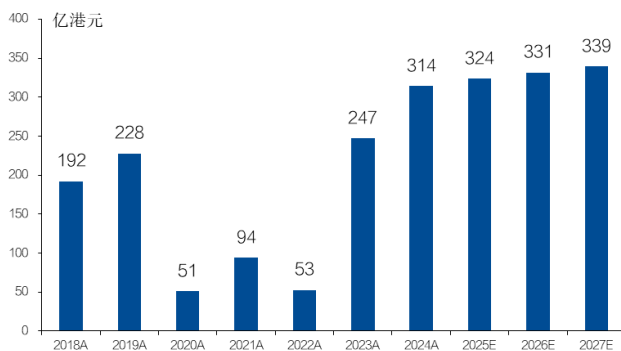
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

2025 年澳门政府对全年 GGR 的展望为 2400 亿澳门元，同比增长 6%。我们认为公司的中场业务将保持领先带动作用，两个物业的娱乐场收入保持稳健增长，与此同时，随着客流回升，非博彩业务的餐饮、酒店客房以及其他零售收入也将持续增长。我们预计 2025/2026/2027 年营业收入为 324/331/339 百万港元，同比增长 3.1%/2.4%/2.3%。

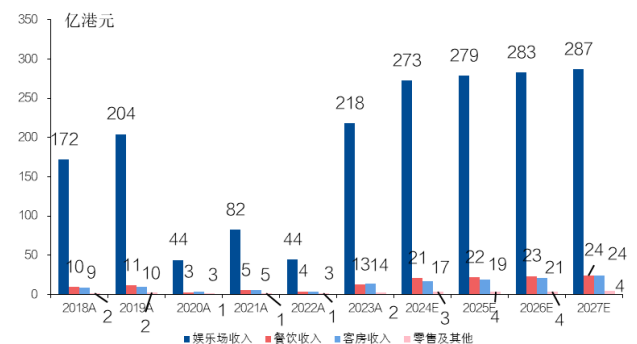
娱乐场业务方面，预计中场业务 2025/2026/2027 年 GGR 为 292/297/301 亿港元，同比增长 2%/2%/1%，高端中场和大众引流促进中场能力提升。预计贵宾业务 2025/2026/2027 年 GGR 为 41/42/42 亿港元，同比增长 2%/1%/1%，2024 年贵宾 GGR 由于赢率下降和客群调整表现较弱，符合预期。预计角子机业务 2025/2026/2027 年 GGR 为 23/23/23 亿港元，同比增长 2%/1%/1%。

图60、预测公司总营业收入



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图61、预测公司各业务营业收入

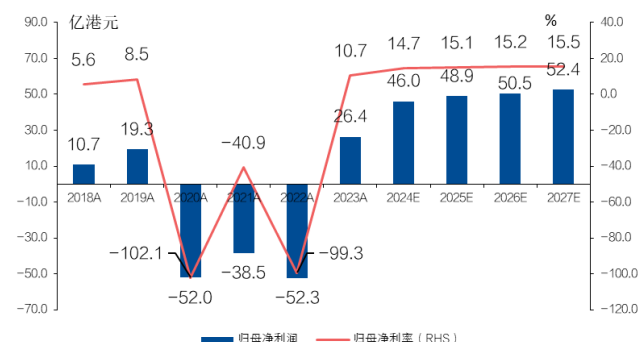


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理与预测

盈利能力方面，我们预计主要成本项博彩税的税率将保持稳定，员工成本支出随着收入复苏或将持续恢复，因此预计今年人工成本占比将进一步增长，EBITDA 率保持整体稳定。2020 年以来的公司资本开支也较疫情前显著下降，而收入增长迅速，因此 2023 年以来折旧摊销占比显著下降，短期内或将维持，同时 2023 年偿还了大量债务，年化财务成本下降，因此归母净利润率有望上升。

我们预计公司 2025/2026/2027 年的归母净利润为 48.9/50.5/52.4 亿港元，同比增长 6.2%/3.2%/3.9%。预计 2025/2026/2027 年的经调整 EBITDA 为 92.1/93.8/95.0 亿港元，同比增长 1.7%/1.8%/1.3%。预计 2025/2026/2027 年的 EPS 为 128.7/132.7/137.9 港仙，在 50% 派息率的预期下，当前股价（2025/3/28 收盘价）对应 2025/2026/2027 年的股息率为 5.9%/6.1%/6.4%，股息回报可观。

图62、预测公司净利润和净利率



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图63、预测公司经调整 EBITDA 和 EBITDA 率



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表17、盈利预测表

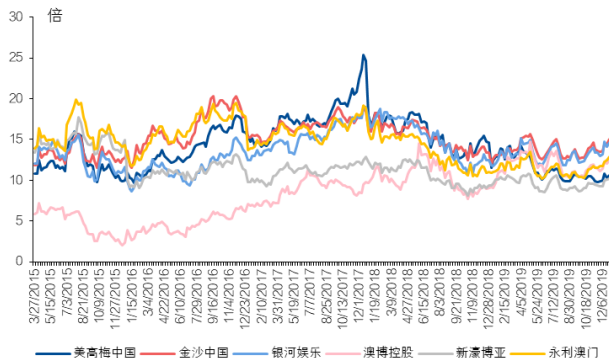
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿港元)	313.87	323.68	331.37	339.08
同比增长(%)	27.2	3.1	2.4	2.3
经调整 EBITDA(亿港元)	90.59	92.15	93.78	94.98
同比增长(%)	25.2	1.7	1.8	1.3
归母净利润(亿港元)	46.03	48.91	50.45	52.43
同比增长(%)	74.5	6.2	3.2	3.9
经调整 EBITDA 率(%)	28.9	28.5	28.3	28.0
归母净利率(%)	14.7	15.1	15.2	15.5
EPS(港仙)	121.1	128.7	132.7	137.9
每股股息(港仙)	60.4	64.3	66.4	69.0

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理与预测

我们采用 EV/EBITDA 估值，结合 PE 估值对公司进行评估。从澳门六家博彩企业 2018 年以来的估值表现来看，疫情前，2018、2019 年行业的平均前向 2 年 EV/EBITDA 在 12、11 倍水平；头部规模公司金沙在 15、14 倍水平，美高梅中国在 12、11 倍水平，与行业平均相若。

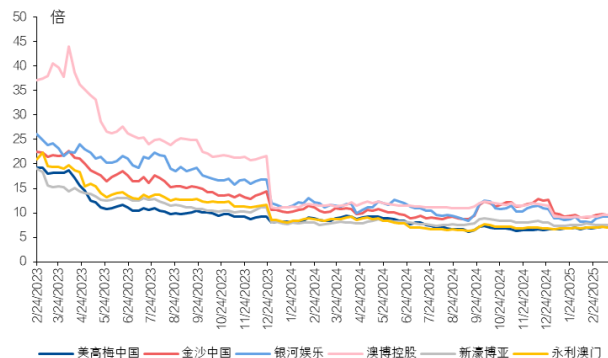
2023、2024 年行业的平均前向 2 年 EV/EBITDA 下降至 10 倍、8 倍水平。一方面在于市场对整体 GGR 无法恢复至 2019 年的担忧，但实际上，整体的赌桌分配也已经下恢复至 2019 年 9 成的水平，行业的结构仍在不断优化，虽然贵宾业务萎缩严重，但中场业务强势增长，作为中流砥柱的中场客户的博彩意愿和质量持续提升，不断优化的业务结构也有望带来更高的盈利能力。而其中，美高梅中国的 2023、2024 年平均估值为 9、7 倍，但公司的 GGR 市场份额在疫情后持续提升，由 2019 年的 9%逆势增长至 2024 年的 15%并逐步稳定，加之公司树立了数字化 AI 运用、品牌力打造、海内外资源等先发优势，规模小成长性更强，我们认为标的可享受高于疫情前、高于行业平均的估值。

图64、澳门六家公司的疫情前 forward 1Y EV/EBITDA 对比



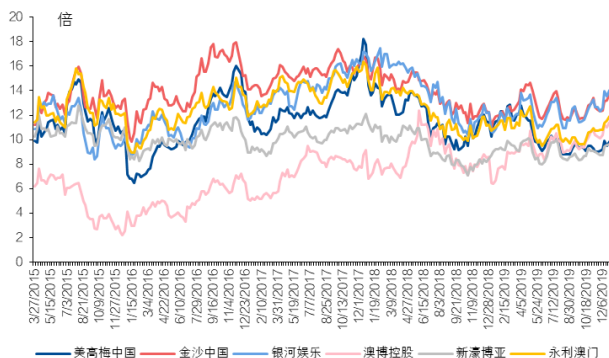
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图65、澳门六家公司的疫情后 forward 1Y EV/EBITDA 对比



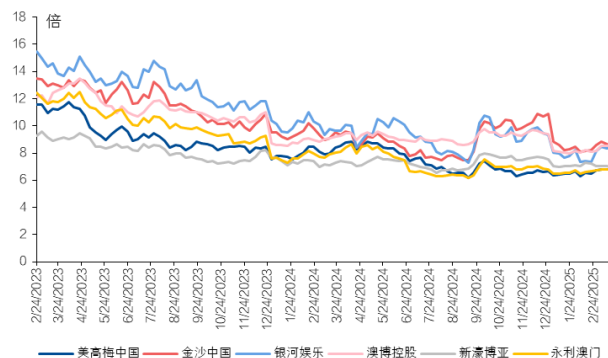
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图66、澳门六家公司的疫情前 forward 2Y EV/EBITDA 对比



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图67、澳门六家公司的疫情后 forward 2Y EV/EBITDA 对比



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2025 年 3 月 28 日, 公司的 2025/2026/2027 年 EV/EBITDA 为 6.4/6.3/6.2 倍, 低于行业的平均水平, 我们维持“买入”评级。

表18、估值表 (截至 2025/3/28)

公司	EBITDA (百万)				EV/EBITDA				单位	
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
港股										
01928.HK	金沙中国	2329	2653	2881	3023	9.9	8.7	8.0	7.7	usd
00027.HK	银河娱乐	12188	13511	14824	16828	9.8	8.9	8.1	7.1	hkd
02282.HK	美高梅中国	9059	9215	9378	9498	6.5	6.4	6.3	6.2	hkd
01128.HK	永利澳门	6621	8125	7877	8223	6.6	5.3	5.5	5.3	hkd
00880.HK	澳博控股	3764	4427	4923	5324	11.3	9.6	8.7	8.0	hkd
00200.HK	新濠国际	7505	8710	9761	10147	7.8	6.7	6.0	5.8	usd
	平均					8.7	7.6	7.1	6.7	
美股										
LVS.N	金沙集团	4029	4546	4907	5204	9.3	8.3	7.7	7.2	usd
MLCO.O	新濠博亚	1220	1203	1287	1377	7.0	7.1	6.6	6.2	usd

WYNN.O	永利度假	2158	2099	2160	2238	8.6	8.8	8.6	8.3	usd
MGM.N	美高梅国际	4669	4628	4925	4838	8.1	8.2	7.7	7.8	usd
平均						8.3	8.1	7.6	7.4	

资料来源：公司公告、Bloomberg、兴业证券经济与金融研究院；

注：金沙中国、美高梅中国为兴业证券预测，其余来自 Bloomberg 一致预测；

汇率为 1usd=7.8hkd

截至 2025 年 3 月 26 日，公司的港股通持仓占港股总股数比例为 2.7%，自由流通股比例为 20.1%，港股通占比 2022 年以来持续增长。

图68、公司的港股通持仓情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：左轴占股本比例（%），右轴为收盘价（元）

五、风险提示

竞争环境加剧：目前澳门以六大巨头格局呈现，若市场竞争加剧，或将分流单家客流和赌额。
居民出行消费意愿下降：澳门博彩企业的收入与内地居民出行意愿和客流息息相关，若居民赴澳意愿下降，可能导致博彩及非博彩业务收入受挫。

旅游政策变化：若澳门的出入境政策变化，或将改变居民出行习惯和频次。

监管政策变化：若澳门的博彩业监管政策发生改变，可能会导致企业的业务开展内容和范围变化，或将影响到企业的日常运营。

附表

资产负债表		单位:百万港元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,558	7,252	8,248	9,915	
存货	217	225	283	300	
应收贸易账款	825	754	824	915	
预付款项、按金及其他应收账款	192	192	192	192	
现金及现金等价物	5,315	6,072	6,940	8,499	
非流动资产	24,045	23,984	23,729	23,472	
物业及设备	20,233	20,272	20,112	19,946	
使用权资产	1,189	1,160	1,132	1,105	
幸运博彩经营批给权	1,414	1,344	1,277	1,213	
其他资产	461	461	461	461	
已抵押银行存款	680	680	680	680	
资产总计	30,604	31,236	31,976	33,387	
流动负债	9,120	11,276	12,281	14,538	
银行借款	3,878	4,878	5,378	6,378	
应付款项及应付费用	4,959	6,115	6,620	7,877	
非流动负债	20,956	16,987	14,200	10,733	
银行借款	19,042	15,042	12,242	8,742	
应付幸运博彩经营批给权款项	1,610	1,610	1,610	1,610	
租赁负债	174	174	174	174	
负债合计	30,076	28,263	26,481	25,271	
股本	3,800	3,800	3,800	3,800	
股份溢价及储备	-3,272	-827	1,695	4,317	
股东权益合计	528	2,973	5,495	8,117	
负债及权益合计	30,604	31,236	31,976	33,387	

现金流量表		单位:百万港元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
税前利润	4664	4975	5132	5334	
折旧及摊销	1,727	1,482	1,725	1,778	
营运资金变动	477	1249	390	1181	
经营活动产生现金净额	8266	7622	7161	8203	
投资活动产生现金净额	-1523	-1420	-1470	-1522	
融资活动产生现金净额	-5656	-5445	-4823	-5121	
现金净变动	1087	756	868	1559	
年初现金及现金等价物	4232	5315	6072	6940	
汇兑影响	-3	0	0	0	
年末现金及现金等价物	5,315	6,072	6,940	8,499	

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表		单位:百万港元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营收入	31,387	32,368	33,137	33,908	
博彩税	13,874	14,251	14,467	14,667	
已消耗存货	1,129	1,185	1,259	1,288	
员工成本	4,699	5,180	5,603	6,002	
其他开支及亏损	3,624	3,722	3,645	3,696	
折旧及摊销	1,854	1,485	1,729	1,782	
经营利润	6,156	6,493	6,383	6,421	
利息收入	75	91	104	77	
融资成本	1,657	1,609	1,355	1,165	
税前利润	4,664	4,975	5,132	5,334	
所得税	60	85	87	91	
经调整 EBITDA	9,059	9,215	9,378	9,498	
归母净利润	4603	4891	5045	5243	
EPS(港仙)	121.1	128.7	132.7	137.9	
每股股息(港仙)	60.4	64.3	66.4	69.0	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长性(%)					
营业收入增长率	27.2	3.1	2.4	2.3	
归母净利润增长率	74.5	6.2	3.2	3.9	
经调整 EBITDA 增长	25.2	1.7	1.8	1.3	
盈利能力(%)					
归母净利率	14.7	15.1	15.2	15.5	
经调整 EBITDA 率	28.9	28.5	28.3	28.0	

偿债能力

资产负债率(%)	98.3%	90.5%	82.8%	75.7%	
流动比率	0.7	0.6	0.7	0.7	

营运能力(次)

资产周转率	1.05	1.05	1.05	1.04	
存货周转率	28.79	28.79	27.00	25.00	

每股资料(港仙)

每股收益	121.1	128.7	132.7	137.9	
每股净资产	13.9	78.2	144.6	213.5	

估值比率(倍)

PE	8.9	8.4	8.2	7.8	
PB	78.0	13.8	7.5	5.1	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省豫融担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、枣庄市基础设施投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、湖南金霞发展集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、GF Financial Holdings BVI Ltd.、广发证券、广发证券、泰州港城投资集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、申万宏源(国际)集团有限公司、申万宏源证券有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、郑州建中建设开发(集团)有限责任公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、成都东方广益投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、开矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、南阳城投控股有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、江苏银行、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、无锡市交通产业集团有限公司、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、青岛军民融合发展集团有限公司、泰兴市港口集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk