

25Q1 市场份额持续攀升, 但 EBITDA 利润率环比回落

华泰研究

2025 年 4 月 30 日 | 中国香港

季报点评

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

2.60

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

澳博 4/29 发布 25Q1 财报, 市场份额为 13.5%, 跟 4Q24 持平, 但 EBITDA margin (EM) 环比回落。GGR 环比持平, 恢复低于行业水平。我们认为澳博或以提高运营成本引客, 导致 EM 下滑。净收入 74.8 亿港元, 同比+8%, 环比持平; 经调整 EBITDA 9.6 亿港元, 同比+11%, 环比-4%, 恢复至 19Q1 的 89%; EM 为 12.8%, 对比 19Q1/24Q4 的 12.4%/13.3%。维持“买入”。

25Q1 GGR、VIP 和中场恢复不及行业, 但上葡京营收同环比显著提升

按博彩业务看, 毛收入 (GGR) 75.5 亿港元, 同比+10%, 环比持平, 恢复至 19Q1 的 72% (行业为 76%); VIP 为 6.4 亿港元, 同比-1%, 环比-12%, 恢复至 19Q1 的 16% (行业为 39%); 中场为 62.0 亿港元, 同比+9%, 环比持平, 恢复至与 19Q1 持平 (行业为 113%); 老虎机为 7.1 亿港元, 同比+32%, 环比+12%, 恢复至 19Q1 的 244% (行业为 88%)。按物业, 25Q1 上葡京总收入 19.3 亿港元, 同比+36%, 环比+30%; EBITDA 为 1.5 亿港元, EM 为 7.7%, 对比 4Q24 的 9.5%, 市占率微升至 2.8% (4Q24 为 2.7%); 入住率 98.7%, 较 24 年底+1.7pct。新葡京总收入为 18.9 亿港元, 同比-4%, 环比-3%; EBITDA 为 4.4 亿港元, EM 为 23.3%, 对比 4Q24 的 27.7%; 入住率 98.8%, 较 24 年底基本持平。卫星娱乐场 GGR 28.5 亿港元, 同比+8%, 环比+3%; EBITDA 为 0.79 亿港元; EM 为 2.8%, 对比 4Q24 的 1.3%。

非博彩多元布局持续引流, 关注五一假期状况与毗邻户外表演协调效应

澳博积极发展非博彩业务, 多元活动及星级餐厅持续引客: 1) 再次携手 TVB 举办《万千星辉颁奖典礼 2024》, 多位视帝视后级演员参与; 2) 联合《Tatler Asia》举办“亚洲风格人士”晚宴; 3) 加码星级餐厅布局, 获 13 项《福布斯旅游指南 2025》五星评级, 另有 8 间餐厅入选《南华早报》“100 Top Tables”。五一假期临近, 上葡京将于 5/3 举办梁静茹音乐会, 以吸引中年高消费群体。我们也观察到本次假期酒店满房情况弱于春节和十一假期。携程显示, 澳博旗下酒店尚余房间。澳门旅游局预计五一假期日均访客约 12.7-14 万人次, 上限低于 24 年十一假期的日均 14.2 万人次。上葡京邻近的户外表演区将于 6-10 月举办 4 场万人演出, 或能形成周边客流协同效应。

维持“买入”, 下调目标价至 2.6 港元, 对应 25 年 8.6x EV/EBITDA

特首岑浩辉在今年的施政报告中表示, 旅游和博彩均现疫后复苏放缓趋势和周边激烈竞争。我们下调公司 25/26/27 GGR 预测至 307/316/324 亿港元, 下调经调整 EBITDA 预测至 46/46/48 亿港元, 主系以提高运营成本引客对盈利能力造成压力。考虑到港股博彩板块 8.0x EV/EBITDA 均值, 上葡京正在爬坡应值得 8.6x 估值溢价, 但下调目标价从 3.1 至 2.6 港元。上葡京将受惠于非博彩业务拓展, 以及户外表演场地的客流协同效应, 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

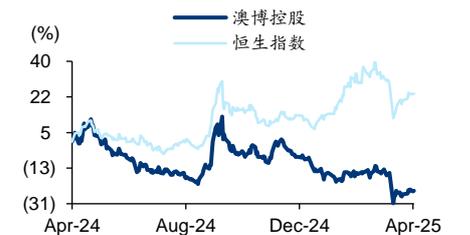
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (港币百万)	21,623	28,769	31,184	32,248	33,247
+/-%	223.77	33.05	8.39	3.41	3.10
归属母公司净利润 (港币百万)	(2,010)	3.20	810.26	1,122	1,373
+/-%	(74.23)	(100.16)	25,221	38.46	22.37
EPS (港币, 最新摊薄)	(0.28)	0.00	0.11	0.16	0.19
ROE (%)	(13.36)	0.02	4.79	5.56	6.41
PE (倍)	(7.70)	4,838	19.11	27.60	33.83
PB (倍)	1.10	1.09	0.79	1.49	2.10
EV EBITDA (倍)	25.11	11.35	8.41	8.10	7.49

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

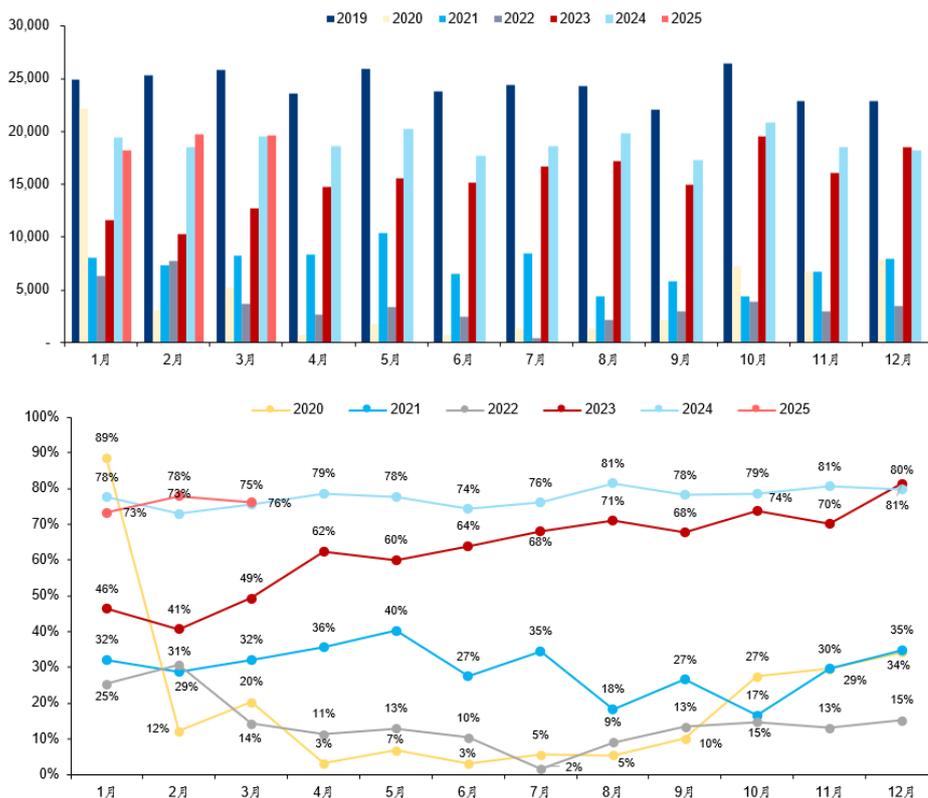
目标价 (港币)	2.60
收盘价 (港币 截至 4 月 29 日)	2.18
市值 (港币百万)	15,482
6 个月平均日成交额 (港币百万)	24.47
52 周价格范围 (港币)	1.98-3.29
BVPS (港币)	1.96

股价走势图



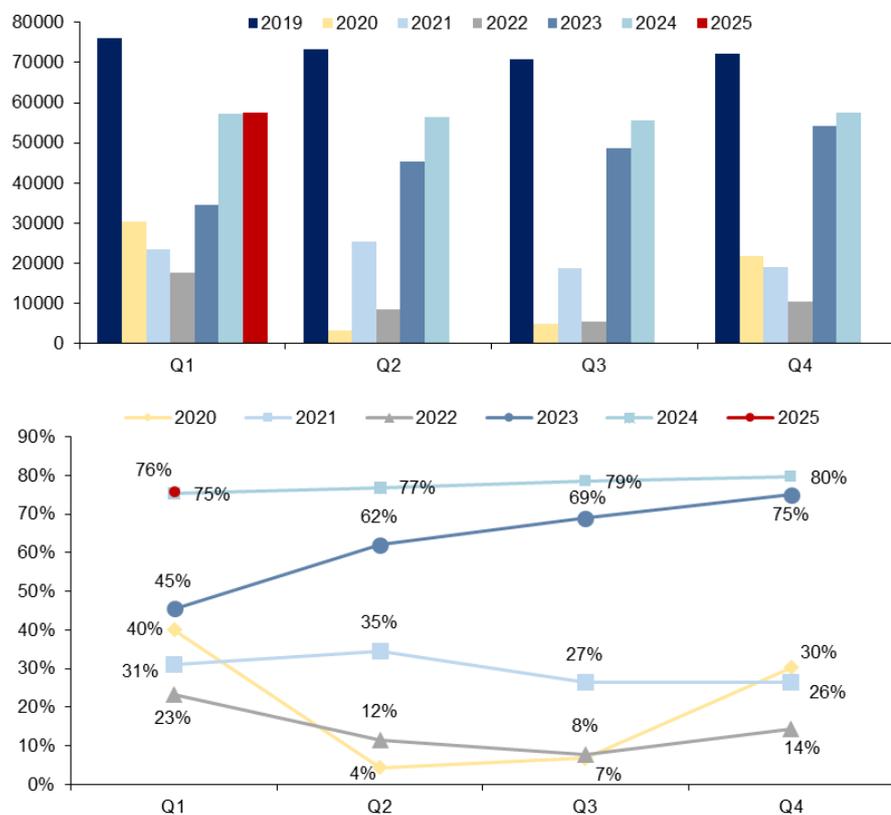
资料来源: S&P

图表1: 澳门总博彩恢复情况: 2025年3月GGR修复至2019年同期75% (百万澳门元)



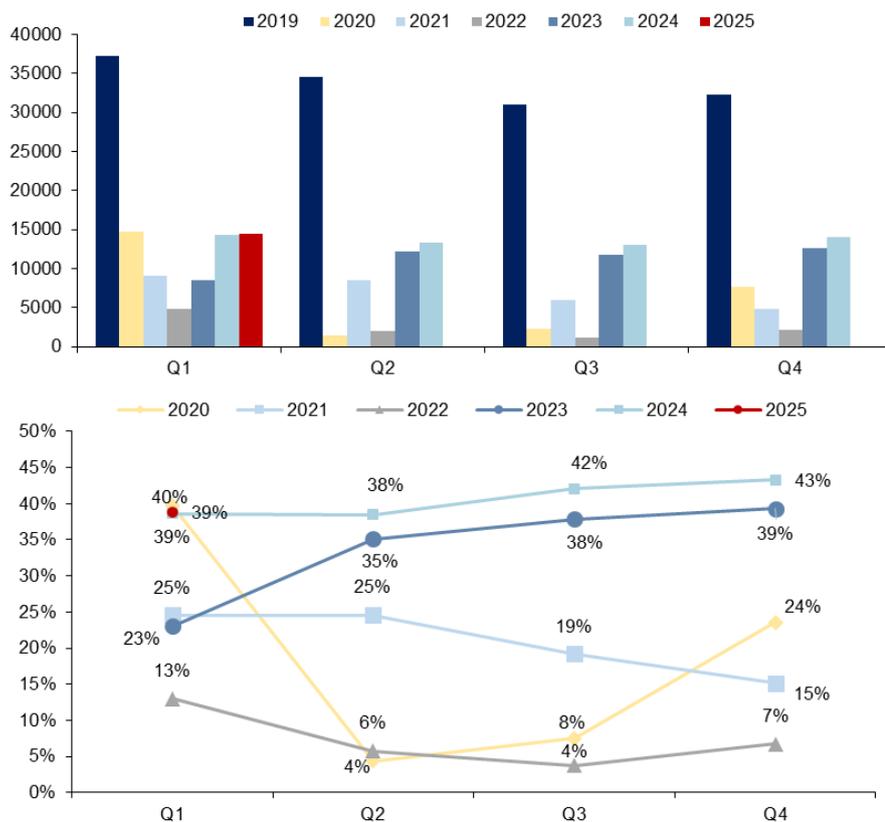
资料来源: DICJ、华泰研究

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), 25Q1 已恢复至 19Q1 的 76%



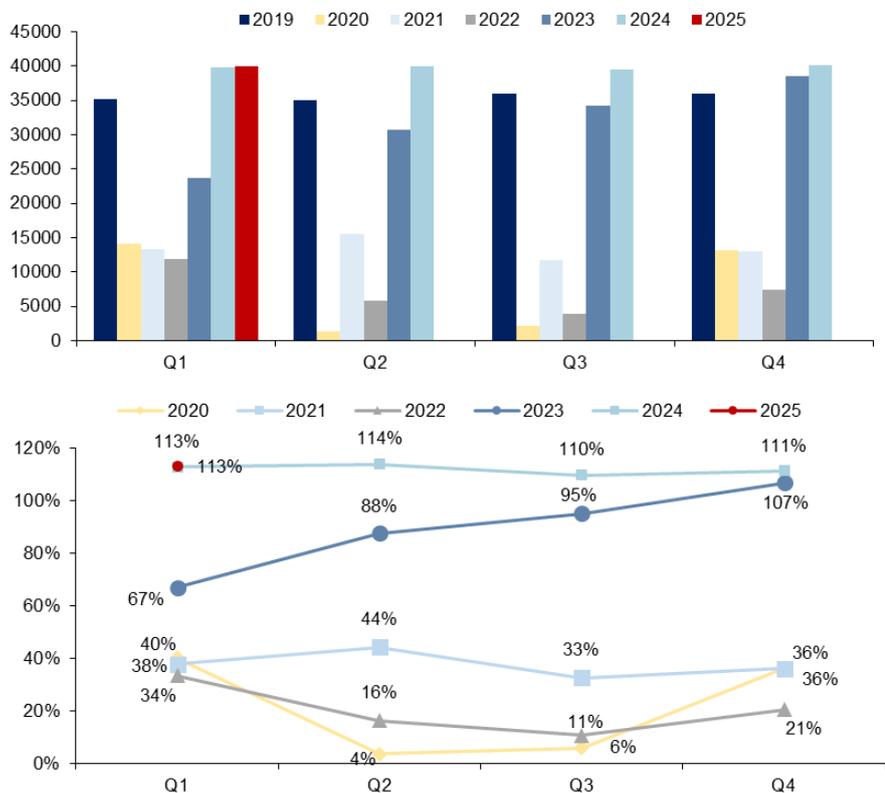
资料来源: DICJ、华泰研究

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), 25Q1已恢复至19Q1的39%



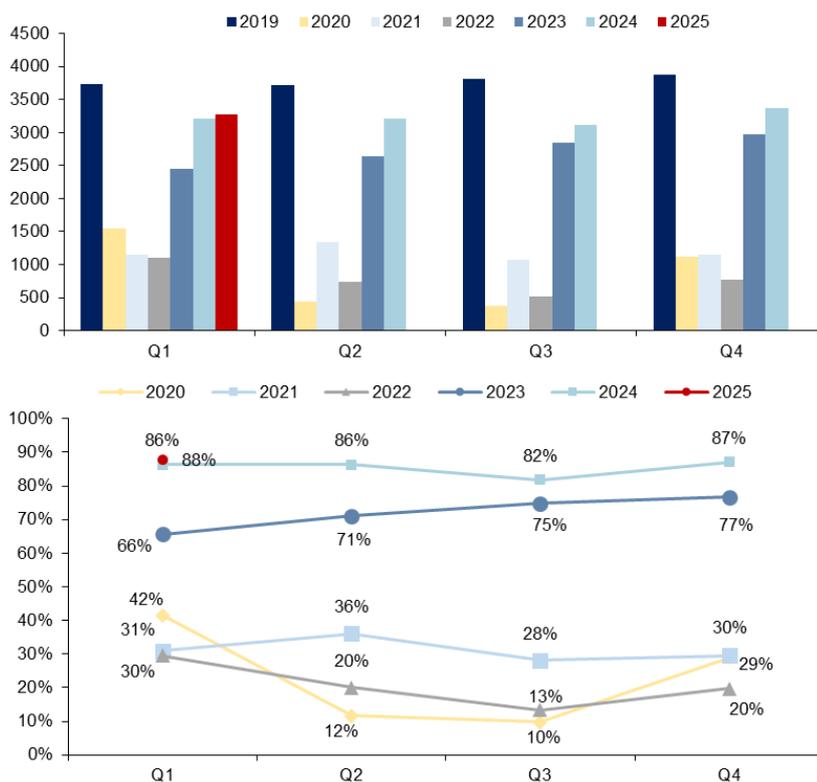
资料来源: DICJ、华泰研究

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), 25Q1已恢复至19Q1的113%



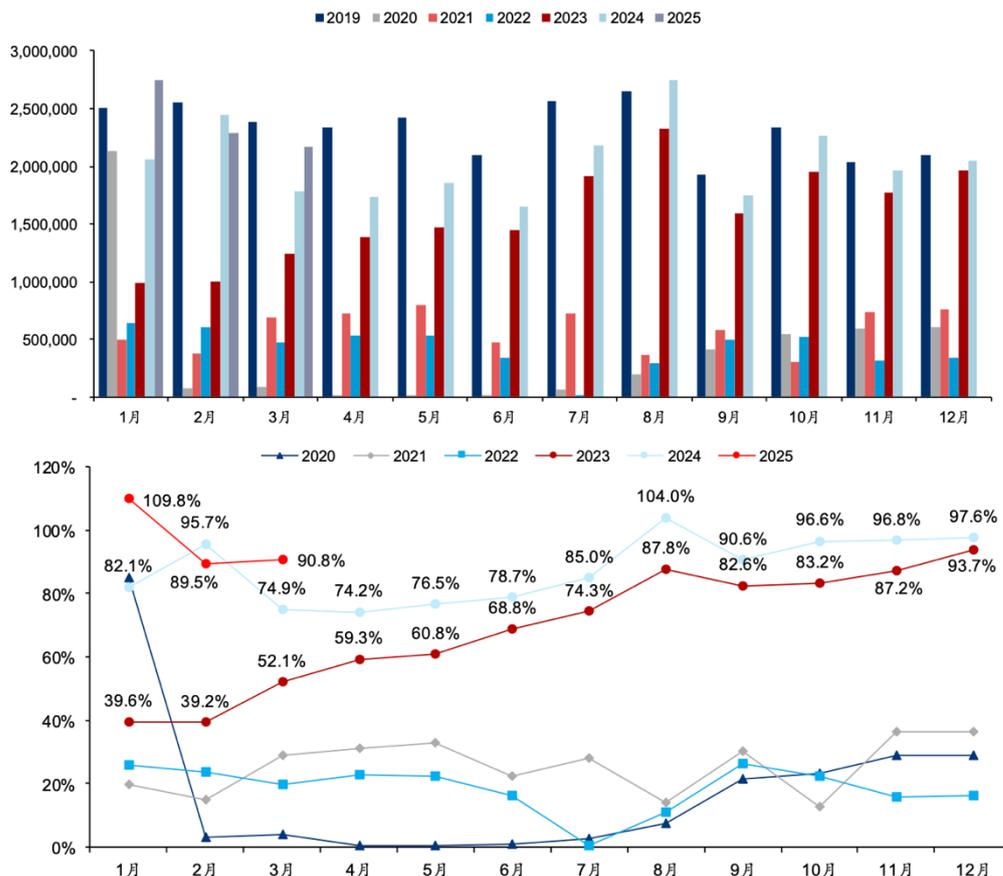
资料来源: DICJ、华泰研究

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), 25Q1 已恢复至 19Q1 的 88%



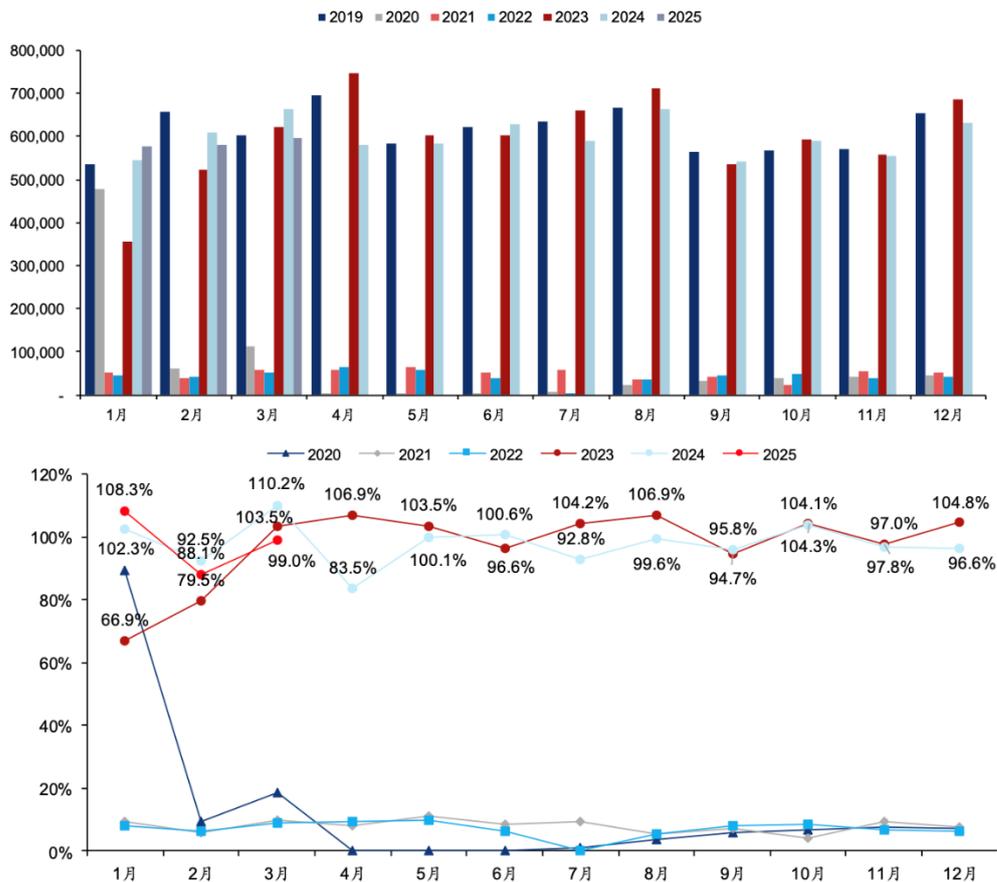
资料来源: DICJ、华泰研究

图表6: 2025 年 3 月访澳内地游客恢复至 2019 年 90.8% 的水平 (人, %)



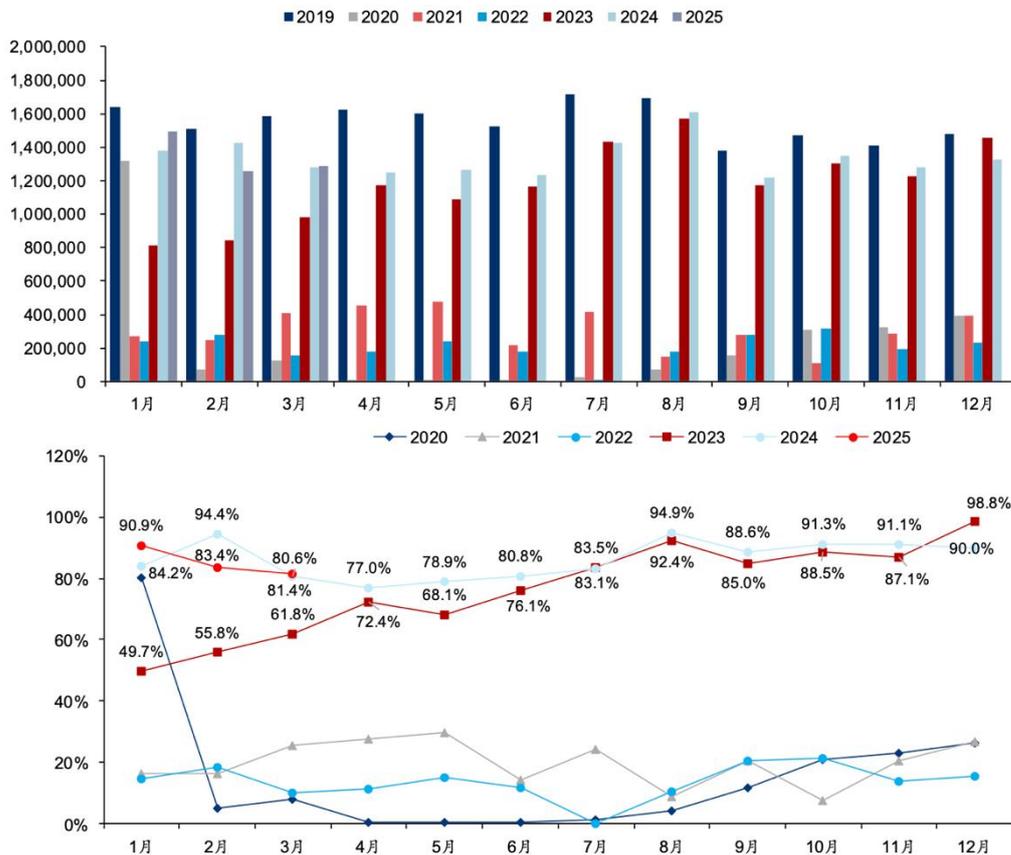
资料来源: 澳门统计局, 华泰研究

图表7: 2025年3月访澳香港游客恢复至2019年同期水平99.0% (人, %)



资料来源: 澳门统计局, 华泰研究

图表8: 2025年3月访澳过夜游客恢复至2019年81.4%的水平 (人, %)



资料来源: 澳门统计局, 华泰研究

图表9：2025年“五一”假期澳门酒店客房预订情况

公司	澳门酒店大/双床价格	房型	2025年五一假期房价 (数据收集于假期一周前)					2024年五一假期房价 (数据收集于假期一周前)				
			5月1日	5月2日	5月3日	5月4日	5月5日	5月1日	5月2日	5月3日	5月4日	5月5日
永利	永利皇宫酒店 (5星)	皇宫大床房	4,108	4,108	4,108	3,838	3,108	满房	满房	满房	满房	满房
	永利澳门酒店 (5星)	豪华湖景客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
	澳门银河酒店 (5星)	银河套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
	澳门JW万豪酒店 (5星)	豪华大床客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	1,741	
	澳门悦榕庄酒店 (5星)	路氹悦榕大床套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
银河	澳门丽思卡尔顿酒店 (5星)	尊贵套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
	澳门大仓酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
	澳门百老汇酒店 (5星)	百老汇客房	2,238	2,558	满房	2,158	638	1,881	2,677	2,677	1,881	567
	澳门安达仕酒店 (5星)	标准客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
	澳门银莱佛士酒店 (5星)	豪华套房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
新濠	澳门新濠酒店 (5星)	豪华房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	
	澳门新濠天地-颐居酒店 (5星)	海景大床客房	3,689	满房	4,589	2,717	1,151	满房	满房	满房	满房	1,146
	澳门新濠天地-迎尚酒店 (4星)	豪华客房	6,298	6,298	6,298	3,498	1,498	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门新濠天地-摩珀斯酒店 (5星)	高级房	无报价	无报价	无报价	无报价	无报价	无报价	无报价	无报价	无报价	无报价
	澳门新濠影汇酒店 (5星)	豪华客房	7,098	7,098	7,098	6,198	1,998	满房	满房	满房	满房	6,619
澳博	澳门新濠影汇W酒店 (5星)	明星汇经典大床客房	满房	满房	满房	3,119	1,097	4,794	4,732	4,959	4,710	942
	澳门君悦酒店 (5星)	奇幻套房	满房	4,996	4,996	3,173	1,669	6,600	5,569	6,445	6,049	2,102
	澳门新葡京酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	2,141	793	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门葡京酒店 (5星)	标准客房	1,985	2,061	2,088	1,417	656	1,763	1,763	1,763	1,572	684
	澳门上葡京酒店 (5星)	豪华大床客房	3,759	3,759	5,088	2,800	1,120	2,944	3,053	2,744	2,352	1,019
(澳博体系外)	澳门十六浦索菲特大酒店 (5星)	豪华大床客房	1,795	2,176	2,223	1,441	761	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门范思哲豪华酒店大楼 (5星)	尊贵大床客房	6,960	7,280	7,280	5,760	2,200	3,748	4,246	3,935	2,910	2,149
	澳门卡尔拉格斐奢华酒店 (5星)	经典客房	4,560	4,880	4,880	3,360	2,080	1,965	1,965	1,717	1,456	620
	澳门葡京人酒店 (4星)	高级房	2,566	2,511	2,577	1,653	566	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门美高梅酒店 (5星)	豪华客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房
美高梅	澳门美狮美高梅酒店 (5星)	度假双床客房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	满房	3,169
	澳门康莱德酒店 (5星)	豪华大床客房	3,788	满房	满房	满房	1,188	满房	满房	满房	满房	2,381
	澳门瑞吉酒店 (5星)	豪华客房	13,306	13,401	满房	满房	1,437	3,700	6,160	5,670	3,494	1,532
	澳门伦敦人酒店 (5星)	路易套房	15,998	15,998	满房	满房	3,598	11,340	满房	满房	11,338	9,584
	澳门伦敦人御园 (5星)	梅费尔套房	满房	满房	满房	满房	22,898	满房	满房	满房	满房	满房
金沙	澳门伦敦人名汇酒店 (5星)	豪华客房	3,298	满房	满房	满房	1,098	满房	满房	满房	满房	2,263
	澳门巴黎人酒店 (5星)	豪华大床房	3,298	满房	满房	满房	809	满房	满房	满房	满房	1,468
	澳门四季酒店 (5星)	豪华房	11,366	11,194	满房	满房	1,319	满房	满房	满房	满房	满房
	澳门四季名荟 (5星)	尊贵套房	满房	满房	满房	满房	22,900	6,185	满房	满房	满房	2,875
	澳门金沙酒店 (5星)	豪华套房	3,298	满房	满房	满房	1,079	满房	满房	满房	满房	2,469
	澳门威尼斯人酒店 (5星)	豪华皇室套房	3,509	满房	满房	满房	989	满房	满房	满房	满房	满房
	中位价		5,417	6,308	4,657	3,091	3,194	3,724	3,650	3,340	2,910	1,922
	平均价		3,759	4,938	4,880	2,960	1,170	4,492	3,771	3,739	3,974	2,407

资料来源：携程网，华泰研究

图表10：2019年以来澳门博彩营收同比增速 (%)

GGR	营收同比增速 (%)																								
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
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%	-6%
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%	20%	10%
VIP	-13%	-16%	-22%	-23%	-60%	-96%	-92%	-76%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%	10%	11%	10%	
行业数据	-8%	7%	16%	-6%	-26%	-78%	-89%	-77%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%	7%	
新濠博亚	0%	-13%	-36%	-20%	-71%	-101%	-90%	-90%	-9%	breakeven	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	-15%	27%
金沙中国	-7%	-9%	-41%	-39%	-67%	-106%	-96%	-80%	-41%	breakeven	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%	4%	
永利澳门	3%	22%	4%	-20%	-69%	-96%	-95%	-74%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%	-22%	-25%	-16%	
美高梅中国	-24%	-25%	-27%	-29%	-67%	-96%	-93%	-74%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1352%	514%	64%	49%	35%	69%	
银河娱乐	-19%	-31%	-43%	-28%	-70%	-95%	-93%	-86%	-59%	115%	62%	-62%	-29%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%	4%	132%	44%	-1%
澳博控股	8%	8%	12%	8%	-58%	-89%	-89%	-71%	-21%	212%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%	25%	16%	9%
Mass	18%	21%	19%	9%	-60%	-96%	-94%	-64%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	4%	
行业数据	9%	29%	22%	12%	-56%	-97%	-93%	-59%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%	7%	
新濠博亚	13%	5%	9%	3%	-64%	-99%	-96%	-67%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%	17%	4%	-4%	-9%
金沙中国	2%	8%	7%	5%	-57%	-98%	-93%	-57%	-5%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%	32%	9%	1%	
永利澳门	35%	36%	48%	31%	-58%	-98%	-95%	-52%	22%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%	50%	21%	4%	
美高梅中国	9%	7%	11%	0%	-62%	-98%	-95%	-61%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	888%	400%	57%	32%	13%	11%	
银河娱乐	8%	8%	12%	8%	-58%	-89%	-89%	-71%	-21%	212%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%	25%	16%	9%
澳博控股																									

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表11：各公司博彩恢复至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	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1																																																																
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%	93%	85%	77%	88%	87%	92%	83%																																																																	
金沙中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	75%	69%		24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	25%		60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	84%		76%	90%	101%	109%	103%	104%	101%	107%																																																															
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%	60%	41%	50%	64%	60%	55%	54%																																																																	
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%		28%	50%	39%	49%	58%	39%	29%	24%		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%	75%	72%		5%	15%	12%	15%	16%	15%	22%	16%		55%	68%	78%	83%	92%	93%	97%	96%	100%		87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%																																																														

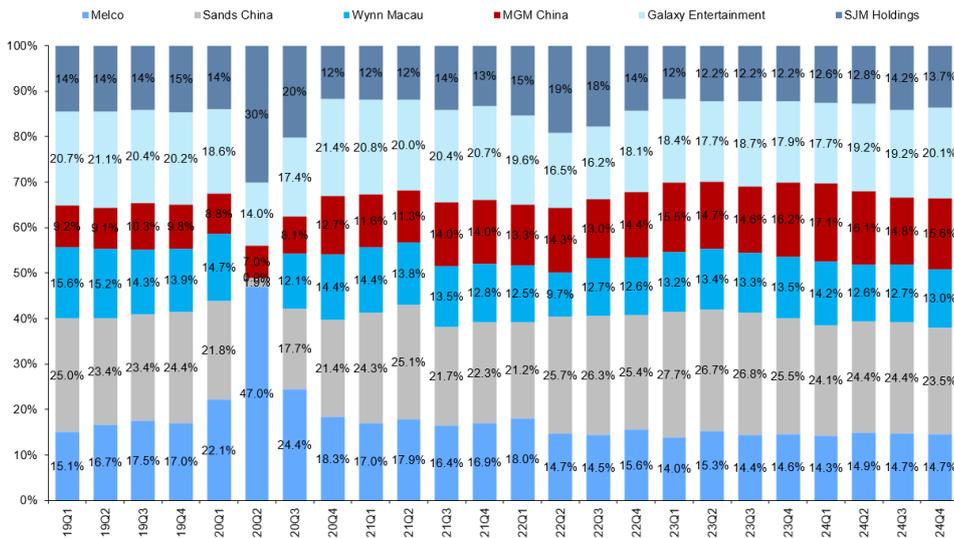
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表12: 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	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
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%	-12%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	-2%	-6%	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%	70%	62%
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%	42%	11%	103%	1287%	32%	24%	23%	1%	19%	-4%	3%	43%	60%	59%	83%	87%	109%	84%	89%	

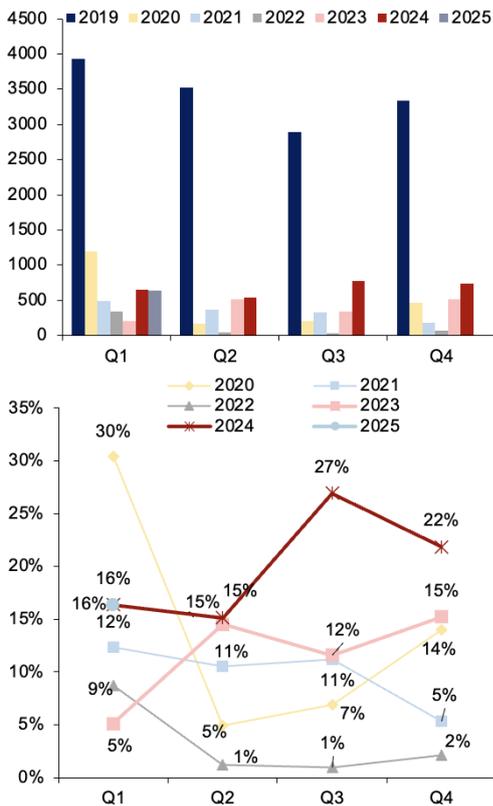
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表13: 2019年以来澳门博彩市占率(按GGR)



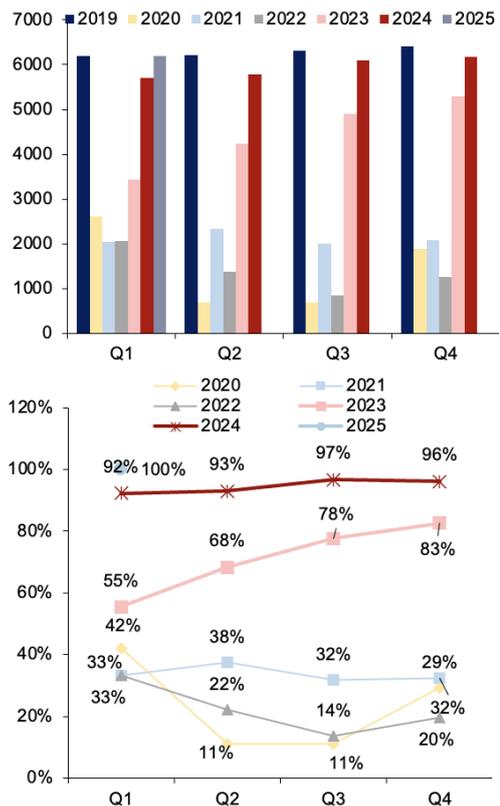
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表14: 澳博VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



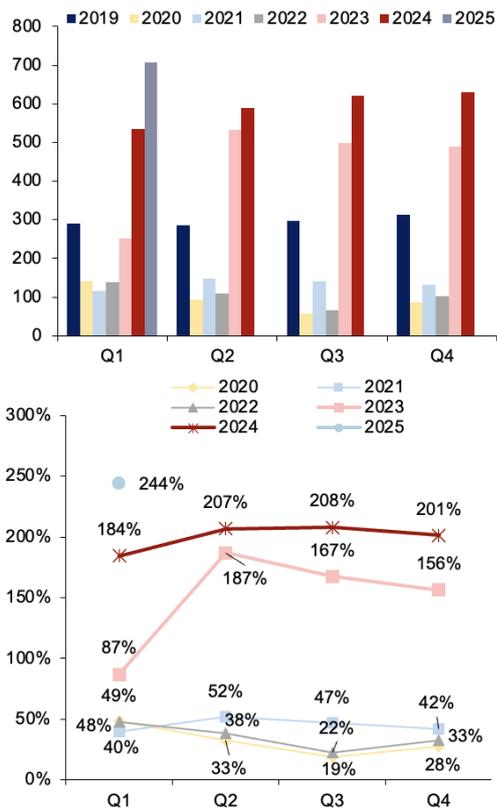
资料来源: 澳博公告, Wind, Visible Alpha, 华泰研究

图表15: 澳博中场业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



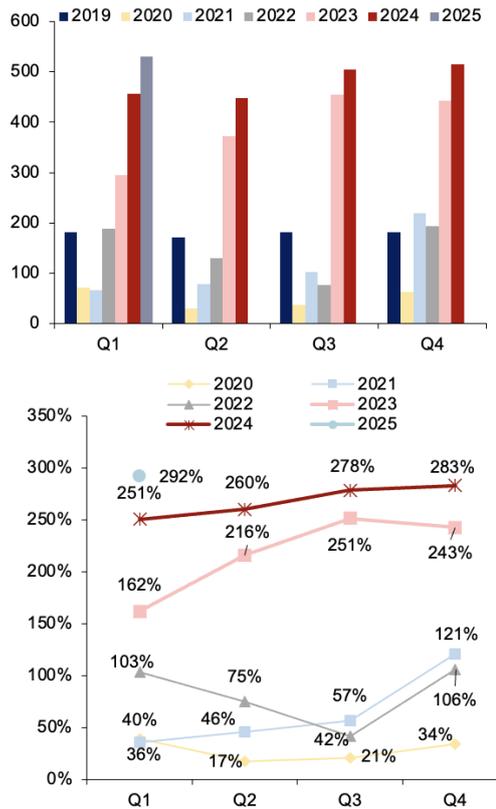
资料来源: 澳博公告, Wind, Visible Alpha, 华泰研究

图表16: 澳博老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万港元)



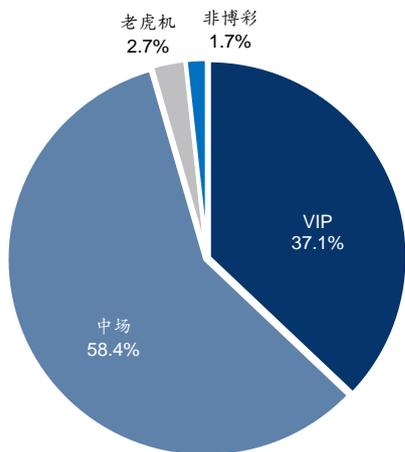
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表17: 澳博非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万港元)



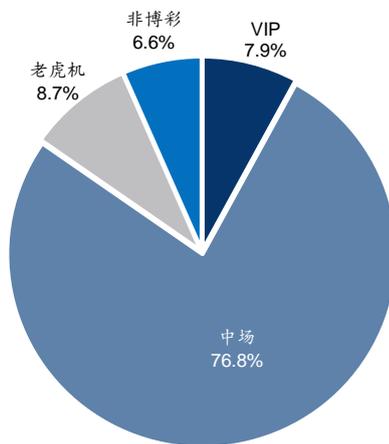
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表18: 澳博 19Q1 各业务收入占比



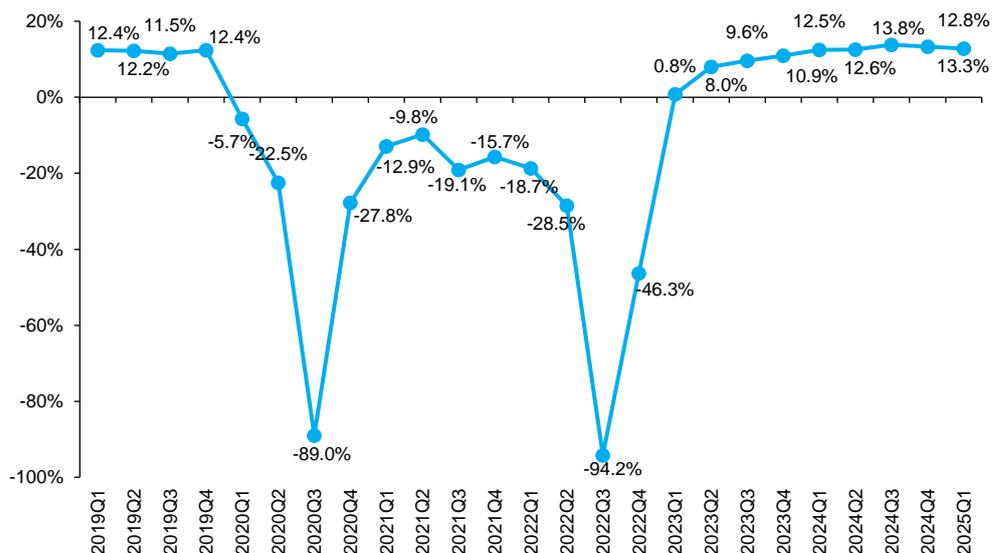
资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表19: 澳博 25Q1 各业务收入占比



资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表20: 澳博 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: 澳博公告、华泰研究

图表21: 澳门户外表演区示意图



资料来源: 澳门文化局官网、华泰研究

图表22: 梁静茹上葡京演唱会



资料来源: 澳博官网、华泰研究

图表23: 《万千星辉颁奖典礼 2024》海报



资料来源: TVB 官网、华泰研究

盈利预测与估值

澳门新任特首岑浩辉在 2025 施政报告中表示，澳门旅游业和博彩业面临疫情后复苏趋势的放缓和来自其他地区的激烈竞争。澳门 Q1 总 GGR 为 576.6 亿澳门元，同环比基本持平，恢复至 19 年的 76%，但平均值低于澳门政府预计的 200 亿澳门元，历史上澳门政府预测较为保守。我们下调公司 25/26/27 博彩毛收入预测从 334/344/349 亿港元至 307/316/324 亿港元。我们下调 25/26/27 年经调整 EBITDA 预测 3.5%/8.8%/8.6%，从 48/51/53 亿港元至 46/46/48 亿港元。下调 25/26/27 净利润预测 32%/23%/12%至 8/11/14 亿港元，主要系公司管理成本和销售成本可能进一步增长，且“以提高运营成本引客”对公司盈利能力造成压力。考虑到港股博彩公司 8.0x EV/EBITDA 均值，但上葡京还继续爬坡，因此值得估值溢价，给予 8.6x 2025E EV/EBITDA，但下调目标价至 2.6 港元（原值：3.1 港元）。我们认为，上葡京将继续受惠于非博彩业务拓展，以及户外表演场地的客流协同效应，维持“买入”。

图表24：澳博盈利预测变动

百万港元 (HKDmn)	2024A	2025E			2026E			2027E		
	历史值	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
博彩毛收入	28824	33370	30727	-7.92%	34428	31648	-8.07%	34922	32390	-7.25%
YoY	35.93%	15.77%	6.60%	-9.17%	3.17%	2.99%	-0.18%	1.44%	2.35%	0.91%
营业净收入	28769	33667	31184	-7.38%	34861	32248	-7.50%	35627	33247	-6.68%
YoY	33.05%	17.03%	8.39%	-8.63%	3.55%	3.41%	-0.13%	2.20%	3.10%	0.90%
毛利润	16500	18985	18056	-4.89%	19738	18464	-6.46%	20050	18915	-5.66%
毛利率	57.35%	56.4%	57.90%	1.51%	56.62%	57.25%	0.63%	56.28%	56.89%	0.62%
销售费用率	17.69%	17.6%	17.63%	0.00%	18.08%	18.70%	0.63%	18.68%	18.18%	-0.50%
管理费用率	40.87%	33.56%	33.56%	0.00%	29.54%	31.02%	1.49%	28.81%	30.30%	1.49%
EBITDA	3764	4781	4615	-3.46%	5055	4644	-8.13%	5273	4821	-8.57%
EBITDA 利润率	13.08%	14.20%	14.80%	0.60%	14.50%	14.40%	-0.10%	14.80%	14.50%	-0.30%
净利润	3	1192	810	-32.01%	1452	1122	-22.76%	1557	1373	-11.82%
净利率	0.01%	3.54%	2.60%	-0.94%	4.17%	3.48%	-0.69%	4.37%	4.13%	-0.24%
EPS	0.0	0.17	0.11	-32.01%	0.20	0.16	-22.76%	0.22	0.19	-11.82%

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表25：澳博目标价测算

	2025E
EBITDA (百万港元)	4,615
预测EV/EBITDA (倍)	8.6
企业价值 (百万港元)	39,691
现金 (百万港元)	5,256
非经营性长短期债务 (百万港元)	25,957
少数股东权益 (百万港元)	295
市值 (百万港元)	18,694
总股数 (百万)	7,102
目标价	2.6

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（数据截止4月29日）

公司	股票代码	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														12.98	10.27	9.05	8.04	7.49	7.18
银河娱乐	27 HK	159.28	5.95	6.38	7.06	1.70	1.85	2.09	12.27	11.21	9.98	8.07	7.43	6.56					
金沙中国	1928 HK	146.07	7.47	8.06	8.53	2.35	2.60	2.82	12.84	10.50	9.11	8.84	8.00	7.38					
永利澳门	1128 HK	35.21	3.64	3.81	3.98	0.97	1.03	1.08	10.94	9.16	8.22	7.53	7.12	6.79					
澳博控股	880 HK	20.14	3.89	3.95	4.21	0.54	0.60	0.67	23.25	14.99	10.34	9.72	8.77	7.82					
美高梅中国	2282 HK	49.09	4.01	4.15	4.34	1.01	1.05	1.09	9.18	8.44	7.62	7.11	6.85	6.59					
新濠国际	200 HK	7.43	5.07	5.28	4.89	1.26	1.30	1.11	9.40	7.35		6.97	6.75	7.90					
美国上市公司 均值														27.48	12.56	10.75	8.04	7.57	7.25
金沙集团	LVS US	253.60	11.79	12.49	13.08	4.39	4.76	5.06	14.42	12.52	11.59	8.19	7.55	7.10					
美高梅国际	MGM US	89.61	17.18	17.54	18.00	4.52	4.78	4.97	14.48	11.75	10.18	8.60	8.13	7.82					
永利度假	WYNN US	87.17	7.09	7.29	7.19	2.07	2.13	2.09	15.63	14.96	15.20	8.57	8.33	8.49					
新濠博亚	MLCO US	21.10	4.83	5.04	5.34	1.15	1.22	1.30	23.38	9.96	7.63	7.68	7.29	6.83					
凯撒娱乐	CZR US	60.30	11.54	11.83	12.00	3.86	3.99	4.13	36.51	18.28	15.41	8.05	7.78	7.53					
佩恩国民博彩	PENN US	23.81	6.99	7.35	7.75	1.59	1.87	2.08	77.34	10.68	6.17	8.16	6.96	6.26					
博伊德赌场	BYD US	56.83	3.91	4.01	4.02	1.32	1.34	1.38	10.60	9.76	9.11	7.04	6.93	6.76					
美股高端酒店集团 均值														27.79	22.91	19.54	14.73	13.62	12.63
万豪酒店	MAR US	650.43	26.30	27.47	28.66	5.34	5.70	6.05	23.38	20.65	18.60	14.98	14.04	13.22					
希尔顿酒店	HLT US	526.24	12.01	13.08	14.25	3.70	4.04	4.41	27.68	23.89	20.51	17.14	15.69	14.35					
洲际酒店	IHG US	162.06	2.47	3.14	3.80	1.31	1.41	1.53	21.16	18.74	16.56	14.49	13.42	12.40					
凯悦酒店	H US	107.63	6.88	7.26	7.61	1.11	1.21	1.30	38.93	28.37	22.50	12.32	11.33	10.55					

资料来源：Bloomberg、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：**金沙中国2024-2026年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
- 海外博彩市场竞争加剧：**若下半年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门博彩收入复苏水平。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,623	28,769	31,184	32,248	33,247
销售成本	(9,119)	(12,269)	(13,128)	(13,785)	(14,331)
毛利润	12,505	16,500	18,056	18,464	18,915
销售及分销成本	(3,825)	(5,072)	(5,833)	(5,862)	(5,979)
管理费用	(8,838)	(9,655)	(9,674)	(9,771)	(9,868)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(1,930)	(1,893)	(1,688)	(1,639)	(1,609)
应占联营公司利润及亏损	(1.30)	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(1,839)	158.80	860.93	1,192	1,459
税费开支	(36.10)	(52.30)	(8.02)	(11.11)	(13.60)
少数股东损益	134.80	103.30	42.65	59.04	72.25
归母净利润	(2,010)	3.20	810.26	1,122	1,373
折旧和摊销	(1,667)	(1,749)	(1,171)	(1,367)	(1,571)
EBITDA	1,727	3,764	4,615	4,644	4,821
EPS (港币, 基本)	(0.28)	0.00	0.11	0.16	0.19

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	147.90	148.10	155.51	155.51	163.28
应收账款和票据	707.50	867.60	625.23	660.97	673.18
现金及现金等价物	3,542	2,208	5,256	6,049	7,473
其他流动资产	38.70	37.90	37.90	38.90	39.90
总流动资产	4,436	3,262	6,074	6,904	8,349
固定资产	38,354	37,566	37,548	37,334	37,147
无形资产	2,297	2,098	2,098	2,098	2,098
其他长期资产	7,036	10,503	7,711	7,777	7,855
总长期资产	45,306	45,463	47,357	47,209	47,100
总资产	49,740	48,725	53,432	54,113	55,449
应付账款	4,236	5,095	5,197	5,197	5,301
短期借款	1,002	1,761	1,589	1,433	1,294
其他负债	37.50	77.00	75.46	75.46	73.95
总流动负债	5,276	6,933	6,861	6,706	6,689
长期债务	27,179	24,859	24,120	23,752	23,566
其他长期债务	3,050	2,504	2,503	2,564	2,715
总长期负债	30,229	27,364	26,623	26,316	26,282
股本	14,415	14,415	14,415	14,415	14,415
储备/其他项目	(479.50)	(491.00)	4,943	5,969	7,658
股东权益	14,085	14,176	19,652	20,737	22,073
少数股东权益	149.60	251.90	294.55	353.59	425.84
总权益	14,235	14,428	19,947	21,091	22,499

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(7.70)	4,838	19.11	27.60	33.83
PB	1.10	1.09	0.79	1.49	2.10
EV EBITDA	25.11	11.35	8.41	8.10	7.49
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	13.70	16.46	18.61	19.67	22.34

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,727	3,764	4,615	4,644	4,821
融资成本	1,930	1,893	1,688	1,639	1,609
营运资本变动	2,629	70.90	337.49	26.96	233.18
税费	(36.10)	(52.30)	(8.02)	(11.11)	(13.60)
其他	(2,811)	(2,360)	180.92	(2,187)	(1,896)
经营活动现金流	3,439	3,315	6,814	4,112	4,753
CAPEX	(2,268)	(1,304)	(1,153)	(1,153)	(1,384)
其他投资活动	1,113	(215.00)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,155)	(1,519)	(1,153)	(1,153)	(1,384)
债务增加量	(3,497)	(1,744)	(914.81)	(526.59)	(325.55)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	2,759	(1,310)	(1,698)	(1,639)	(1,620)
融资活动现金流	(738.48)	(3,054)	(2,613)	(2,166)	(1,946)
现金变动	1,546	(1,258)	3,048	792.91	1,424
年初现金	6,856	3,542	2,208	5,256	6,049
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,542	2,208	5,256	6,049	7,473

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	223.77	33.05	8.39	3.41	3.10
毛利润	247.74	31.95	9.43	2.26	2.45
营业利润	(97.04)	(1,219)	43.76	11.07	8.36
净利润	(74.23)	(100.16)	25,221	38.46	22.37
EPS	(74.23)	(100.16)	25,221	38.46	22.37
盈利能力比率 (%)					
毛利率	57.83	57.35	57.90	57.25	56.89
EBITDA	7.99	13.08	14.80	14.40	14.50
净利率	(9.29)	0.01	2.60	3.48	4.13
ROE	(13.36)	0.02	4.79	5.56	6.41
ROA	(3.93)	0.01	1.59	2.09	2.51
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	174.93	172.21	104.07	92.28	78.77
流动比率	0.84	0.47	0.89	1.03	1.25
速动比率	0.81	0.45	0.86	1.01	1.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.42	0.58	0.61	0.60	0.61
应收账款周转天数	11.67	9.86	8.62	7.18	7.22
应付账款周转天数	157.73	136.89	141.12	135.73	131.86
存货周转天数	5.82	4.34	4.16	4.06	4.00
现金转换周期	(140.24)	(122.69)	(128.34)	(124.49)	(120.63)
每股指标 (港币)					
EPS	(0.28)	0.00	0.11	0.16	0.19
每股净资产	1.98	2.00	2.77	2.92	3.11

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，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX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