

买入

2025 年 05 月 08 日

25 年第一季度业绩符合预期

- **2025 年第一季度业绩回顾：**澳博毛博彩收入同比增长 10.0%，环比增长 0.4% 到 80.8 亿港元(同下)（恢复到 2019 年同期的 76.2%）。贵宾博彩收入、中场博彩收入及角子机博彩收入分别同比增长-0.7%、+8.6%及+32.2%，环比增长-12.4%、+0.5 及+12.3%（分别恢复到 2019 年同期的 16.3%，103.2%，149.8%）；非博彩收入同比和环比增长 16.3%和 3.1%（占比为 6.%）。EBITDA 同比增长 10.9%，环比下跌 3.5%到 9.6 亿元（为 2019 年同期的 89.1%）。EBITDA 率同比和环比分别增加 0.3 和减少 0.5 个百分点到 12.8%。净利润同比增长 142.5%，环比下跌 51.2% 到 31 百万元。集团每天的总经营开支环比增加 0.7%到 20.9 百万元。第一季度总体市场占有率环比维持稳定（13.5%）。集团账上现金为约 32.0 亿元，净负债为约 215 亿元。净负债/EBITDA 比率从 9.2 倍改善到 5.9 倍。
- **「新葡京」和其他娱乐场的表现：**「新葡京」、其他自营、卫星娱乐场的博彩收入分别铜币增长-4.4%、+6.5%和+7.6%，环比增长-7.8%、+0.4%、+3.0%到 17.9 亿元、13.4 亿元、28.5 亿元（分别恢复到 2019 年同期的 50.9%，91.4%及 52.4%）；而它们 EBITDA 的分别为 4.4 亿元、3.4 亿元、0.79 亿元（分别恢复到 2019 年同期的 72.2%，104.2%及 52.1%）。
- **「上葡京」的表现：**「上葡京」录得 19.3 亿元的收入（博彩为 15.7 百万元 - 为「新葡京」的 87.6%，非博彩为 363 百万元），同比和环比增长 41.1%和 5.2%。EBITDA 同比和环比增长 69.3%和 4.3%到 149 百万元。项目每天的经营开支环比增长 5.0%到 8.2 百万元。「上葡京」的市场占有率约为 2.8%；未来目标在 2027 年提升到 5%。项目还在继续爬坡，每天人流同比和环比增长 40%和 8%到 30,000 人次。
- **其他要点：**第三方娱乐场的处理方案还在探讨中。目前没有看到受贸易战的影响。智能赌台已于「新葡京」和「葡京」安装完毕，「上葡京」和其他自营娱乐场预计在今年年底前完成安装。据了解，今年 4 月的博彩收入估计有双位数的增长，受益于中场业务的带动和新非博彩产品的推出。未来每天的总经营开支的变化应能稳定下来。「新葡京」的翻新工程已开始，包括低层的酒店房间和把以前的中介人贵宾厅改造为高端套房。集团也在跟银行探讨 2026 年 1 月到期的债务再融资方案。净负债/EBITDA 比率的目标为 5 倍。重启派息的安排估计不会在今年发生。
- **目标价 2.71 港元，维持买入评级：**25 年第一季度业绩符合预期，负债比率在持续改善。「上葡京」的爬坡将能提升集团长远的增长及竞争优势。考虑到澳博的估值吸引，维持买入评级，目标价为 2.71 港元，这是基于新葡京娛樂場、其他自行推广娱乐场及卫星娱乐场和其他业务 9.1 倍 2025 年的 EBITDA 估值。
- **重要风险：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 经济增长比预期差、2) 政策风险、3) 「上葡京」的表现低于预期、4) 市场的竞争。

王柏俊

852 2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	博彩和娱乐
股价	2.29 港元
目标价	2.71 港元 (+18.4%)
股票代码	880
已发行股本	71.02 亿股
市值	163 亿港元
52 周高/低	3.29/1.98 港元
每股净现值	1.96 港元
主要股东	SOC DE TURISMO E DIV DE MACAU (54.81%) ON KEI LEONG (8.09%)

盈利摘要

财务年度截至<12月31日>	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
净收入 (港币百万)	21,623.2	28,768.9	30,400.2	31,682.9	32,877.2
增长率 (%)	223.8%	33.0%	5.7%	4.2%	3.8%
EBITDA (港币百万)	1,727.0	3,958.0	4,166.7	4,666.2	5,065.2
增长率 (%)	-	129.2%	5.3%	12.0%	8.6%
净利润 (港币百万)	(2,009.8)	3.2	545.5	1,064.5	1,420.6
增长率 (%)	-	-	16947.9%	95.1%	33.4%
每股盈利 (港元)	-0.28	0.00	0.08	0.15	0.20
市盈率(倍)	(8.1)	5,082.2	29.8	15.3	11.4
每股股息 (港元)	0.00	0.00	0.04	0.07	0.10
股利收益率 (%)	0.0%	0.0%	1.7%	3.3%	4.4%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1： 主要财务报表

损益表						财务分析					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
净收入	21,623.2	28,768.9	30,400.2	31,682.9	32,877.2	增长					
其他收入	1,182.9	1,445.0	2,218.1	2,558.1	2,949.1	净收入	223.8%	33.0%	5.7%	4.2%	3.8%
经营开支	(27,841.4)	(29,799.6)	(29,799.6)	(29,799.6)	(29,799.6)	EBITDA	-	129.2%	5.3%	12.0%	8.6%
EBITDA	1,727.0	3,958.0	4,166.7	4,666.2	5,065.2	净利润	-	-	16947.9%	95.1%	33.4%
净财务开支	(1,930.1)	(1,892.6)	(1,828.3)	(1,675.9)	(1,675.9)	盈利能力					
摊占联营公司溢利	(7.8)	7.0	7.0	7.0	7.0	EBITDA 利率 (%)	8.0%	13.8%	13.7%	14.7%	15.4%
摊占共同控制公司溢利	6.5	8.1	8.1	8.1	8.1	净利率 (%)	-9.3%	0.0%	1.8%	3.4%	4.3%
税前盈利	(1,838.9)	158.8	668.9	1,204.0	1,571.0	营运表现					
所得税	(36.1)	(52.3)	(20.1)	(36.1)	(47.1)	营运开支/收入 (%)	58.6%	51.2%	42.0%	42.0%	42.0%
税后盈利	(1,875.0)	106.5	648.8	1,167.8	1,523.9	实际税率 (%)	-2.0%	32.9%	3.0%	3.0%	3.0%
少数股东应占利润	(134.8)	(103.3)	(103.3)	(103.3)	(103.3)	财务状况					
股权持有人应占利润	(2,009.8)	3.2	545.5	1,064.5	1,420.6	EBITDA	108.2%	95.2%	92.8%	88.9%	84.4%
						财务杠杆度	353.1%	343.7%	339.0%	330.7%	320.6%
						ROA	-3.8%	0.2%	1.3%	2.3%	3.0%
						ROE	-13.3%	0.8%	4.5%	7.7%	9.5%
						股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	1.7%	4.4%	0.0%

资产负债表						现金流量表					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	3,089.1	1,992.9	2,757.9	3,832.9	5,136.5	税前盈利	(1,838.9)	158.8	668.9	1,204.0	1,571.0
应收账款	706.5	867.6	941.9	1,022.5	1,110.0	折旧及摊销	1,471.8	1,496.2	1,726.0	1,771.0	1,816.0
存货	147.9	148.1	148.1	148.1	148.1	营运资金变化	460.4	238.8	162.9	168.4	174.0
其他流动资产	0.0	252.9	252.9	252.9	252.9		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总流动资产	4,433.8	3,261.5	4,100.8	5,256.4	6,647.5	其他	3,702.1	2,163.7	(20.1)	(36.1)	(47.1)
固定资产	38,353.9	37,566.4	37,340.4	37,069.4	36,753.3	营运现金流	3,795.4	4,057.5	2,537.8	3,107.3	3,513.9
已抵押银行存款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资本开支	(1,529.1)	(439.0)	(1,500.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他投资活动	254.4	(969.8)	0.0	0.0	0.0
土地使用权	2,483.5	2,507.7	2,507.7	2,507.7	2,507.7	投资活动现金流	(1,274.7)	(1,408.8)	(1,500.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
其他	4,468.5	5,389.3	5,389.3	5,389.3	5,389.3	负债变化	(7,803.1)	(3,127.3)	0.0	0.0	0.0
总资产	49,739.7	48,724.9	49,338.1	50,222.7	51,297.8	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款	4,231.2	4,743.5	4,980.7	5,229.7	5,491.2	股息	0.0	0.0	(272.8)	(532.3)	(710.3)
短期负债	970.7	1,729.5	1,729.5	1,729.5	1,729.5	其他融资活动	2,088.6	(617.6)	0.0	0.0	0.0
其他	73.6	460.4	460.4	460.4	460.4	融资活动现金流	(5,714.5)	(3,744.9)	(272.8)	(532.3)	(710.3)
总短期负债	5,275.5	6,933.4	7,170.6	7,419.6	7,681.1						
长期银行贷款	14,265.2	11,769.7	11,769.7	11,769.7	11,769.7						
其他负债	16,113.8	15,845.8	15,845.8	15,845.8	15,845.8						
总负债	35,654.5	34,548.9	34,786.1	35,035.1	35,296.6						
公司拥有人应佔權益	13,935.6	13,924.1	14,196.9	14,729.1	15,439.4						
少数股东权益	149.6	251.9	355.2	458.5	561.8						
股东权益	14,085.2	14,176.0	14,552.1	15,187.6	16,001.2						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。