

澳博控股 (0880.HK)

2025 年一季报点评：业绩略低于预期，市占率维持稳定

买入（维持）

2025 年 5 月 6 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万港元）	28,769.0	31,962.1	34,652.4	36,624.2
同比（%）	33.0	11.1	8.4	5.7
经调整物业 EBITDA（百万港元）	3,958.0	4,229.5	4,816.5	5,432.7
同比（%）	-	6.9	13.9	12.8
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	0.04	0.09	0.16	0.21
EV/经调整 EBITDA	10.16	9.50	8.35	7.40

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **市占率环比持平，预计 4 月将有所增长。**1Q25 公司实现总博收 75.5 亿港元，环比基本持平。其中贵宾/中场（含角子机）博收分别为 6.4/69.1 亿港元，环比分别下滑 12.4%/增长 1.6%。博监局口径下，公司贵宾/中场市占率分别为 4.6%/16.5%，环比分别下滑 0.8pct/增长 0.3pct，整体市占率基本持平。但据管理层数据，受益于公司新推出的餐厅及非博彩活动，在 4 月行业博收仍然持平的情况下，公司博收实现了双位数的增长，市占率预计将有所提升。
- **业绩略低于预期。**营收端，1Q25 公司实现净收益 74.8 亿港元，同比增长 8.1%，环比持平，基本符合彭博一致预期。博彩/非博彩净收益分别为 69.5/5.3 亿港元，同比分别增长 7.5%/16.4%，环比分别下滑 0.1%/增长 4.5%。利润端，1Q25 公司经调整 EBITDA 为 9.6 亿港元，同比增长 10.9%，环比下滑 3.5%，低于彭博一致预期约 4%，对应经调整 EBITDA 利润率为 12.8%，同比增长 0.3pct，环比下滑 0.5pct。
- **公司仍在评估后续与卫星赌场的合作方式。**公司尚未开始与卫星赌场协商，目前没有卫星赌场主动提出想要停止运营。但即使有卫星赌场想要退出，公司也会充分利用空闲的赌桌和员工。管理层指出，赌桌是公司最重要的资产，目前公司大多数自有物业的赌桌利用率都接近 100%，正处于缺赌桌的状态。上葡京目前仅放置约 210 张赌桌，仍有充足空间吸纳更多赌桌。若有卫星赌场选择退出，考虑到公司自有物业的运营效率明显高于卫星赌场，或对公司业绩产生一定积极影响。
- **预计日均运营费用将维持平稳。**1Q25 公司日均运营费用为 2,090 万港元，同比增长 2.6%，环比基本持平。日均运营费用大部分为员工薪酬，而公司市场营销团队已经大约有 200 人，后续再次大幅扩张的概率不大，因为我们预计 2025 年公司日均运营费用将相对稳定。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年净收入为 319.6/346.5/366.2 亿港元；预计公司 2025-2027 年经调整物业 EBITDA 为 42.3/48.2/54.3 亿港元；当前股价对应 2025/2026/2027 年 EV/EBITDA 分别为 9.5/8.3/7.4 倍。我们下调目标价至 2.8 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**澳门旅游业复苏低于预期、中国宏观经济增长不及预期、海外博彩市场分流、贵宾恢复不及预期。

股价走势



数据来源：iFind

市场数据

收盘价(港元)	2.18
一年最低/最高价	1.98/2.69
市净率(倍)	1.11
流通 H 股市值(百万港元)	15,482

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	2.0
资产负债率(%)	70.9
总股本(百万股)	7,102
流通 H 股(百万股)	7,102

数据来源：iFind

相关研究

《2024 年四季报点评：业绩基本符合预期，市占率维持稳定》

2025-03-07

澳博控股三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,262	2,787	2,541	2,407	营业收入	28,769	31,962	34,652	36,624
现金	1,993	1,404	1,072	875	博彩净收益	26,846	29,798	32,434	34,360
应收账款	868	964	1,045	1,104	非博彩净收益	1,923	2,164	2,218	2,264
存货	148	167	171	174	博彩税	-11,528	-12,775	-13,923	-14,763
其他流动资产	253	253	253	253	非博彩业务相关成本	-741	-1,140	-1,169	-1,193
非流动资产	45,463	47,045	48,810	50,679	市场营销费用	-5,072	-5,565	-5,977	-6,249
使用权资产净额	2,508	2,377	2,246	2,115	经营管理费用	-9,655	-10,143	-10,745	-11,057
物业及设备净额	37,566	39,264	41,144	43,129	折旧与摊销	-1,888	-1,891	-1,978	-2,070
无形资产	0	0	0	0	营业利润	1,773	2,339	2,839	3,362
其他非流动资产	5,389	5,404	5,420	5,435	利息收入	263	41	28	21
资产总计	48,725	49,833	51,351	53,086	利息支出	-1893	-1431	-1193	-1193
流动负债	6,933	7,395	7,780	8,034	其他调整	15	15	15	15
应付账款	4,744	5,205	5,590	5,845	利润总额	159	963	1,689	2,206
短期借款	1,730	1,730	1,730	1,730	减: 所得税费用	-52	-317	-556	-726
其他流动负债	460	460	460	460	净利润	107	646	1,133	1,480
非流动负债	27,616	27,616	27,616	27,616	减: 少数股东损益	103	129	136	148
长期借款	21,120	21,120	21,120	21,120	归母净利润	3	517	997	1,332
其他非流动负债	6,496	6,496	6,496	6,496					
负债合计	34,549	35,011	35,395	35,650	每股收益-摊薄(港元)	0.04	0.09	0.16	0.21
归属母公司股东权益	13,924	14,441	15,438	16,770	经调整物业 EBITDA	3,958	4,230	4,817	5,433
少数股东权益	252	381	517	665					
所有者权益合计	14,176	14,822	15,956	17,436	收入增长率(%)	33.0	11.1	8.4	5.7
负债和股东权益总计	48,725	49,833	51,351	53,086	归母净利润增长率(%)	-	-	93.0	33.6
现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,058	3,998	4,298	4,636	每股净资产(港元)	2.00	2.09	2.25	2.46
投资活动现金流	-1,409	-3,155	-3,437	-3,641	最新发行在外股份(百万股)	7,102	7,102	7,102	7,102
筹资活动现金流	-3,745	-1,431	-1,193	-1,193	ROE-摊薄(%)	0.02	3.64	6.68	8.27
现金净增加额	-1,096	-589	-332	-197	经调整物业 EBITDA 率(%)	13.08	13.23	13.90	14.83
折旧和摊销	1,888	1,891	1,978	2,070	资产负债率(%)	70.91	51.90	50.36	48.72
资本开支	-722	-3,196	-3,465	-3,662	EV/经调整 EBITDA	10.16	9.50	8.35	7.40

数据来源: iFind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析師聲明：

本人以勤勉、獨立客觀之態度出具本報告，報告所載所有觀點均準確反映本人對於所述證券或發行人之個人觀點；本人於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與本人薪酬無關。過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

此外，分析員確認，無論是本人或關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則之相關定義）沒有擔任本報告所述上市公司之高級職員；未持有相關證券的任何權益；沒有在發表本報告30日前交易或買賣相關證券；不會在本報告發出後的3個營業日內交易或買賣本報告所提及的發行人的任何證券。

利益披露事項：

刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。

研究分析員之薪酬或酬金並不與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。

研究分析員或其聯系人士並未從事其研究／分析／涉及範圍內之任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。

研究分析員或其聯系人士並未擔任其研究／分析／涉及範圍內之任何公司之董事職務或其他職務。

東吳證券國際經紀有限公司（下稱「東吳證券國際」或「本公司」）或其集團公司並未持有本報告所評論的發行人的市場資本值的1%或以上的財務權益。

東吳證券國際或其集團公司並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

東吳證券國際或其集團公司與報告中提到的公司在最近的12個月內沒有任何投資銀行業務關係。

東吳證券國際或其集團公司或編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

免責聲明

本報告由東吳證券國際編寫，僅供東吳證券國際的客戶使用，本公司不因接收人收到本報告而視其為客戶。如任何司法管轄區的法例或條例禁止或限制東吳證券國際向收件人提供本報告，收件人並非本報告的目標發送對象。本研究報告的編制僅供一般刊發，並不考慮接收本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況、投資目標及特別需求，亦非擬向有意投資者作出特定證券、投資產品、交易策略或其他金融工具的建議。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下應尋求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。本報告應受香港法律管轄並據其解釋。

本報告所載資料及意見均源自或源於東吳證券國際可信之數據源，但東吳證券國際並不就其準確性或完整性作出任何形式的聲明、陳述、擔保及保證（不論明示或默示），於法律及／或法規准許情況下，東吳證券國際概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。

本報告所發表之意見及預測為於本報告日的判斷，並可予更改而毋須事前通知。除另有說明外，本報告所引用的任何業績數據均代表過往表現，過往表現亦不應作為日後表現的可靠預示。在不同時期，東吳證券國際可能基於不同假設、觀點及分析方法發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。分析中所做的預測收益可能基於相應的假設，任何假設的改變可能會對本報告預測收益產生重大影響，東吳證券國際並不承諾或保證任何預測收益一定會實現。

東吳證券國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口头或書面表達與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點，本公司沒有將

此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

