

# “小而美”服务出众，非博彩强劲协同

华泰研究

2025 年 7 月 09 日 | 中国香港

更新报告

博彩

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

18.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

易楚妍

SAC No. S0570124070123

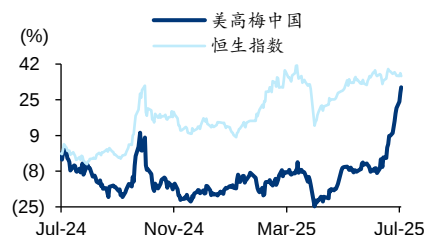
联系人

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

## 基本数据

|                     |            |
|---------------------|------------|
| 目标价 (港币)            | 18.00      |
| 收盘价 (港币 截至 7 月 9 日) | 15.40      |
| 市值 (港币百万)           | 58,520     |
| 6 个月平均日成交额 (港币百万)   | 83.73      |
| 52 周价格范围 (港币)       | 8.83-15.46 |
| BVPS (港币)           | 0.14       |

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

| 会计年度 (港币)     | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万)     | 31,387  | 31,616 | 32,347 | 33,585 |
| +/-%          | 27.15   | 0.73   | 2.31   | 3.83   |
| 归属母公司净利润 (百万) | 4,603   | 5,170  | 4,816  | 4,969  |
| +/-%          | 74.48   | 12.31  | (6.86) | 3.18   |
| EPS (最新摊薄)    | 1.21    | 1.36   | 1.26   | 1.30   |
| ROE (%)       | (1,151) | 132.14 | 54.25  | 41.36  |
| PE (倍)        | 12.45   | 11.08  | 11.90  | 11.53  |
| PB (倍)        | 108.63  | 7.85   | 5.48   | 4.22   |
| EV EBITDA (倍) | 8.50    | 8.04   | 7.53   | 6.89   |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

我们认为澳门博彩板块存在配置机会。近期板块普涨主系: 1) 访澳客流强劲: 五一、端午客流同比均增加; 2) GGR 回升: 五一 GGR 超预期, 6 月更是淡季不淡; 3) 非博彩积极推进: 5-6 月郑秀文、权志龙和张学友等轮番登台, 叠加泡泡玛特大型 IP 装置展示, 暑期更有陈奕迅、林忆莲等接力引流。我们认为, 演唱会和潮玩经济等非博彩活动将带动客流和现金流持续上升。六家博企中, 美高梅中国表现持续向好, 我们认为主系: 1) 公司“小而美”, 公关服务出众, 高端客流强劲; 2) 博彩业务恢复优于行业水平, 1Q GGR 恢复至 19 年同期 131% (行业 76%), EBITDA 利润率维持高水平; 3) 公司持续推进非博彩布局, 强化多元业态协同。重申“买入”。美高梅中国股价自 6/13 HKD10.68 至 7/8 HKD15.08, 涨幅 41.2%。港股银河/金沙/永利/澳博/新濠期间涨幅 16.6/25.6/23.9/19.8/57.1%。

## 五一分水岭, 6 月再下一城, 恢复创 19 年后新高, 暑期有望持续

五一假期访澳日均客流 17 万 (去年同期 12.1 万), 叠加假期后郑秀文演唱会等非博彩活动协同, 推动澳门五月 GGR 环比+12%, 同比+5%, 恢复至 19 年同期的 82%。端午假期三天共 39 万人次访澳 (24 年同期 34.2 万人次)。6 月则淡季不淡, 澳门 GGR 跟五月相若, 同比+19%, 恢复至 19 年同期的 88%, 为疫情以来恢复最好月度, 主系高端客流带动。不过, 此前 1Q 过夜旅客占比降至 41% (对比 1Q19 的 46%), 而旅客人均非博彩消费同比-13%, 或证明澳门客源的贡献度呈二八分化, 而五一开始高端客有回流迹象。

## 便捷出行和支付政策吸引客流; 演唱会和潮玩经济拉动暑期 GGR

我们认为 2H25 澳门博彩板块的上行趋势有望受政策利好、财富效应和非博彩协同而延续。珠澳“一签多行”、香港“跨境支付通”, 叠加“金股市”齐涨财富效应, 或增强旅客的出行与消费意愿。博企积极部署非博彩活动, 5 月郑秀文回归开唱, 6 月张学友、权志龙接力登场, 后续更有陈奕迅、林忆莲等面向中老年高消费群体。同时, Labubu 等泡泡玛特大型 IP 也于 6-9 月登陆澳门, 进驻官也街等热门景点, 广吸各年龄层游客打卡互动。博企针对不同客群设计的非博彩活动与其主业形成良好协同效应, 助力 GGR 提升, 如韩团、CP 活动吸引女性与年轻群体, NBA 与潮玩 IP 则兼顾男性与全年龄段。此外, 演出安排亦避开传统节日, 主打错峰旅游, 实现客流平滑过度。

## “小而美”构建多元文化拓展非博彩布局, 深化高净值客渗透

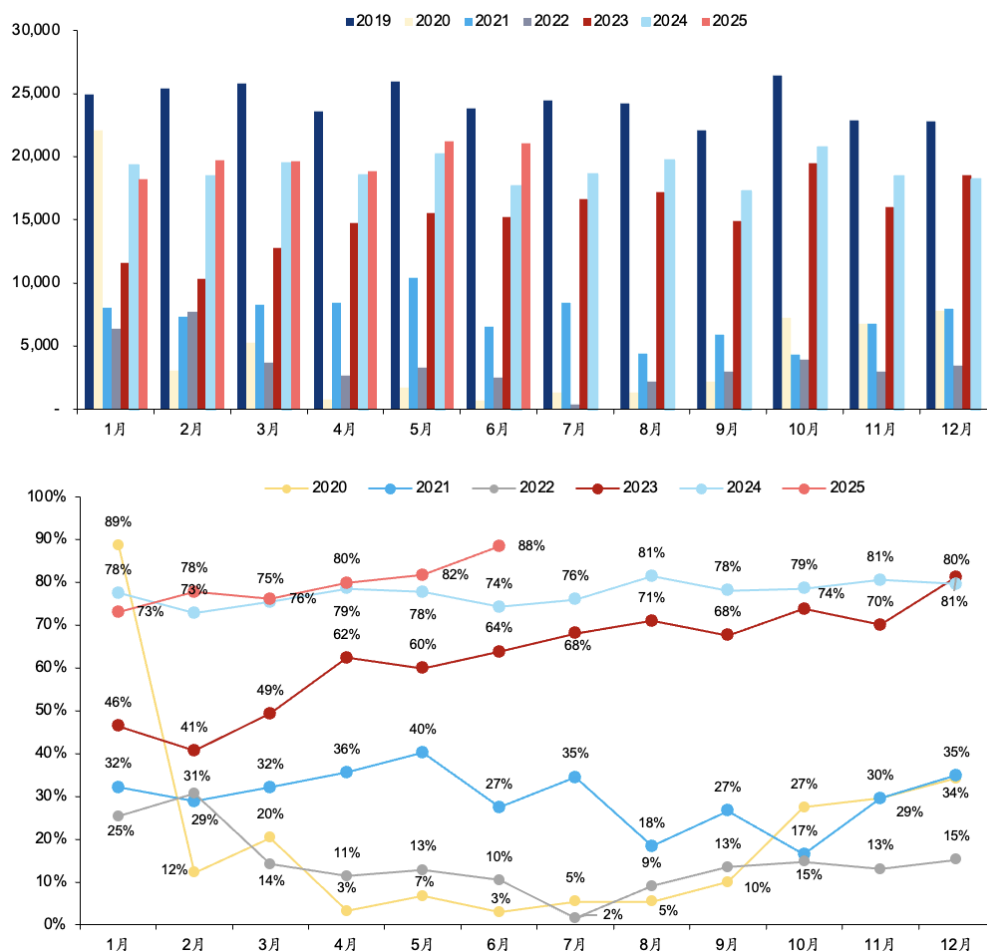
由何超琼领军, 美高梅加码非博彩部署, 主打中国文化主题以拓展高净值客群, 并围绕高端餐饮、演艺等, 构建多元沉浸式体验, 包括: 邀请多位中国名厨, 打造海上丝路、宁波、川菜、粤菜等飨宴; 今年春节的《黑神话: 悟空》交响音乐会, 融合游戏原声与国风元素, 呈现沉浸式东方神话体验; 去年 12 月首演, 由张艺谋执导的驻场演出《澳门 2049》, 以科技说中国故事, 由八大国家级非遗元素, 延伸出八幕演出, 并结合动力镜面、灯光编程与大量运用顶尖科技, 如机器人、仿生飞行等。在《港澳米其林指南 2025》中, 旗下餐厅雅吉首夺一星, 蜀道则多年坐拥一星。保利美高梅博物馆融合科技与传统美学, 带来沉浸式动态数码水墨画等, 丰富观众的艺术体验。5 月累计访客已达 70 万人次, 社交平台曝光量近 30 亿次。

## 重申“买入”, 目标价上调至 18.0 港元, 对应 8.8x 26E EV/EBITDA

我们维持美高梅中国 25/26/27E EBITDA 88/90/93 亿港元。我们认为公司的非博彩部署跟其博彩业务产生高效协调, 引领恢复能持续优于行业, 并助力股价跑赢大盘。基于港股博彩行业 8.7x 26E EV/EBITDA, 上调目标价至 HKD18.0, 对应估值为 8.8x (前值 HKD14.0)。重申“买入”。

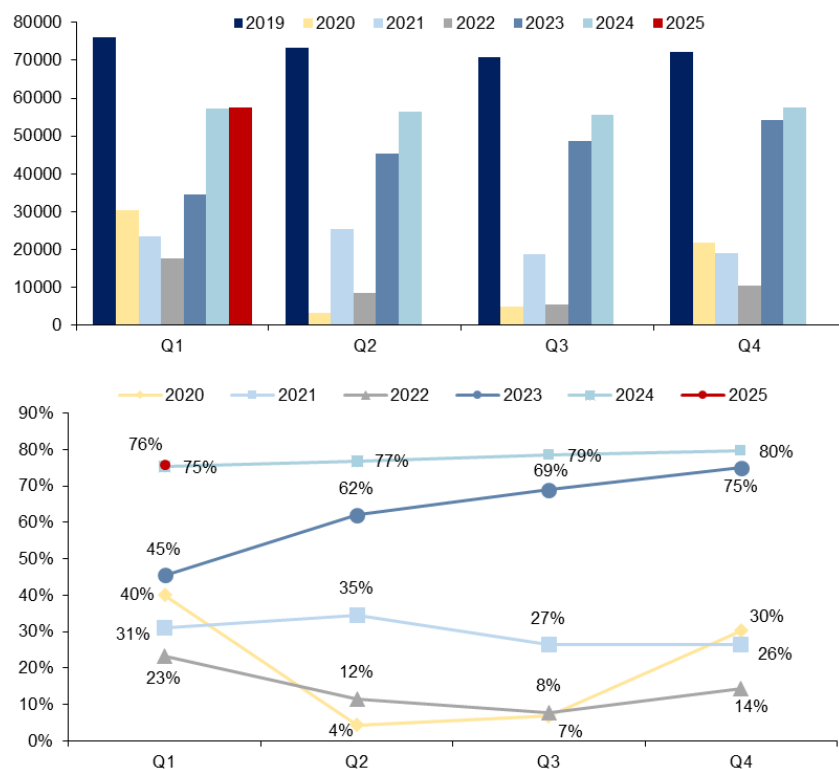
风险提示: 政策落地不及预期, 测算存在误差, 海外博彩市场竞争加剧。

图表1：澳门总博彩恢复情况：2025年6月GGR修复至2019年同期88%（百万澳门元）

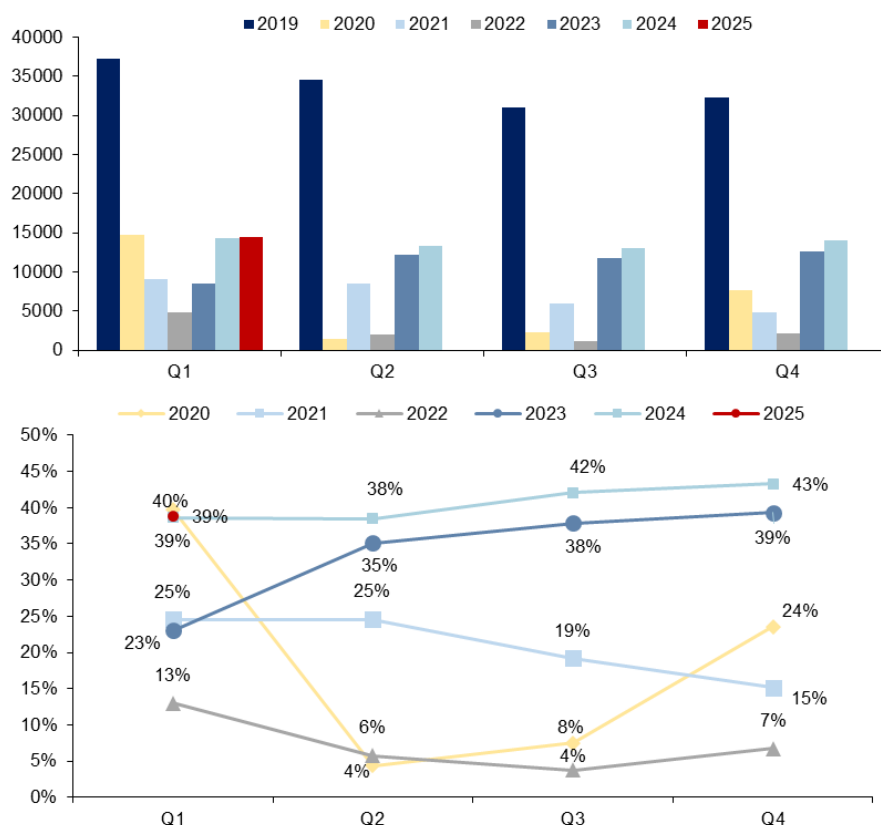


资料来源：DICJ、华泰研究

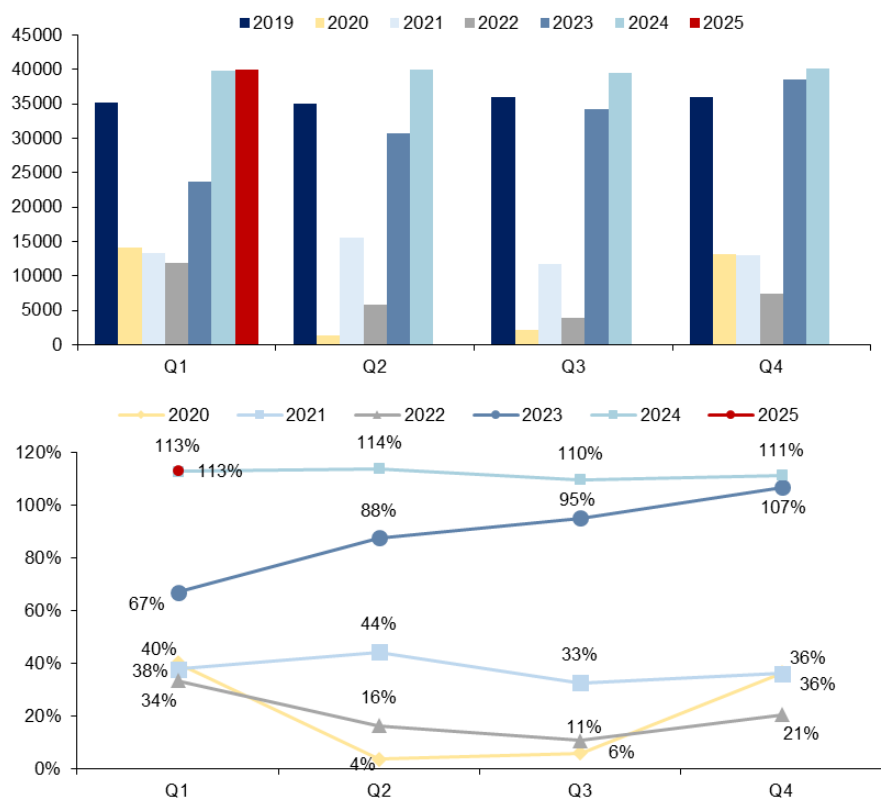
图表2：澳门博彩总收入对比2019年的恢复情况（按季度）（百万澳门元），25Q1已恢复至19Q1的76%



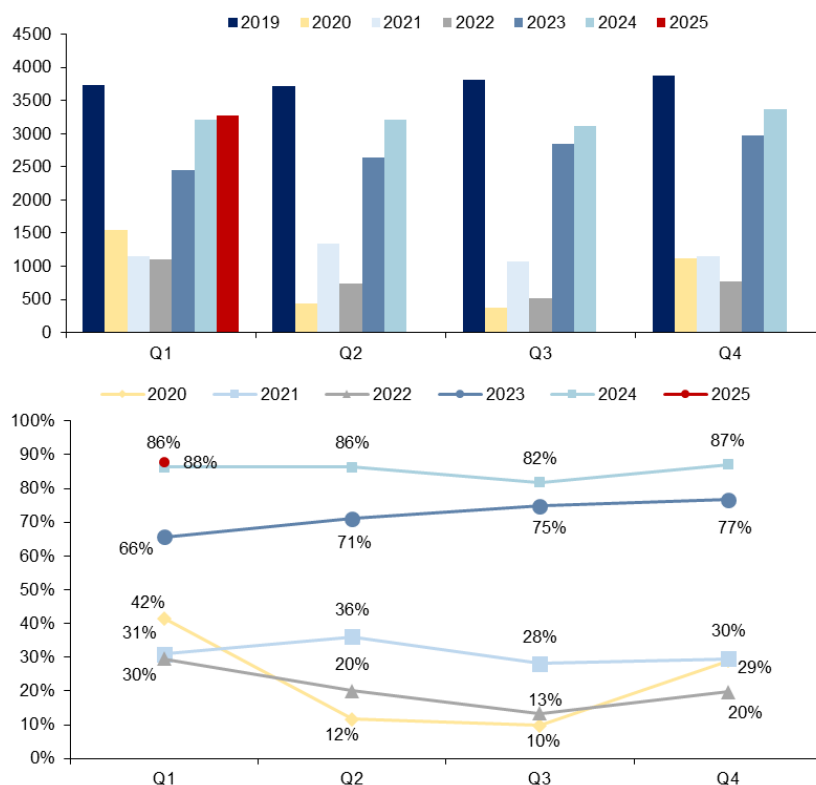
资料来源：DICJ、华泰研究

**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%**


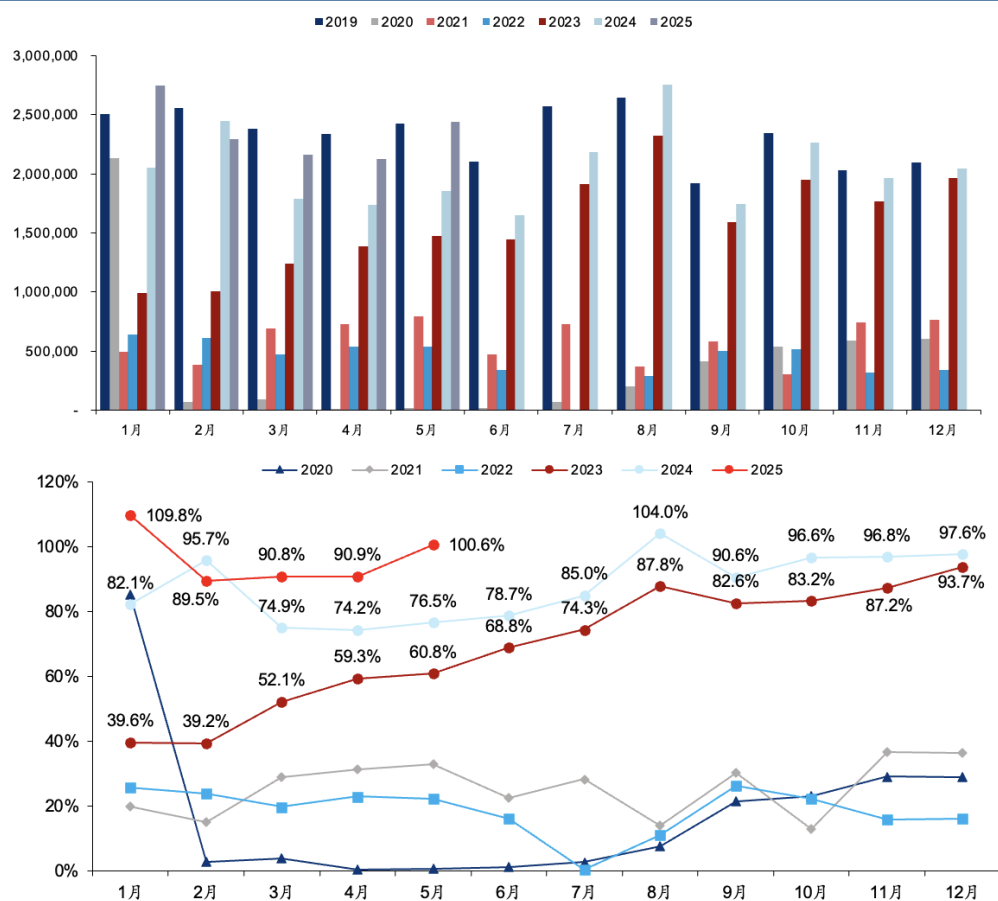
资料来源：DICJ、华泰研究

**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

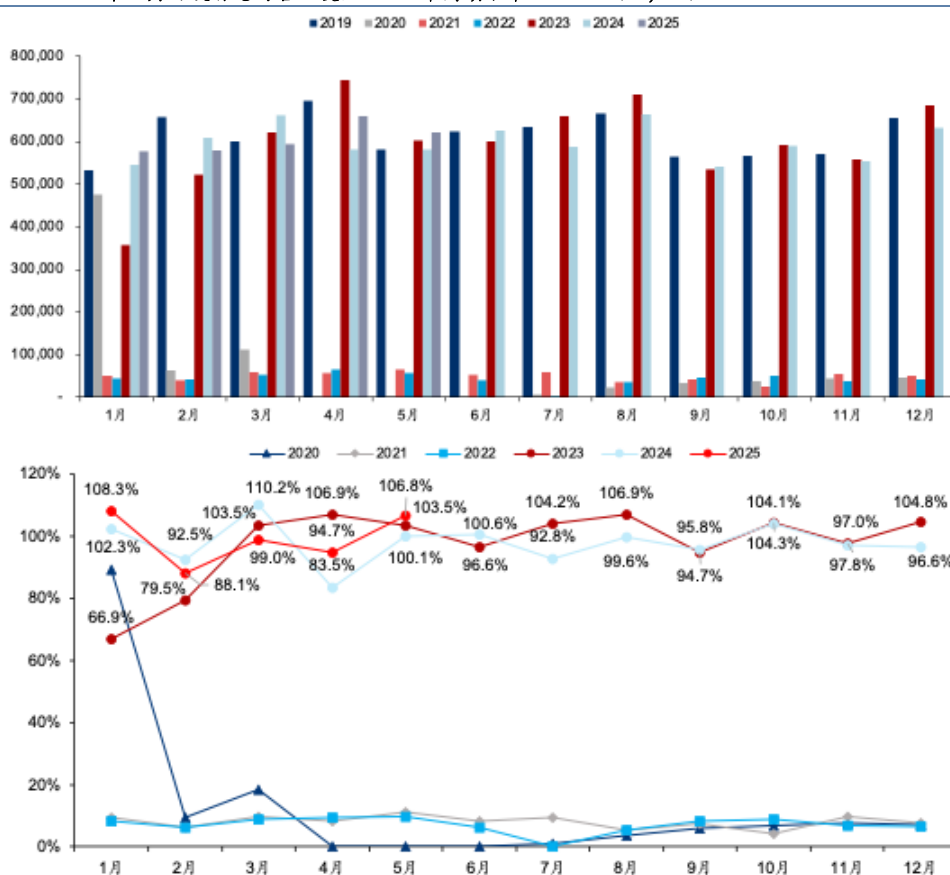
**图表5：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元），25Q1 已恢复至 19Q1 的 88%**


资料来源：DICJ、华泰研究

**图表6：2025 年 5 月访澳内地游客恢复至 2019 年同期 100.6%的水平（人，%）**


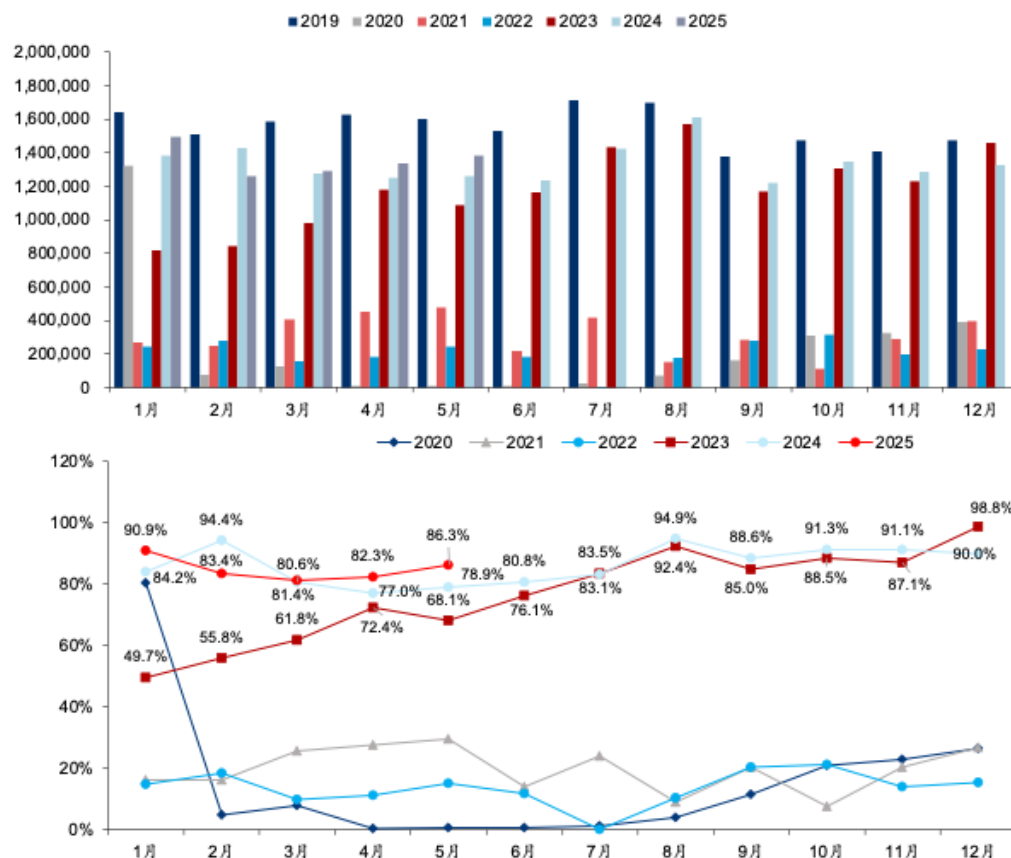
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表7：2025年5月访澳香港游客恢复至2019年同期水平106.8%（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表8：2025年5月访澳过夜游客恢复至2019年同期86.3%的水平（人，%）



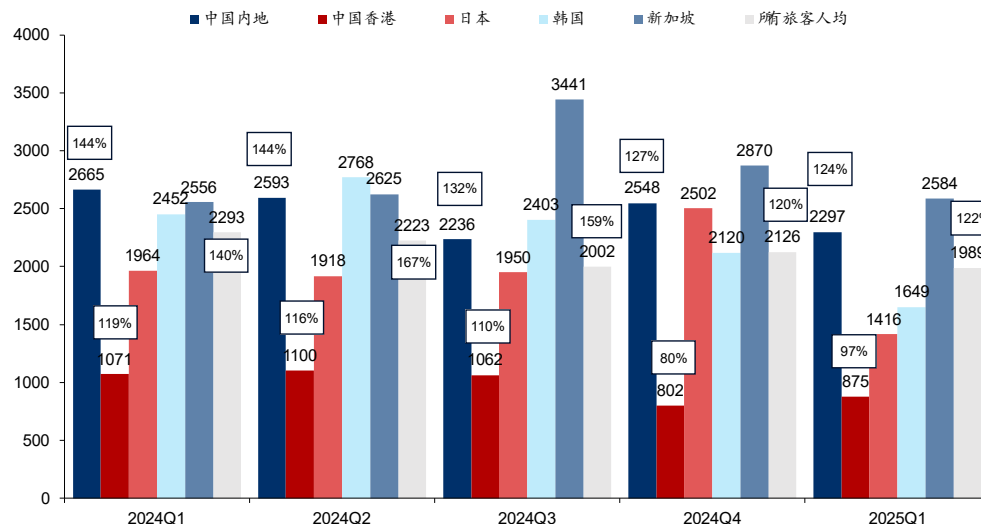
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表9：2025年“五一”假期澳门酒店客房预订情况（人民币：元）

| 公司  | 澳门酒店大/双床价格        | 房型        | 2025年五一假期房价<br>(数据收集于假期一周前) |        |       |       |        | 2024年五一假期房价<br>(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     | 满房    |
| 银河  | 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     | 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    | 满房     | 1,741 |
|     | 澳门悦榕庄酒店 (5星)      | 路氹泉悦大床套房  | 满房                          | 满房     | 满房    | 满房    | 满房     | 满房                          | 满房    | 满房    | 满房     | 满房    |
|     | 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     | 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     | 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     | 满房    |
|     | 澳门银河莱佛士酒店 (5星)    | 豪华套房      | 满房                          | 满房     | 满房    | 满房    | 满房     | 满房                          | 满房    | 满房    | 满房     | 满房    |
|     | 澳门星际酒店 (5星)       | 豪华房       | 满房                          | 满房     | 满房    | 满房    | 满房     | 满房                          | 满房    | 满房    | 满房     | 满房    |
|     | 澳门新濠锋酒店 (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 |
| 新濠  | 澳门新濠天地-颐居酒店 (5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-迎尚酒店 (4星)  | 高级房       |                             |        | 无报价   |       |        |                             |       | 无报价   |        |       |
|     | 澳门新濠天地-摩珀斯酒店 (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 |
|     | 澳门新濠影汇酒店 (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   |
|     | 澳门新濠影汇W酒店 (5星)    | 奇幻套房      | 满房                          | 4,996  | 4,996 | 3,173 | 1,669  |                             |       |       |        |       |
| 澳博  | 澳门君悦酒店 (5星)       | 豪华客房      | 满房                          | 满房     | 满房    | 2,141 | 793    | 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    | 满房    | 满房     | 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    |                             |       |       |        |       |
|     | 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  |                             |       |       |        |       |
|     | 澳门卡巴拉格斐奢华酒店 (5星)  | 经典客房      | 4,560                       | 4,880  | 4,880 | 3,360 | 2,080  | 3,748                       | 4,246 | 3,935 | 2,910  | 2,149 |
|     | 澳门葡京人酒店 (4星)      | 高级房       | 2,566                       | 2,511  | 2,577 | 1,653 | 566    | 1,965                       | 1,965 | 1,717 | 1,456  | 620   |
|     | 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    |
|     | 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 |
| 金沙  | 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 |                             |       |       |        |       |
|     | 澳门伦敦人汇酒店 (5星)     | 豪华客房      | 3,298                       | 满房     | 满房    | 满房    | 1,098  |                             |       |       |        |       |
|     | 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     | 2,263 |
|     | 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     | 1,468 |
|     | 澳门四季名荟 (5星)       | 尊贵套房      | 满房                          | 满房     | 满房    | 满房    | 22,900 |                             |       |       |        |       |
|     | 澳门金沙酒店 (5星)       | 豪华套房      | 3,298                       | 满房     | 满房    | 满房    | 1,079  | 6,185                       | 满房    | 满房    | 满房     | 2,875 |
|     | 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     | 2,469 |
| 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 |

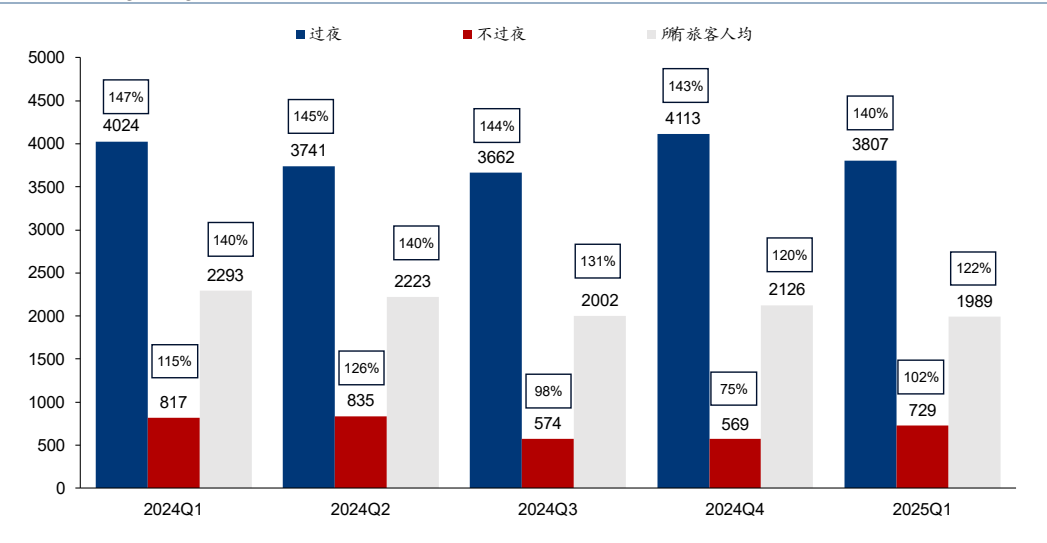
资料来源：携程网，华泰研究

图表10：24Q1-25Q1 访澳旅客分客源地人均博彩消费对比 2019 年水平（单位：澳门元）



资料来源：澳门统计局，华泰研究；注：方框内为恢复至 2019 年同期的比例

图表11： 24Q1-25Q1 访澳旅客分过夜与否人均非博彩消费对比 2019 年水平（单位：澳门元）



资料来源：澳门统计局，华泰研究；注：方框内为恢复至 2019 年同期的比例

图表12： 2025 年“五一”假期访客人次

| 总访澳旅客(人次)  |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
|------------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|---------|-------|--------|---------|-------|
|            | 外港客运码头 | 内港客运码头 | 氹仔客运码头 | 关闸边检站   | 港珠澳大桥边检站 | 青茂口岸   | 横琴口岸    | 跨境工业区 | 机场     | 总数      | 变动率   |
| 第一日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/01 | 5,167  | 1,789  | 9,656  | 83,843  | 26,997   | 7,783  | 32,115  | 1     | 9,522  | 176,873 | 45.4% |
| 第二日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/02 | 6,624  | 3,541  | 10,736 | 109,312 | 29,888   | 13,527 | 39,570  | 14    | 8,714  | 221,926 | 47.2% |
| 第三日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/03 | 7,734  | 3,067  | 12,746 | 86,246  | 39,230   | 14,980 | 32,661  | 5     | 7,372  | 204,041 | 32.6% |
| 第四日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/04 | 6,102  | 1,813  | 10,926 | 63,290  | 37,471   | 8,290  | 20,130  | -     | 6,389  | 154,411 | 45.6% |
| 第五日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/05 | 4,477  | 817    | 6,816  | 36,462  | 21,678   | 3,195  | 11,215  | 12    | 7,896  | 92,568  | 29.4% |
| 总数         | 30,104 | 11,027 | 50,880 | 379,153 | 155,264  | 47,775 | 135,691 | 32    | 39,893 | 849,819 |       |
| 日均值        | 6,021  | 2,205  | 10,176 | 75,831  | 31,053   | 9,555  | 27,138  | 6     | 7,979  | 169,964 |       |
| 访澳内地旅客(人次) |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
|            | 外港客运码头 | 内港客运码头 | 氹仔客运码头 | 关闸边检站   | 港珠澳大桥边检站 | 青茂口岸   | 横琴口岸    | 跨境工业区 | 机场     | 总数      | 变动率   |
| 第一日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/01 | 2,333  | 1,682  | 6,322  | 80,631  | 13,035   | 7,304  | 30,172  | 1     | 6,376  | 147,856 | 46.4% |
| 第二日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/02 | 2,873  | 3,392  | 6,939  | 105,873 | 17,441   | 13,022 | 37,714  | 12    | 6,369  | 193,635 | 46.2% |
| 第三日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/03 | 3,274  | 2,934  | 6,728  | 82,491  | 20,930   | 14,439 | 30,600  | 5     | 4,734  | 166,135 | 27.9% |
| 第四日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/04 | 1,855  | 1,673  | 4,516  | 58,599  | 14,245   | 7,655  | 17,704  | -     | 4,231  | 110,478 | 41.9% |
| 第五日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/05 | 794    | 682    | 1,891  | 32,220  | 7,217    | 2,701  | 9,335   | 11    | 5,566  | 60,417  | 34.1% |
| 总数         | 11,129 | 10,363 | 26,396 | 359,814 | 72,868   | 45,121 | 125,525 | 29    | 27,276 | 678,521 |       |
| 日均值        | 2,226  | 2,073  | 5,279  | 71,963  | 14,574   | 9,024  | 25,105  | 6     | 5,455  | 135,704 |       |
| 访澳香港旅客(人次) |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
|            | 外港客运码头 | 内港客运码头 | 氹仔客运码头 | 关闸边检站   | 港珠澳大桥边检站 | 青茂口岸   | 横琴口岸    | 跨境工业区 | 机场     | 总数      | 变动率   |
| 第一日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/01 | 1,268  | 89     | 2,395  | 2,175   | 10,145   | 479    | 1,225   | -     | 63     | 17,839  | 32.4% |
| 第二日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/02 | 1,244  | 95     | 2,502  | 2,191   | 9,901    | 505    | 1,066   | 2     | 77     | 17,583  | 49.6% |
| 第三日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/03 | 1,609  | 100    | 4,010  | 2,628   | 15,136   | 541    | 1,474   | -     | 52     | 25,550  | 64.6% |
| 第四日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/04 | 1,429  | 118    | 4,113  | 3,493   | 17,678   | 635    | 1,877   | -     | 157    | 29,500  | 48.3% |
| 第五日        |        |        |        |         |          |        |         |       |        |         |       |
| 2025/05/05 | 1,101  | 125    | 2,876  | 3,200   | 11,289   | 494    | 1,384   | 1     | 247    | 20,717  | 18.4% |
| 总数         | 6,651  | 527    | 15,896 | 13,687  | 64,149   | 2,654  | 7,026   | 3     | 596    | 111,189 |       |
| 日均值        | 1,330  | 105    | 3,179  | 2,737   | 12,830   | 531    | 1,405   | 1     | 119    | 22,238  |       |

资料来源：澳门统计局，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 | 25Q1 |
| 行业数据       | 0%   | 0%   | -4%  | -8%  | -60% | -96%  | -93% | -70% | -22% | 885%       | 284% | -13% | -25% | -67% | -70% | -46% | 95%  | 436%  | 779%  | 421%  | 65%  | 24%  | 14%  | 6%   | 1%   |
| 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%   | 12%  |
| 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% | break even | 315% | -23% | -35% | -77% | -71% | -45% | 109% | 646%  | 812%  | 452%  | 78%  | 17%  | 8%   | 2%   | -12% |
| 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%   | -7%  |
| 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%  | 14%  |
| 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        | 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       | -13% | -16% | -22% | -23% | -60% | -96%  | -92% | -76% | -38% | 466%       | 155% | -36% | -47% | -77% | -81% | -56% | 77%  | 512%  | 919%  | 486%  | 68%  | 10%  | 11%  | 10%  | 1%   |
| 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%   | 54%  |
| 金沙中国       | 0%   | -13% | -36% | -20% | -71% | -101% | -90% | -90% | -9%  | break even | 85%  | -7%  | -58% | -67% | -55% | -35% | 113% | 216%  | 425%  | 276%  | -20% | -2%  | -5%  | -15% | 27%  |
| 永利澳门       | -7%  | -9%  | -41% | -39% | -67% | -106% | -96% | -80% | -41% | break even | 282% | -50% | -65% | -93% | -87% | -89% | 73%  | 2304% | 1101% | 2383% | 97%  | -25% | 0%   | 4%   | -34% |
| 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% | -23% |
| 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%  | 52%  |
| 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% | 44%  | -1%  |
| 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 | 25Q1 |
| 行业数据       | 18%  | 21%  | 19%  | 9%   | -80% | -96%  | -94% | -84% | -5%  | 1095%      | 441% | 0%   | -11% | -83% | -67% | -43% | 100% | 433%  | 780%  | 416%  | 88%  | 30%  | 15%  | 4%   | 0%   |
| 新濠博亚       | 9%   | 29%  | 22%  | 12%  | -60% | -97%  | -93% | -59% | 9%   | 1771%      | 374% | -8%  | -27% | -72% | -77% | -55% | 75%  | 526%  | 1062% | 487%  | 86%  | 30%  | 13%  | 7%   | 4%   |
| 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%  | -9%  |
| 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%   | -7%  |
| 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%   | -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%  | 6%   |
| 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%  | 16%  | 9%   |
| Slot       | 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       | -11% | -14% | -7%  | 16%  | -58% | -88%  | -91% | -71% | -26% | 211%       | 187% | 2%   | 112% | 97%  | 165% | 159% | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    | 32%  | 21%  | 9%   | 14%  | 2%   |
| 新濠博亚       | -11% | -14% | -7%  | 16%  | -17% | -70%  | -75% | -66% | -10% | 75%        | 136% | 30%  | -2%  | -40% | -42% | -37% | 60%  | 126%  | 203%  | 176%  | 17%  | 20%  | 9%   | 7%   | 9%   |
| 金沙中国       | 2%   | 9%   | 15%  | 3%   | -60% | -97%  | -94% | -77% | -35% | 748%       | 216% | 4%   | -27% | -43% | -54% | -46% | 307% | 495%  | 960%  | 674%  | 43%  | 19%  | 5%   | 0%   | -2%  |
| 永利澳门       | -8%  | 1%   | 17%  | -6%  | -64% | -94%  | -93% | -72% | -23% | 458%       | 193% | -27% | 5%   | -65% | -40% | -17% | 79%  | 337%  | 210%  | 19%   | 37%  | 20%  | 35%  | 8%   | -6%  |
| 美高梅中国      | 39%  | -7%  | 3%   | -3%  | -58% | -92%  | -90% | -60% | 5%   | 414%       | 243% | -1%  | -18% | -42% | -70% | -44% | 78%  | 186%  | 582%  | 306%  | 51%  | 42%  | 21%  | 21%  | -1%  |
| 银河娱乐       | 0%   | 6%   | 2%   | 4%   | -63% | -96%  | -95% | -73% | -42% | 810%       | 366% | -13% | 22%  | -67% | -57% | -35% | 131% | 603%  | 748%  | 446%  | 78%  | 49%  | 35%  | 54%  | 22%  |
| 澳博控股       | -1%  | -1%  | 5%   | 8%   | -51% | -67%  | -81% | -72% | -18% | 58%        | 146% | 52%  | 20%  | -27% | -53% | -23% | 81%  | 389%  | 656%  | 379%  | 112% | 11%  | 24%  | 29%  | 32%  |

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表14: 各公司博彩恢复至 2019 年水平 (%)

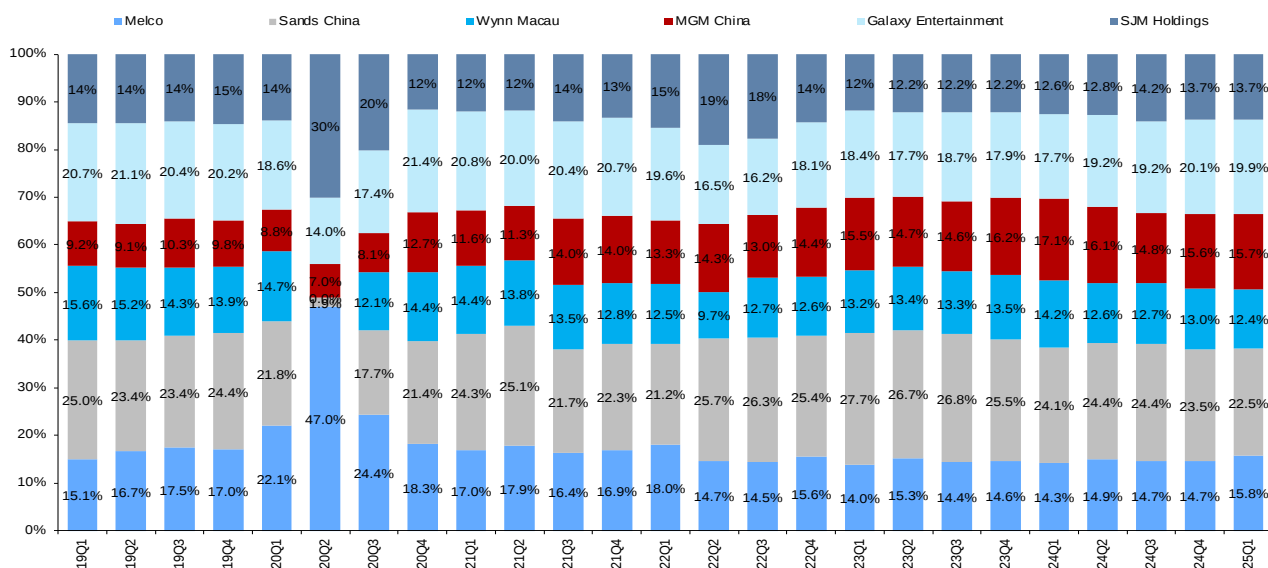
| 恢复至2019年水平 | GGR  |      |      |      |      |      |      |      |      |      | VIP  |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 中场   |      |      |      |      |      |      |      |      |      | 贵宾厅  |      |      |      |      |      |  |  |  |  |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|--|--|--|
|            | 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%  | 74%  | 77%  | 79%  | 80%  | 76%  | 23%  | 35%  | 38%  | 39%  | 39%  | 38%  | 42%  | 43%  | 39%  | 67%  | 88%  | 95%  | 107% | 113% | 114% | 110% | 111% | 113% | 66%  | 71%  | 75%  | 77%  | 86%  | 86%  | 82%  | 87%  | 88%  |  |  |  |  |
| 金沙博亚       | 43%  | 57%  | 58%  | 64%  | 72%  | 70%  | 66%  | 69%  | 80%  | 17%  | 26%  | 18%  | 22%  | 23%  | 25%  | 23%  | 23%  | 36%  | 61%  | 85%  | 91%  | 99%  | 114% | 110% | 103% | 107% | 119% | 75%  | 73%  | 85%  | 77%  | 86%  | 87%  | 82%  | 83%  | 96%  |  |  |  |  |
| 新濠中国       | 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%  | 78%  | 94%  | 99%  | 101% | 109% | 103% | 104% | 101% | 107% |      |  |  |  |  |
| 永利澳门       | 39%  | 55%  | 65%  | 73%  | 69%  | 64%  | 70%  | 75%  | 61%  | 12%  | 26%  | 25%  | 28%  | 23%  | 20%  | 25%  | 30%  | 15%  | 74%  | 91%  | 105% | 117% | 132% | 120% | 114% | 119% | 122% | 47%  | 50%  | 41%  | 50%  | 64%  | 60%  | 55%  | 54%  | 60%  |  |  |  |  |
| 美高梅中国      | 77%  | 101% | 99%  | 125% | 141% | 137% | 113% | 128% | 131% | 28%  | 50%  | 39%  | 49%  | 56%  | 39%  | 29%  | 42%  | 43%  | 117% | 137% | 142% | 174% | 213% | 205% | 171% | 181% | 204% | 64%  | 72%  | 72%  | 90%  | 97%  | 103% | 87%  | 109% | 96%  |  |  |  |  |
| 银河娱乐       | 41%  | 52%  | 64%  | 67%  | 65%  | 71%  | 74%  | 79%  | 74%  | 11%  | 13%  | 13%  | 14%  | 18%  | 19%  | 18%  | 24%  | 27%  | 72%  | 92%  | 108% | 113% | 112% | 122% | 122% | 126% | 120% | 80%  | 79%  | 84%  | 84%  | 107% | 117% | 113% | 129% | 129% |  |  |  |  |
| 澳博控股       | 37%  | 53%  | 60%  | 63%  | 66%  | 69%  | 79%  | 75%  | 72%  | 5%   | 15%  | 12%  | 15%  | 16%  | 15%  | 27%  | 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

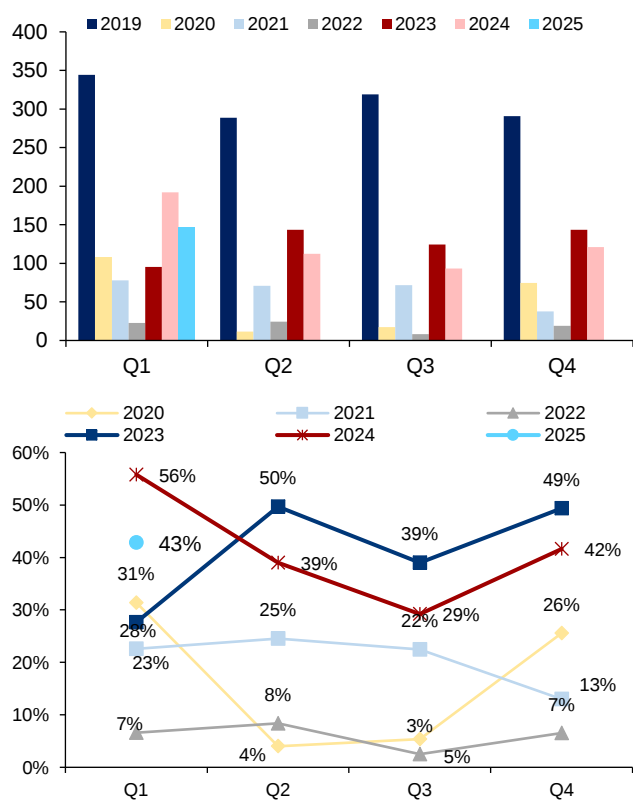
|       | EBITDA同比增速 |      |      |       |       |      |      |      |      |       | EBITDA环比增速 |      |      |      |      |      |      |      |      |      | EBITDA恢复至19年水平 |      |      |      |      |      |      |  |  |  |
|-------|------------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|-------|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------------|------|------|------|------|------|------|--|--|--|
|       | 23Q1       | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4  | 24Q1  | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 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%  | 19%  | 397%  | 76%        | 5%   | 11%  | 0%   | -1%  | 5%   | -13% | 32%  | 35%  | 59%  | 63%            | 72%  | 72%  | 69%  | 73%  | 65%  | 86%  |  |  |  |
| 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%  | -26% | 87%  | -1%  | -26% | 330%  | 58%        | 4%   | 16%  | 14%  | -14% | 3%   | 11%  | -14% | 40%  | 72%  | 85%            | 85%  | 88%  | 82%  | 87%  | 84%  | 65%  |  |  |  |
| 美高梅中国 | 2972%      | 502% | 472% | 608%  | 78%   | 40%  | 13%  | 4%   | -5%  | 450%  | 16%        | 8%   | 16%  | 23%  | -2%  | -19% | 7%   | 11%  | 90%  | 112% | 114%           | 131% | 161% | 168% | 128% | 136% | 152% |  |  |  |
| 银河娱乐  | 232%       | 744% | 576% | 1822% | 49%   | 26%  | 2%   | 8%   | 2%   | 1270% | 30%        | 12%  | 1%   | 1%   | 4%   | -7%  | 10%  | 16%  | 51%  | 60%  | 72%            | 72%  | 76%  | 76%  | 74%  | 79%  | 83%  |  |  |  |
| 浪博控股  | 107%       | 161% | 158% | 174%  | 2687% | 102% | 83%  | 42%  | 11%  | 103%  | 1287%      | 32%  | 24%  | 23%  | 1%   | 19%  | 4%   | -4%  | 3%   | 43%  | 60%            | 59%  | 83%  | 87%  | 109% | 84%  | 89%  |  |  |  |

图表17：2019年以来澳门博彩市占率（按GGR）



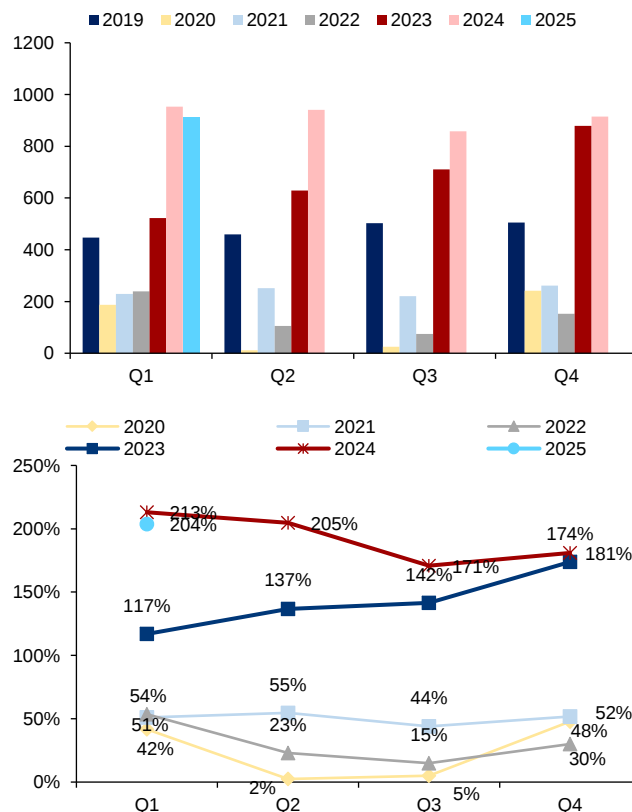
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究；注：计算口径为各公司业绩公告 GGR

图表18：美高梅 VIP 业务毛收入对比 19 年同期修复情况（百万美元）



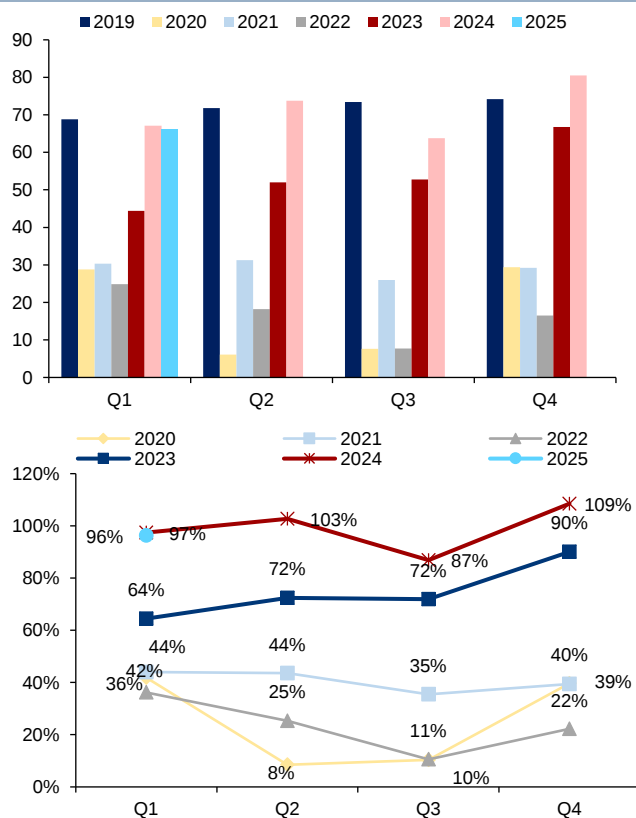
资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表19：美高梅中场业务毛收入对比 19 年同期修复情况（百万美元）



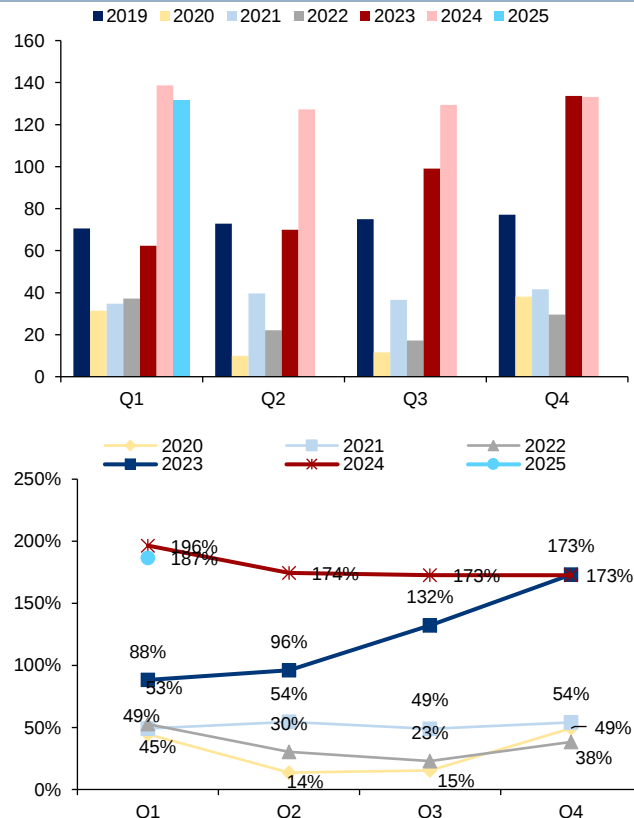
资料来源：美高梅公告、华泰研究

图表20: 美高梅老虎机毛收入对比 19 年同期修复情况 (百万美元)



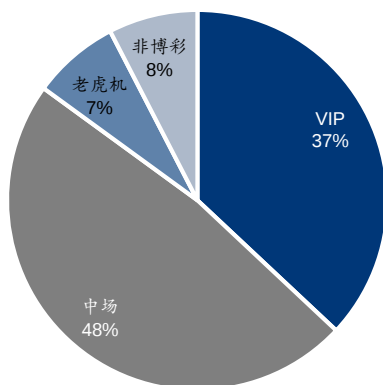
资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表21: 美高梅非博彩毛收入对比 19 年同期修复情况 (百万美元)



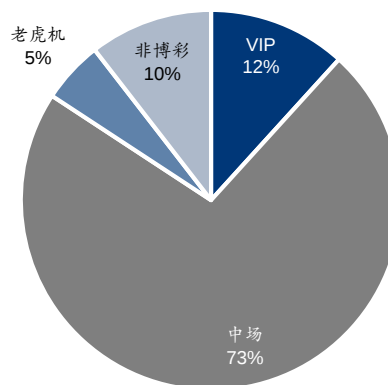
资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表22: 19Q1 美高梅中国各业务收入占比



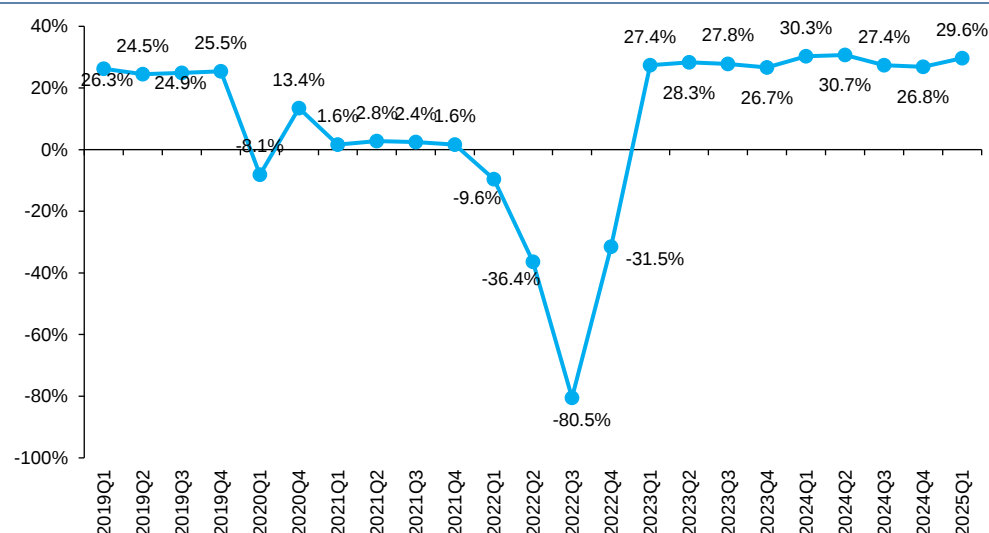
资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表23: 25Q1 美高梅中国各业务收入占比



资料来源: 美高梅公告、华泰研究

图表24：美高梅 EBITDA Margin



资料来源：美高梅公告、华泰研究；注：由于疫情期间（2020Q2-Q3）EBITDA Margin 为异常值，故我们不予展示

图表25：美高梅中国盈利预测表

| HKD mn                     | 2019A     | 2020A      | 2021A    | 2022A      | 2023A   | 2024A             | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------------------|-----------|------------|----------|------------|---------|-------------------|---------|---------|---------|
| 营业总收入                      | 22,765    | 5,096      | 9,411    | 5,269      | 24,684  | 31,387            | 31,616  | 32,347  | 33,585  |
| YoY(%)                     | 18.56%    | -77.61%    | 84.67%   | -44.02%    | 368.52% | 27.15%            | 0.73%   | 2.31%   | 3.83%   |
| 博彩毛收入                      | 26,880    | 5,833      | 10,431   | 5,601      | 27,053  | 34,875            | 35,385  | 36,087  | 37,414  |
| YoY(%)                     | 17.77%    | -78.30%    | 78.83%   | -46.30%    | 383.00% | 28.91%            | 1.46%   | 1.98%   | 3.68%   |
| VIP 流水                     | 298,289   | 54,407     | 66,060   | 23,115     | 112,906 | 148,787           | 144,323 | 148,653 | 151,626 |
| VIP 赢率                     | 3.2%      | 3.0%       | 3.0%     | 2.5%       | 3.5%    | 2.7%              | 3.2%    | 3.2%    | 3.2%    |
| VIP 毛收入                    | 9,694     | 1,649      | 2,012    | 576        | 3,955   | 4,048             | 4,618   | 4,683   | 4,776   |
| yoy                        | 0.17%     | -82.99%    | 22.01%   | -71.37%    | 586.65% | 2.34%             | 14.09%  | 1.39%   | 2.00%   |
| 中场流水                       | 64,654    | 15,800     | 35,047   | 19,612     | 94,824  | 114,565           | 121,439 | 123,868 | 128,822 |
| 中场赢率                       | 23.1%     | 22.9%      | 21.4%    | 22.9%      | 22.6%   | 25.0%             | 23.5%   | 23.5%   | 23.5%   |
| 中场毛收入                      | 14,938    | 3,623      | 7,507    | 4,500      | 21,411  | 28,604            | 28,538  | 29,109  | 30,273  |
| yoy                        | 37.08%    | -75.75%    | 107.20%  | -40.06%    | 375.80% | 33.59%            | -0.23%  | 2.00%   | 4.00%   |
| 老虎机流水                      | 68,610    | 16,561     | 25,292   | 13,644     | 45,313  | 59,271            | 58,655  | 60,414  | 62,227  |
| 老虎机赢率                      | 3.3%      | 3.4%       | 3.6%     | 3.8%       | 3.7%    | 3.8%              | 3.8%    | 3.8%    | 3.8%    |
| 老虎机毛收入                     | 2,248     | 561        | 912      | 525        | 1,687   | 2,223             | 2,229   | 2,296   | 2,365   |
| yoy                        | -0.04%    | -75.04%    | 62.57%   | -42.44%    | 221.26% | 31.82%            | 0.25%   | 3.00%   | 3.00%   |
| EBITDA                     | 10,166.43 | (3,096.59) | (569.51) | (2,876.92) | 7,235   | 9,059             | 8,821   | 8,993   | 9,337   |
| EBITDA margin              | 44.66%    | -60.77%    | -6.05%   | -54.61%    | 29.31%  | 28.86%            | 27.90%  | 27.80%  | 27.80%  |
| 2024A EBITDA 恢复至 2019 年百分比 |           | 89%        |          |            | 2024A   | GGR 恢复至 2019 年百分比 |         |         | 130%    |
| 2025E EBITDA 恢复至 2019 年百分比 |           | 87%        |          |            | 2025E   | GGR 恢复至 2019 年百分比 |         |         | 132%    |
| 2026E EBITDA 恢复至 2019 年百分比 |           | 88%        |          |            | 2026E   | GGR 恢复至 2019 年百分比 |         |         | 134%    |
| 2027E EBITDA 恢复至 2020 年百分比 |           | 92%        |          |            | 2027E   | GGR 恢复至 2020 年百分比 |         |         | 139%    |

资料来源：Bloomberg、华泰研究

图表26：美高梅中国目标价计算

|                   | 2026E  |
|-------------------|--------|
| 经调整 EBITDA (百万港元) | 8,993  |
| 预测 EV/EBITDA (倍)  | 8.8    |
| 企业价值 (百万港元)       | 78,685 |
| 现金 (百万港元)         | 12,815 |
| 长短期债务 (百万港元)      | 23,049 |
| 市值 (百万港元)         | 68,451 |
| 总股数 (百万)          | 3,800  |
| 目标价 (港元)          | 18.0   |

资料来源：华泰研究预测

图表27：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表

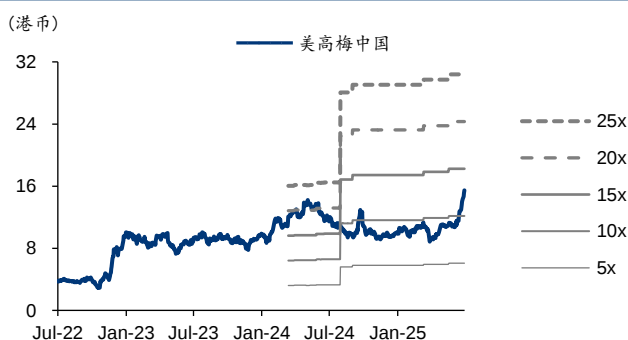
| 公司          | 股票代码    | 收入 (十亿美元) |       |       | EBITDA (十亿美元) |       |       | PE    |       |       | EV/EBITDA |       |       |
|-------------|---------|-----------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|             |         | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E         | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E     | 2026E | 2027E |
| 香港上市公司 均值   |         |           |       |       |               |       |       | 17.90 | 12.78 | 11.71 | 9.37      | 8.72  | 8.18  |
| 银河娱乐        | 27 HK   | 5.88      | 6.28  | 6.88  | 1.71          | 1.85  | 2.04  | 16.29 | 14.86 | 13.37 | 10.86     | 10.01 | 9.09  |
| 金沙中国        | 1928 HK | 7.35      | 7.91  | 8.37  | 2.28          | 2.54  | 2.73  | 17.02 | 13.70 | 11.99 | 10.68     | 9.61  | 8.92  |
| 永利澳门        | 1128 HK | 3.59      | 3.75  | 3.92  | 0.96          | 1.03  | 1.08  | 12.31 | 10.18 | 8.64  | 8.01      | 7.51  | 7.12  |
| 澳博控股        | 880 HK  | 3.84      | 3.76  | 4.01  | 0.52          | 0.58  | 0.64  | 32.30 | 17.02 | 11.71 | 10.67     | 9.63  | 8.76  |
| 美高梅中国       | 2282 HK | 4.05      | 4.20  | 4.38  | 1.08          | 1.13  | 1.18  | 11.59 | 10.66 | 9.74  | 8.47      | 8.14  | 7.79  |
| 新濠国际        | 200 HK  | 4.93      | 5.29  | 5.53  | 1.24          | 1.26  | 1.26  | 10.26 | 14.82 | 7.54  | 7.38      | 7.38  | 7.41  |
| 美国上市公司 均值   |         |           |       |       |               |       |       | 19.57 | 18.16 | 15.68 | 8.95      | 8.50  | 8.15  |
| 金沙集团        | LVS US  | 11.76     | 12.45 | 13.02 | 4.36          | 4.70  | 4.88  | 19.57 | 17.28 | 16.18 | 10.37     | 9.63  | 9.27  |
| 美高梅国际       | MGM US  | 17.14     | 17.40 | 17.82 | 4.63          | 4.84  | 5.06  | 16.63 | 14.56 | 12.47 | 8.71      | 8.34  | 7.98  |
| 永利度假        | WYNN US | 6.96      | 7.16  | 7.40  | 1.97          | 2.04  | 2.12  | 21.61 | 19.30 | 17.94 | 10.38     | 10.00 | 9.63  |
| 新濠博亚        | MLCO US | 4.96      | 5.12  | 5.35  | 1.19          | 1.24  | 1.30  | 21.49 | 15.24 | 10.93 | 8.75      | 8.35  | 8.01  |
| 凯撒娱乐        | CZR US  | 11.50     | 11.78 | 12.06 | 3.82          | 3.87  | 3.85  | 34.94 | 32.85 | 8.01  | 7.91      | 7.91  | 7.95  |
| 佩恩国民博彩      | PENN US | 6.94      | 7.34  | 7.66  | 1.56          | 1.80  | 2.02  | 25.61 | 14.15 | 8.24  | 8.45      | 7.33  | 6.54  |
| 博伊德赌场       | BYD US  | 3.95      | 4.04  | 4.04  | 1.32          | 1.32  | 1.37  | 12.50 | 11.67 | 11.13 | 7.99      | 7.96  | 7.70  |
| 美股高端酒店集团 均值 |         |           |       |       |               |       |       | 37.73 | 29.93 | 24.92 | 17.32     | 16.11 | 14.86 |
| 万豪酒店        | MAR US  | 26.16     | 26.70 | 29.45 | 5.34          | 5.71  | 6.14  | 27.78 | 24.54 | 21.81 | 17.23     | 16.13 | 15.00 |
| 希尔顿酒店       | HLT US  | 11.86     | 12.83 | 13.98 | 3.67          | 3.96  | 4.33  | 34.50 | 30.19 | 26.02 | 20.77     | 19.22 | 17.58 |
| 洲际酒店        | IHG US  | 2.46      | 3.37  | 3.63  | 1.32          | 1.41  | 1.52  | 24.02 | 21.31 | 18.98 | 15.93     | 14.86 | 13.83 |
| 凯悦酒店        | H US    | 6.88      | 7.22  | 7.62  | 1.12          | 1.21  | 1.32  | 64.61 | 43.69 | 32.88 | 15.34     | 14.22 | 13.04 |

资料来源：Bloomberg、华泰研究；注：港股截至7月8日收盘价，美股截至7月8日收盘价，以当地货币记录

## 风险提示

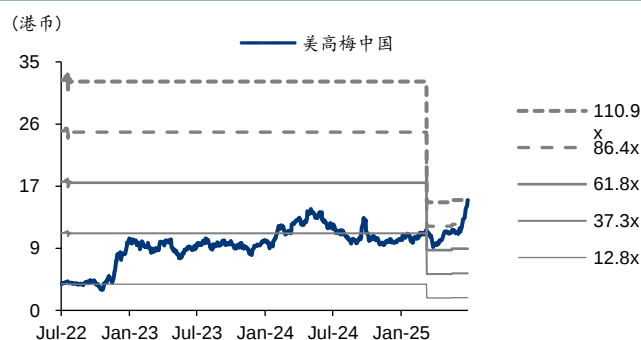
- 政策落地不及预期：**2024 年 9 月以来澳门客流恢复受中国消费刺激政策带动，政策后续落地情况或影响客流及博彩收入恢复。
- 测算存在误差：**公司 2025-2027 年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
- 海外博彩市场竞争加剧：**若下半年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门博彩收入复苏水平。

图表28：美高梅中国 PE-Bands



资料来源：S&amp;P、华泰研究

图表29：美高梅中国 PB-Bands



资料来源：S&amp;P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

| 会计年度 (港币百万)  | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入         | 24,684        | 31,387        | 31,616        | 32,347        | 33,585        |
| 销售成本         | (11,597)      | (15,003)      | (13,503)      | (14,118)      | (14,541)      |
| <b>毛利润</b>   | <b>13,087</b> | <b>16,384</b> | <b>18,113</b> | <b>18,230</b> | <b>19,044</b> |
| 销售及分销成本      | (3,958)       | (4,699)       | (5,069)       | (5,186)       | (5,385)       |
| 管理费用         | (1,886)       | (1,854)       | (2,416)       | (2,472)       | (2,566)       |
| 其他收入/支出      | (2,696)       | (3,675)       | (3,453)       | (3,533)       | (3,668)       |
| 财务成本净额       | (1,831)       | (1,582)       | (1,922)       | (2,145)       | (2,375)       |
| 应占联营公司利润及亏损  | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>税前利润</b>  | <b>2,685</b>  | <b>4,664</b>  | <b>5,230</b>  | <b>4,871</b>  | <b>5,026</b>  |
| 税费开支         | (46.74)       | (60.12)       | (59.60)       | (55.52)       | (57.28)       |
| 少数股东损益       | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>归母净利润</b> | <b>2,638</b>  | <b>4,603</b>  | <b>5,170</b>  | <b>4,816</b>  | <b>4,969</b>  |
| 折旧和摊销        | (1,886)       | (1,854)       | (2,416)       | (2,472)       | (2,566)       |
| EBITDA       | 7,235         | 9,059         | 8,821         | 8,993         | 9,337         |
| EPS (港币, 基本) | 0.69          | 1.21          | 1.36          | 1.27          | 1.31          |

### 资产负债表

| 会计年度 (港币百万)  | 2023           | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货           | 188.15         | 216.69        | 199.25        | 181.70        | 210.68        |
| 应收账款和票据      | 715.08         | 1,017         | 888.91        | 891.42        | 893.98        |
| 现金及现金等价物     | 4,232          | 5,315         | 11,140        | 12,815        | 15,495        |
| 其他流动资产       | 7.39           | 9.30          | 11.52         | 14.98         | 19.47         |
| <b>总流动资产</b> | <b>5,143</b>   | <b>6,558</b>  | <b>12,240</b> | <b>13,903</b> | <b>16,619</b> |
| 固定资产         | 20,395         | 20,233        | 20,018        | 19,658        | 19,145        |
| 无形资产         | 1,591          | 1,414         | 1,212         | 1,232         | 1,149         |
| 其他长期资产       | 2,053          | 2,398         | 2,095         | 2,087         | 2,077         |
| <b>总长期资产</b> | <b>24,039</b>  | <b>24,045</b> | <b>23,324</b> | <b>22,977</b> | <b>22,371</b> |
| <b>总资产</b>   | <b>29,181</b>  | <b>30,604</b> | <b>35,564</b> | <b>36,880</b> | <b>38,990</b> |
| 应付账款         | 4,348          | 5,064         | 3,543         | 3,202         | 2,896         |
| 短期借款         | 5,881          | 3,934         | 4,878         | 4,378         | 4,178         |
| 其他负债         | 101.03         | 121.16        | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>总流动负债</b> | <b>10,330</b>  | <b>9,120</b>  | <b>8,421</b>  | <b>7,580</b>  | <b>7,074</b>  |
| 长期债务         | 18,417         | 19,216        | 19,716        | 18,716        | 18,216        |
| 其他长期债务       | 1,762          | 1,741         | 129.24        | 129.24        | 129.24        |
| <b>总长期负债</b> | <b>20,178</b>  | <b>20,956</b> | <b>19,845</b> | <b>18,845</b> | <b>18,345</b> |
| 股本           | 3,800          | 3,800         | 3,800         | 3,800         | 3,800         |
| 储备/其他项目      | (5,127)        | (3,272)       | 3,498         | 6,655         | 9,771         |
| 股东权益         | (1,327)        | 527.53        | 7,298         | 10,455        | 13,571        |
| 少数股东权益       | 0.00           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>总权益</b>   | <b>(1,327)</b> | <b>527.53</b> | <b>7,298</b>  | <b>10,455</b> | <b>13,571</b> |

### 估值指标

| 会计年度 (倍)     | 2023    | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| PE           | 21.72   | 12.45  | 11.08 | 11.90 | 11.53 |
| PB           | (43.18) | 108.63 | 7.85  | 5.48  | 4.22  |
| EV EBITDA    | 10.95   | 8.50   | 8.04  | 7.53  | 6.89  |
| 股息率 (%)      | 0.00    | 4.64   | 2.21  | 2.26  | 2.34  |
| 自由现金流收益率 (%) | 9.79    | 11.54  | 13.76 | 12.22 | 13.23 |

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         | 7,235           | 9,059          | 8,821          | 8,993          | 9,337          |
| 融资成本           | 1,831           | 1,582          | 1,922          | 2,145          | 2,375          |
| 营运资本变动         | (265.39)        | (207.20)       | 352.56         | (400.00)       | (400.00)       |
| 税费             | (46.74)         | (60.12)        | (59.60)        | (55.52)        | (57.28)        |
| 其他             | (485.76)        | (2,107)        | (1,127)        | (1,600)        | (1,694)        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>8,268</b>    | <b>8,266</b>   | <b>9,909</b>   | <b>9,082</b>   | <b>9,560</b>   |
| CAPEX          | (444.77)        | (1,199)        | (1,952)        | (2,002)        | (1,902)        |
| 其他投资活动         | 320.13          | (323.79)       | (388.55)       | (466.26)       | (559.51)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(124.65)</b> | <b>(1,523)</b> | <b>(2,341)</b> | <b>(2,469)</b> | <b>(2,462)</b> |
| 债务增加量          | (8,600)         | (1,710)        | 1,444          | (1,500)        | (700.00)       |
| 权益增加量          | 0.00            | (96.40)        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 派发股息           | 0.00            | (2,662)        | (1,265)        | (1,294)        | (1,343)        |
| 其他融资活动现金流      | (2,016)         | (1,188)        | (1,922)        | (2,145)        | (2,375)        |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(10,616)</b> | <b>(5,656)</b> | <b>(1,743)</b> | <b>(4,938)</b> | <b>(4,418)</b> |
| 现金变动           | (2,473)         | 1,087          | 5,825          | 1,675          | 2,680          |
| 年初现金           | 6,707           | 4,232          | 5,315          | 11,140         | 12,815         |
| 汇率波动影响         | (1.65)          | (3.20)         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>年末现金</b>    | <b>4,232</b>    | <b>5,315</b>   | <b>11,140</b>  | <b>12,815</b>  | <b>15,495</b>  |

### 业绩指标

| 会计年度 (倍)          | 2023     | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>增长率 (%)</b>    |          |         |         |         |         |
| 营业收入              | 368.52   | 27.15   | 0.73    | 2.31    | 3.83    |
| 毛利润               | 397.04   | 25.19   | 10.55   | 0.65    | 4.46    |
| 营业利润              | (225.99) | 35.38   | 16.54   | (1.90)  | 5.48    |
| 净利润               | (150.43) | 74.48   | 12.31   | (6.86)  | 3.18    |
| EPS               | (150.42) | 74.48   | 12.31   | (6.86)  | 3.18    |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |          |         |         |         |         |
| 毛利润率              | 53.02    | 52.20   | 57.29   | 56.36   | 56.70   |
| EBITDA            | 29.31    | 28.86   | 27.90   | 27.80   | 27.80   |
| 净利润率              | 10.69    | 14.67   | 16.35   | 14.89   | 14.79   |
| ROE               | (99.12)  | (1,151) | 132.14  | 54.25   | 41.36   |
| ROA               | 8.74     | 15.40   | 15.63   | 13.29   | 13.10   |
| <b>偿债能力 (倍)</b>   |          |         |         |         |         |
| 净负债比率 (%)         | (1,512)  | 3,381   | 184.35  | 98.31   | 50.84   |
| 流动比率              | 0.50     | 0.72    | 1.45    | 1.83    | 2.35    |
| 速动比率              | 0.48     | 0.70    | 1.43    | 1.81    | 2.32    |
| <b>营运能力 (天)</b>   |          |         |         |         |         |
| 总资产周转率 (次)        | 0.82     | 1.05    | 0.96    | 0.89    | 0.89    |
| 应收账款周转天数          | 7.89     | 9.93    | 10.85   | 9.91    | 9.57    |
| 应付账款周转天数          | 102.91   | 112.92  | 114.74  | 86.00   | 75.48   |
| 存货周转天数            | 5.40     | 4.86    | 5.54    | 4.86    | 4.86    |
| 现金转换周期            | (89.62)  | (98.13) | (98.34) | (71.23) | (61.05) |
| <b>每股指标 (港币)</b>  |          |         |         |         |         |
| EPS               | 0.69     | 1.21    | 1.36    | 1.27    | 1.31    |
| 每股净资产             | (0.35)   | 0.14    | 1.92    | 2.75    | 3.57    |

## 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载信息保持在最新状态。华泰对本报告所载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载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。
- 美高梅中国（2282 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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](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。
- 美高梅中国（2282 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 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