

美高梅中国 (2282.HK)

2025 年二季报业绩点评：业绩超预期，利润率预计维持在 25-30% 的较高水平

买入（维持）

2025 年 8 月 1 日

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

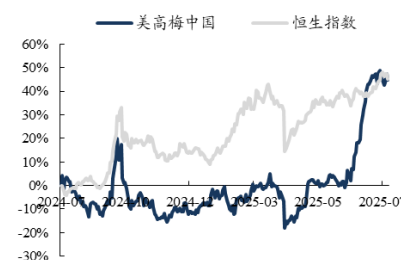
盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万港元）	31,387.16	33,934.13	35,296.14	36,450.29
同比	27%	8%	4%	3%
经调整物业 EBITDA（百万港元）	9,058.64	9,890.66	10,431.01	10,988.96
同比	74%	9%	5%	5%
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	1.21	1.30	1.48	1.70
EV/经调整物业 EBITDA	9.2	7.8	7.4	7.0

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **2Q25 市占率提升 0.9pct 至 16.6%**。2Q25 公司实现总博收 98.3 亿港元，环比增长 12.0%。贵宾/中场（含角子机）分别实现博收 12.9/85.4 亿港元，环比均增长 12.0%。博监局口径下，行业贵宾/中场（含角子机）博收环比分别增长 12.9%/3.7%。公司中场业务增长显著快于行业，带动中场市占率环比提升 1.5pct，整体市占率提升 0.9pct。展望未来，我们预计公司市占率有望维持在较高水平，主要基于：1）澳门美高梅的 28 栋别墅已于 25 年 7 月开放，同时定位超高端的博彩区域 Alpha Club（摆放约 20 张赌桌）也于 7 月试营业，预计于十一黄金周前正式开放；2）美狮美高梅正在将标间转化成 63 个套房，预计于 1Q26 完成。
- **业绩超预期，利润率预计维持在 25-30% 的较高水平**。营收端，2Q25 公司实现总收益 86.7 亿港元，环比增长 8.4%，基本符合市场预期。其中，博彩净收益为 76.3 亿港元，环比增长 9.5%；非博彩净收益 10.4 亿元，环比增长 0.8%。利润端，2Q25 公司实现经调整物业 EBITDA 25.1 亿港元，环比增长 6.1%，超市场预期约 5%；对应经调整 EBITDA 利润率为 29.0%，环比下滑 0.6pct，我们判断主要系：因半岛物业新客房及博彩区域试营运，公司日均运营成本有所上升，我们测算环比约上升 4%。展望未来，公司认为其优质的物业将持续吸引高端客户，预计市占率可以维持在中双位数，经调整物业 EBITDA 利润率有望维持在 25-30% 的较高水平。
- **行业竞争趋于激烈，回赠比例有所提升**。多家博企均有新物业陆续投入运营（银河娱乐的嘉佩乐、金沙中国的伦敦人二期等），行业竞争趋于激烈，多家博企回赠比例均有所提升。我们测算金沙中国 2Q25 回赠比例环比提升 0.4pct 至 21.5%，美高梅中国 2Q25 回赠比例环比提升 1.8pct 至 22.4%。
- **盈利预测与投资评级**：我们维持公司 2025-2027 年净收入分别为 339.3/353.0/364.5 亿港元的预测，维持公司 2025-2027 年经调整物业 EBITDA 分别为 98.9/104.3/109.9 亿港元的预测，当前股价对应 2025-2027 年 EV/经调整物业 EBITDA 分别为 7.8/7.4/7.0 倍，估值较有吸引力。我们上调目标价至 18.1 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：中国宏观经济增长不及预期、澳门旅游复苏低于预期、海外博彩市场分流、澳门博彩监管政策趋严。

股价走势



数据来源：iFind

市场数据

收盘价(港元)	15.6
一年最低/最高价	8.63/16.16
市净率(倍)	112.37
流通 H 股市值(百万港元)	59,280

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	0.14
资产负债率(%)	98.28
总股本(百万股)	3,800.0
流通 H 股(百万股)	3,800.0

数据来源：iFind

相关研究

《2025 年一季报点评：业绩超预期，美狮美高梅表现亮眼》

2025-05-06

美高梅中国三大财务预测表

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	6,558	11,305	13,808	17,080	营业收入	31,387	33,934	35,296	36,450
现金	5,315	10,010	12,454	15,712	博彩净收益	27,283	29,531	30,722	31,725
应收账款	825	892	928	958	客房	1,700	1,750	1,815	1,870
存货	217	202	225	209	餐饮	2,074	1,863	1,937	2,003
其他流动资产	201	201	201	201	零售及其他	330	791	823	853
非流动资产	24,045	23,764	23,682	23,273					
物业及设备净额	20,233	19,952	19,870	19,461	博彩税	-13,874	-14,991	-15,594	-16,104
使用权资产净额	1,189	1,189	1,189	1,189	存货成本	-1,129	-1,211	-1,258	-1,299
已抵押银行存款	680	680	680	680	职工薪酬	-4,699	-5,214	-5,504	-5,782
其他非流动资产	1,943	1,943	1,943	1,943	其他经营支出	-3,675	-3,676	-3,557	-3,323
资产总计	30,604	35,069	37,490	40,353	营业利润	6,156	6,785	7,294	7,837
流动负债	9,120	11,060	11,179	5,376	利息收入	75	90	150	162
应付账款	4,959	4,928	5,047	5,094	利息支出	-1,657	-1,852	-1,749	-1,448
短期借款	3,878	5,850	5,850	0	汇兑损益	89	0	0	0
其他流动负债	283	283	283	283	利润总额	4,664	5,023	5,695	6,551
非流动负债	20,956	20,814	19,964	24,964	减: 所得税费用	-60	-50	-57	-66
长期借款	19,042	18,900	18,050	23,050	归母净利润	4,603	4,973	5,639	6,485
其他非流动负债	1,914	1,914	1,914	1,914					
负债合计	30,076	31,875	31,144	30,341	每股收益-摊薄(港元)	1.21	1.30	1.48	1.70
归属母公司股东权益	528	3,194	6,346	10,012	经调整物业 EBITDA	9,059	9,891	10,431	10,989
少数股东权益	0	1	2	3					
所有者权益合计	528	3,195	6,348	10,015	收入增长率(%)	27%	8%	4%	3%
负债和股东权益总计	30,604	35,070	37,492	40,356	归母净利润增长率(%)	74%	8%	13%	15%
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	8,266	8,799	9,536	10,071	每股净资产(港元)	0.14	0.84	1.66	2.62
投资活动现金流	-1,523	-1,777	-2,007	-1,695	最新发行在外股份(百万股)	3,818	3,818	3,818	3,818
筹资活动现金流	-5,656	-2,328	-5,085	-5,117	ROE-摊薄(%)	-	267.2	118.2	79.3
现金净增加额	1,087	4,694	2,444	3,258	经调整物业 EBITDA 率(%)	28.9	29.1	29.6	30.1
折旧和摊销	1,854	2,058	2,089	2,104	资产负债率(%)	98.3	71.2	64.4	57.7
资本开支	-1,199	-1,777	-2,007	-1,695	EV/经调整物业 EBITDA	9.2	7.8	7.4	7.0

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之建議。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

此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。東吳證券國際及其集團公司的各業務部門，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決策可能與本報告所述觀點並不一致。

本報告及其所載內容均屬機密，僅限指定收件人閱覽。本報告版權歸東吳證券國際所有，未經本公司同意，不得以任何方式複製、分發或使用本報告中的任何資料。本報告僅作參考用途，任何部分不得在任何司法管轄權下的地方解釋為提呈或招攬購買或出售任何于報告或其他刊物內提述的任何證券、投資產品、交易策略或其他金融工具。東吳證券國際毋須承擔因使用本報告所載數據而可能直接或間接引致之任何責任，損害或損失。

特別聲明

東吳證券國際可能在法律准許的情況下參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，也可能為有關發行人提供投資銀行業務服務或招攬業務，及／或于有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。閣下應考慮到東吳證券國際及／或其相關人員可能存在影響本報告及所載觀點客觀性的潛在利益衝突，請勿將本報告視為投資或其他決策的唯一信賴依據。

本報告及其所載信息並非針對或意圖發送給任何就分派、刊發、可得到或使用此報告而導致東吳證券國際違反當地法律或規例或可致使東吳證券國際受制于相關法律或規例的任何地區、國家或其他司法管轄區域的公民或居民。接收者須自行確保使用本報告符合當地的法律及規例。

評級標準：

公司投資評級：

- 買入：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤在 15%以上；
- 增持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于 5%與 15%之間；
- 中性：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于-5%與 5%之間；
- 減持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于-15%與-5%之間；
- 賣出：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤在-15%以下。

行業投資評級：

- 增持：預期未來 6 個月內，行業指數相對強于大盤 5%以上；
- 中性：預期未來 6 個月內，行業指數相對大盤-5%與 5%；
- 減持：預期未來 6 個月內，行業指數相對弱于大盤 5%以上。

東吳證券國際經紀有限公司

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

香港皇后大道東 1 號太古廣場 3 座 17 樓

Tel 電話：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客戶服務)

公司網址：<http://www.dwzq.com.hk/>

