

VIP 疲弱，竞争加剧，永利加码投入能否破局？

华泰研究

2025 年 8 月 10 日 | 中国香港

中报点评

博彩

投资评级(下调):

增持

目标价(港币):

6.70

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

永利澳门母公司永利度假 (WYNN US) 于美东 8/7 发布 25Q2 财报，其澳门板块表现疲弱，导致永利澳门 8/8 收跌 7.4%。其中：1) GGR 同环比持平，中场毛收入环比-3%，且除中场外恢复均弱于行业。2) VIP 转码数环比-7%，盈率仅 2.97% (24Q2 为 3.54%)。3) EBITDA Margin (EM) 同环比回落，短期盈利或承压。管理层对后市态度积极，称 6-7 月 GGR 动能回升，并计划 25-26 年投资约 7.5 亿美元用于扩建主席俱乐部、翻新酒店客房及会展娱乐中心建设，以增强高端与非博彩竞争力。考虑到我们认为永利中场与高端均乏力，反映其吸客战略及非博彩布局存在瓶颈，下调至“增持”。

GGR、VIP 和老虎机恢复不及行业，永利皇宫 EM 同环比下滑

永利澳门 25Q2 净收入 8.8 亿美元，同比持平，环比+2%；经调整 EBITDA 为 2.5 亿美元，同比-10%，环比持平，其中贵宾厅赢率偏低造成约 1300 万美元影响；EM 为 28.7%，对比 19Q2/24Q2/25Q1 的 29.2/31.7/29.1%。总 GGR 9.0 亿美元，恢复至 19Q2 的 66%，对比行业 83%。VIP 毛收入 1.5 亿美元，恢复至 19Q2 的 21%，对比行业 47%，同比+6%，环比+25%；中场毛收入 6.9 美元，恢复至 19Q2 的 120%，对比行业 118%，同比持平，环比-3%；老虎机毛收入 0.6 亿美元，恢复至 19Q2 的 67%，对比行业 94%，同比+12%，环比+7%。永利皇宫经调整 EBITDA 1.6 亿美元，EM 为 29.1%，同比下滑 4.5pct，环比下滑 1.1pct；永利澳门（物业）经调整 EBITDA 为 1.0 亿美元，EM 为 28.1%，同比下滑 0.4pct，环比抬升 0.7pct。

非博彩竞争升级，但永利内容明显落后，加码投入能否破局？

我们认为永利非博彩布局薄弱，现有发财树、缆车、音乐喷泉等多年未改，池畔派对和亚洲酒吧评选不符中国消费主流，景德镇瓷器数字展、斯洛克表演赛受众有限。2025 年行业竞争加剧，各博企加快内容投入。银河与金沙主打演唱会经济，引入张学友、郑秀文、林忆莲、权志龙等吸引中高端客群；美高梅推出保利博物馆与张艺谋执导的驻场演出《MGM 2049》；新濠重启“水舞间”，增设亲子水上乐园，并举办黎明、郭富城演唱会；澳博邀请梁静茹献唱并优化餐饮配套。永利起步较晚，但本季度公司明确重回高端与非博彩主线，规划 25-26 年投资 7.5 亿美元扩建主席俱乐部、翻新酒店客房（预计 26 年完成），并推进永利皇宫北侧会展及娱乐中心建设（预计 28 年启用）。考虑建设周期及现有牌照 2032 年到期，成效释放或需时间验证。

政策+内容共振，2H25 澳门博彩板块上行趋势有望延续

我们重申 2H25 澳门博彩板块或延续上行趋势。珠澳“一签多行”、香港“跨境支付通”叠加“金股币”齐涨释放财富效应，或增强旅客的出行与消费意愿。1H25 珠海访澳旅客同比+57%达 248 万人次，签证便利红利显现。8-9 月陈奕迅、Twice 等演出有望延续此前热潮。我们认为演唱会虽主要在银河与威尼斯人举行，但利好或可外溢到整个路氹区域，水涨船高。Labubu 等大型 IP 也于 6-9 月登陆澳门，广吸各年龄层游客打卡互动。展望 2H25，第十五届全运会（粤港澳合办）及格兰披治大赛有望带动更多吸客政策落地。

下调至“增持”，下调目标价至 6.7 港元，对应 8.0x 26E EV/EBITDA

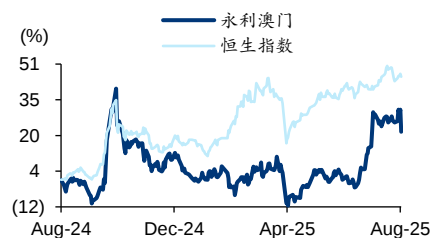
鉴于永利中场不强，高端乏力，我们下调永利 25-27E GGR 预测 5.6/4.0/3.2%至 284/291/306 亿港元，下调 25-27E 经调整 EBITDA 预测 6.9/5.7/5.0%至 91/94/99 亿港元。永利非博彩布局偏弱，且 VIP 恢复亦落后于行业。我们切换至 26 年估值，并基于行业 9.2x EV/EBITDA 均值给予折价，下调目标价至 6.7 港元，对应 8.0x 2026E EV/EBITDA，（原 6.8 港元，对应 7.8x 2025E EV/EBITDA），本次评级下调至“增持”。

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。

基本数据

目标价 (港币)	6.70
收盘价 (港币 截至 8 月 8 日)	6.28
市值 (港币百万)	33,012
6 个月平均日成交额 (港币百万)	72.53
52 周价格范围 (港币)	4.57-7.79
BVPS (港币)	(2.53)

股价走势图



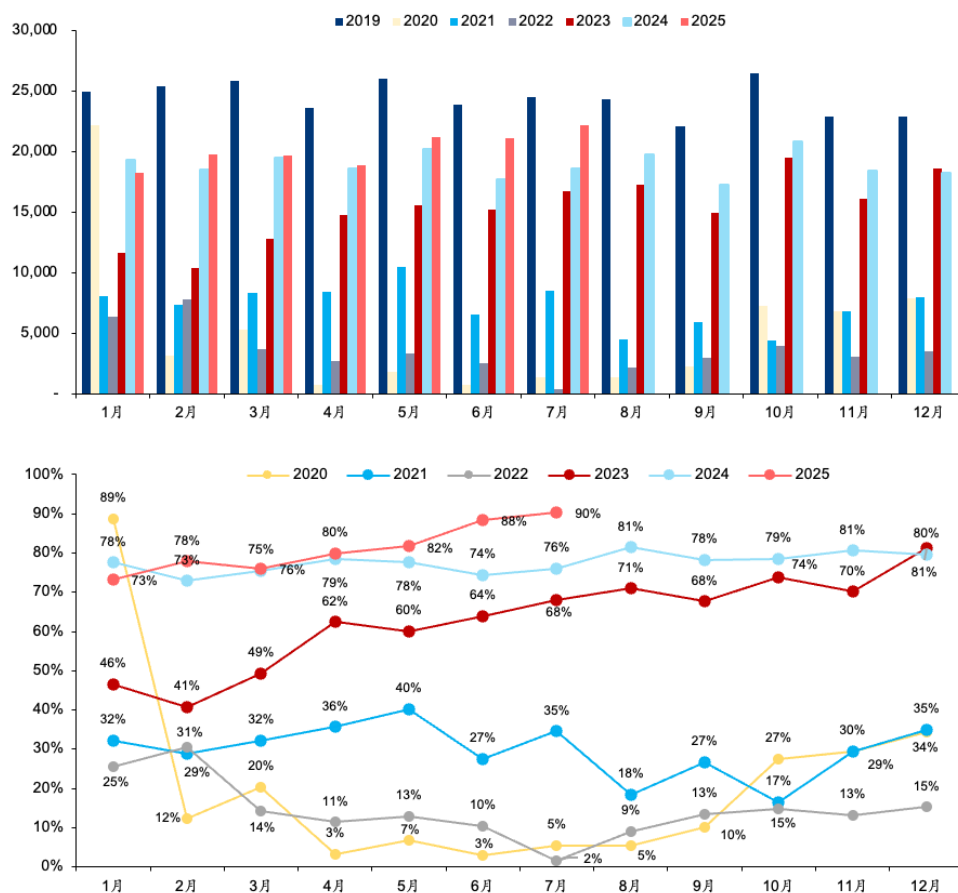
资料来源：S&P

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)	28,740	28,491	29,250	30,948
+/-%	18.43	(0.87)	2.66	5.81
归属母公司净利润 (百万)	3,198	3,325	3,378	5,551
+/-%	172.96	3.96	1.60	64.31
EPS (最新摊薄)	0.61	0.63	0.64	1.06
ROE (%)	(21.98)	(22.37)	(22.36)	(47.74)
PE (倍)	10.24	9.85	9.70	5.90
PB (倍)	(2.46)	(1.99)	(2.38)	(3.46)
EV EBITDA (倍)	7.24	8.14	7.79	7.10
股息率 (%)	2.39	4.51	4.45	4.94

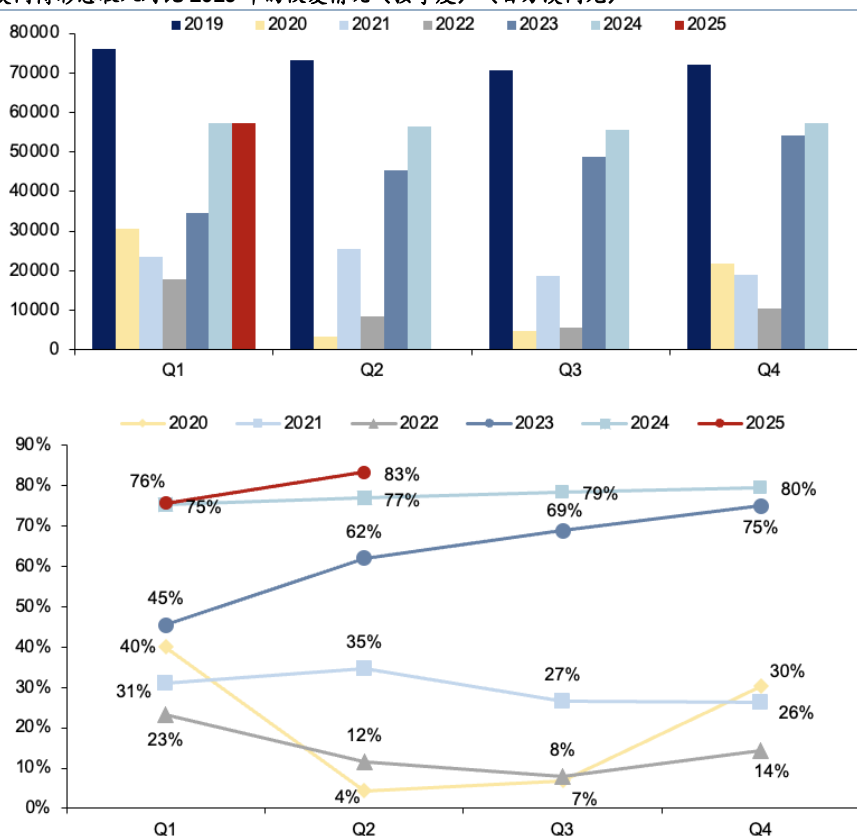
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 澳门总博彩恢复情况: 2025年7月GGR修复至2019年同期90% (百万澳门元)



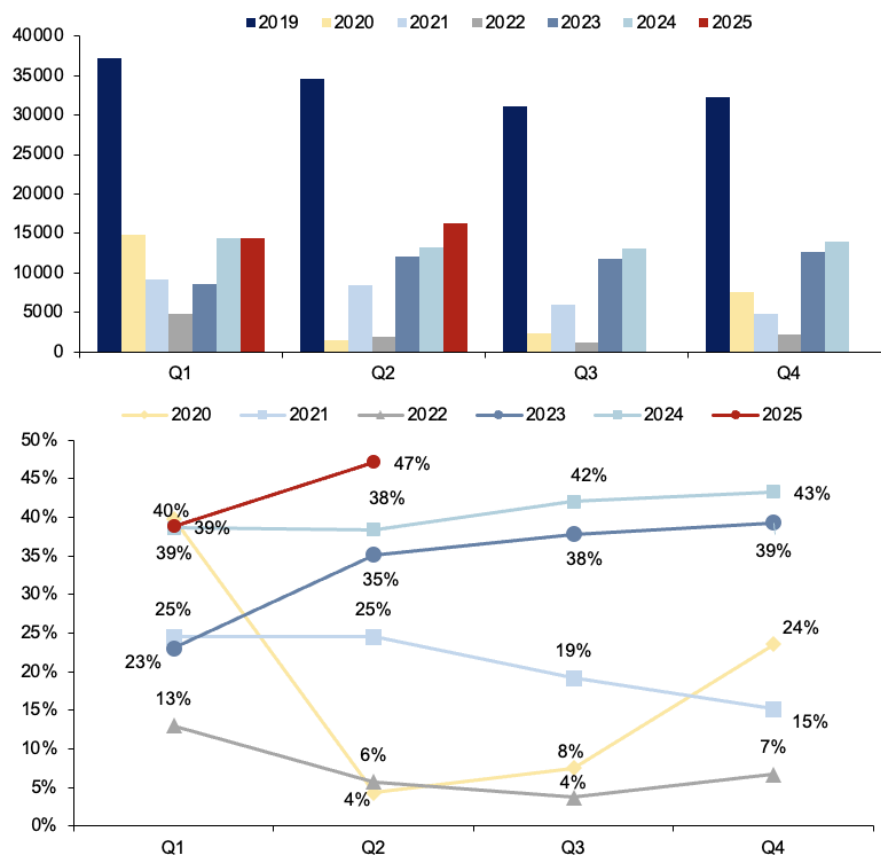
资料来源: DICJ、华泰研究

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)



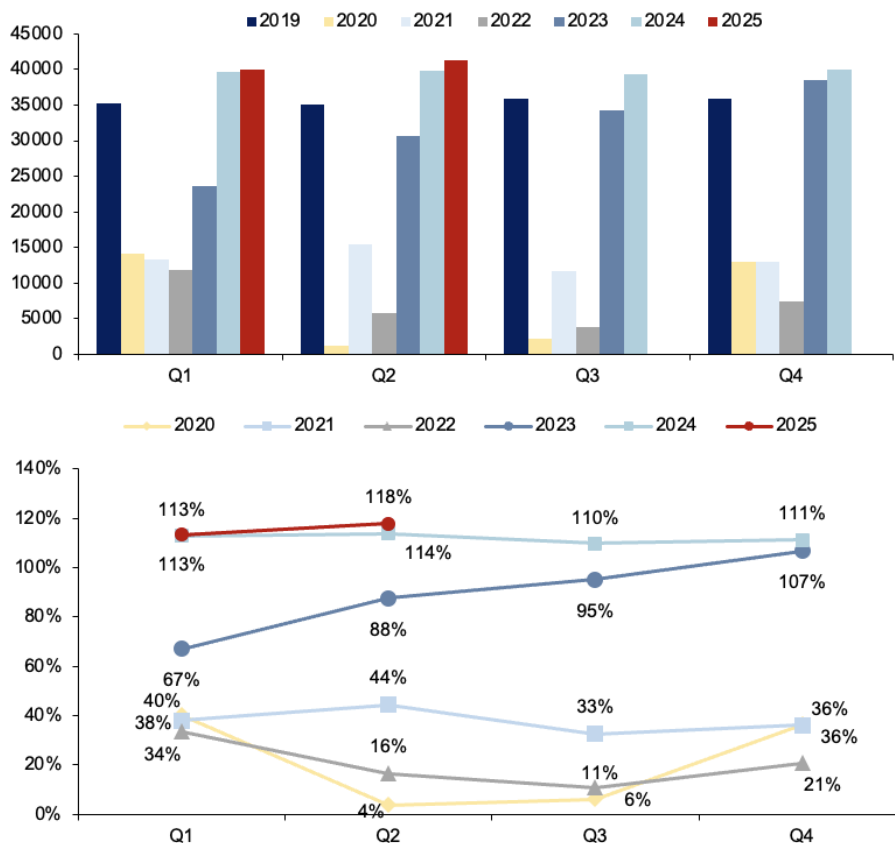
资料来源: DICJ、华泰研究

图表3：澳门 VIP 收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）

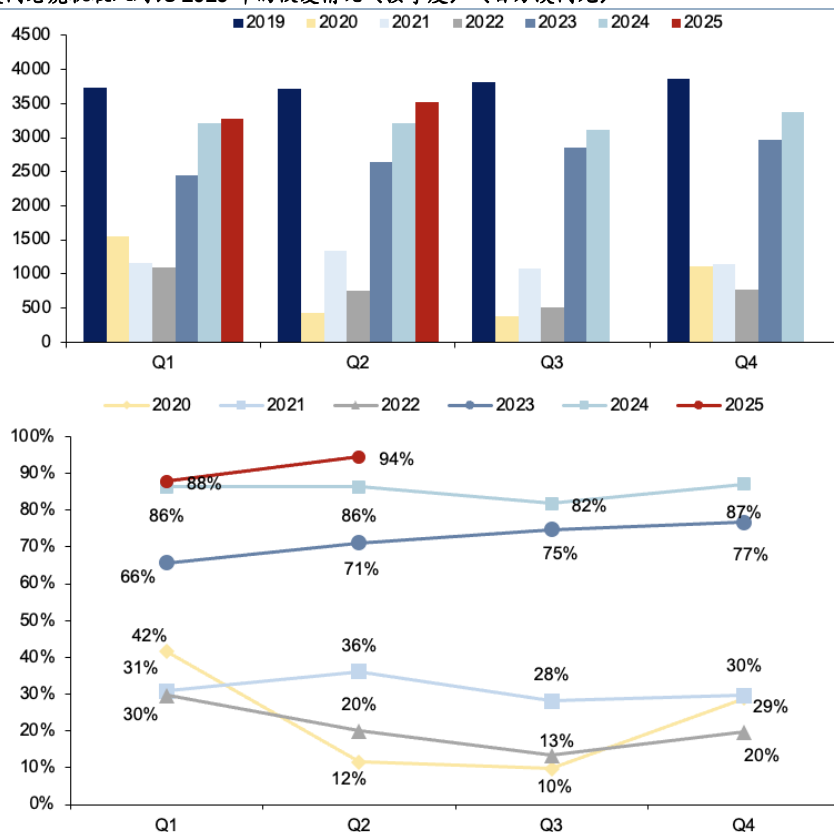


资料来源：DICJ、华泰研究

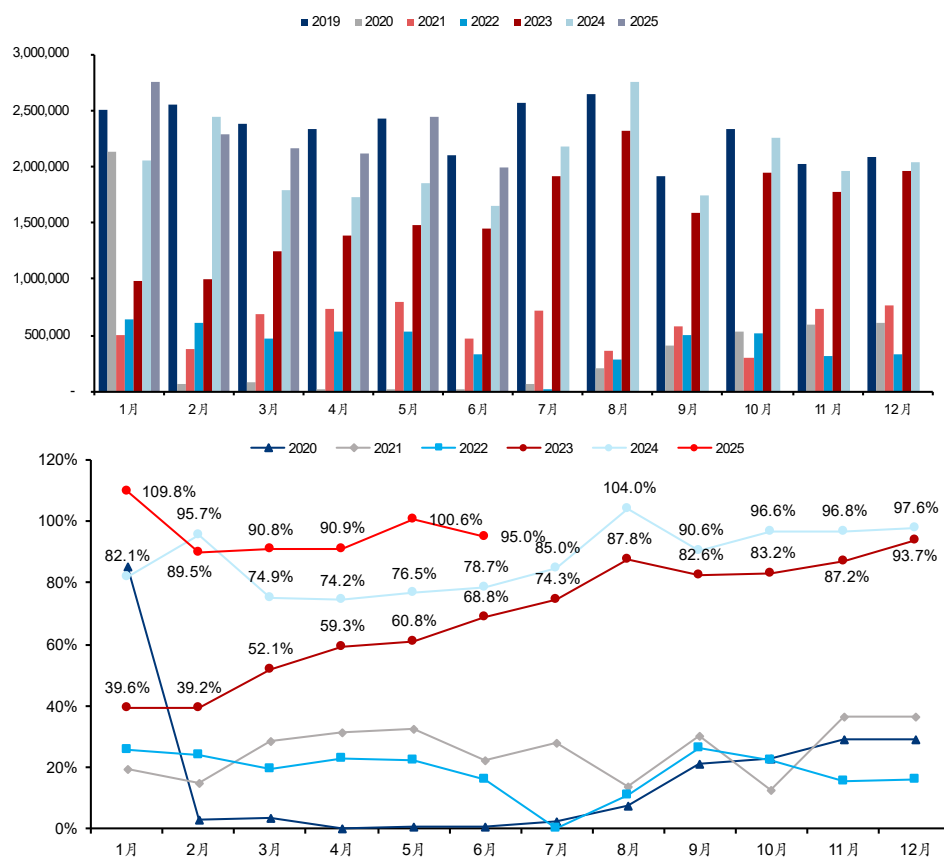
图表4：澳门中场收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



资料来源：DICJ、华泰研究

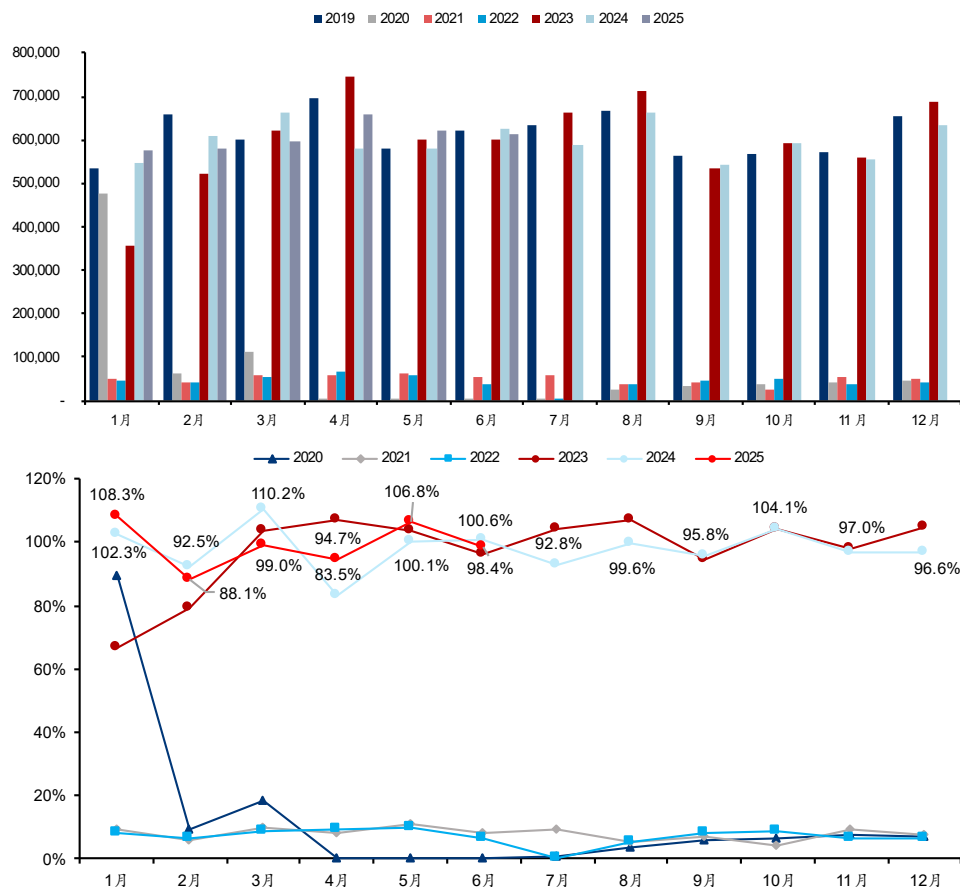
图表5：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）


资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2025 年 6 月访澳内地游客恢复至 2019 年 95%的水平（人，%）


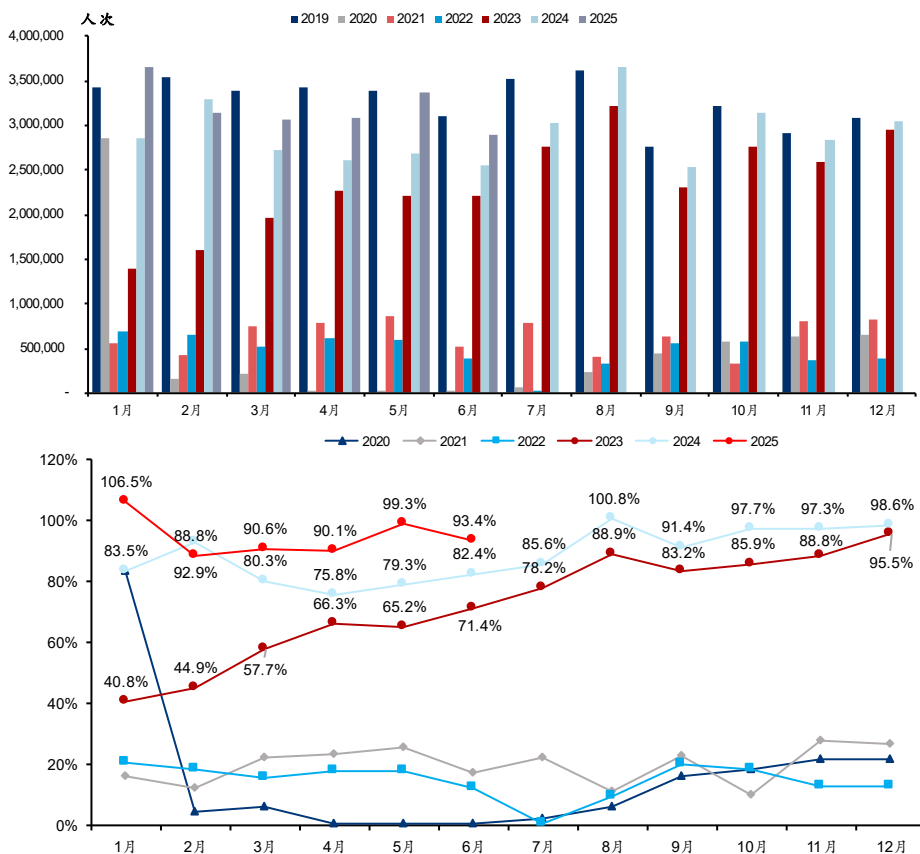
资料来源：澳门统计局、华泰研究

图表7：2025年6月访澳香港游客恢复至2019年101%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局、华泰研究

图表8：2025年6月总访澳游客恢复至2019年93%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局、华泰研究

图表9：2025年8-9月澳门演唱会排期

名称	嘉宾地区	时间	场次	地点
陈奕迅FEAR and DREAMS世界巡回演唱会-澳门(最终站)	中国香港	2025.08.01-08.10	6场	银河综艺馆
香港华纳唱片《WMI GO!》演唱会	中国香港	2025.08.02	单场	威尼斯人综艺馆
2025 B.I TOUR: The Last Parade Tour in MACAU	韩国	2025.08.02	单场	澳门百老汇-百老汇舞台
<All THE K-POP STAGE in MACAU>	韩国	2025.08.09	单场	威尼斯人综艺馆
HIGHLIGHT Live 2025 [Ride Or Die] in MACAU	韩国	2025.08.09	单场	待公布
N.Flying演唱会2025	韩国	2025.08.09	单场	银河综艺馆
WATERBOMB 2025 World Tour In Macao 音乐节	韩国	2025.08.09 - 2025.08.10	2场	待公布
2025 DOYOUNG (全道英) CONCERT [Doors] in MACAU	韩国	2025.08.16	单场	新濠影汇综艺馆
边伯贤[Reverie]演唱会2025	韩国	2025.08.30-2025.08.31	2场	银河综艺馆
2025 KARA "The Phoenix Tour" 巡回演唱会中国澳门站	韩国	2025.08.30	单场	新濠影汇综艺馆
Air Supply 50周年纪念演唱会-澳门站	澳大利亚	2025.09.06	单场	澳门百老汇-百老汇舞台
Dear Jane演唱会2025澳门站 《Dearest Dear Jane Live 2025 in Macau》20周年演唱会	中国香港	2025.09.13	单场	银河综艺馆
都敬秀D.O.演唱会2025澳门站 2025 DOH KYUNG SOO Asia Concert Tour <DO!!! in Macau>	韩国	2025.09.20	单场	新濠影汇综艺馆
STEP by STEPHY 邓丽欣演唱会澳门站 2025	中国香港	2025.09.20	单场	威尼斯人综艺馆
TWICE <THIS IS FOR> WORLD TOUR IN MACAO	韩国	2025.09.27-2025.09.28	2场	威尼斯人综艺馆

资料来源：Klook、华泰研究

图表10：2019年以来澳门博彩营收同比增速(%)

	营收同比增速(%)																			
GGR	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
行业数据	0%	0%	-4%	-8%	-22%	685%	284%	-13%	-25%	-67%	-70%	-46%	95%	436%	779%	421%	65%	24%	14%	6%
新濠博亚	-1%	15%	17%	4%	-40%	187%	151%	-20%	-21%	-73%	-73%	-49%	54%	463%	774%	383%	69%	22%	15%	7%
金沙中国	8%	0%	-5%	-4%	-13%	10430%	357%	-10%	-35%	-66%	-63%	-37%	160%	462%	792%	417%	44%	14%	3%	-2%
永利澳门	-3%	-2%	-21%	-21%	-23%	break even	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%	17%	8%	2%
美高梅中国	20%	26%	25%	5%	4%	1124%	545%	-5%	-15%	-58%	-72%	-43%	131%	456%	879%	481%	83%	37%	14%	3%
银河娱乐	-11%	-12%	-11%	-16%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	908%	411%	59%	35%	16%	19%
澳博控股	-5%	-10%	-13%	-8%	-33%	200%	160%	-1%	-4%	-46%	-61%	-40%	53%	246%	502%	339%	77%	31%	31%	20%
VIP	-13%	-16%	-22%	-23%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%	10%	11%	10%
行业数据	-8%	7%	16%	-6%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%	7%
新濠博亚	-8%	7%	16%	-6%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%	7%
金沙中国	0%	-13%	-36%	-20%	-9%	break even	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	-15%
永利澳门	-7%	-9%	-41%	-39%	-41%	break even	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%	4%
美高梅中国	3%	22%	4%	-20%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%	-22%	-25%	-16%
银河娱乐	-24%	-25%	-27%	-29%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1352%	514%	64%	49%	35%	69%
澳博控股	-19%	-31%	-43%	-28%	-59%	115%	62%	-62%	-29%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%	4%	132%	44%
Mass	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
行业数据	18%	21%	19%	9%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	4%
新濠博亚	9%	29%	22%	12%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%	7%
金沙中国	13%	5%	9%	3%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%	17%	4%	-4%
永利澳门	2%	8%	7%	5%	-5%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%	32%	9%	1%
美高梅中国	35%	36%	48%	31%	22%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%	50%	21%	4%
银河娱乐	9%	7%	11%	0%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	888%	400%	57%	32%	13%	11%
澳博控股	8%	8%	12%	8%	-21%	241%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%	25%	16%

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表11：澳门博彩恢复至19年水平(%)

恢复至2019年水平	GGR										VIP									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	83%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	39%	47%
新濠澳门	43%	57%	58%	64%	72%	70%	66%	69%	80%	80%	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	36%	31%
金沙中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	81%	69%	81%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	0%	25%	28%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	66%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	15%	21%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	154%	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	43%	57%
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%		11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	27%	
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%		5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	
恢复至2019年水平	中场										老虎机									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
行业数据	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	113%	118%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%	88%	94%
新濠澳门	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	119%	124%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%	83%	96%	92%
金沙中国	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	99%	84%	99%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	114%	107%	114%
永利澳门	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	122%	120%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%	60%	67%
美高梅中国	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	204%	222%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%	96%	102%
银河娱乐	72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%	126%	120%		60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%	129%	
澳博控股	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

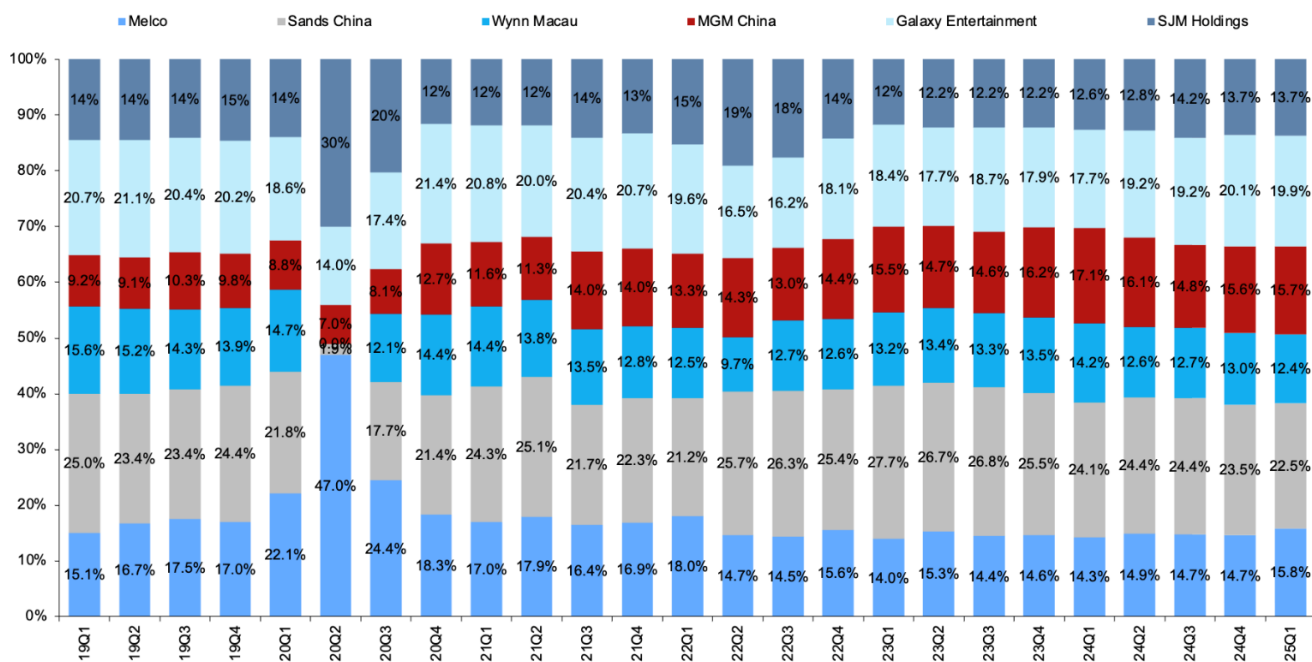
图表12：2023年以来澳门博企 EBITDA 同比和环比增速（%）

	EBITDA同比增速										EBITDA环比增速									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
新濠澳门	448%	412%	371%	712%	107%	17%	16%	-9%	20%	29%	397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%	-13%	32%	13%
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	0%	-7%	-13%	-12%	1%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	-2%	-6%	6%
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	-10%	87%	-1%	-26%	-10%	330%	58%	4%	16%	14%	1%	3%	11%	-14%	1%
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%	4%	-5%	3%	450%	16%	8%	16%	23%	-2%	-19%	7%	11%	6%
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%	26%	2%	8%	2%		1270%	30%	12%	1%	4%	-7%	10%	16%		
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	102%	83%	42%	11%		103%	1287%	32%	24%	23%	1%	19%	-4%	-4%	

	EBITDA恢复至19年水平									
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
新濠澳门	35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%	65%	86%	94%
金沙中国	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%	70%	62%	74%
永利澳门	40%	72%	85%	85%	88%	82%	87%	84%	65%	74%
美高梅中国	90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%	136%	152%	172%
银河娱乐	51%	60%	72%	72%	76%	76%	74%	79%	83%	
澳博控股	3%	43%	60%	59%	83%	87%	109%	84%	89%	

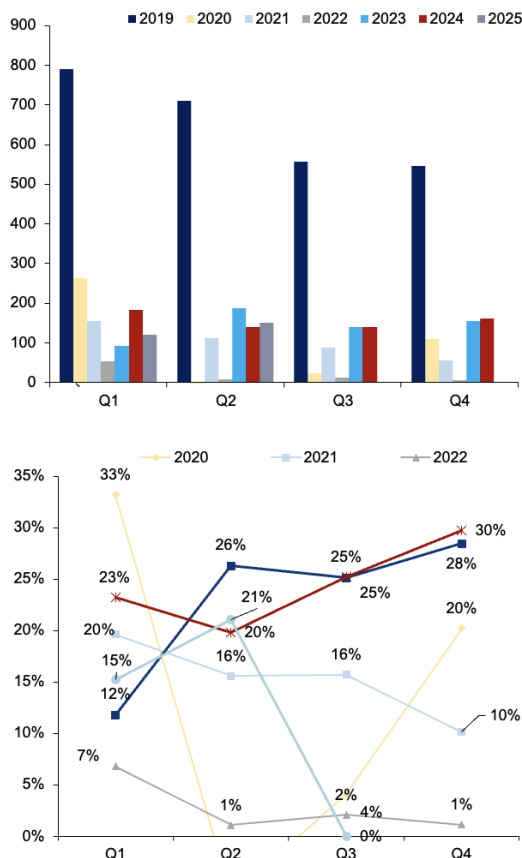
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表13：2019年以来澳门博彩市占率（%）



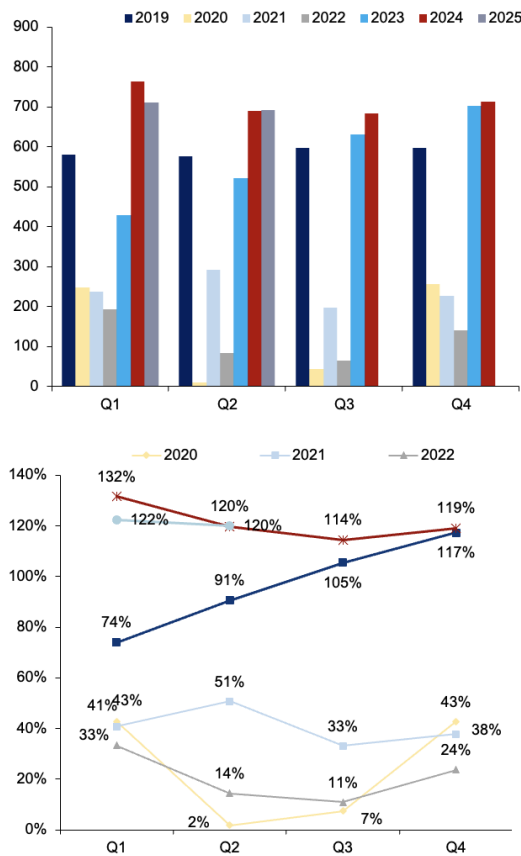
资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表14: 永利 VIP 业务毛收入对比 19 年同期修复情况 (百万美元)



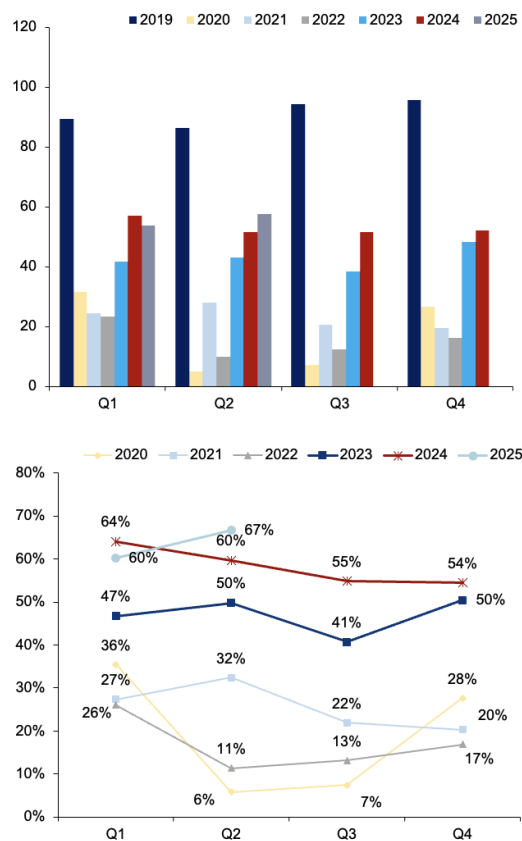
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表15: 永利中场业务毛收入对比 19 年同期修复情况 (百万美元)



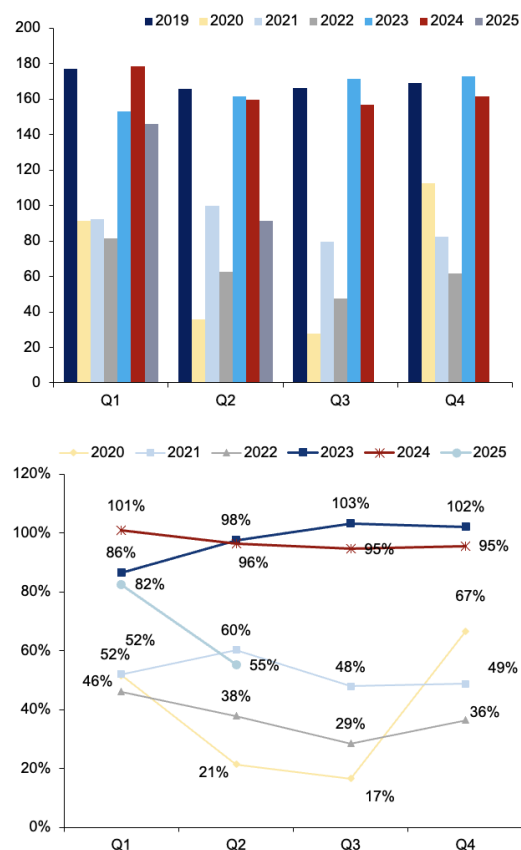
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表16: 永利老虎机毛收入对比 19 年同期修复情况 (百万美元)



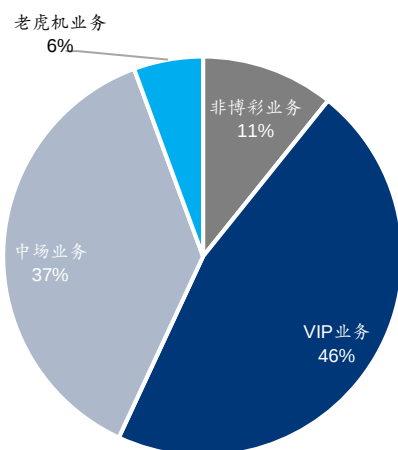
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表17: 永利非博彩毛收入对比 19 年同期修复情况 (百万美元)



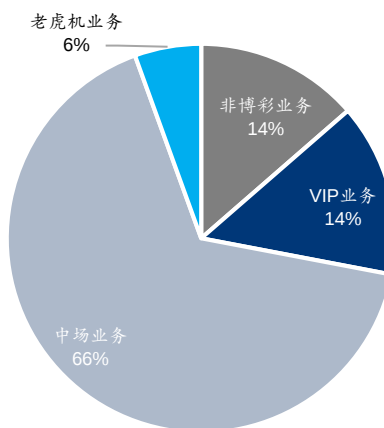
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表18: 19Q2 永利中国各业务收入占比



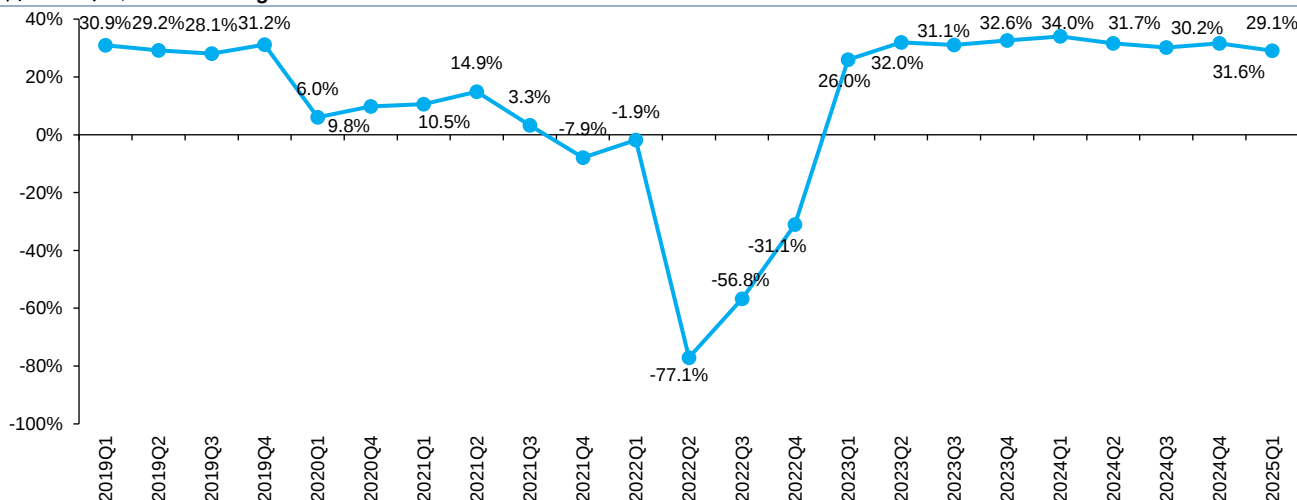
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表19: 25Q2 永利中国各业务收入占比



资料来源: 永利公告、华泰研究

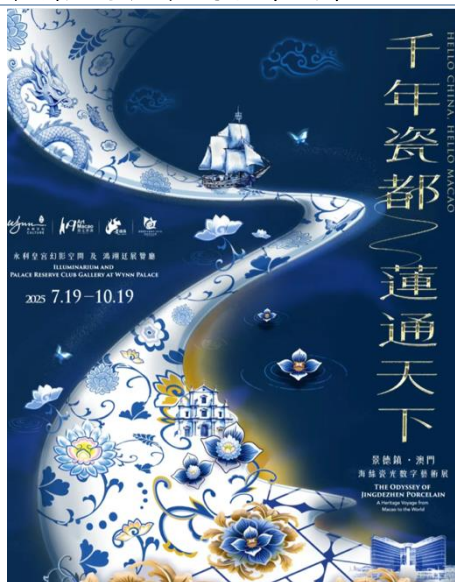
图表20: 永利 EBITDA Margin



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: Bloomberg 一致预期、华泰研究;

图表21: “景德镇—澳门”海丝瓷光数字艺术展



资料来源: 永利官网、华泰研究

图表22: “风火传奇”永利斯诺克表演赛



资料来源: 永利官网、华泰研究

盈利预测与公司估值

鉴于永利中场不强，高端乏力，以及其吸客战略与非博彩业务存在瓶颈，我们下调公司 25/26/27 年博彩毛收入预测 5.6%/4.0%/3.2% 从 299/303/316 亿港元至 284/291/306 亿港元。鉴于 2025 年行业面临更激烈竞争，以及公司的恢复情况较慢，加上管理成本和销售成本可能进一步增长，下调 25/26/27 年经调整 EBITDA 预测 6.9%/5.7%/5.0% 从 98/99/105 亿港元至 91/94/99 亿港元。我们认为 VIP 客户的重要性愈发突出，或将成为未来博企竞争焦点，但永利非博彩布局偏弱，且 25-28 年或面临高额资本开支，回报前景存疑；同时 VIP 业务恢复显著落后于行业，难以支撑整体 GGR 增长。我们切换至 2026 年估值，并基于港股博彩公司 9.2x EV/EBITDA 均值给予折价，下调目标价至 6.7 港元，对应 8.0x 2026E EV/EBITDA（原值 6.8 港元，对应 7.8x 2025E EV/EBITDA）。26 年估值倍数高于 25 年，主要受 5-6 月板块回暖带动，行业整体估值上行。但永利仍较行业均值存在折价，且折价幅度较 25 年有所扩大。鉴于其恢复进度偏慢，本次将评级下调至“增持”。

图表23：永利盈利预测

百万港币	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	36162	7612	11725	5,643.94	24,268	28,740	28,491	29,250	30,948
YoY(%)	-8.70%	-79.00%	54.03%	-51.86%	329.99%	18.43%	-0.87%	2.66%	5.81%
博彩毛收入	41684	7632	11309	4,805	23,725	28,800	28,423	29,132	30,620
YoY(%)	-12.10%	-81.70%	48.20%	-57.50%	393.71%	21.39%	-1.31%	2.49%	5.11%
VIP 流水	637057	120184	92622	34,509	129,124	140,806	169,253	170,926	185,126
VIP 赢率	3.20%	2.30%	3.40%	1.80%	3.49%	3.47%	2.88%	3.02%	2.96%
VIP 毛收入	20390	2749	3175	620.848	4,504	4,893	4,878	5,169	5,486
yoy	-24.85%	-86.52%	15.50%	-80.44%	625.43%	8.64%	-0.31%	5.97%	6.13%
中场流水	82552	20395	36112	19,426	88,316	103,324	115,017	128,751	136,674
中场赢率	22.30%	21.30%	20.50%	19.00%	20.24%	21.53%	18.99%	17.06%	16.80%
中场毛收入	18428	4337	7406	3,691	17,879	22,248	21,847	21,965	22,965
yoy	5.89%	-76.47%	70.76%	-50.16%	384.38%	24.44%	-1.80%	0.54%	4.55%
老虎机流水	73112	18516	28641	12,741	35,985	44,120	46,899	52,376	53,376
老虎机赢率	3.90%	3.00%	2.50%	3.87%	3.73%	3.76%	3.62%	3.81%	4.06%
老虎机毛收入	2866	546	728	494	1,342	1,659	1,698	1,998	2,169
yoy	0.21%	-80.95%	33.33%	-32.14%	171.99%	23.60%	2.37%	17.67%	8.56%
EBITDA	9568.361	-2063.84	383.8	-1948.48	6,621.03	9,528	9,080	9,372	9,945
EBITDA margin	26.46%	-27.11%	3.27%	-34.52%	27.91%	33.15%	31.87%	32.04%	32.13%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表24：永利盈利预测变动

百万港币	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动	前值	新值	变动	前值	新值	变动
博彩毛收入	29923	28423	-5.01%	30332	29132	-3.96%	31620	30620	-3.16%
YoY	3.90%	-1.31%	-5.21%	1.37%	2.49%	1.13%	4.25%	5.11%	0.86%
营业净收入	29714	28491	-4.12%	30229	29250	-3.24%	31764	30948	-2.57%
YoY	3.39%	-0.87%	-4.26%	1.73%	2.66%	0.93%	5.08%	5.81%	0.73%
毛利润	15748	15043	-4.48%	15870	15268	-3.79%	16359	15969	-2.38%
毛利率	53.00%	52.80%	-0.20%	52.50%	52.20%	-0.30%	51.50%	51.60%	0.10%
EBITDA	9756	9080	-6.93%	9936	9372	-5.68%	10472	9945	-5.03%
EBITDA 利润率	32.83%	31.87%	-0.96%	32.87%	32.04%	-0.83%	32.97%	32.13%	-0.83%
净利润	3884	3325	-14.40%	3926	3378	-13.95%	6402	5551	-13.29%
净利率	24.66%	22.10%	-2.56%	24.74%	22.13%	-2.61%	39.13%	34.76%	-4.37%
EPS	0.74	0.64	-14.40%	0.75	0.65	-13.95%	1.23	1.06	-13.29%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表25：永利目标价测算

	2026E
经调整 EBITDA (百万港元)	9,372
预测 EV/EBITDA (倍)	8.0
企业价值 (百万港元)	75,163
现金 (百万港元)	7,229
长短期债务 (百万港元)	47,152
市值 (百万港元)	35,240
总股数 (百万)	5,257
目标价 (港元)	6.70

资料来源：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

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								24.66	16.97	12.99	10.17	9.24	8.79
银河娱乐	27 HK	5.95	6.35	6.95	1.73	1.88	2.06	17.12	15.63	14.17	11.60	10.64	9.73
金沙中国	1928 HK	7.38	7.95	8.38	2.27	2.52	2.72	19.00	15.29	13.57	11.59	10.44	9.68
永利澳门	1128 HK	3.60	3.78	3.93	0.96	1.03	1.08	13.73	11.09	9.66	8.55	7.97	7.64
澳博控股	880 HK	3.83	3.68	3.94	0.52	0.59	0.65	42.89	19.71	13.75	11.96	10.53	9.52
美高梅中国	2282 HK	4.21	4.37	4.52	1.13	1.17	1.20	12.61	11.59	10.84	9.27	8.13	8.67
新濠国际	200 HK	4.99	5.31	5.54	1.17	1.21	1.26	42.59	28.53	15.96	8.05	7.71	7.47
美国上市公司 均值								17.60	17.43	13.79	8.86	8.44	8.05
金沙集团	LVS US	12.20	12.78	13.34	4.55	4.77	4.96	19.35	17.63	16.11	10.67	10.16	9.77
美高梅国际	MGM US	17.33	17.67	18.12	4.73	4.99	5.22	14.26	12.50	10.62	8.40	7.97	7.61
永利度假	WYNN US	6.98	7.22	7.47	1.99	2.08	2.16	22.43	19.85	17.77	10.35	9.91	9.55
新濠博亚	MLCO US	5.10	5.24	5.47	1.25	1.29	1.35	17.59	12.55	9.35	8.35	8.09	7.71
凯撒娱乐	CZR US	11.51	11.84	12.13	3.78	3.94	4.07	N.M.	35.89	25.41	7.84	7.53	7.28
佩恩国民博彩	PENN US	6.96	7.35	7.68	1.56	1.80	2.02	19.96	13.05	7.53	8.34	7.24	6.45
博伊德赌场	BYD US	3.81	3.65	3.67	1.31	1.30	1.33	12.01	10.55	9.73	8.10	8.15	7.98
美股高端酒店集团 均值								35.24	27.87	23.31	16.38	15.24	14.05
万豪酒店	MAR US	26.19	26.62	29.41	5.34	5.69	6.13	26.07	23.21	20.54	16.07	15.08	13.99
希尔顿酒店	HLT US	11.86	12.82	13.99	3.69	3.97	4.34	32.49	28.81	24.85	19.68	18.27	16.72
洲际酒店	IHG US	2.46	3.51	3.77	1.33	1.42	1.52	23.49	20.79	18.52	15.48	14.51	13.50
凯悦酒店	H US	6.71	7.06	7.74	1.13	1.23	1.35	58.92	38.67	29.33	14.31	13.11	12.00

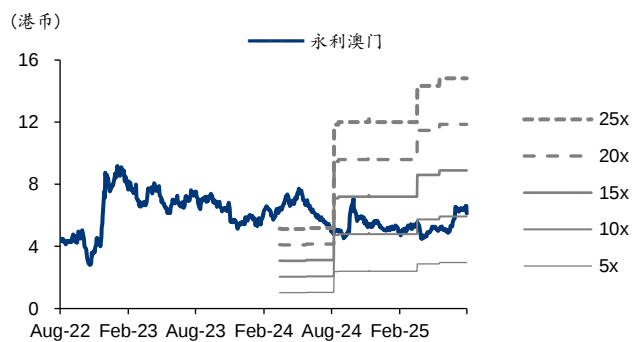
注：港股截至 8 月 8 日收盘价，美股截至 8 月 8 日收盘价；

资料来源：Bloomberg 一致预期、华泰研究；

风险提示

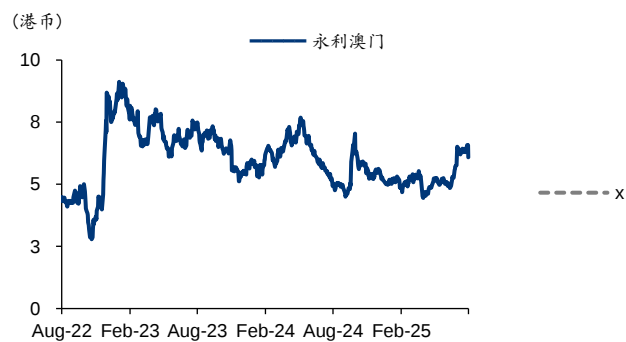
- 政策落地不及预期：**2024 年 9 月以来澳门客流恢复受中国消费刺激政策带动，政策后续落地情况或影响客流及博彩收入恢复。
- 测算存在误差：**公司 2025-2027 年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
- 海外博彩市场竞争加剧：**若下半年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门博彩收入复苏水平。

图表27: 永利澳门 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表28: 永利澳门 PB-Bands



资料来源: S&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	24,268	28,740	28,491	29,250	30,948
销售成本	(10,058)	(12,217)	(13,448)	(13,981)	(14,979)
毛利润	14,211	16,523	15,043	15,268	15,969
销售及分销成本	(4,373)	(4,280)	(4,558)	(4,680)	(5,268)
管理费用	(2,374)	(2,370)	(2,707)	(2,779)	(3,334)
其他收入/支出	(3,761)	(4,544)	(2,849)	(2,925)	(2,279)
财务成本净额	(2,764)	(2,622)	(2,148)	(2,109)	552.19
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,214	3,250	3,379	3,433	5,641
税费开支	(42.71)	(51.85)	(53.90)	(54.77)	(89.99)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	1,172	3,198	3,325	3,378	5,551
折旧和摊销	(2,374)	(2,370)	(2,538)	(2,672)	(2,868)
EBITDA	6,621	9,528	9,080	9,372	9,945
EPS (港币, 基本)	0.22	0.61	0.64	0.65	1.06

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	286.19	302.19	332.40	349.02	383.93
应收账款和票据	1,180	980.14	1,247	1,372	1,509
现金及现金等价物	10,300	11,335	7,644	7,229	8,482
其他流动资产	5,605	141.07	155.18	170.70	189.77
总流动资产	17,372	12,758	9,379	9,121	10,565
固定资产	23,023	22,219	21,981	22,309	24,540
无形资产	1,870	1,706	1,706	1,706	398.35
其他长期资产	2,565	2,547	3,312	4,305	4,736
总长期资产	27,457	26,473	26,999	28,321	29,674
总资产	44,829	39,232	36,378	37,442	40,239
应付账款	5,597	5,219	4,298	3,959	3,662
短期借款	9,030	4,142	4,116	4,116	4,116
其他负债	638.83	786.06	864.67	951.14	1,046
总流动负债	15,266	10,147	9,279	9,026	8,824
长期债务	43,802	40,835	41,835	40,335	38,835
其他长期债务	1,572	1,540	1,693	1,863	2,049
总长期负债	45,375	42,375	43,528	42,198	40,884
股本	5.24	5.25	5.25	5.25	5.25
储备/其他项目	(15,817)	(13,296)	(16,434)	(13,787)	(9,475)
股东权益	(15,811)	(13,290)	(16,429)	(13,782)	(9,469)
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	(15,811)	(13,290)	(16,429)	(13,782)	(9,469)

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27.96	10.24	9.85	9.70	5.90
PB	(2.07)	(2.46)	(1.99)	(2.38)	(3.46)
EV EBITDA	11.74	7.24	8.14	7.79	7.10
股息率 (%)	0.00	2.39	4.51	4.45	4.94
自由现金流收益率 (%)	15.96	21.75	21.52	17.25	15.58

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	6,621	9,528	9,080	9,372	9,945
融资成本	2,764	2,622	2,148	2,109	(552.19)
营运资本变动	100.00	597.65	1,428	569.00	569.00
税费	(42.71)	(51.85)	(53.90)	(54.77)	(89.99)
其他	(2,630)	(5,002)	(3,008)	(3,096)	(1,248)
经营活动现金流	6,812	7,694	9,594	8,899	8,624
CAPEX	(1,044)	(1,567)	(2,300)	(3,000)	(3,300)
其他投资活动	(4,365)	(3,263)	3,086	1,700	1,700
投资活动现金流	(5,409)	(4,830)	786.30	(1,300)	(1,600)
债务增加量	4,451	(7,841)	1,000	(1,500)	(1,500)
权益增加量	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	(0.30)	(784.00)	(1,478)	(1,457)
其他融资活动现金流	(2,965)	(3,582)	(4,693)	(5,036)	(2,814)
融资活动现金流	1,486	(11,423)	(4,477)	(8,014)	(5,771)
现金变动	2,890	(8,559)	5,903	(415.08)	1,253
年初现金	7,423	10,300	1,741	7,644	7,229
汇率波动影响	(12.20)	126.00	(62.12)	641.63	(316.35)
年末现金	10,300	1,741	7,644	7,229	8,482

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	329.98	18.43	(0.87)	2.66	5.81
毛利润	307.98	16.27	(8.96)	1.50	4.59
营业利润	(176.41)	43.93	(7.51)	(0.90)	4.17
净利润	(115.96)	172.96	3.96	1.60	64.31
EPS	(116.00)	172.96	3.96	1.60	64.31
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.56	57.49	52.80	52.20	51.60
EBITDA	27.28	33.15	31.87	32.04	32.13
净利润率	4.83	11.13	11.67	11.55	17.94
ROE	(7.11)	(21.98)	(22.37)	(22.36)	(47.74)
ROA	2.90	7.61	8.79	9.15	14.29
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(268.99)	(253.13)	(233.17)	(270.08)	(364.00)
流动比率	1.14	1.26	1.01	1.01	1.20
速动比率	1.12	1.23	0.97	0.97	1.15

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.60	0.68	0.75	0.79	0.80
应收账款周转天数	12.29	13.53	14.07	16.12	16.76
应付账款周转天数	178.13	159.36	127.39	106.30	91.58
存货周转天数	10.14	8.67	8.49	8.77	8.81
现金转换周期	(155.69)	(137.16)	(104.83)	(81.41)	(66.01)

每股指标 (港币)

EPS	0.22	0.61	0.64	0.65	1.06
每股净资产	(3.03)	(2.55)	(3.15)	(2.64)	(1.82)

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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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证券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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司