

中场回暖，但总 GGR 恢复乏力

华泰研究

2025 年 11 月 09 日 | 中国香港

季报点评

博彩

投资评级(维持):

增持

目标价(港币):

7.20

何翩翩

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

易楚妍*

SAC No. S0570124070123

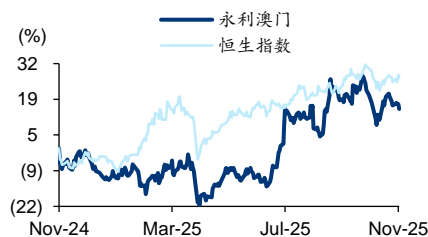
联系人

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

基本数据

收盘价(港币 截至 11 月 7 日)	6.54
市值(港币百万)	34,381
6 个月平均日成交额(港币百万)	82.09
52 周价格范围(港币)	4.57-7.40

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	29,367	30,131	31,860
+/-%	18.43	2.18	2.60	5.74
归属母公司净利润(百万)	3,198	3,474	3,523	5,915
+/-%	172.96	8.63	1.41	67.89
EPS(最新摊薄)	0.61	0.66	0.67	1.13
ROE(%)	(21.98)	(23.50)	(23.67)	(53.05)
PE(倍)	10.67	9.90	9.76	5.81
PB(倍)	(2.57)	(2.11)	(2.55)	(3.90)
EV/EBITDA(倍)	7.38	8.02	7.68	6.96
股息率(%)	2.30	4.30	4.24	4.71

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

永利澳门母公司永利度假(WYNN US)于美东 11/6 发布 25Q3 财报,其澳门板块环比回暖但恢复仍低于行业,永利澳门 11/7 收跌 1.5%。其中: 1) GGR、VIP、中场同环比均两位数抬升,永利皇宫贡献主要增长; 2) VIP 赢率改善至 4.26% (24Q3 为 3.20%); 3) 约 250 万美元台风相关运营支出下, EBITDA Margin (EM) 同环比均改善; 4) 永利澳门 Q3 将再次派发与 Q2 相同的约 1.25 亿美元股息(约每股 0.18 港元)。管理层对澳门市场前景保持乐观,称黄金周后客流量保持强劲,永利皇宫主席俱乐部建设将在春节前完成,永利塔客房及会展娱乐中心建设也推进迅速。我们认为永利中场呈现反弹态势,但考虑到非博彩薄弱,后续增长仍需观察,维持“增持”。

中场明显回暖, EM 改善, 不过总 GGR 恢复仍不及行业

永利澳门 25Q3 净收入 10.01 亿美元, 同比+15%, 环比+13%; 经调整 EBITDA 为 3.08 亿美元, 同比+17%, 环比+22%; EM 为 30.8%, 对比 19Q3/24Q3/25Q2 的 28.1/30.2/28.7%。从博彩业务看, 总 GGR 10.10 亿美元, 同比+15%, 环比+12%, 恢复至 19Q3 的 81%, 对比行业 88%。VIP 毛收入 1.82 亿美元, 恢复至 19Q3 的 33%, 对比行业 54%, 同比+30%, 环比+22%; 中场毛收入 7.71 亿美元, 恢复至 19Q3 的 129%, 对比行业 118%, 同比+13%, 环比+11%; 老虎机毛收入 0.56 亿美元, 恢复至 19Q3 的 59%, 对比行业 90%, 同比+9%, 环比-3%。Q3 永利澳门中场表现环比明显回暖, 且 EM 同环比均改善, 不过总 GGR 恢复仍不及行业。分物业来看, 永利皇宫贡献主要动能, 净收入 6.35 亿美元, 同比+22%, 环比+18%, 经调整 EBITDA 2.00 亿美元, EM 为 31.5%, 同比+0.3pct, 环比+2.4pct; 永利澳门(物业)经调整 EBITDA 为 1.08 亿美元, EM 为 29.5%, 同比+1.0pct, 环比+1.5pct。

非博彩布局较为薄弱, 观察拓建及翻新成效

我们认为永利非博彩布局在行业内较为薄弱, 现有发财树、缆车、音乐喷泉等多年未改, 景德镇瓷器数字展、永利臻典梦幻超跑展受众有限。2025 年行业竞争加剧, 各博企加快内容投入, 金沙与银河主打演唱会经济, 引入谭咏麟、鹿晗、王嘉尔等吸引各年龄段客群。展望 Q4, 我们建议关注: 1) 11/7-11/21 的第十五届全运会; 2) 11/13-11/16 的澳门格兰披治赛车大赛。永利起步较晚, 但公司明确重回高端主线, 规划 25-26 年投资 7.5 亿美元拓建主席俱乐部(预计春节前完成)、翻新永利塔酒店(预计 26 年启用), 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博彩牌照 2032 年到期, 我们建议继续观察其成效释放。

国庆态势稳健, 关注政策利好、财富效应和非博彩协同

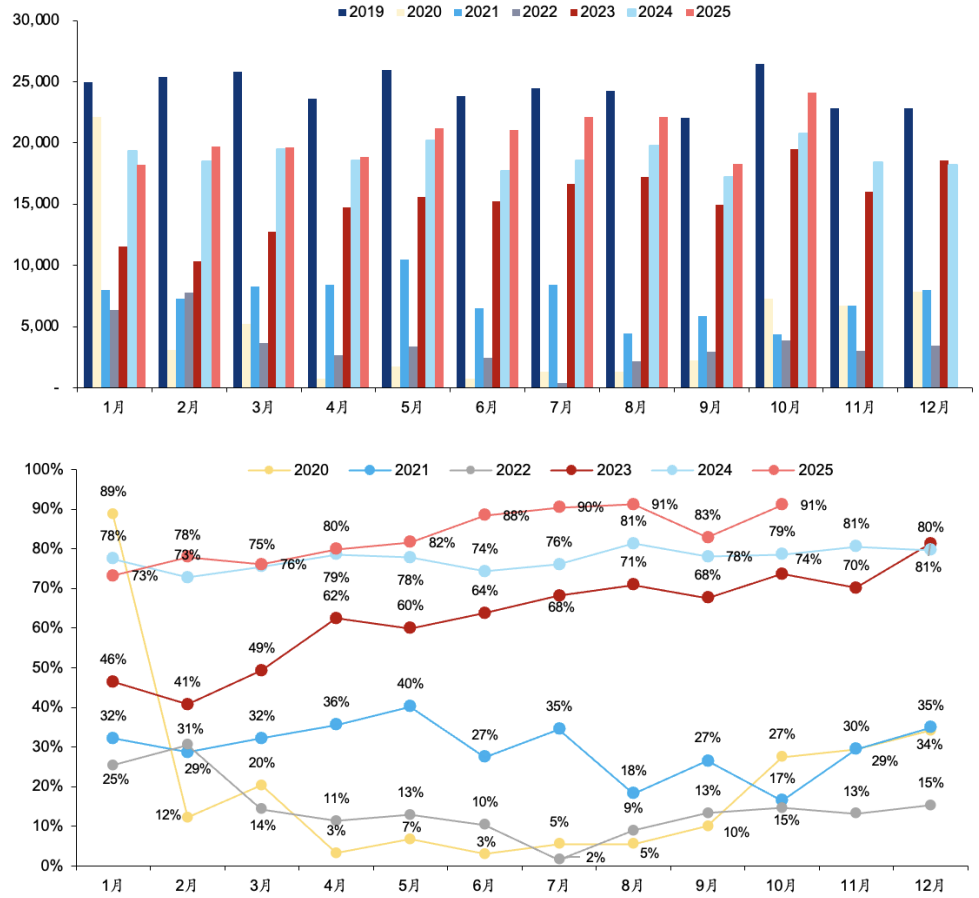
国庆期间澳门博彩表现稳健, 尽管受台风及去年刘德华演唱会高基数影响, GGR 仍实现同比小幅增长。展望后市, 我们预计澳门博彩业上行趋势将持续受益于政策利好、居民财富效应及非博彩业务协同。珠澳“一签多行”叠加“金股币”齐涨带来的财富效应, 有望进一步提振旅客出行与消费意愿。

维持“增持”, 上调目标价至 7.2 港元, 对应 8.0x 26E EV/EBITDA

考虑到永利 Q3 中场呈现反弹态势, 且 EM 抬升, 我们上调永利 25-27E GGR 预测至 295/302/317 亿港元, 上调 25-27E 经调整 EBITDA 预测至 94/97/102 亿港元。永利非博彩布局偏弱, 且 VIP 恢复亦落后于行业。我们基于行业均值 8.7x 2026E EV/EBITDA 给予折价, 维持 8.0x 2026E EV/EBITDA, 目标价从 6.7 港元上调至 7.2 港元, 维持“增持”。

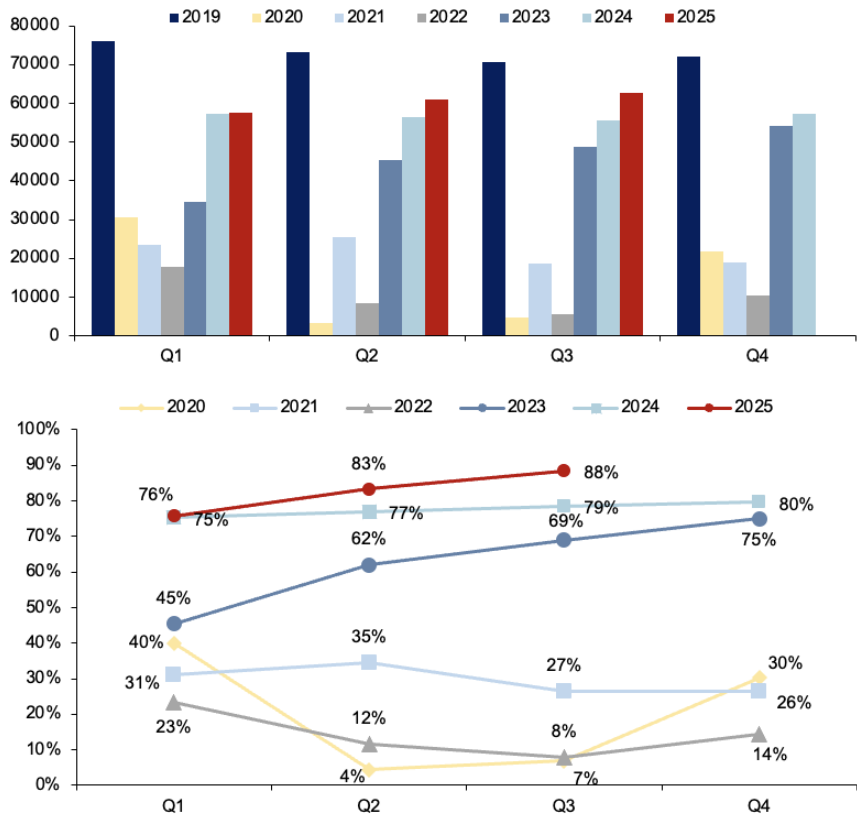
风险提示: 政策落地不及预期, 测算存在误差, 海外博彩市场竞争加剧。

图表1：澳门总博彩恢复情况：2025年10月GGR修复至2019年同期91%（百万澳门元）



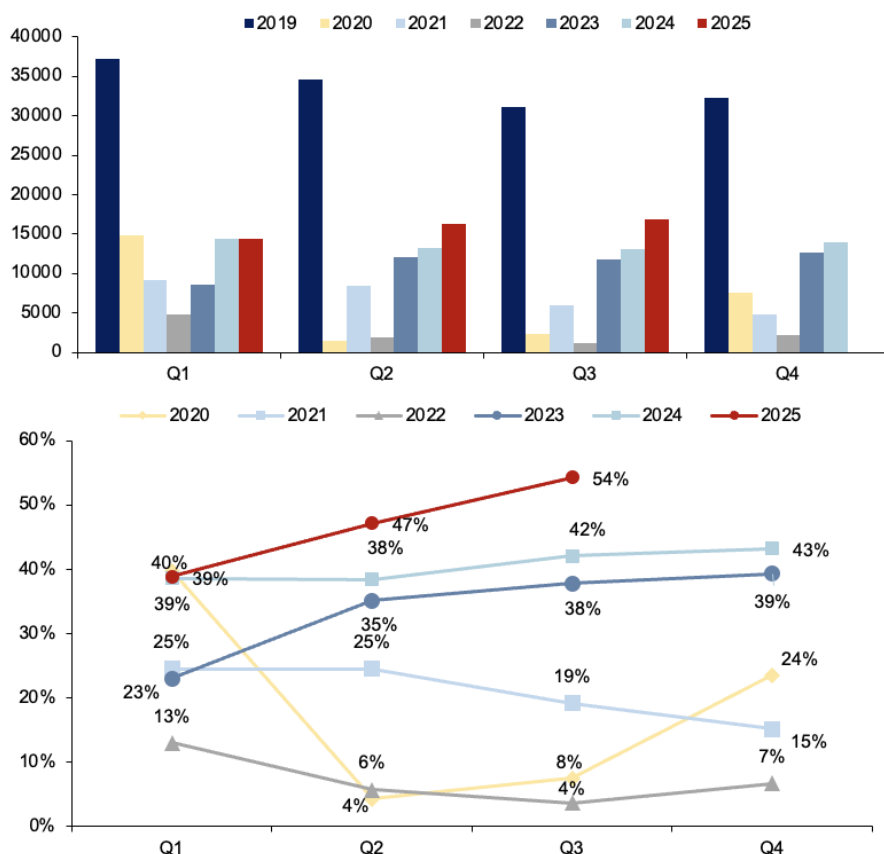
资料来源：DICJ、华泰研究

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）



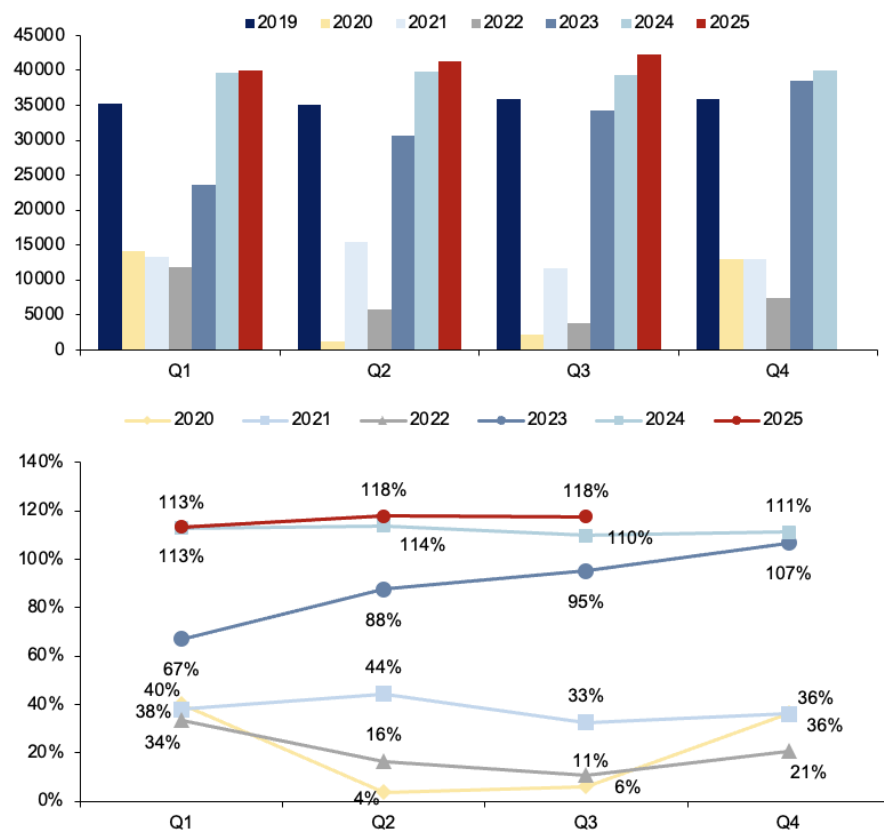
资料来源：DICJ、华泰研究

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)



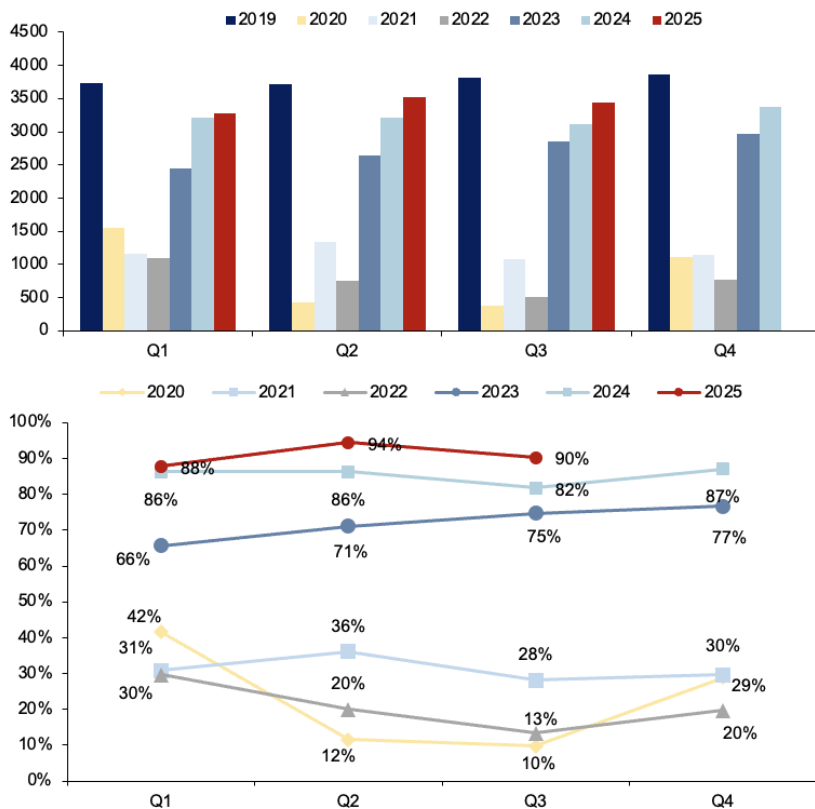
资料来源: DICJ、华泰研究

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)



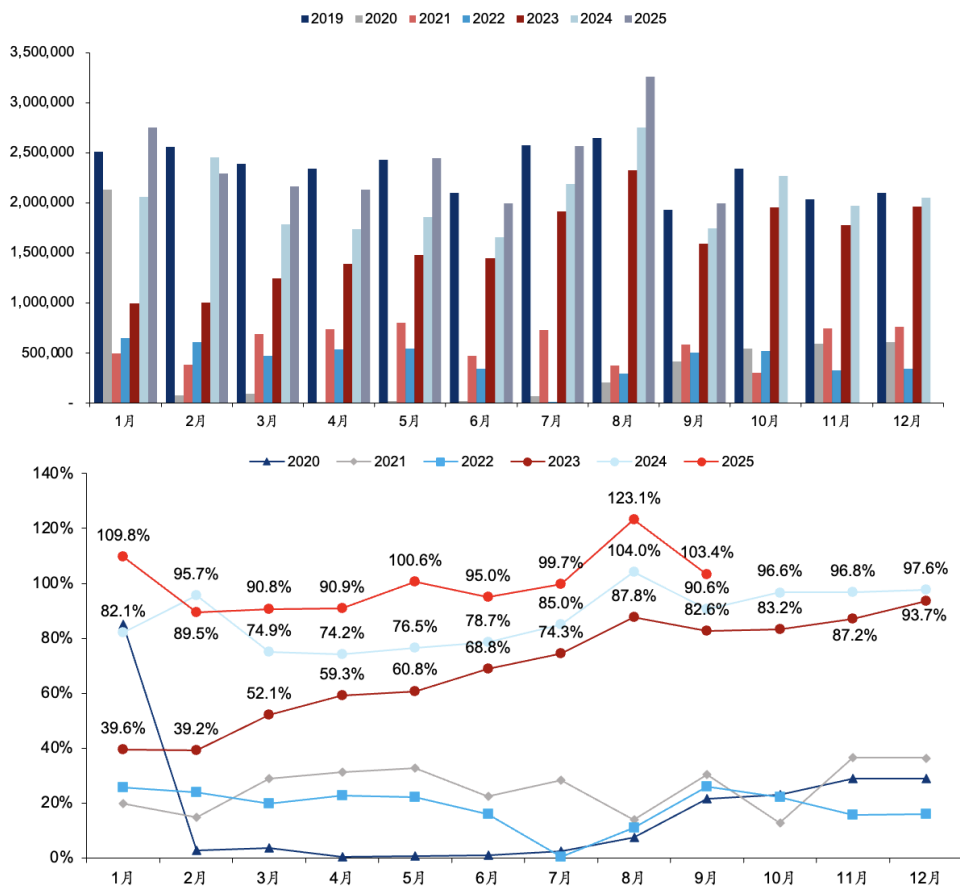
资料来源: DICJ、华泰研究

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)



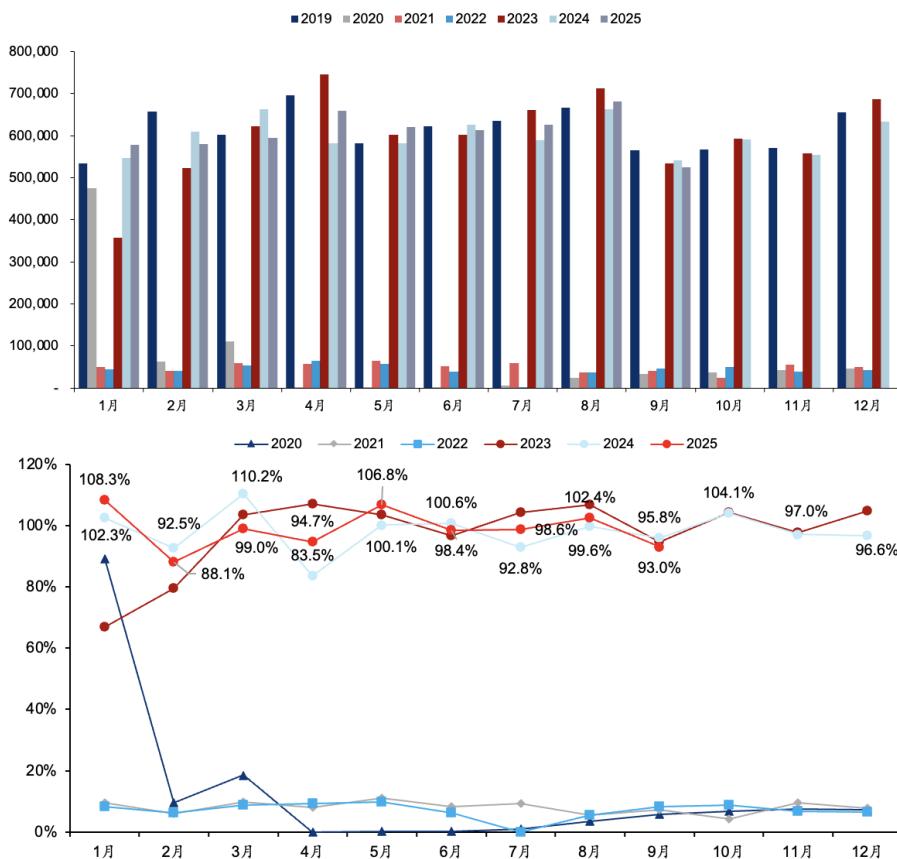
资料来源: DICJ、华泰研究

图表6: 2025 年 9 月访澳内地游客恢复至 2019 年 103%的水平 (人, %)



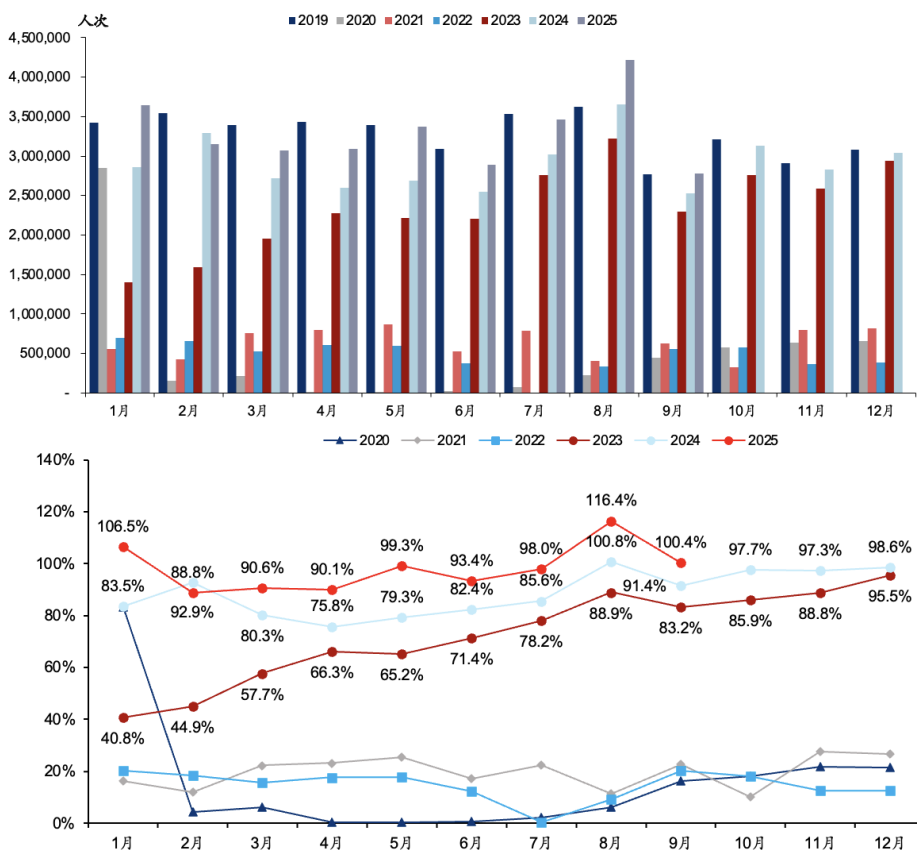
资料来源: 澳门统计局、华泰研究

图表7: 2025年9月访澳香港游客恢复至2019年93%的水平(人, %)



资料来源: 澳门统计局、华泰研究

图表8: 2025年9月总访澳游客恢复至2019年100%的水平(人, %)



资料来源: 澳门统计局、华泰研究

图表9：2025年10-12月澳门演唱会排期

名称	嘉宾地区	时间	场次	地点
鹿晗Season4 亚洲巡演- 中国澳门站	中国内地	2025.10.04	单场	银河综艺馆
王嘉尔MAGICMAN 2世界巡演 2025-2026 in Macau	中国香港	2025.10.10-10.12	3场	银河综艺馆
尹光「赢到开巷」澳门站2025演唱会	中国香港	2025.10.11	单场	澳门百老汇
"Bon appétit, Your Majesty" YOONA Drama Fan Meeting	韩国	2025.10.12	单场	澳门百老汇
巫启贤“红尘来去梦太傻 2.0”2025世界巡回演唱会	马来西亚	2025.10.18	单场	伦敦人综艺馆
STAY WITH YOU·TEETEEPOR 1ST FAN MEETING IN MACAU	泰国	2025.10.25	单场	澳门旅游塔
Kaho Birthday Fan Concert 2025 - UNBOXING WITH KAHO	中国香港	2025.10.25	单场	澳门百老汇
2025 KWON EUNBI CONCERT 'THE RED' IN MACAU	韩国	2025.10.25	单场	澳门银河-G Box
2025 CRAVITY FAN CONCERT「Dare to Crave」in MACAU	韩国	2025.10.25	单场	葡京人
TRAVIS SCOTT CIRCUS MAXIMUS 2025澳门站	美国	2025.10.29	单场	澳门户外表演区
Mutual Light: JossGawin 1ST FanMeeting in Macao	泰国	2025.11.01	单场	巴黎人
十全十美？朱咪咪演唱会2025澳门站	马来西亚	2025.11.01	单场	澳门百老汇
周华健 少年的奇幻之旅3.0 巡回演唱会	中国台湾	2025.11.07-11.08	2场	伦敦人综艺馆
WATERBOMB MACAO 2025	/	2025.11.08-11.09	2场	澳门户外表演区
Time Capsule: JimmySea FanMeeting in Macao 2025	泰国	2025.11.08	单场	伦敦人剧场
2025 梁汉文爱情序曲演唱会	中国香港	2025.11.08	单场	澳门百老汇
方力申 SHOW UP 演唱会2025澳门站	中国香港	2025.11.15	单场	澳门百老汇
2025 KEYLAND : Uncanny Valley in Macau	韩国	2025.11.16	单场	澳门百老汇
Black Eyed Peas 黑眼豆豆澳门演唱会	美国	2025.11.21	单场	澳门户外表演区
齐秦-「经典在冬季」澳门演唱会	中国台湾	2025.11.22	单场	澳门百老汇
MAHIRU玛希璐个人巡回演唱会‘不期而遇’澳门站	日本	2025.11.22	单场	澳门银河-G Box
我的歌 我们的青春 辛晓琪澳门限定版音乐会	中国台湾	2025.11.29	单场	新濠影汇综艺馆
MC HotDog热狗《脏艺术家》巡回演唱会-澳门	中国台湾	2025.11.29	单场	澳门百老汇
美狮锋味摇滚美食节	中国香港	2025.11.29-11.30	2场	美狮美高梅
PP Krit "My Pleasure: AFTERGLOW" 澳门演唱会	泰国	2025.11.29-11.30	2场	威尼斯人综艺馆
RE:GRASSHOPPER草蜢巡回演唱会2025 澳门站	中国香港	2025.11.29	单场	伦敦人综艺馆
MC 张天赋 #Project 1201 Live in Macau	中国香港	2025.11.29	单场	银河综艺馆
Zpecial 2025 Live in Macau	中国香港	2025.11.30	单场	澳门银河-G Box
《汤令山 - 心伤王子》澳门站	中国香港	2025.12.05-12.07	3场	澳门百老汇
谭咏麟经典传奇巡回演唱会 - 澳门站	中国香港	2025.12.12/12.14	2场	威尼斯人综艺馆
卢广仲 HeartBreakFast 伤心早餐店 澳门站	中国台湾	2025.12.26-12.28	3场	澳门百老汇

资料来源：Klook、大麦网、华泰研究

图表10：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	25Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	83%	88%	23%	35%	38%	39%	29%	38%	42%	43%	39%	47%	54%
新濠澳门	43%	57%	58%	64%	72%	70%	66%	69%	80%	80%	74%	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	36%	31%	30%
金沙中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	90%	69%	81%	90%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	113%	25%	28%	34%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	66%	81%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	15%	21%	33%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	154%	136%	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	43%	57%	43%
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%	82%	90%	11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	27%	33%	33%
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%	73%	5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	13%		

恢复至2019年水平	中场											老虎机										
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
行业数据	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	113%	118%	118%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%	88%	94%	90%
新濠澳门	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	119%	124%	112%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%	83%	96%	92%	99%
金沙中国	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	104%	84%	99%	104%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	118%	107%	114%	118%
永利澳门	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	122%	120%	129%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%	60%	67%	59%
美高梅中国	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	204%	222%	201%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%	96%	102%	97%
银河娱乐	72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%	126%	120%	130%	137%	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%	129%	139%	126%
澳博控股	55%	68%	78%	83%	92%	93%	97%	96%	100%	98%	87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%	250%		

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

图表11: 2023 年以来澳门博企 EBITDA 同比和环比增速 (%)

	EBITDA同比												EBITDA环比											
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3		
新濠澳门	448%	412%	371%	712%	107%	17%	16%	-9%	20%	29%	40%	397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%	-13%	32%	13%	-6%		
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	0%	-7%	-13%	-12%	1%	3%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	-2%	-6%	6%	6%		
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	17%	87%	-1%	-26%	1%	17%	330%	58%	4%	16%	14%	22%	3%	11%	-14%	-10%	22%		
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%	4%	-5%	3%	20%	450%	16%	8%	16%	23%	-2%	-19%	7%	11%	6%	2%		
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%	28%	6%	15%	16%	12%	14%	1270%	30%	12%	1%	1%	12%	-7%	10%	2%	8%	-6%		
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	102%	83%	42%	11%	-21%	103%	1287%	32%	24%	23%	1%	19%	-4%	-4%	-28%				

	EBITDA恢复至2019水平											
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	
新濠澳门	35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%	65%	86%	94%	88%	
金沙中国	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%	70%	62%	74%	80%	
永利澳门	40%	72%	85%	85%	88%	82%	87%	84%	65%	74%	102%	
美高梅中国	90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%	136%	152%	172%	153%	
银河娱乐	51%	60%	72%	72%	76%	76%	74%	79%	83%	82%	81%	
澳博控股	3%	43%	60%	59%	83%	87%	109%	84%	89%	69%		

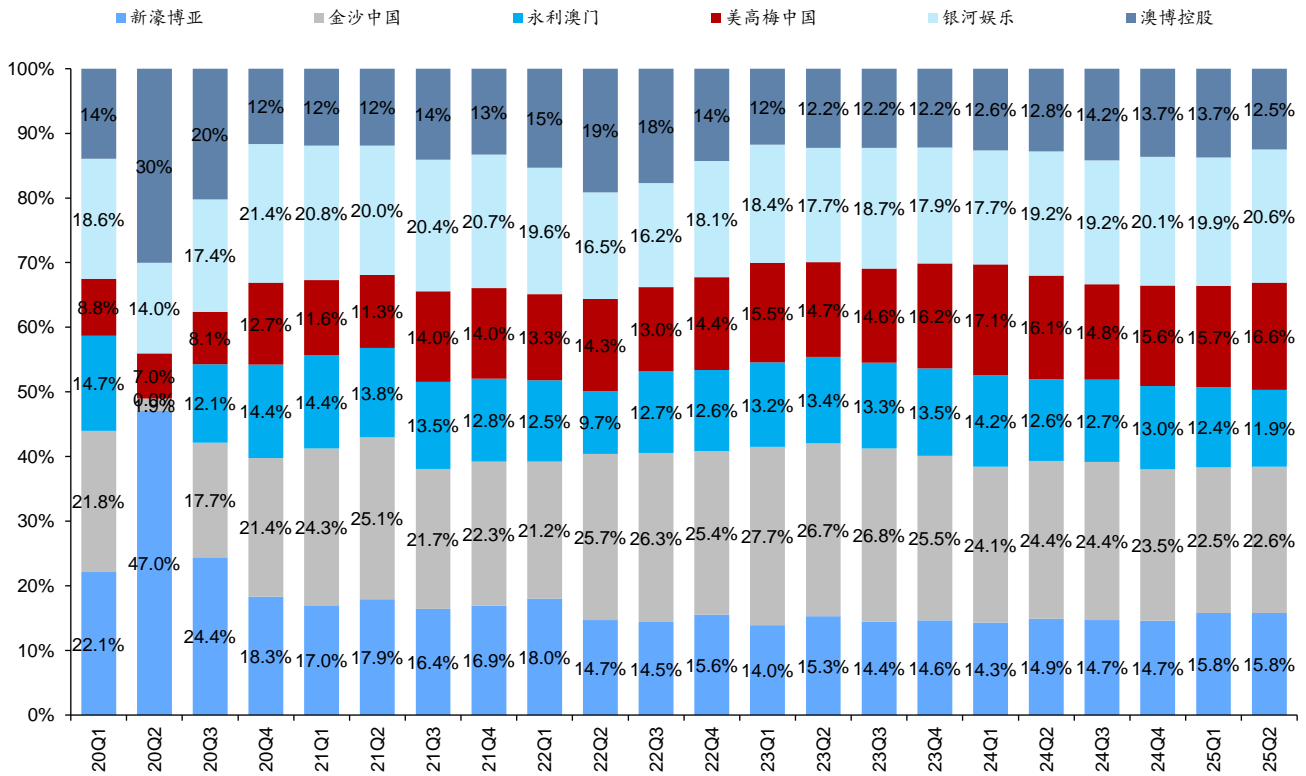
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表12: 2019 年以来澳门博彩营收同比增速 (%)

	Macau GGR同比增长 (%)																						
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
GGR	0%	0%	-4%	-8%	-22%	685%	284%	-13%	-25%	-67%	-70%	-46%	95%	436%	779%	421%	65%	24%	14%	6%	1%	8%	13%
行业数据	-1%	15%	17%	4%	-40%	187%	151%	-20%	-21%	-73%	-73%	-49%	54%	463%	774%	383%	69%	22%	15%	7%	12%	14%	12%
新濠博亚	8%	0%	-5%	-4%	-13%	10430%	357%	-10%	-35%	-66%	-63%	-37%	160%	462%	792%	417%	44%	14%	3%	-2%	-6%	0%	9%
金沙中国	-3%	-2%	-21%	-21%	-23%	breakeven	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%	17%	8%	2%	-12%	2%	15%
永利澳门	20%	26%	25%	5%	4%	1124%	545%	-5%	-15%	-58%	-72%	-43%	131%	456%	879%	481%	83%	37%	14%	3%	-7%	12%	20%
美高梅中国	-11%	-12%	-11%	-16%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	908%	411%	59%	35%	16%	19%	14%	16%	21%
银河娱乐	-5%	-10%	-13%	-8%	-33%	200%	160%	-1%	-4%	-46%	-61%	-40%	53%	246%	502%	339%	77%	31%	31%	20%	10%	5%	
澳博控股	-13%	-16%	-22%	-23%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%	10%	11%	10%	1%	23%	29%
VIP	-8%	7%	16%	-6%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%	7%	54%	28%	30%
行业数据	0%	-13%	-36%	-20%	-9%	breakeven	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	-15%	27%	-13%	-16%
新濠博亚	-7%	-9%	-41%	-39%	-41%	breakeven	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%	4%	-34%	6%	30%
金沙中国	3%	22%	4%	-20%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%	-22%	-25%	-16%	-23%	47%	47%
永利澳门	-24%	-25%	-27%	-29%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1352%	514%	64%	49%	35%	69%	52%	73%	86%
美高梅中国	-19%	-31%	-43%	-28%	-59%	115%	62%	-62%	-29%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%	4%	132%	44%	-1%	-14%	
银河娱乐	18%	21%	19%	9%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	4%	0%	3%	7%
澳博控股	9%	29%	22%	12%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%	7%	4%	12%	9%
中场	13%	5%	9%	3%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%	17%	4%	-4%	-9%	1%	12%
行业数据	2%	8%	7%	5%	-5%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%	32%	9%	1%	-7%	0%	13%
新濠博亚	35%	36%	48%	31%	22%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%	50%	21%	4%	-4%	9%	18%
金沙中国	9%	7%	11%	0%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	888%	400%	57%	32%	13%	11%	6%	6%	13%
永利澳门	8%	8%	12%	8%	-21%	241%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%	25%	16%	9%	6%	
美高梅中国	18%	21%	19%	9%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	4%	0%	3%	7%
银河娱乐	9%	29%	22%	12%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%	7%	4%	12%	9%
澳博控股	8%	8%	12%	8%	-21%	241%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%	25%	16%	9%	6%	
老虎机	-11%	-14%	-7%	16%	-10%	75%	136%	30%	-2%	-40%	-42%	-37%	60%	126%	203%	176%	17%	20%	9%	7%	9%	6%	8%
行业数据	2%	9%	15%	3%	-35%	748%	216%	4%	-27%	-43%	-54%	-46%	307%	495%	960%	674%	43%	10%	5%	0%	-2%	10%	13%
新濠博亚	-8%	1%	17%	-6%	-23%	458%	193%	-27%	-5%	-65%	-40%	-17%	79%	337%	210%	199%	37%	20%	35%	8%	-6%	12%	9%
金沙中国	39%	-7%	3%	-3%	5%	414%	243%	-1%	-18%	-42%	-70%	-44%	78%	186%	582%	306%	51%	42%	21%	21%	-1%	-1%	12%
永利澳门	0%	6%	2%	-4%	-42%	810%	386%	-13%	22%	-67%	-57%	-35%	131%	603%	748%	446%	78%	49%	35%	54%	22%	19%	11%
美高梅中国	-1%	-1%	5%	8%	-18%	58%	146%	52%	20%	-27%	-53%	-23%	81%	389%	656%	379%	112%	11%	24%	29%	32%	21%	
银河娱乐	0%	6%	2%	-4%	-42%	810%	386%	-13%	22%	-67%	-57%	-35%	131%	603%	748%	446%	78%	49%	35%	54%	22%	19%	11%
澳博控股	-1%	-1%	5%	8%	-18%	58%	146%	52%	20%	-27%	-53%	-23%	81%	389%	656%	379%	112%	11%	24%	29%	32%	21%	

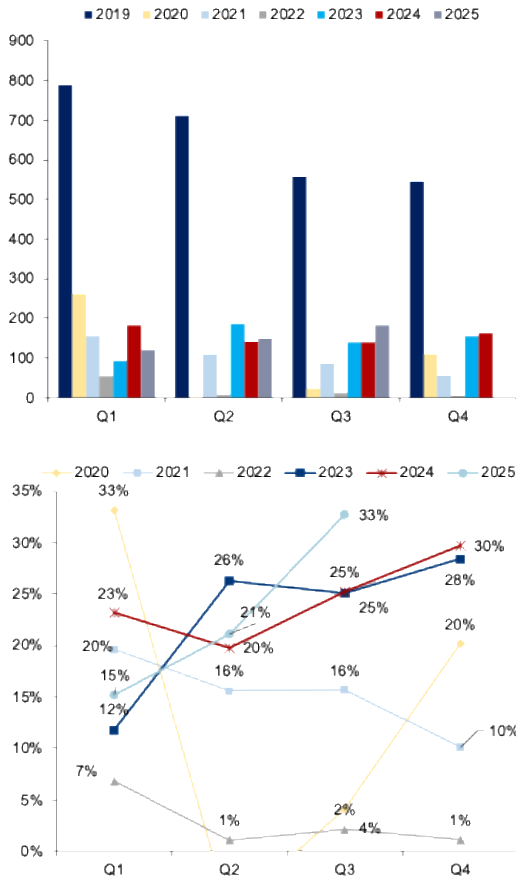
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表13: 2020年以来澳门博彩市占率(%)



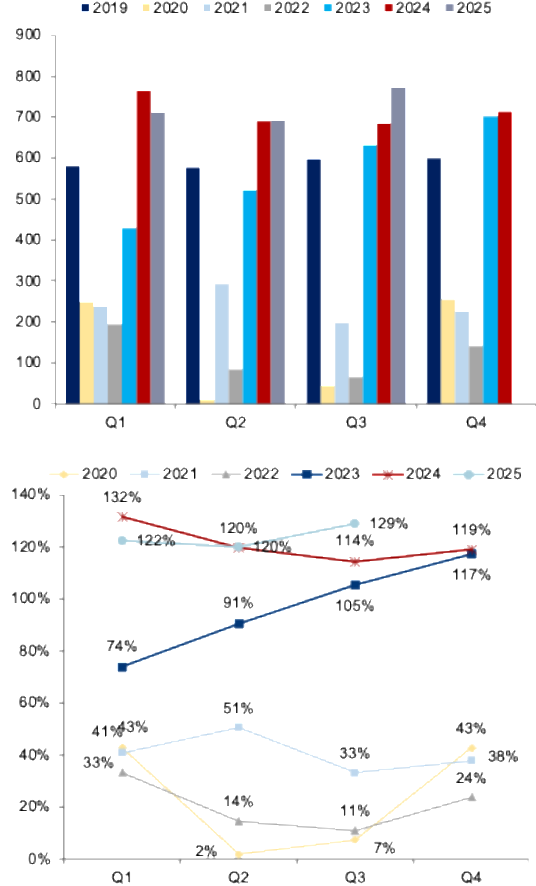
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

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)



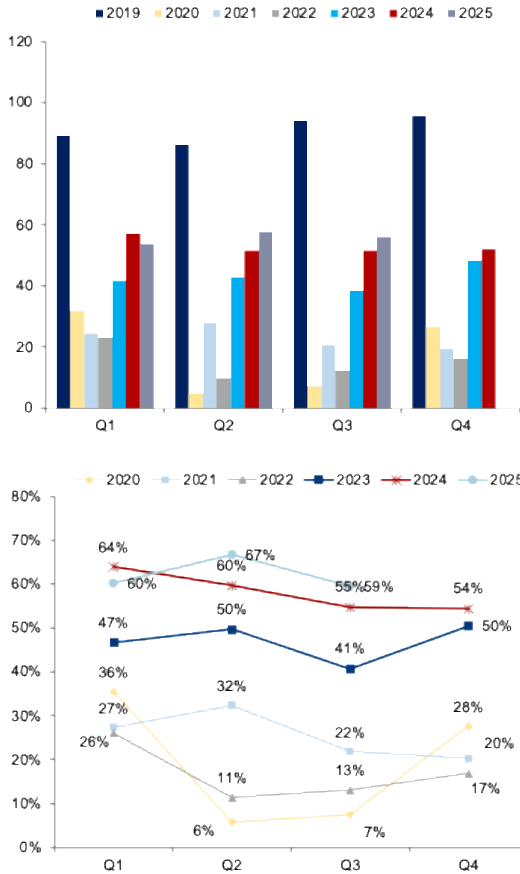
资料来源: 永利公告、华泰研究

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)



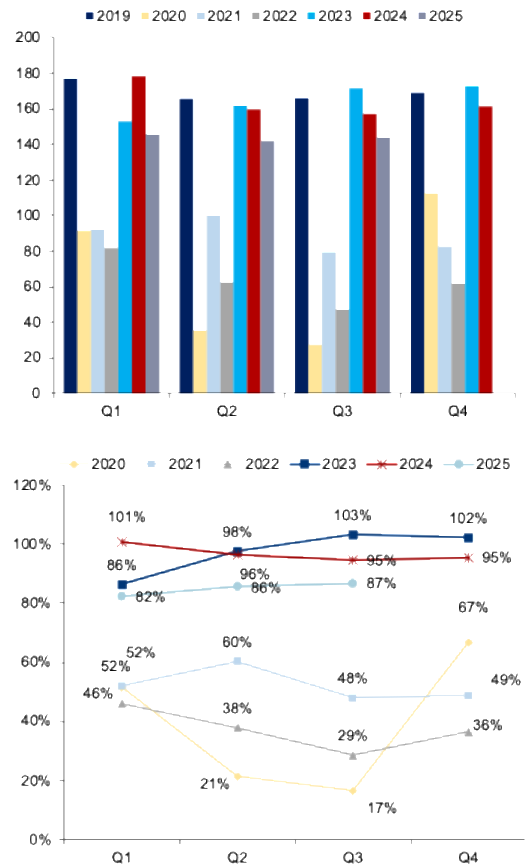
资料来源: 永利公告、华泰研究

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)



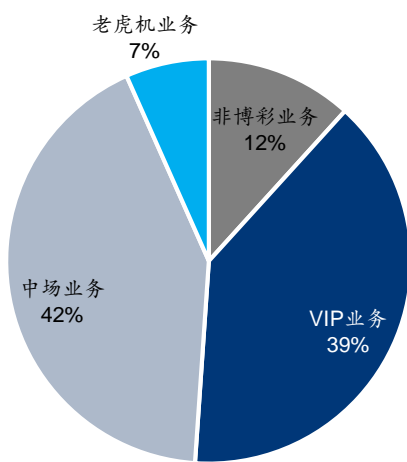
资料来源: 永利公告、华泰研究

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)



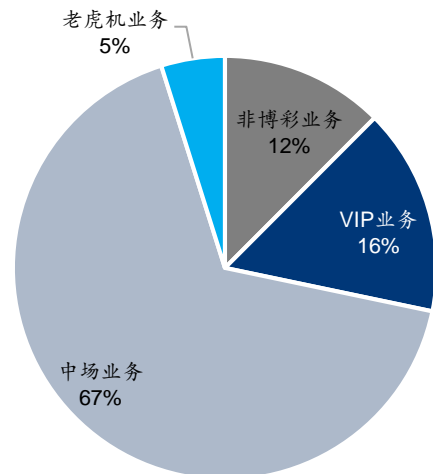
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表18: 19Q3 永利中国各业务收入占比



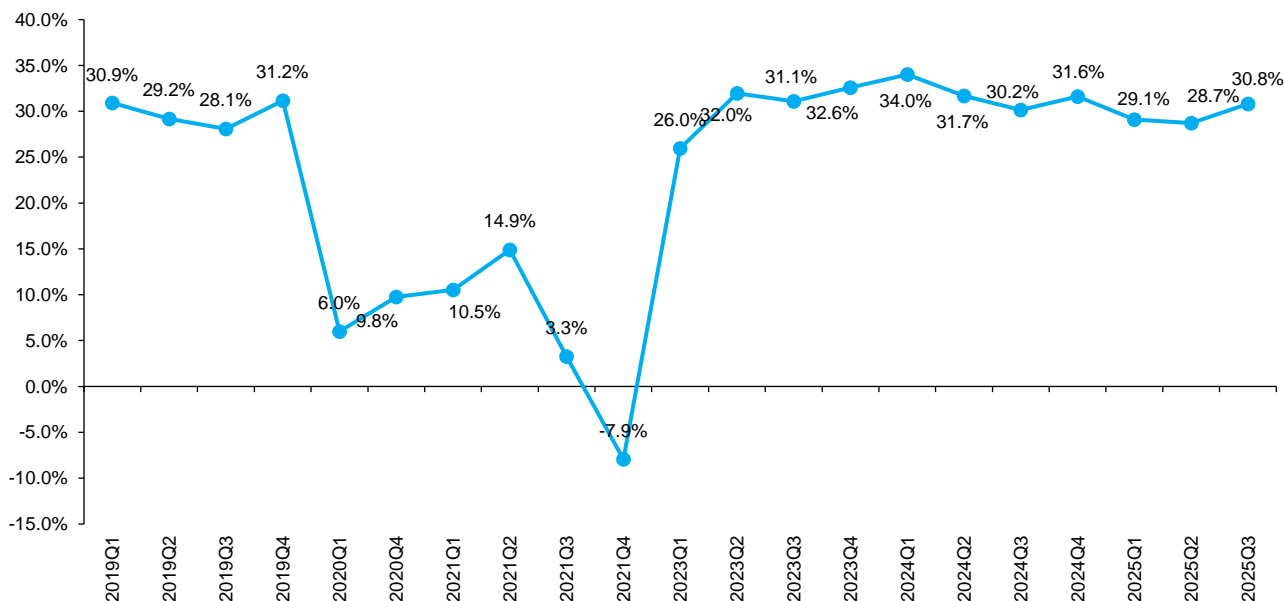
资料来源: 永利公告、华泰研究

图表19: 25Q3 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



资料来源: Bloomberg 一致预期、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

盈利预测与公司估值

考虑到永利 Q3 中场呈现反弹态势, 且 EM 抬升, 我们上调永利 25-27E GGR 预测至 295/302/317 亿港元, 上调 25-27E 经调整 EBITDA 预测至 94/97/102 亿港元。永利非博彩布局偏弱, 且 VIP 恢复亦落后于行业。我们基于行业均值 8.7x 2026E EV/EBITDA 给予折价, 维持 8.0x 2026E EV/EBITDA, 目标价从 6.7 港元上调至 7.2 港元, 维持“增持”。

图表21: 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	29,367	30,131	31,860
YoY(%)	-8.70%	-79.00%	54.03%	-51.86%	329.99%	18.43%	2.18%	2.60%	5.74%
博彩毛收入	41684	7632	11309	4,805	23,725	28,800	29,498	30,213	31,738
YoY(%)	-12.10%	-81.70%	48.20%	-57.50%	393.71%	21.39%	2.42%	2.42%	5.05%
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	109,630	110,726	116,263
中场赢率	22.30%	21.30%	20.50%	19.00%	20.24%	21.53%	20.91%	20.81%	20.71%
中场毛收入	18428	4337	7406	3,691	17,879	22,248	22,922	23,046	24,083
yoy	5.89%	-76.47%	70.76%	-50.16%	384.38%	24.44%	3.03%	0.54%	4.50%
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	-2063.836	383.8	-1948.48	6,621.03	9,528	9,359	9,654	10,238
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22: 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	28423	29498	3.78%	29132	30213	3.71%	30620	31738	3.65%
YoY	-1.31%	2.42%	3.73 pct	2.49%	2.42%	-0.07 pct	5.11%	5.05%	-0.06 pct
营业总收入	28491	29367	3.08%	29250	30131	3.01%	30948	31860	2.95%
YoY	-0.87%	2.18%	3.05 pct	2.66%	2.60%	-0.06 pct	5.81%	5.74%	-0.07 pct
毛利润	15043	15506	3.08%	15268	15729	3.01%	15969	16440	2.95%
毛利率	52.80%	52.80%	0.00 pct	52.20%	52.20%	0.00 pct	51.60%	51.60%	0.00 pct
EBITDA	9080	9359	3.08%	9372	9654	3.01%	9945	10238	2.95%
EBITDA 利润率	31.87%	31.87%	0.00 pct	32.04%	32.04%	0.00 pct	32.13%	32.13%	0.00 pct
净利润	3325	3474	4.49%	3378	3523	4.29%	5551	5915	6.56%
净利率	11.67%	11.83%	0.16 pct	11.55%	11.69%	0.14 pct	17.94%	18.56%	0.63 pct
EPS	0.64	0.66	3.67%	0.65	0.67	3.47%	1.06	1.13	5.73%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表23: 永利目标价测算

	2026E
经调整 EBITDA (百万港元)	9,654
预测 EV/EBITDA (倍)	8.0
企业价值 (百万港元)	77,458
现金 (百万港元)	7,523
长短期债务 (百万港元)	47,152
市值 (百万港元)	37,829
总股数 (百万)	5,257
目标价 (港元)	7.20

资料来源: 华泰研究预测

图表24: 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
港股博彩企业 均值													
银河娱乐	27 HK	6.15	6.60	7.13	1.78	1.94	2.11	27.45	14.70	11.80	9.65	8.70	8.06
金沙中国	1928 HK	7.36	7.99	8.46	2.23	2.52	2.72	20.41	16.13	13.93	12.26	10.88	10.07
永利澳门	1128 HK	3.74	3.97	4.12	0.94	1.04	1.08	15.50	10.90	9.40	7.73	7.03	6.73
澳博控股	880 HK	3.82	3.69	3.96	0.48	0.58	0.65	75.13	21.56	13.94	11.06	9.00	8.08
美高梅中国	2282 HK	4.31	4.51	4.67	1.16	1.20	1.25	11.84	10.86	10.06	8.56	8.23	7.94
新濠国际	200 HK	5.22	5.44	5.66	1.25	1.31	1.46	25.93	14.24	10.08	7.46	7.14	6.40
美股博彩企业 均值													
金沙集团	LVS US	12.66	13.36	14.09	4.79	5.09	5.40	21.27	19.36	17.47	11.48	10.80	10.19
美高梅国际	MGM US	17.34	17.62	17.99	4.65	4.82	5.06	16.26	14.38	10.95	8.32	8.03	7.65
永利度假	WYNN US	7.04	7.35	7.68	2.02	2.14	2.25	25.49	20.72	18.89	11.12	10.46	9.99
新濠博亚	MLCO US	5.12	5.28	5.51	1.30	1.33	1.40	15.02	11.24	8.51	7.64	7.51	7.11
凯撒娱乐	CZR US	11.48	11.80	12.10	3.66	3.84	4.01		67.01	23.08	7.72	7.37	7.06
佩恩国民博彩	PENN US	6.99	7.38	7.76	1.54	1.80	2.03	23.08	10.34	6.68	8.31	7.11	6.32
博伊德赌场	BYD US	4.00	3.92	3.98	1.32	1.30	1.36	11.27	10.38	9.87	6.46	6.54	6.28
美股高端酒店 均值													
万豪酒店	MAR US	26.24	26.66	29.15	5.36	5.70	6.10	27.93	24.73	22.09	17.19	16.16	15.12
希尔顿酒店	HLT US	11.94	12.87	13.98	3.71	3.99	4.34	32.90	29.11	25.27	19.64	18.25	16.79
洲际酒店	IHG US	3.08	3.64	3.96	1.34	1.44	1.54	24.69	21.84	19.34	16.82	15.63	14.55
凯悦酒店	H US	7.15	7.49	7.95	1.16	1.27	1.39	65.96	38.92	28.99	16.29	14.88	13.62

资料来源: Bloomberg 一致预期、华泰研究; 注: 港股截至 11 月 7 日收盘价, 美股截至 11 月 6 日收盘价;

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。

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	29,367	30,131	31,860
销售成本	(10,058)	(12,217)	(13,861)	(14,403)	(15,420)
毛利润	14,211	16,523	15,506	15,729	16,440
销售及分销成本	(4,373)	(4,280)	(4,699)	(4,821)	(5,268)
管理费用	(2,374)	(2,370)	(2,790)	(2,862)	(3,435)
其他收入/支出	(3,761)	(4,544)	(2,937)	(3,013)	(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	3,530	3,580	6,011
税费开支	(42.71)	(51.85)	(56.32)	(57.12)	(95.89)
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	3,474	3,523	5,915
折旧和摊销	(2,374)	(2,370)	(2,538)	(2,672)	(2,868)
EBITDA	6,621	9,528	9,359	9,654	10,238
EPS (港币, 基本)	0.22	0.61	0.66	0.67	1.13

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	7,793	7,523	9,140
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	9,528	9,415	11,223
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	36,528	37,736	40,897
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)	(16,285)	(13,493)	(8,816)
股东权益	(15,811)	(13,290)	(16,280)	(13,488)	(8,811)
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	(15,811)	(13,290)	(16,280)	(13,488)	(8,811)

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	29.11	10.67	9.90	9.76	5.81
PB	(2.16)	(2.57)	(2.11)	(2.55)	(3.90)
EV EBITDA	11.95	7.38	8.02	7.68	6.96
股息率 (%)	0.00	2.30	4.30	4.24	4.71
自由现金流收益率 (%)	15.32	20.88	21.10	16.98	16.02

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	9,359	9,654	10,238
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)	(56.32)	(57.12)	(95.89)
其他	(2,630)	(5,002)	(3,136)	(3,231)	(1,171)
经营活动现金流	6,812	7,694	9,743	9,044	8,988
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)	6,052	(270.19)	1,617
年初现金	7,423	10,300	1,741	7,793	7,523
汇率波动影响	(12.20)	126.00	(62.12)	641.63	(316.35)
年末现金	10,300	1,741	7,793	7,523	9,140

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	2.18	2.60	5.74
毛利润	307.98	16.27	(6.16)	1.44	4.52
营业利润	(176.41)	43.93	(4.66)	(0.96)	8.48
净利润	(115.96)	172.96	8.63	1.41	67.89
EPS	(116.00)	172.96	7.78	1.41	67.89
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
净利率	4.83	11.13	11.83	11.69	18.56
ROE	(7.11)	(21.98)	(23.50)	(23.67)	(53.05)
ROA	2.90	7.61	9.17	9.49	15.04
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(268.99)	(253.13)	(234.39)	(273.79)	(383.73)
流动比率	1.14	1.26	1.03	1.04	1.27
速动比率	1.12	1.23	0.99	1.00	1.23
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.60	0.68	0.78	0.81	0.81
应收账款周转天数	12.29	13.53	13.65	15.65	16.28
应付账款周转天数	178.13	159.36	123.59	103.19	88.95
存货周转天数	10.14	8.67	8.24	8.52	8.56
现金转换周期	(155.69)	(137.16)	(101.70)	(79.03)	(64.12)
每股指标 (港币)					
EPS	0.22	0.61	0.66	0.67	1.13
每股净资产	(3.03)	(2.55)	(3.10)	(2.57)	(1.68)

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。
- 永利澳门（1128 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 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。
- 永利澳门（1128 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