


公司评级 **买入（维持）**
报告日期 2025 年 11 月 09 日

基础数据

11 月 07 日收盘价（港元）	15.80
总市值（亿港元）	600.64
总股本（亿股）	38.02

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】美高梅中国 (02282.HK)2025Q2 业绩点评：市场份额 2025Q2 环比显著提升-2025.08.05

【兴证海外社服】美高梅中国 (02282.HK)2025Q1 业绩点评：2025Q1 保持市场份额稳定-2025.05.19

【兴证海外社服】美高梅中国：小而美的博彩企业，多渠道提升竞争力-2025.03.31

分析师：宋健

S0190518010002
 BMV912
 songjian@xyzq.com.cn

分析师：严宁馨

S0190521010001
 请注意：严宁馨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的活动。
 yanningxin@xyzq.com.cn

美高梅中国(02282.HK)
港股通（沪、深）

高基数下 EBITDA 环比下降符合预期

投资要点：

- **维持“买入”评级：**公司二季度市场份额达到较高水平，高基数叠加台风影响下 2025Q3 收入和 EBITDA 环比下降，我们认为符合预期，进入四季度以来，公司黄金周表现优异，10 月市场份额回升。我们持续看好公司的中高端获客策略、中场运营能力，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 342/352/362 亿港元，同比增长 9.0%/2.9%/2.9%；经调整 EBITDA 为 95/97/100 亿港元，同比增长 5.0%/2.4%/2.9%。维持“买入”评级，当前股价(2025/11/7 收盘价)对应 2025/2026/2027 年 PE 为 12/11/10 倍，EV/EBITDA 为 8.1/7.9/7.7 倍。按照 50%派息率水平，当前股价（2025/11/7 收盘价）对应 2025/2026/2027 年股息率为 4.1%/4.6%/5.0%。
- **2025Q3 业绩符合预期。**2025Q3 公司实现营业收入 85.1 亿港元，同比增长 17.4%，环比下降 1.8%；其中澳门美高梅和美狮美高梅分别为 33.9、51.2 亿港元，同比增长 11.6%和 21.5%。经调整 EBITDA 为 23.7 亿港元，同比增长 19.6%，环比下降 5.5%；澳门美高梅和美狮美高梅经调整 EBITDA 分别为 9.1 和 14.6 亿港元，同比增长 14.1%和 23.3%。2025Q3 经调整 EBITDA 率为 27.9%，同比增长 0.5 个百分点，环比下降 1.1 个百分点；澳门美高梅和美狮美高梅经调整 EBITDA 率分别为 26.9%和 28.5%，同比增长 0.6 和 0.4 个百分点。在二季度高基数下，三季度收入环比下降，符合预期。2025 年前三季度公司的总营业收入为 251.7 亿港元，同比增长 7.3%，经调整 EBITDA 为 72.5 亿港元，同比增长 4.6%。公司前三季度 EBITDA 增长转正。
- **GGR 市场份额保持在 15%+。**2025Q3 公司的总下注额为 774.5 亿港元，同比增长 20.7%，环比下降 10.1%。其中中场、贵宾、老虎机下注额为 318.5、277.8、178.2 亿港元，同比增长 18.6%、22.3%、21.9%。2025Q3 总 GGR 为 95.0 亿港元，同比增长 20.0%，环比下降 3.4%，降幅低于下注额降幅，整体赢率环比保持增长。其中中场、贵宾、老虎机 GGR 分别为 78.7、10.7、5.6 亿港元，同比增长 17.6%、47.4%、11.7%。2025Q3 行业总 GGR 同比增长 12.5%，三大业务 GGR 分别同比增长 7.2%、29.1%、10.5%，公司总 GGR 同比增速保持高于行业整体增速的较优水平。我们测算公司 2025Q3 的 GGR 份额为 15.2%，其中中场、贵宾、老虎机份额分别为 18.6%、6.3%、16.1%，环比下降但同比仍然提升，符合预期。
- **酒店物业 RevPAR 环比回升。**2025Q3 澳门美高梅客房入住率为 92.6%，RevPAR 为 2481 港元。美狮美高梅客房入住率为 94.0%，RevPAR 为 2111 港元。两物业 RevPAR 在暑期环比均有提升，同比仍有下降，行业整体趋势一致。
- **风险提示：**竞争环境加剧，居民出行消费意愿下降，旅游政策变化，监管政策变化。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿港元)	313.87	342.22	351.97	362.20
同比增长(%)	27.2	9.0	2.9	2.9
经调整 EBITDA(亿港元)	90.59	95.13	97.45	100.30
同比增长(%)	25.2	5.0	2.4	2.9
归母净利润(亿港元)	46.03	49.83	55.42	59.53
同比增长(%)	74.5	8.2	11.2	7.4
经调整 EBITDA 率(%)	28.9	27.8	27.7	27.7
归母净利润率(%)	14.7	14.6	15.7	16.4
EPS(港仙)	121.1	131.1	145.8	156.6
每股股息(港仙)	60.4	65.5	72.9	78.3

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万港元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,558	7,849	8,847	11,294	
存货	217	232	271	297	
应收贸易账款	825	844	832	1,026	
预付款项、按金及其他应收账款	192	192	192	192	
现金及现金等价物	5,315	6,572	7,543	9,771	
非流动资产	24,045	23,592	23,125	22,663	
物业及设备	20,233	19,886	19,526	19,153	
使用权资产	1,189	1,154	1,115	1,089	
幸运博彩经营批给权	1,414	1,344	1,277	1,213	
其他资产	461	461	461	461	
已抵押银行存款	680	680	680	680	
资产总计	30,604	31,441	31,972	33,957	
流动负债	9,120	11,431	11,990	14,460	
银行借款	3,878	4,878	5,378	6,378	
应付款项及应付费用	4,959	6,270	6,329	7,799	
非流动负债	20,956	16,991	14,192	10,731	
银行借款	19,042	15,042	12,242	8,742	
应付幸运博彩经营批给权款项	1,610	1,610	1,610	1,610	
租赁负债	174	174	174	174	
负债合计	30,076	28,422	26,183	25,191	
股本	3,800	3,800	3,800	3,800	
股份溢价及储备	-3,272	-781	1,990	4,966	
股东权益合计	528	3,019	5,790	8,766	
负债及权益合计	30,604	31,441	31,972	33,957	

现金流量表		单位:百万港元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
税前利润	4664	5054	5620	6037	
折旧及摊销	1,854	1,874	1,937	1,985	
营运资金变动	73	1312	33	1289	
经营活动产生现金净额	8266	8169	7511	9226	
投资活动产生现金净额	-1523	-1420	-1470	-1522	
融资活动产生现金净额	-5656	-5491	-5071	-5476	
现金净变动	1087	1257	971	2228	
年初现金及现金等价物	4232	5315	6572	7543	
汇兑影响	-3	0	0	0	
年末现金及现金等价物	5,315	6,572	7,543	9,771	

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表		单位:百万港元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营收入	31,387	34,222	35,197	36,220	
博彩税	13,874	15,122	15,444	15,773	
已消耗存货	1,129	1,249	1,267	1,304	
员工成本	4,699	5,205	5,522	5,801	
其他开支及亏损	3,624	4,004	4,118	4,238	
折旧及摊销	1,854	1,878	1,940	1,988	
经营利润	6,156	6,674	6,816	7,025	
利息收入	75	89	106	87	
融资成本	1,657	1,410	1,302	1,074	
税前利润	4,664	5,054	5,620	6,037	
所得税	60	71	79	85	
经调整 EBITDA	9,059	9,513	9,745	10,030	
归母净利润	4603	4983	5542	5953	
EPS(港仙)	121.1	131.1	145.8	156.6	
每股股息(港仙)	60.4	65.5	72.9	78.3	

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长性(%)					
营业收入增长率	27.2	9.0	2.9	2.9	
归母净利润增长率	74.5	8.2	11.2	7.4	
经调整 EBITDA 增长率	25.2	5.0	2.4	2.9	
盈利能力(%)					
归母净利率	14.7	14.6	15.7	16.4	
经调整 EBITDA 率	28.9	27.8	27.7	27.7	

偿债能力					
资产负债率(%)	98.3%	90.4%	81.9%	74.2%	
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	

营运能力(次)					
资产周转率	1.05	1.10	1.11	1.10	
存货周转率	28.79	28.79	27.00	25.00	

每股资料(港仙)					
每股收益	121.1	131.1	145.8	156.6	
每股净资产	13.9	79.4	152.3	230.6	

估值比率(倍)					
PE	13.0	12.1	10.8	10.1	
PB	113.9	19.9	10.4	6.9	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市绿江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOUI HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu

Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk