

# 卫星娱乐场逐步停运导致份额下滑

华泰研究

2025年11月13日 | 中国香港

季报点评

博彩

投资评级(维持):

持有

目标价(港币):

3.00

何翩翩

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

易楚妍\*

SAC No. S0570124070123

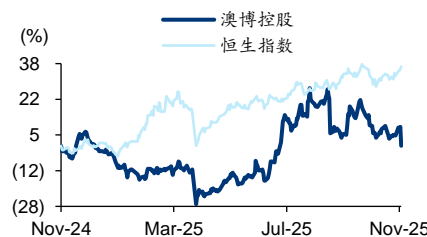
联系人

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

## 基本数据

收盘价(港币 截至11月13日)	2.74
市值(港币百万)	19,459
6个月平均日成交额(港币百万)	71.16
52周价格范围(港币)	1.98-3.54

## 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)	28,769	31,184	32,248	33,247
+/-%	33.05	8.39	3.41	3.10
归属母公司净利润(百万)	3.20	810.26	1,122	1,373
+/-%	(100.16)	25,221	38.46	22.37
EPS(最新摊薄)	0.00	0.11	0.16	0.19
ROE(%)	0.02	4.79	5.56	6.41
PE(倍)	6,081	24.02	34.69	42.52
PB(倍)	1.37	0.99	1.88	2.64
EV/EBITDA(倍)	12.41	9.27	8.96	8.31
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

澳博于11/12发布25Q3财报,公司口径25Q3市场份额达11.8%,对比24Q3/25Q2的13.9%/12.3%下滑,公司表示主系卫星娱乐场业务逐步剥离(市场份额环比从4.7%降至3.9%),叠加市场竞争加剧,我们认为或与澳博运营策略未能有效吸客有关。公司净收入70.3亿港元,同比-6%,环比-2%;经调整EBITDA 8.8亿港元,同比-15%,环比+28%,恢复至19Q3的93%;EBITDA Margin(EM)为12.5%,对比19Q3/24Q3/25Q2的9.8%/13.8%/9.6%。我们认为公司:1)GGR环比继续下滑且恢复低于行业水平;2)Q3市场份额继续环比下跌,上葡京份额在Q2低基数下稍有反弹但或已爬坡乏力;3)EM环比回升但后续仍待观察。维持“持有”。

## GGR、VIP和中场恢复不及行业,上葡京市占爬坡乏力

按博彩业务看,25Q3 GGR为71.4亿港元,同比-5%,环比-2%,恢复至19Q3的75%(行业为88%);VIP 7.1亿港元,同比-8%,环比+55%,恢复至19Q3的25%(行业为54%);中场57.4亿港元,同比-6%,环比-6%,恢复至19Q3的91%(行业为118%);老虎机6.9亿港元,同比+11%,环比-3%,恢复至19Q3的231%(行业为90%)。按物业,25Q3上葡京总收入19.1亿港元,同比+7%,环比+13%;EBITDA为1.1亿港元,EM为5.8%,对比24Q3/25Q2的9.3%/-4.0%。25Q3上葡京市占率2.6%,对比25Q1/25Q2为2.8%/2.3%,入住率94.9%,24Q3/25H1为98.9%/98.1%。新葡京总收入为20.0亿港元,同比-1%,环比+7%;EBITDA为4.7亿港元,EM为23.5%,对比24Q3/25Q2的27.0%/22.6%;入住率98.0%,对比24Q3/25H1为98.9%/98.6%。卫星娱乐场GGR 23.5亿港元,同比-15%,环比-16%;EBITDA为0.53亿港元;EM为2.3%,对比25Q2的2.6%。

## 卫星娱乐场已停业三家,桌台资源整合成效仍有待观察

澳博旗下七间卫星娱乐场运营将于25年底前有序结束,继君怡娱乐场于7/31停业后,英皇娱乐场也于10/30关闭,励宫娱乐场和皇家金堡娱乐场分别于11/13和11/22起停止运营。公司在Q3电话会上表示正在谈判收购澳门凯旋门娱乐场及十六浦娱乐场所在物业,结果将于25年底之前公告。此前公司计划向控股股东收购位于葡京酒店内约7504平方米的前博彩区域,并入葡京娱乐场,并配置卫星娱乐场的部分桌台及老虎机,其中首个翻新部分即将开业。公司在Q3电话会上表示也将合理分配桌台资源至上葡京,据我们估计澳博卫星娱乐场约450张中场桌台(公司共1250张中场桌台),我们认为在上葡京爬坡乏力,本身物业的桌台产能仍有空余的情况下,重组收益仍需观察。非博彩方面,澳博延续以往策略发力美食与体育,旗下天巢法国餐厅第六度荣获《The World of Fine Wine》全球“Champions' League”,并于10/16-10/19承办澳门高尔夫球公开赛。

## 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扶持、居民财富效应及非博彩业务协同。非博彩方面,我们建议关注11/7-11/21的第十五届全运会和11/13-11/16的格兰披治大赛车赛事(期间澳门旅游局预计日均访澳旅客量将达约12.5万人次)。

## 维持“持有”和目标价3.0港元,对应26E 8.8x EV/EBITDA

我们维持25/26/27E GGR 307/316/324亿港元和经调整EBITDA预测46/46/48亿港元。考虑到公司面临卫星娱乐场整合不确定性及市场竞争,我们维持给予公司26E 8.8x EV/EBITDA,维持目标价3.0港元,维持“持有”。

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。

## 盈利预测与估值

我们维持公司 25/26/27 博彩毛收入预测 307/316/324 亿港元。我们维持 25/26/27 年经调整 EBITDA 预测 46/46/48 亿港元, 维持 25/26/27 净利润预测 8/11/14 亿港元。我们认为公司: 1) GGR 环比继续下滑且恢复低于行业水平; 2) Q3 市场份额继续环比下跌, 上葡京份额在 Q2 低基数下稍有反弹但或已爬坡乏力; 3) EM 环比回升但后续仍待观察。考虑到公司面临卫星娱乐场整合不确定性, 叠加市场竞争加剧下公司尚未形成有效的运营策略框架, GGR 连续环比下滑且上葡京爬坡乏力, 我们维持给予公司 26E 8.8x EV/EBITDA, 低于港股博彩企业均值 9.1x, 维持目标价 3.0 港元, 维持“持有”。

图表1: 澳博目标价测算

	2026E
经调整 EBITDA (百万港元)	4,644
预测 EV/EBITDA (倍)	8.8
企业价值 (百万港元)	40,865
现金 (百万港元)	6,049
长短期债务 (百万港元)	25,600
少数股东权益 (百万港元)	354
市值 (百万港元)	20,960
总股数 (百万)	7,102
<b>目标价 (港元)</b>	<b>3.0</b>

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 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							40.13	15.47	12.45	10.05	9.08	8.43
银河娱乐	27 HK	6.16	6.61	7.15	1.77	1.94	2.10	17.68	16.11	14.96	12.07	11.04	10.16
金沙中国	1928 HK	7.36	7.99	8.46	2.23	2.52	2.72	21.27	16.80	14.54	12.71	11.27	10.44
永利澳门	1128 HK	3.75	3.98	4.14	0.95	1.04	1.08	15.39	11.36	9.76	7.93	7.25	6.96
澳博控股	880 HK	3.79	3.69	3.97	0.47	0.58	0.65	151.27	23.84	15.41	11.29	9.17	8.25
美高梅中国	2282 HK	4.32	4.51	4.67	1.15	1.19	1.24	12.31	11.29	10.41	8.89	8.58	8.28
新濠国际	200 HK	5.19	5.44	5.69	1.28	1.33	1.46	22.85	13.42	9.65	7.40	7.14	6.50
美股博彩企业	均值							15.78	22.95	14.24	8.84	8.34	7.91
金沙集团	LVS US	12.66	13.31	14.02	4.78	5.07	5.38	22.73	20.75	18.75	12.10	11.39	10.74
美高梅国际	MGM US	17.34	17.62	17.99	4.65	4.82	5.06	17.00	15.04	11.45	8.39	8.10	7.71
永利度假	WYNN US	7.09	7.37	7.69	2.03	2.14	2.24	27.28	21.45	19.42	11.07	10.49	10.01
新濠博亚	MLCO US	5.14	5.31	5.53	1.31	1.33	1.40	16.24	12.29	9.30	7.66	7.55	7.16
凯撒娱乐	CZR US	11.48	11.80	12.10	3.66	3.84	4.01		69.11	23.81	7.71	7.36	7.05
佩恩国民博彩	PENN US	6.93	7.21	7.55	1.48	1.81	1.97	0.00	11.55	7.00	8.49	6.91	6.38
博伊德赌场	BYD US	3.97	3.86	3.87	1.32	1.31	1.36	11.43	10.48	9.95	6.49	6.57	6.32
美股高端酒店	均值							45.04	30.05	25.60	18.21	16.90	15.64
万豪酒店	MAR US	26.24	26.65	29.06	5.36	5.70	6.10	29.00	25.63	22.91	17.61	16.57	15.49
希尔顿酒店	HLT US	11.94	12.87	13.98	3.71	3.99	4.34	34.08	30.15	26.18	20.29	18.86	17.35
洲际酒店	IHG US	3.90	3.64	3.96	1.35	1.44	1.55	25.88	22.89	20.27	17.29	16.21	15.09
凯悦酒店	H US	7.11	7.43	7.87	1.16	1.28	1.40	91.22	41.53	33.04	17.63	15.97	14.63

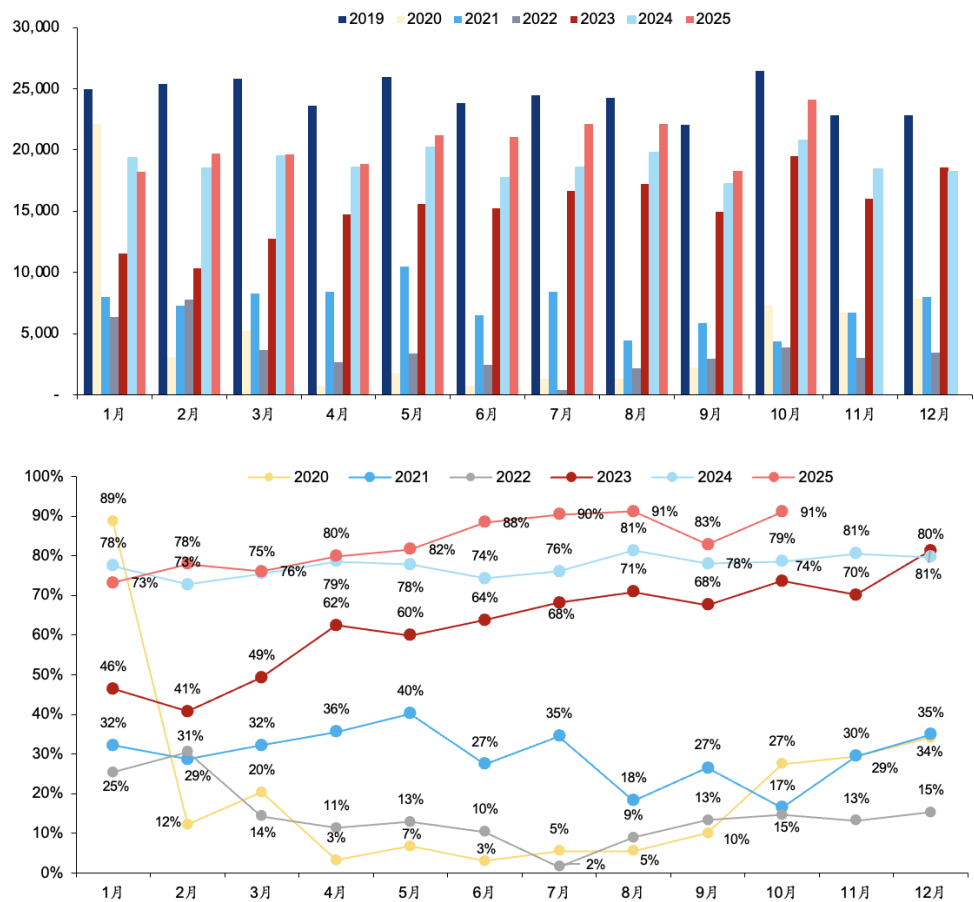
资料来源: Bloomberg 一致预期、华泰研究; 注: 港股截至 11 月 13 日收盘价, 美股截至 11 月 12 日收盘价;

图表3：澳门卫星娱乐场桌台情况

卫星娱乐场名称	所属博企	桌台数量	老虎机数量
十六浦娱乐场			
金碧汇彩娱乐场			
君怡娱乐场			
皇家金堡娱乐场			
财神娱乐场	澳博控股	~451	
英皇宫殿娱乐场			
澳门凯旋门娱乐场			
励宫娱乐场			
置地娱乐场			
华都娱乐场	银河娱乐	13	
骏龙娱乐场	新濠博亚	~16	
<b>合计</b>		<b>480</b>	<b>270</b>

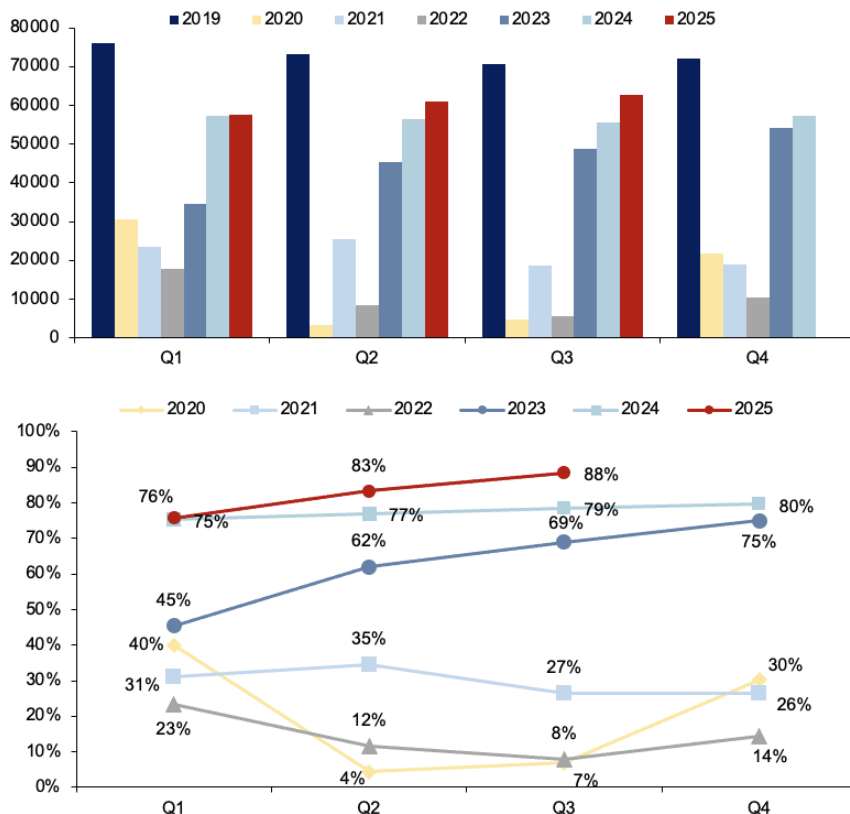
资料来源：GGRAsia、公司公告、华泰研究

图表4：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）



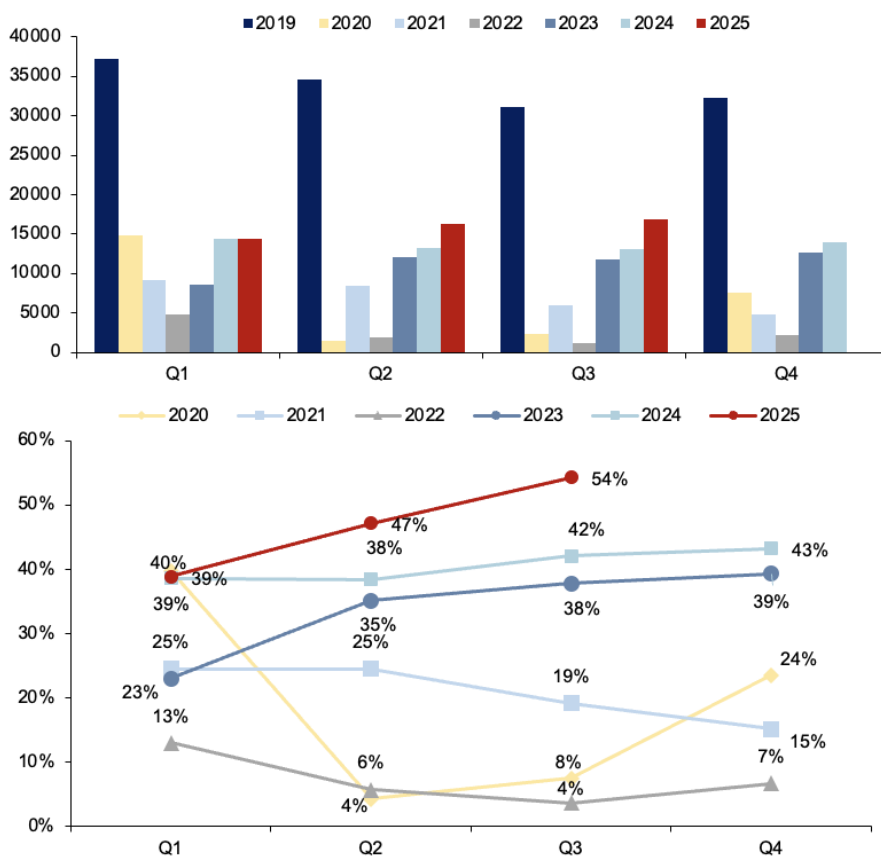
资料来源：DICJ、华泰研究

图表5: 澳门博彩总收入对比 2019 年的恢复情况 (按季度) (百万澳门元)



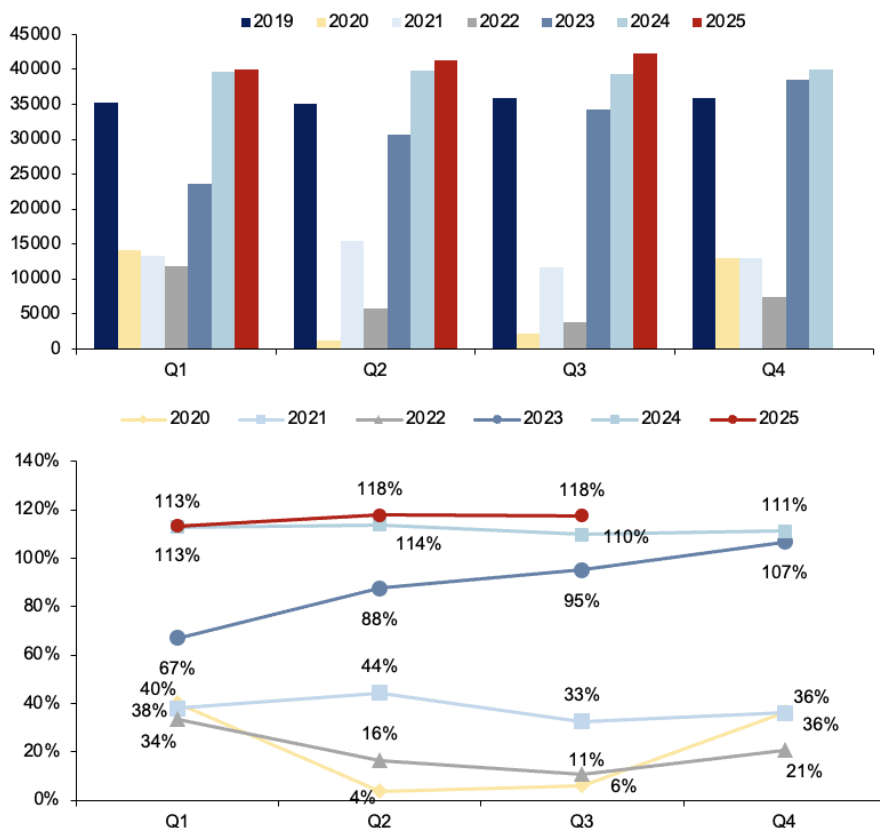
资料来源: DICJ、华泰研究

图表6: 澳门 VIP 收入对比 2019 年的恢复情况 (按季度) (百万澳门元)



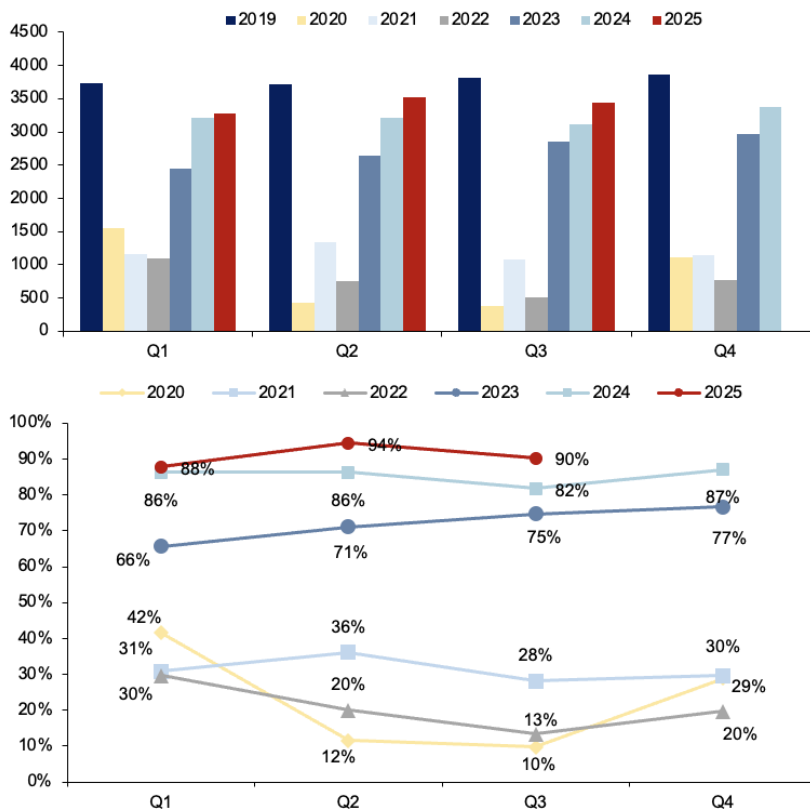
资料来源: DICJ、华泰研究

图表7：澳门中场收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



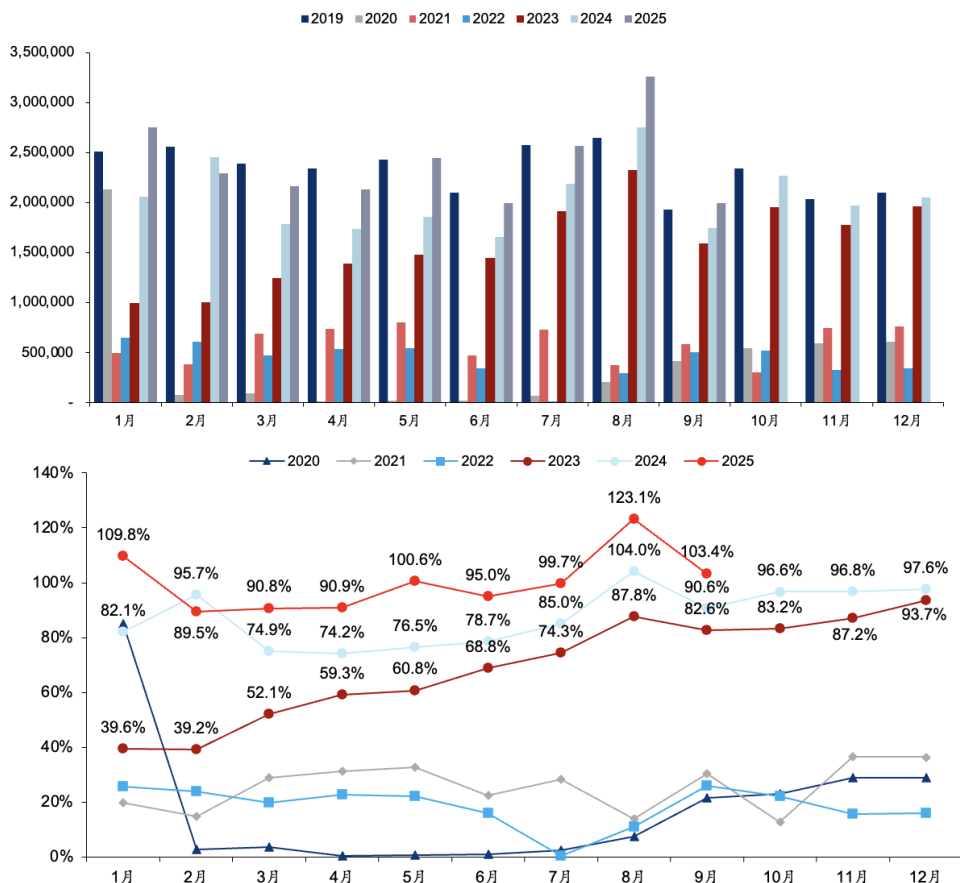
资料来源：DICJ、华泰研究

图表8：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



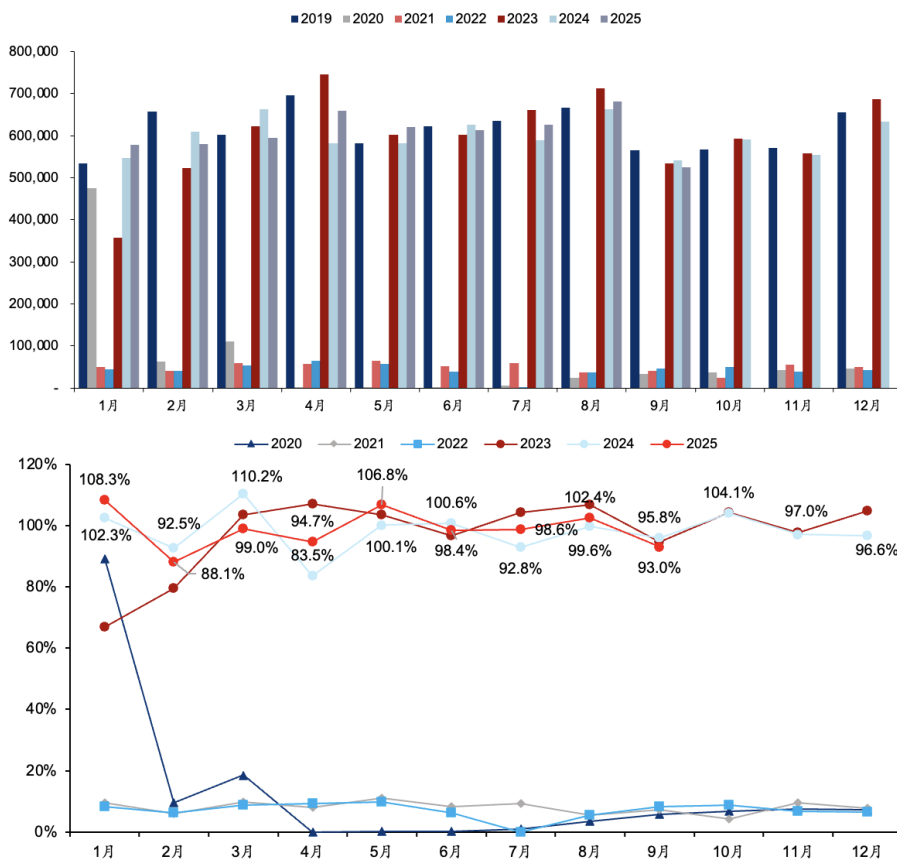
资料来源：DICJ、华泰研究

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



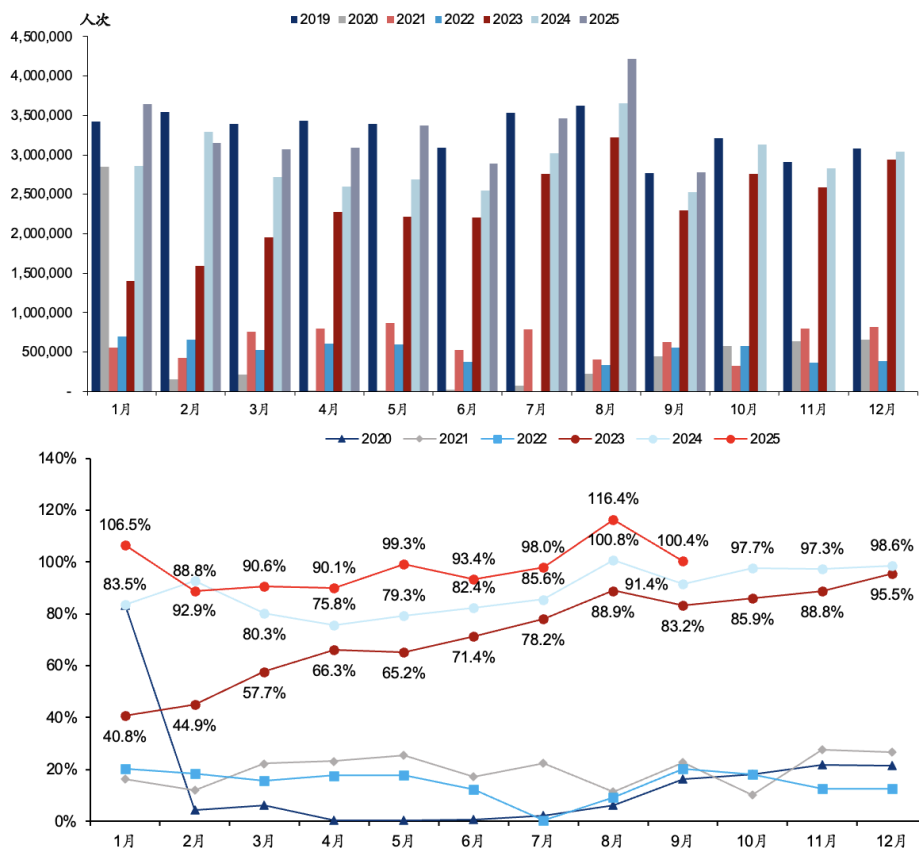
资料来源: 澳门统计局、华泰研究

图表10: 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11: 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12: 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「赢到开卷」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: JossGavin 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玛希露个人巡回演唱会‘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13: 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%	39%	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%	75%	5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	13%	25%

恢复至2019年水平	中场/Mass											老虎机/Slot										
	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%	91%	87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%	250%	231%

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表14: 2023年以来澳门博企EBITDA同比和环比增速 (%)

	EBITDA同比 (YoY)											EBITDA环比 (QoQ)										
	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%	-15%	103%	1287%	32%	24%	23%	1%	19%	-4%	-4%	-28%	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%	93%

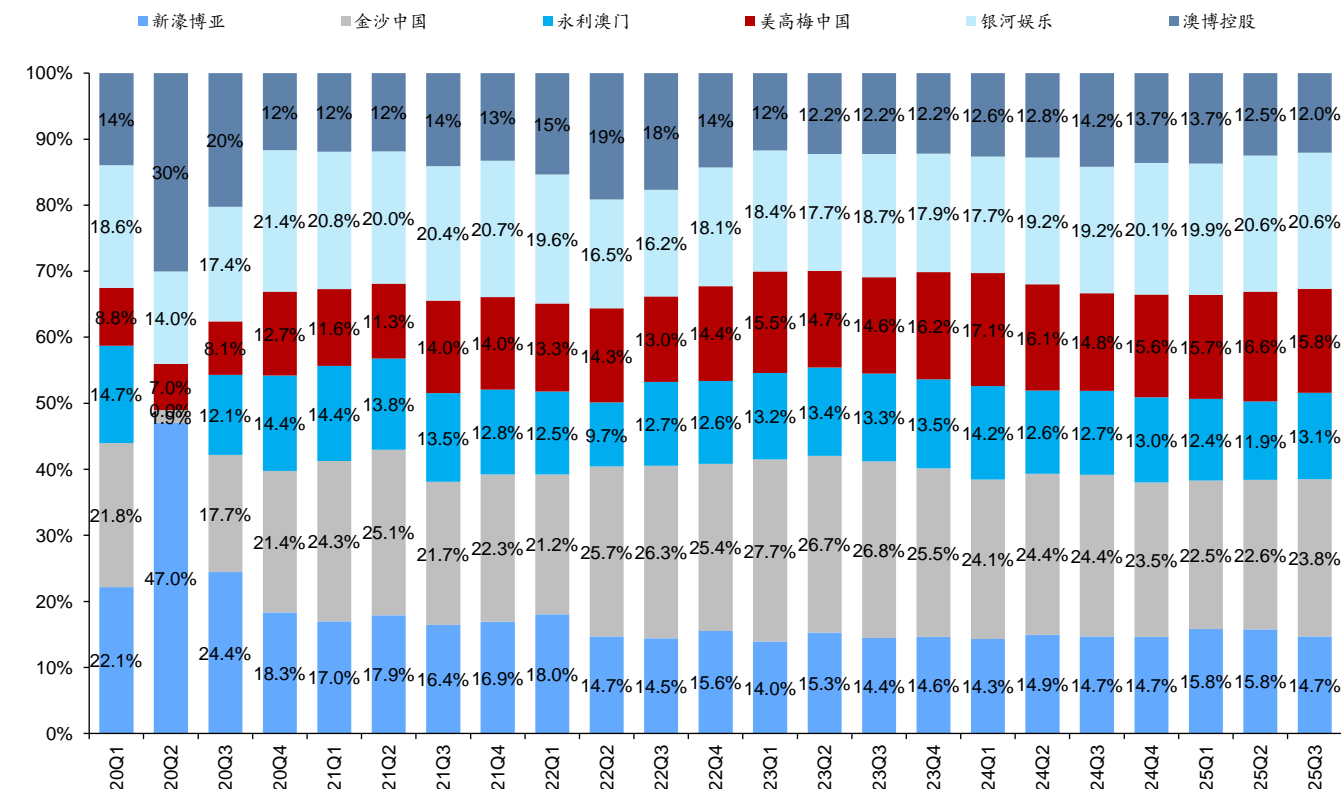
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表15: 2019年以来澳门博彩营收同比增速(%)

		Macau GGR同比增长(%)																								
GGR		19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3		
行业数据		0%	0%	-4%	-8%	-22%	685%	284%	-13%	-25%	-67%	-70%	-46%	95%	436%	779%	421%	65%	24%	14%	6%	1%	8%	13%		
新濠博亚		-1%	15%	17%	4%	-40%	187%	151%	-20%	-21%	-73%	-73%	-49%	54%	463%	774%	383%	69%	22%	15%	7%	12%	14%	12%		
金沙中国		8%	0%	-5%	-4%	-13%	10430%	357%	-10%	-35%	-66%	-63%	-37%	160%	462%	792%	417%	44%	14%	3%	-2%	-6%	0%	9%		
永利澳门		-3%	-2%	-21%	-21%	-23%	breakeven	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%	17%	8%	2%	-12%	2%	15%		
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%	-7%	12%	20%		
银河娱乐		-11%	-12%	-11%	-16%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	908%	411%	59%	35%	16%	19%	14%	16%	21%		
澳博控股		-5%	-10%	-13%	-8%	-33%	200%	160%	-1%	-4%	-46%	-61%	-40%	53%	246%	502%	339%	77%	31%	31%	20%	10%	5%	-5%		
VIP		19Q1 <th>19Q2</th> <th>19Q3</th> <th>19Q4</th> <th>21Q1</th> <th>21Q2</th> <th>21Q3</th> <th>21Q4</th> <th>22Q1</th> <th>22Q2</th> <th>22Q3</th> <th>22Q4</th> <th>23Q1</th> <th>23Q2</th> <th>23Q3</th> <th>23Q4</th> <th>24Q1</th> <th>24Q2</th> <th>24Q3</th> <th>24Q4</th> <th>25Q1</th> <th>25Q2</th> <th>25Q3</th>	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3		
行业数据		-13%	-16%	-22%	-23%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%	10%	11%	10%	1%	23%	29%		
新濠博亚		-8%	7%	16%	-6%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%	7%	54%	28%	30%		
金沙中国		0%	-13%	-36%	-20%	-9%	breakeven	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	-15%	27%	-13%	-16%		
永利澳门		7%	-9%	-41%	-39%	-41%	breakeven	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%	4%	-34%	6%	30%		
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%	-23%	47%	47%		
银河娱乐		-24%	-25%	-27%	-29%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1352%	514%	64%	49%	35%	69%	52%	73%	86%		
澳博控股		-19%	-31%	-43%	-28%	-59%	115%	62%	-62%	-39%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%	4%	132%	44%	-1%	-14%	-8%		
中场		19Q1 <th>19Q2</th> <th>19Q3</th> <th>19Q4</th> <th>21Q1</th> <th>21Q2</th> <th>21Q3</th> <th>21Q4</th> <th>22Q1</th> <th>22Q2</th> <th>22Q3</th> <th>22Q4</th> <th>23Q1</th> <th>23Q2</th> <th>23Q3</th> <th>23Q4</th> <th>24Q1</th> <th>24Q2</th> <th>24Q3</th> <th>24Q4</th> <th>25Q1</th> <th>25Q2</th> <th>25Q3</th>	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3		
行业数据		18%	21%	19%	9%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	4%	0%	3%	7%		
新濠博亚		9%	29%	22%	12%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%	7%	4%	12%	9%		
金沙中国		13%	5%	9%	3%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%	17%	4%	-4%	-9%	1%	12%		
永利澳门		2%	8%	7%	5%	-2%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%	32%	9%	1%	-7%	0%	13%		
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%	-4%	9%	18%		
银河娱乐		9%	7%	11%	0%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	888%	400%	57%	32%	13%	11%	6%	6%	13%		
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%	-6%		
老虎机		19Q1 <th>19Q2</th> <th>19Q3</th> <th>19Q4</th> <th>21Q1</th> <th>21Q2</th> <th>21Q3</th> <th>21Q4</th> <th>22Q1</th> <th>22Q2</th> <th>22Q3</th> <th>22Q4</th> <th>23Q1</th> <th>23Q2</th> <th>23Q3</th> <th>23Q4</th> <th>24Q1</th> <th>24Q2</th> <th>24Q3</th> <th>24Q4</th> <th>25Q1</th> <th>25Q2</th> <th>25Q3</th>	19Q2	19Q3	19Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3		
行业数据						-26%	211%	187%	2%	112%	97%	165%	159%	0%	0%	0%	0%	32%	21%	9%	14%	2%	9%	10%		
新濠博亚		-11%	-14%	-7%	16%	-10%	75%	136%	30%	-2%	-40%	-42%	-37%	60%	126%	203%	176%	17%	20%	9%	7%	9%	6%	8%		
金沙中国		2%	9%	15%	3%	-35%	748%	216%	4%	-27%	-43%	-54%	-46%	307%	495%	960%	674%	43%	10%	5%	0%	-2%	10%	13%		
永利澳门		-8%	1%	17%	-6%	-23%	458%	193%	-27%	-5%	-65%	-40%	-17%	79%	337%	210%	199%	37%	20%	35%	8%	-6%	12%	9%		
美高梅中国		39%	-7%	3%	-3%	5%	414%	243%	-1%	-18%	-42%	-70%	-44%	78%	186%	582%	306%	51%	42%	21%	21%	-1%	-1%	12%		
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%	11%		

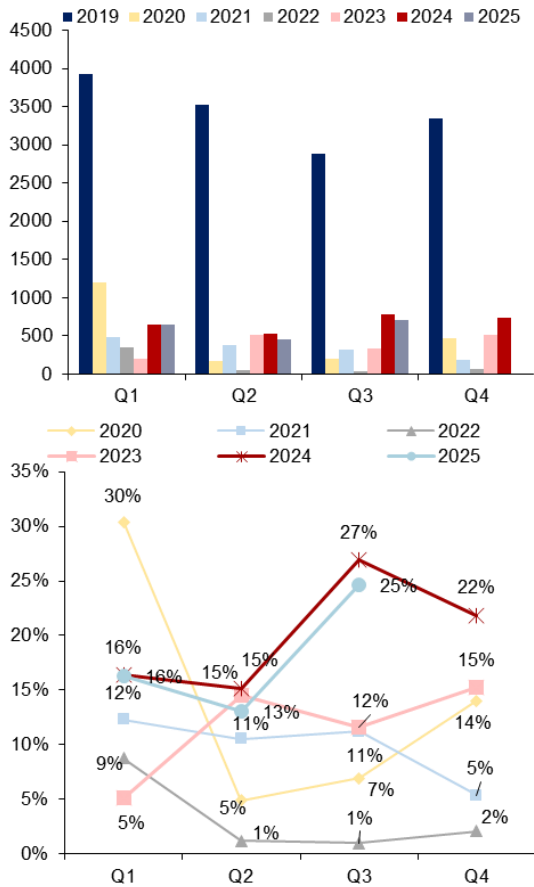
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表16: 2020年以来澳门博彩市占率(%)



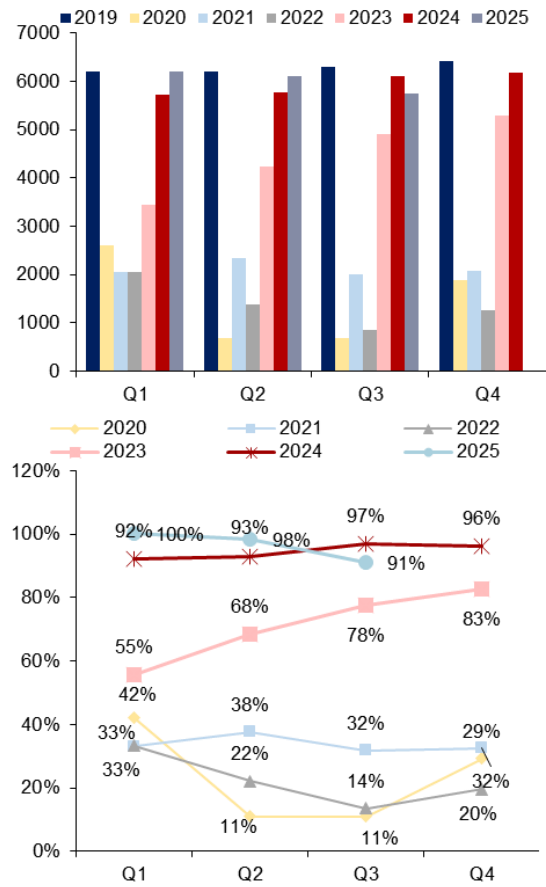
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表17: 澳博VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



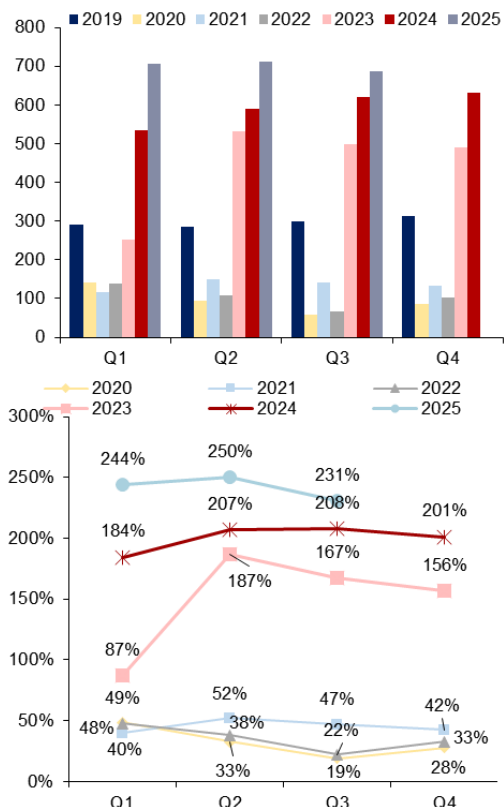
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表18: 澳博中场业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



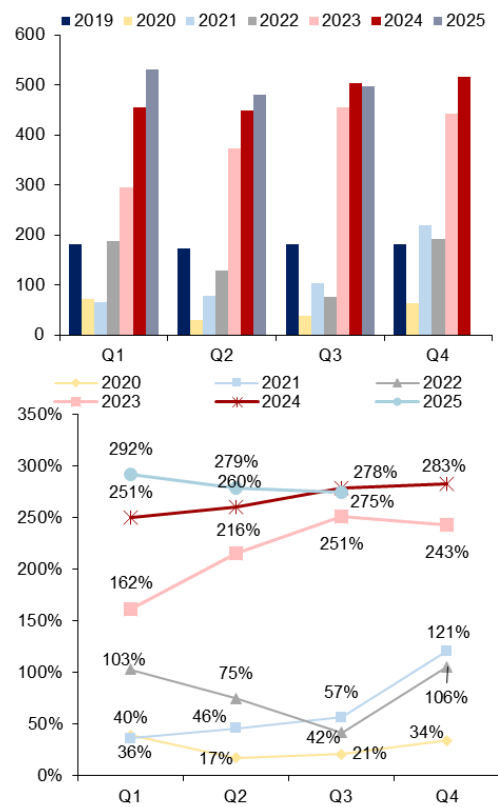
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表19: 澳博老虎机业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



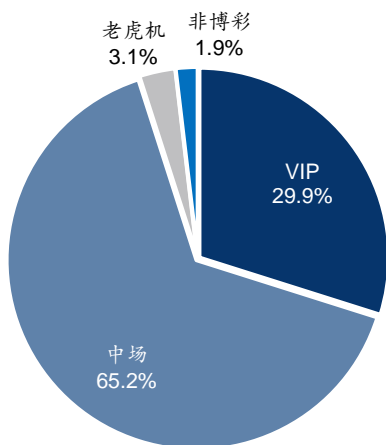
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表20: 澳博非博彩业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



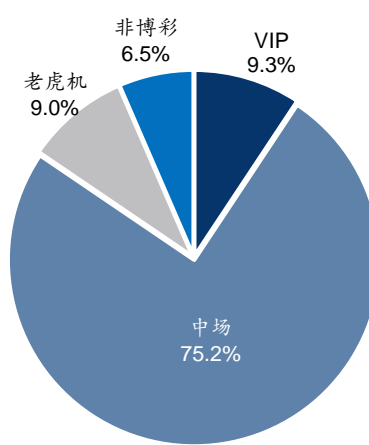
资料来源: 澳博公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表21: 澳博 19Q3 各业务收入占比



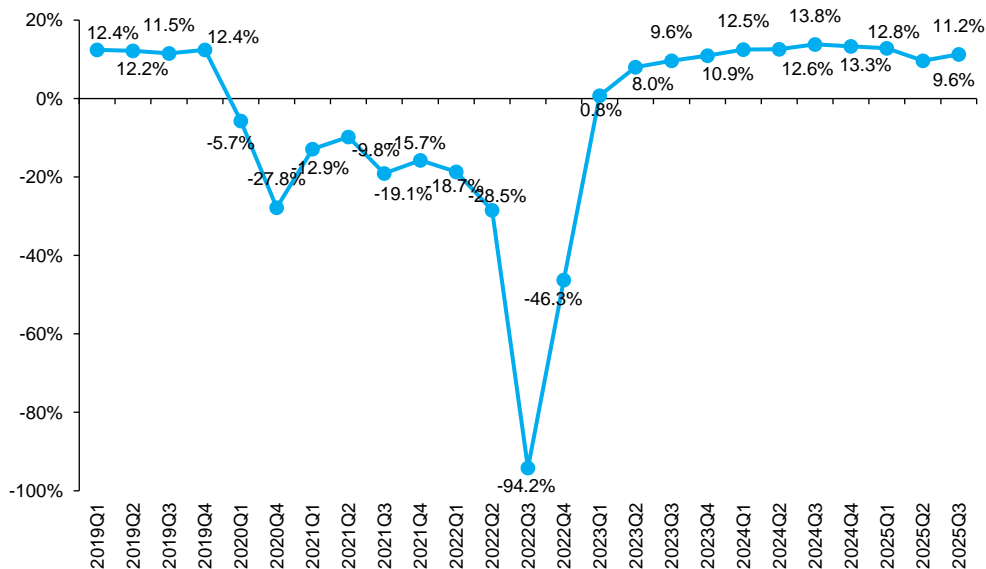
资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表22: 澳博 25Q3 各业务收入占比



资料来源: 澳博公告、华泰研究

图表23: 澳博 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: 澳博公告、华泰研究

风险提示

1. **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。
2. **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。
3. **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	21,623	28,769	31,184	32,248	33,247
销售成本	(9,119)	(12,269)	(13,128)	(13,785)	(14,331)
<b>毛利润</b>	<b>12,505</b>	<b>16,500</b>	<b>18,056</b>	<b>18,464</b>	<b>18,915</b>
销售及分销成本	(3,825)	(5,072)	(5,833)	(5,862)	(5,979)
管理费用	(8,838)	(9,655)	(9,674)	(9,771)	(9,868)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(1,930)	(1,893)	(1,688)	(1,639)	(1,609)
应占联营公司利润及亏损	(1.30)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>(1,839)</b>	<b>158.80</b>	<b>860.93</b>	<b>1,192</b>	<b>1,459</b>
税费开支	(36.10)	(52.30)	(8.02)	(11.11)	(13.60)
少数股东损益	134.80	103.30	42.65	59.04	72.25
<b>归母净利润</b>	<b>(2,010)</b>	<b>3.20</b>	<b>810.26</b>	<b>1,122</b>	<b>1,373</b>
折旧和摊销	(1,667)	(1,749)	(1,171)	(1,367)	(1,571)
EBITDA	1,727	3,764	4,615	4,644	4,821
EPS (港币, 基本)	(0.28)	0.00	0.11	0.16	0.19

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	147.90	148.10	155.51	155.51	163.28
应收账款和票据	707.50	867.60	625.23	660.97	673.18
现金及现金等价物	3,542	2,208	5,256	6,049	7,473
其他流动资产	38.70	37.90	37.90	38.90	39.90
<b>总流动资产</b>	<b>4,436</b>	<b>3,262</b>	<b>6,074</b>	<b>6,904</b>	<b>8,349</b>
固定资产	38,354	37,566	37,548	37,334	37,147
无形资产	2,297	2,098	2,098	2,098	2,098
其他长期资产	7,036	10,503	7,711	7,777	7,855
<b>总长期资产</b>	<b>45,306</b>	<b>45,463</b>	<b>47,357</b>	<b>47,209</b>	<b>47,100</b>
<b>总资产</b>	<b>49,740</b>	<b>48,725</b>	<b>53,432</b>	<b>54,113</b>	<b>55,449</b>
应付账款	4,236	5,095	5,197	5,197	5,301
短期借款	1,002	1,761	1,589	1,433	1,294
其他负债	37.50	77.00	75.46	75.46	73.95
<b>总流动负债</b>	<b>5,276</b>	<b>6,933</b>	<b>6,861</b>	<b>6,706</b>	<b>6,689</b>
长期债务	27,179	24,859	24,120	23,752	23,566
其他长期债务	3,050	2,504	2,503	2,564	2,715
<b>总长期负债</b>	<b>30,229</b>	<b>27,364</b>	<b>26,623</b>	<b>26,316</b>	<b>26,282</b>
股本	14,415	14,415	14,415	14,415	14,415
储备/其他项目	(479.50)	(491.00)	4,943	5,969	7,658
股东权益	14,085	14,176	19,652	20,737	22,073
少数股东权益	149.60	251.90	294.55	353.59	425.84
<b>总权益</b>	<b>14,235</b>	<b>14,428</b>	<b>19,947</b>	<b>21,091</b>	<b>22,499</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(9.68)	6,081	24.02	34.69	42.52
PB	1.38	1.37	0.99	1.88	2.64
EV EBITDA	27.41	12.41	9.27	8.96	8.31
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	10.90	13.09	14.80	15.65	17.78

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	1,727	3,764	4,615	4,644	4,821
融资成本	1,930	1,893	1,688	1,639	1,609
营运资本变动	2,629	70.90	337.49	26.96	233.18
税费	(36.10)	(52.30)	(8.02)	(11.11)	(13.60)
其他	(2,811)	(2,360)	180.92	(2,187)	(1,896)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,439</b>	<b>3,315</b>	<b>6,814</b>	<b>4,112</b>	<b>4,753</b>
CAPEX	(2,268)	(1,304)	(1,153)	(1,153)	(1,384)
其他投资活动	1,113	(215.00)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,155)</b>	<b>(1,519)</b>	<b>(1,153)</b>	<b>(1,153)</b>	<b>(1,384)</b>
债务增加量	(3,497)	(1,744)	(914.81)	(526.59)	(325.55)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	2,759	(1,310)	(1,698)	(1,639)	(1,620)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(738.48)</b>	<b>(3,054)</b>	<b>(2,613)</b>	<b>(2,166)</b>	<b>(1,946)</b>
现金变动	1,546	(1,258)	3,048	792.91	1,424
年初现金	6,856	3,542	2,208	5,256	6,049
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>3,542</b>	<b>2,208</b>	<b>5,256</b>	<b>6,049</b>	<b>7,473</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	223.77	33.05	8.39	3.41	3.10
毛利润	247.74	31.95	9.43	2.26	2.45
营业利润	(97.04)	(1,219)	43.76	11.07	8.36
净利润	(74.23)	(100.16)	25,221	38.46	22.37
EPS	(74.23)	(100.16)	25,221	38.46	22.37
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	57.83	57.35	57.90	57.25	56.89
EBITDA	7.99	13.08	14.80	14.40	14.50
净利润率	(9.29)	0.01	2.60	3.48	4.13
ROE	(13.36)	0.02	4.79	5.56	6.41
ROA	(3.93)	0.01	1.59	2.09	2.51
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	174.93	172.21	104.07	92.28	78.77
流动比率	0.84	0.47	0.89	1.03	1.25
速动比率	0.81	0.45	0.86	1.01	1.23
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.42	0.58	0.61	0.60	0.61
应收账款周转天数	11.67	9.86	8.62	7.18	7.22
应付账款周转天数	157.73	136.89	141.12	135.73	131.86
存货周转天数	5.82	4.34	4.16	4.06	4.00
现金转换周期	(140.24)	(122.69)	(128.34)	(124.49)	(120.63)
<b>每股指标 (港币)</b>					
EPS	(0.28)	0.00	0.11	0.16	0.19
每股净资产	1.98	2.00	2.77	2.92	3.11

## 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。
- 澳博控股（880 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。
- 澳博控股（880 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