

银河娱乐 Galaxy Entertainment (27 HK)

首次覆盖：博彩版图持续扩大，尽显综合实力

Gambling Landscape Continues to expand, Showing Comprehensive Strength: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$38.78
目标价	HK\$47.50
HTI ESG	4.3-4.0-4.5
E-S-G: 0-5. (Please refer to the Appendix for ESG comments)	
市值	HK\$169.83bn / US\$21.82bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$61.55mn
发行股票数目	4,379mn
自由流通股 (%)	45%
1 年股价最高最低值	HK\$43.50-HK\$25.55
注：现价 HK\$38.78 为 2025 年 12 月 11 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-3.6%	-5.0%	9.9%
绝对值 (美元)	-3.7%	-4.9%	9.8%
相对 MSCI China	1.3%	-2.4%	-17.5%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	43,432	48,297	52,600	56,837
Revenue (+/-)	22%	11%	9%	8%
Net profit	8,759	11,164	12,560	12,705
Net profit (+/-)	28%	27%	13%	1%
Diluted EPS (Rmb)	2.00	2.55	2.87	2.90
GPM	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ROE	11.6%	13.7%	14.3%	13.5%
P/E	19	15	14	13

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

投资要点：行业整体恢复节奏加快，并且增长韧性有望延续至 2026 年。在此背景下，银河娱乐的三大看点，使其兼具成长性与防御性：1) 资产负债率长期保持较低水平，现金储备充足，构建高安全边际；2) 拥有支撑未来业绩增长的项目储备，银河娱乐第四期项目预计新增 1500 间酒店客房，将成为驱动公司下一轮增长的引擎；3) 赌桌份额第三，但通过卓越的营运能力，公司的博彩毛收入份额排名第二。我们给予公司 2026E 10x EV/EBITDA，对应市值为 2080.1 亿港元，对应股价为 47.5 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

围绕博彩业务提供多元化服务，早期侧重 VIP 业务，现转型高端中场业务。公司博彩毛收入取得稳健表现，具备增长势能。2024 年，公司的博彩毛收入达 411.5 亿港元，同比增长 29.7%，恢复至 2019 年的 69.3%。我们认为，公司未来博彩毛收入的增长或受 3 方面因素带动：1) 在竞争激烈的市场环境下，公司积极布局并推进高端中场板块，在高端中场板块具备优势；2) 持续发挥旗下会展设施和银河综艺馆的竞争优势，举办多场娱乐表演及体育赛事吸引游客，此外，与大麦娱乐的深化战略合作，将推动大型现场项目升级；3) 澳门银河第四期项目建成后将进一步增加公司竞争力。公司早期定位于 VIP 业务，后续将重心转移至利润较高的中场博彩业务，特别是高端中场，高端中场引领公司博彩毛收入的增长。2024 年，公司的盈利表现持续向好，经调整物业 EBITDA 达 121.9 亿港元，同比增长 22.4%，恢复至 2019 年的 74.0%，经调整 EBITDA 利润率为 28.1%。

行业 GGR 恢复节奏加快，增长韧性有望延续至 2026 年，高端中场竞争激烈，卫星娱乐场将于年底关闭。2025 年 1-11 月，澳门博彩累计毛收入达 2265.15 亿澳门元，同比增长 8.6%，恢复至 2019 年同期水平的 84.0%。受到人民币升值、股票市场回升、金价及房价提高、签证放松、旅游需求旺盛及贸易战稳定等诸多因素，6-8 月澳门博彩市场表现超预期，GGR 达双位数的增长，分别为 19%/19%/12%。此外，10 月旺季及 11 月淡季，行业 GGR 连续两个月录得双位数增幅，强劲表现亦超市场预期。我们预计，2026 年行业 GGR 有望达 2754.9.3 亿澳门元，恢复至 2019 年的 94.2%。分季度看，我们预计 26Q1/26Q2/26Q3/26Q4 的行业 GGR 同比分别增长 23.3%/11.5%/7.2%/4.4%，分别恢复至 2019 年的 93.3%/92.9%/94.8%/95.9%。卫星娱乐场将于年底停止营运，卫星娱乐场 5.1% 的市场份额将释放，位于澳门半岛的其他物业或将受益，澳门半岛的份额或将走低。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com

骆雅丽 Yali Luo
yl.luo@htisec.com

高端中场业务将持续引领行业博彩毛收入的增长，现已超过疫情前水平，各家也在积极布局高端中场板块，提供奢华酒店客房及相关配套服务，该板块竞争激烈。银河娱乐、美高梅中国及永利澳门在该板块具备优势。

银河娱乐，综合优势突出。1.从盈利能力角度：银河娱乐的经调整 EBITDA 利润率略低于金沙中国，随着加嘉佩乐酒店的开业，公司的经调整 EBITDA 及 EBITDA Margin 有望提升。2.从现金流质量角度：以金沙中国和银河娱乐为代表的百亿级别梯队，该梯队因其巨大的体量、庞大的中场业务和综合度假村收入，现金流最为雄厚展示出超强的“造血”能力，有助未来发展规划。3.从分红率角度：2023 年，银河娱乐、美高梅中国及永利澳门已经恢复派息，并且银河娱乐及美高梅中国的分红率已经高于 2019 年的水平。25H1，银河娱乐的分红率达 58%，超过市场预期，其雄厚的现金储备有望提升分红率。

盈利预测及估值：我们预计公司 2025-2027 年的净收益为 48297/52600/56837 百万港元，同比分别增长 11.2%/8.9%/8.1%，博彩毛收入为 47781/52604/56789 百万港元，同比分别增长 16.1%/10.1%/8.0%，经调整 EBITDA 为 13970/15233/16641 百万港元，经调整 EBITDA 利润率为 28.9%/29.0%/29.3%。参考可比公司估值，我们给予公司 2026E 10x EV/EBITDA，对应市值为 2080.1 亿港元，对应股价为 47.5 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长低于预期，澳门博彩监管政策趋严，海外博彩市场竞争加剧等。

1. 银河娱乐：澳门领先的度假城、酒店及博彩企业

1.1 积极打造崭新项目，业务版图持续扩大

银河娱乐主要在澳门发展及经营一系列综合度假城、零售、餐饮、酒店及娱乐项目，其前身为嘉华建材有限公司，由吕志和博士于 1987 年 5 月 19 日创立。吕志和博士乃香港建材业之翘楚，60 年代涉足地产发展，80 年代开始拓展酒店业务，90 年代初将业务拓展至中国内地，2002 年更投得澳门娱乐牌照，成为六个博彩营运商之一。2005 年，嘉华成功收购持有澳门政府发出的博彩批给之银河娱乐场股份有限公司，并于同年 10 月 26 日起易名为银河娱乐集团有限公司。吕志和博士多年深耕建筑及酒店业的专业经验，为日后银河娱乐的发展奠定基础。

图1 嘉华集团：业务架构



资料来源：嘉华集团官网，HTI

银河娱乐三大物业各具特色，覆盖不同客户群体。公司于澳门经营三个旗舰项目，包括位于澳门半岛、屡获殊荣的星级尊享项目星际酒店；位于路氹的豪华综合度假城澳门银河；以及毗邻澳门银河独一无二的娱乐及美食街地标澳门百老汇，是吃喝玩乐的人气热点，汇聚澳门特色及亚洲魅力。集团拥有的发展蓝图为澳门综合度假城运营商之中最大。随着位于路氹的新里程落成后，公司在路氹的度假城版图将超过 200 万平方米。

- **公司正在推进路氹第四期的发展：**该计划将令版图进一步扩大 60 万平方米。第四期计划包括多个新进驻澳门的高端酒店品牌，以及一座 5000 个座位的剧院、多元化的餐饮、零售、非博彩设施、园林、水上玩乐园区及娱乐场，**预计在 2027 年完成该项目。**
- **在澳门星际酒店，公司已开始进行一系列升级措施：**包括主博彩楼层、酒店大堂的抵达体验及增加餐饮选择。公司已经完成三楼的升级改造，澳门星际酒店现时拥有全澳门其中一个最大规模的直播电子赌桌游戏。这些升级措施旨在将星际酒店从以贵宾厅为主的酒店，转型为更具竞争力的中场酒店，**预计在 2026 年完成此项升级工程。**

图2 银河娱乐：三大物业



- > 占地140万平米，位于路氹地区
- > 第一期于2011年5月开业
- > 第二期于2015年5月开业
- > 第三期于2023年12月开业
- > 包括8间世界级酒店
- > 银河国际会议中心可容纳高达约8,500人的宴会活动或约16,000人的鸡尾酒会
- > 银河综艺馆能容纳多达16,000位宾客，为澳门最大的室内综艺馆



- > 2006年开业
- > 旗下首家五星级酒店
- > 位于澳门半岛



- > 于2015年5月开业
- > 通过天桥与澳门银河相连
- > 百老汇舞台设有约2500个座位
- > 地道街头美食概念

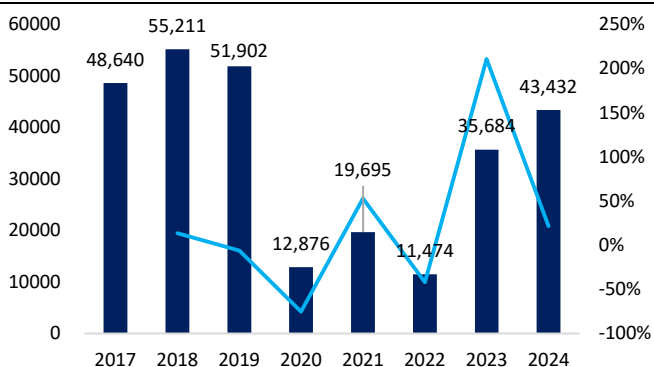
资料来源：嘉华集团官网，HTI

1.2 围绕博彩业务提供多元化服务

1.2.1 公司净收益及经调整 EBITDA 均恢复至约 2019 年的 85%

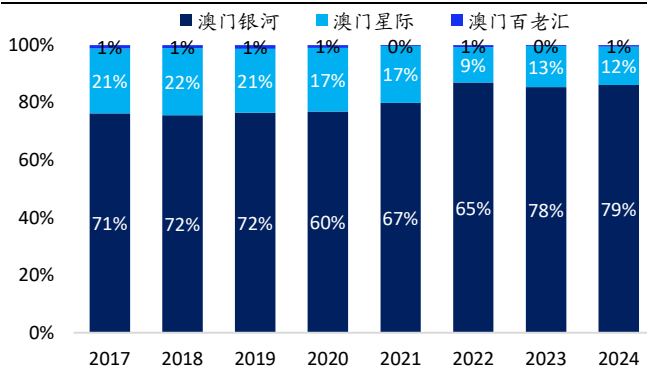
公司 2024 年净收益恢复至 2019 年的 84%，澳门银河贡献主要收益，其净收益占比呈逐年上升态势。2024 年，公司的净收益同比增长 21.7%至 434.3 亿港元，已恢复至 2019 年的 83.7%。其中，路氹标志性物业澳门银河为公司收入的主要贡献者，其 2024 年净收益占比达 79.4%，并呈逐年上升趋势。于 2025 年上半年，公司共举办了约 190 场娱乐、体育和会展活动，澳门银河的客流量较 2024 年同期增加 65%。我们认为，澳门银河嘉佩乐酒店的开业及第四期项目的落成，在提升公司竞争力的同时，有望带动公司的净收益进一步提高。

图3 银河娱乐：净收益及同比增速（百万港元）



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

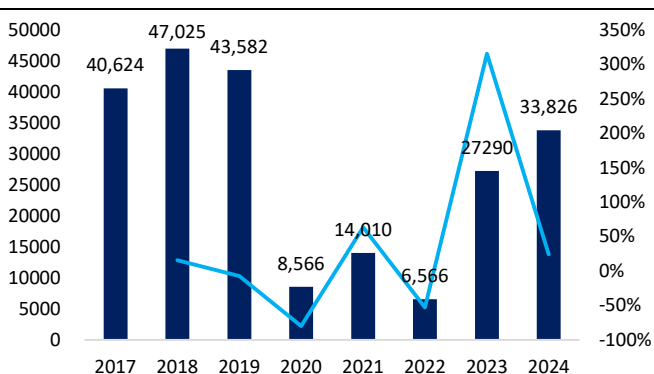
图4 银河娱乐：各物业净收益占比



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

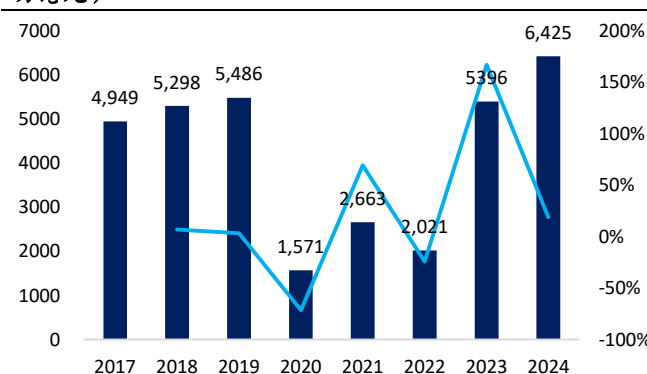
博彩业务是公司的核心收入来源，建筑材料业务提供小规模但稳定的收益。2024 年，博彩/非博彩（除建筑材料）板块的净收益分别为 338.3/64.3 亿港元，同比分别变动 +24.0%/+19.1%；恢复至 2019 年的 77.6%/117.1%。博彩业务增速更为显著，但非博彩业务恢复程度优于娱乐场业务。2024 年，博彩/酒店、购物中心及其他/建筑材料的净收益占比分别为 78%/15%/7%。博彩业务是公司的核心收入来源，建筑材料业务占比虽然不及 10%，但为公司提供稳定的收益，即使在疫情期间，其收益仍然维持稳定水平。

图5 银河娱乐：博彩业务净收益及增速（百万港元）



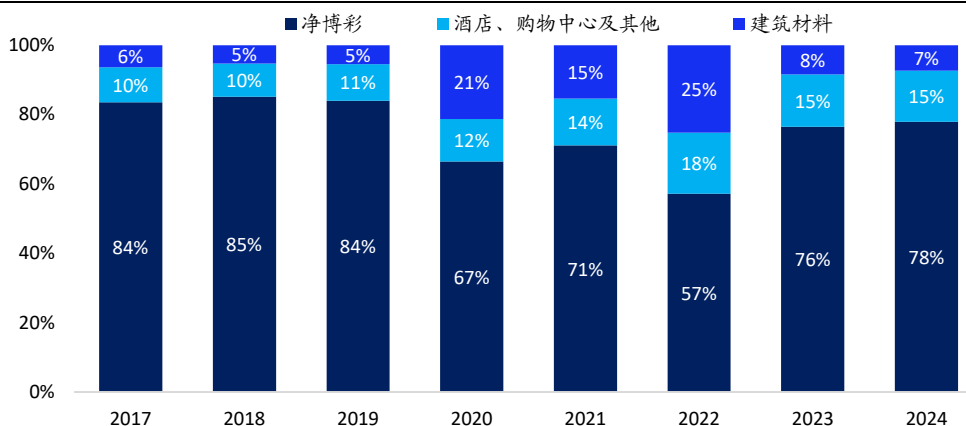
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图6 银河娱乐：非博彩业务净收益及增速（除建筑材料，百万港元）



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

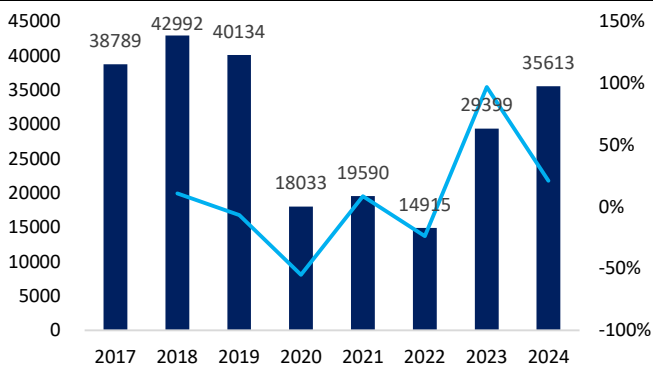
图7 银河娱乐：分板块业务占比 (%)



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

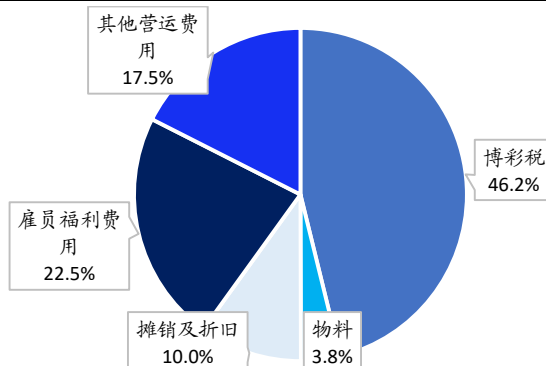
经营开支中，博彩税占比最高。2024 年，公司的经营开支达 356.1 亿港元，同比增长 21.1%，与净收益增长趋势一致，占净收益的比例为 82%。其中，博彩税/雇员福利费用/折旧及摊销/物料/其他营运费用占经营开支的比例分别为 46.2%/22.5%/10.0%/3.8%/17.5%，博彩税占比最高。根据澳门政府批给的博彩专营权及相关法例，公司须按博彩业务之博彩收益净额，缴付 35% 的博彩税及作出 5% 的公共发展及社会相关拨款。此外，在获许的外国人博彩区产生的博彩毛收入合资格获得 5% 的退税。

图8 银河娱乐：经营开支及增速（百万港元）



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

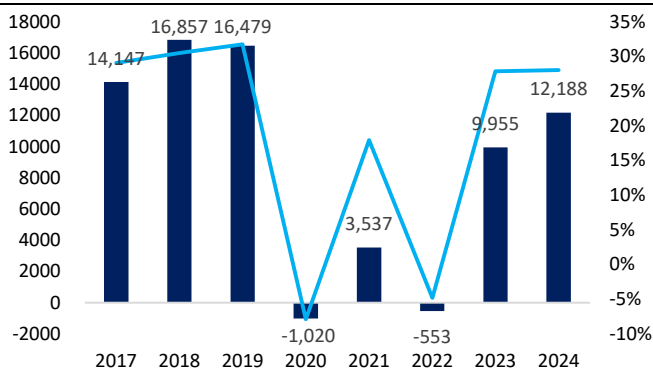
图9 银河娱乐：2024 年各经营开支占比



资料来源：公司 2024 年年报，HTI

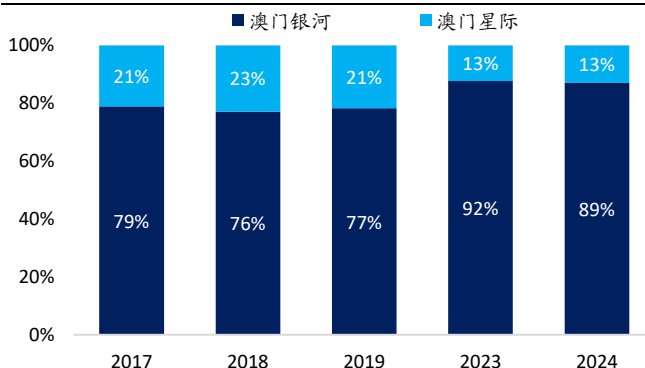
标志性物业澳门银河经调整 EBITDA 占比近 90%，并且恢复程度优于其他物业。2024 年，公司的盈利表现持续向好，经调整物业 EBITDA 达 121.9 亿港元，同比增长 22.4%，恢复至 2019 年的 74.0%，经调整 EBITDA 利润率为 28.1%。按物业划分，澳门银河/星际酒店/澳门百老汇的经调整 EBITDA 分别为 107.9/15.8/0.24 亿港元，分别恢复至 2019 年的 85.4%/41.6%/75.0%，占比分别为 89%/13%/1%，经调整 EBITDA 利润率分别为 31.3%/29.8%/10.9%。其中，卫星赌场华都娱乐场的经调整 EBITDA 为 0.14 亿港元，占比不足 1%，对应经调整 EBITDA 利润率为 6.7%。我们认为，华都娱乐场的关闭，对公司的盈利水平影响较小。

图10 银河娱乐：经调整 EBITDA 及 EBITDA 利润率 (%)



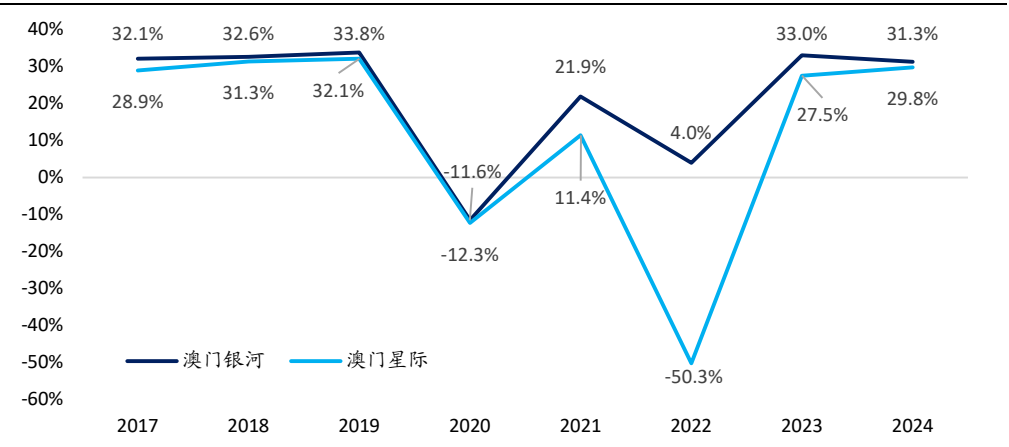
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图11 银河娱乐：各物业经调整 EBITDA 占比



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图12 银河娱乐：各物业 EBITDA Margin

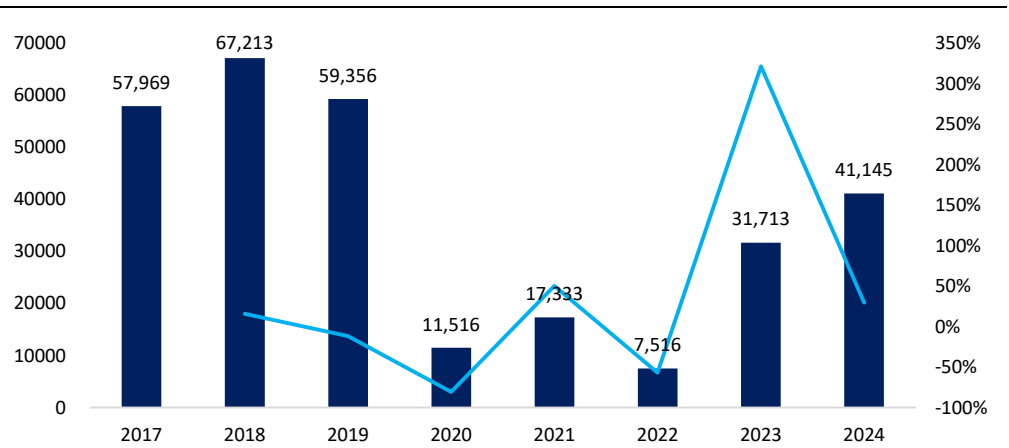


资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

1.2.2 博彩业务：向高端中场板块转型

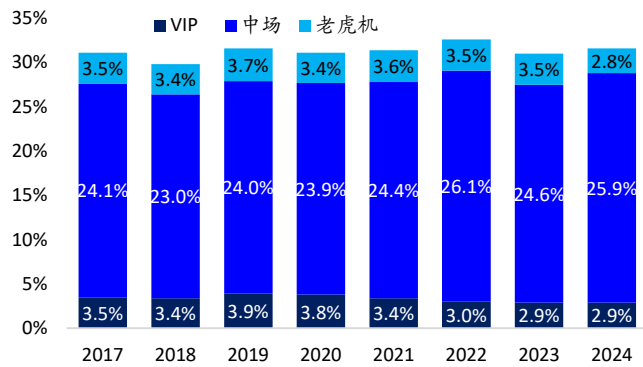
公司博彩毛收入取得稳健表现，具备增长势能。2024 年，公司的博彩毛收入达 411.5 亿港元，同比增长 29.7%，恢复至 2019 年的 69.3%。我们认为，公司未来博彩毛收入的增长或受 3 方面因素带动：1) 在竞争激烈的市场环境下，公司积极布局并推进高端中场板块，在高端中场板块具备优势；2) 持续发挥旗下会展设施和银河综艺馆的竞争优势，举办多场娱乐表演及体育赛事吸引游客，此外，与大麦娱乐的深化战略合作，将推动大型现场项目升级；3) 澳门银河第四期项目建成后将进一步增加公司竞争力。

图13 银河娱乐：博彩毛收入及增速（GGR，百万港元）



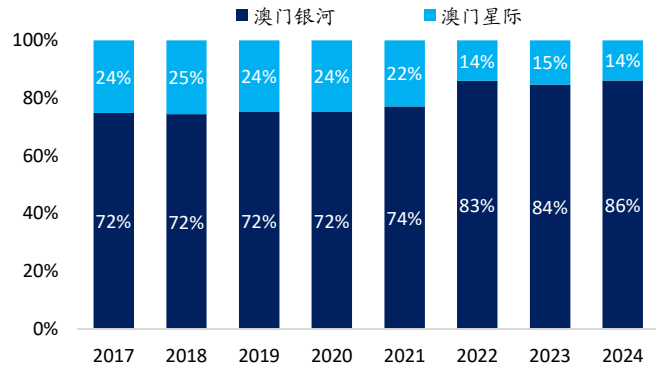
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图14 银河娱乐：各板块净赢率



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

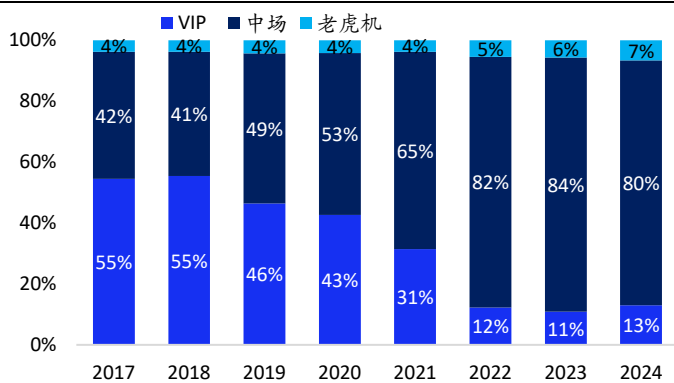
图15 银河娱乐：各物业 GGR 占比



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

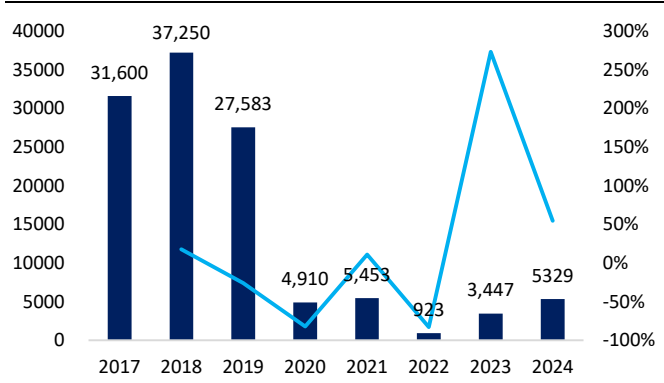
公司早期侧重 VIP 业务，现转型高端中场业务。2024 年，公司的 VIP/中场/老虎机的 GGR 分别为 53.3/331.1/27.0 亿港元，同比分别变动 54.6%/25.0%/51.9%，恢复至 2019 年的 19.3%/113.2%/107.6%。其中，中场业务占比持续提高，由 2017 年的 42% 提升至 2024 年的 80%，然而贵宾业务占比连续下滑。公司早期定位于 VIP 业务，后续将重心转移至利润较高的中场博彩业务，特别是高端中场，高端中场引领公司博彩毛收入的增长。公司的旗舰项目澳门银河定位高端家庭及大众市场。

图16 银河娱乐：各板块博彩毛收入占比



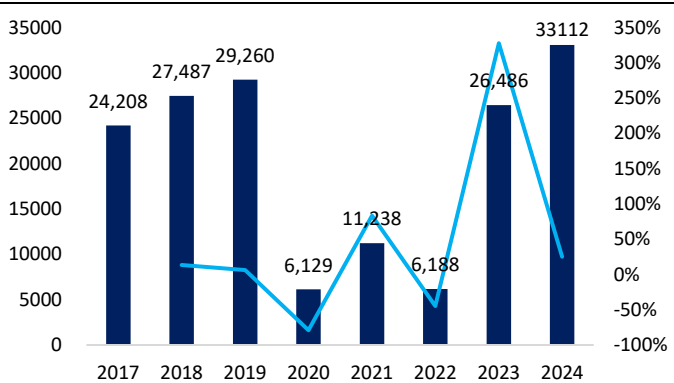
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图17 银河娱乐：VIP 毛收入及增速 (百万港元)



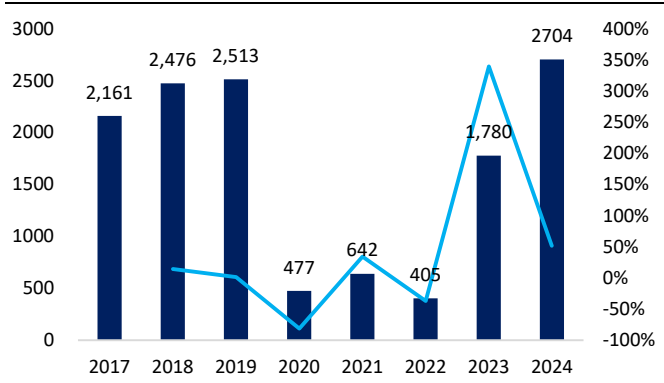
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图18 银河娱乐：中场毛收入及增速 (百万港元)



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图19 银河娱乐：老虎机毛收入及增速 (百万港元)



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

1.2.3 多元化优质综合度假村，旗下酒店品牌

旗下酒店品牌众多，满足不同客户群体需求。公司旗下共有 10 家酒店品牌，共提供约 5482 间酒店客房。公司借助知名酒店品牌的知名度、销售、市场推广与订房能力，包括 JW 万豪、悦榕庄、丽思卡尔顿及莱佛士等，吸引不同类别的新客户到访，同时满足不同市场板块需求。此外，公司还提供 154 家各样的餐厅及食肆、现场演出的剧院以及其他综合度假村设施。此外，银河综艺馆是澳门最大的室内综艺馆，可容纳多达 16,000 位宾客的。综艺馆提供可灵活定制的空间，可设定为中央舞台、三面舞台及拳击台等不同空间形式。尖端高清播放技术及无视觉遮挡设计，带来 360 度全方位视听享受。馆内还设有 8 间贵宾包厢，方便宾客在奢华的私人环境中放松身心或互动交流。

图20 银河娱乐：旗下酒店品牌



资料来源：公司官网，HTI

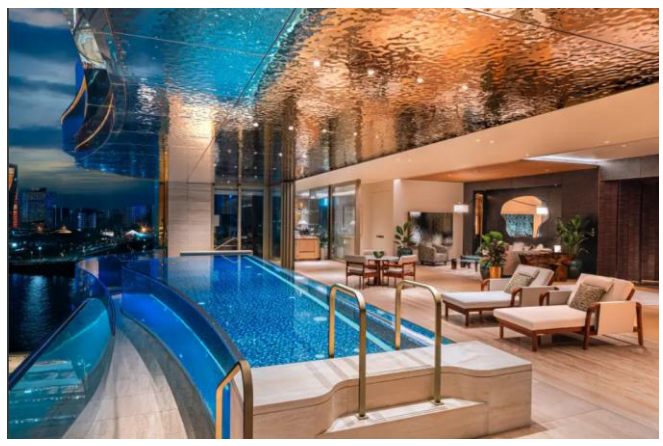
继莱佛士酒店后，公司再添极致奢华酒店品牌——嘉佩乐。澳门银河嘉佩乐是公司旗下第十家酒店品牌，其个性化订制服务将顶级奢旅体验提升至全新高度，是品味超卓的宾客深度探索澳门的最佳选择。这幢楼高 17 层的项目将提供 95 间顶级豪华的特色套房及顶层套房。每间嘉佩乐的顶层套房均设有光线充足的露台及私人无边际泳池、户外休息区及日光浴、娱乐休息室及隐密的冬日花园，以及一系列的独特设施。澳门银河嘉佩乐是优雅、为奢华而设以及细致款待的终极体现，必定为澳门带来全新标准的优雅和极致奢华。

图21 银河娱乐：莱佛士总统套房



资料来源：公司官网，HTI

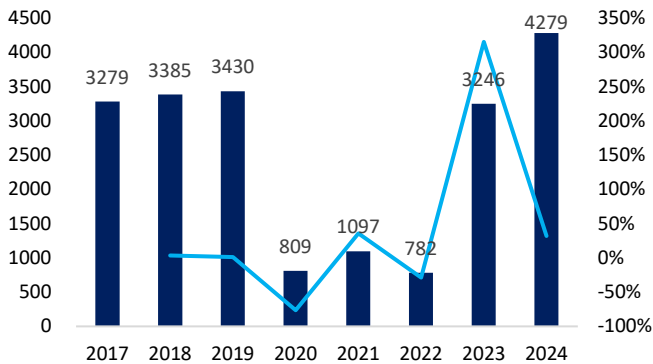
图22 银河娱乐：嘉佩乐别墅



资料来源：公司官网，HTI

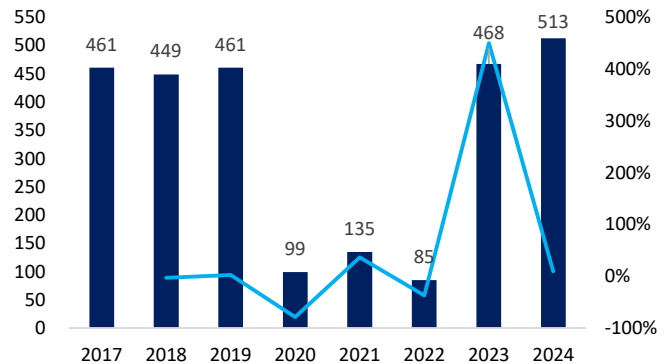
2024年，公司酒店/餐饮收益已超2019年水平。2024年，公司的酒店、餐饮及其他收益达64.3亿港元，同比增长19.1%，恢复至2019年的117.1%。其中，澳门银河/星际酒店的酒店、餐饮及其他收益分别为42.8/5.13亿港元，同比分别增长31.8%/9.6%，恢复至2019年的124.8%/114.3%。澳门银河及星际酒店的入住率基本已恢复至2019年水平。

图23 澳门银河：酒店/餐饮收益及增速（百万港元）



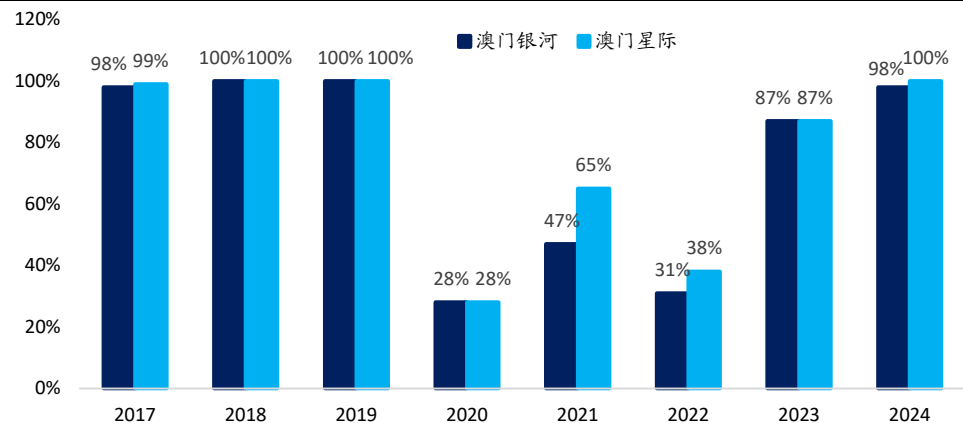
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图24 星际酒店：酒店/餐饮收益及增速（百万港元）



资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

图25 银河娱乐：旗下酒店入住率



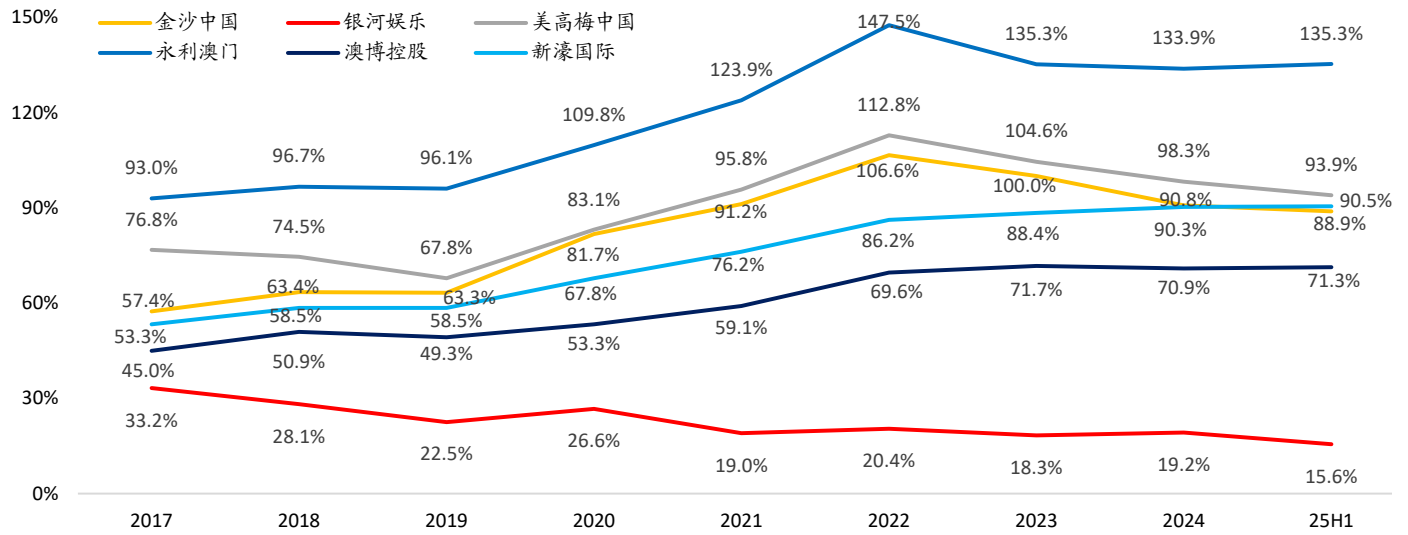
资料来源：公司 2017-2024 年年报，HTI

1.3 三大看点，公司兼具成长性及防御性

1.3.1 看点一：强健及高流动性的资产负债表

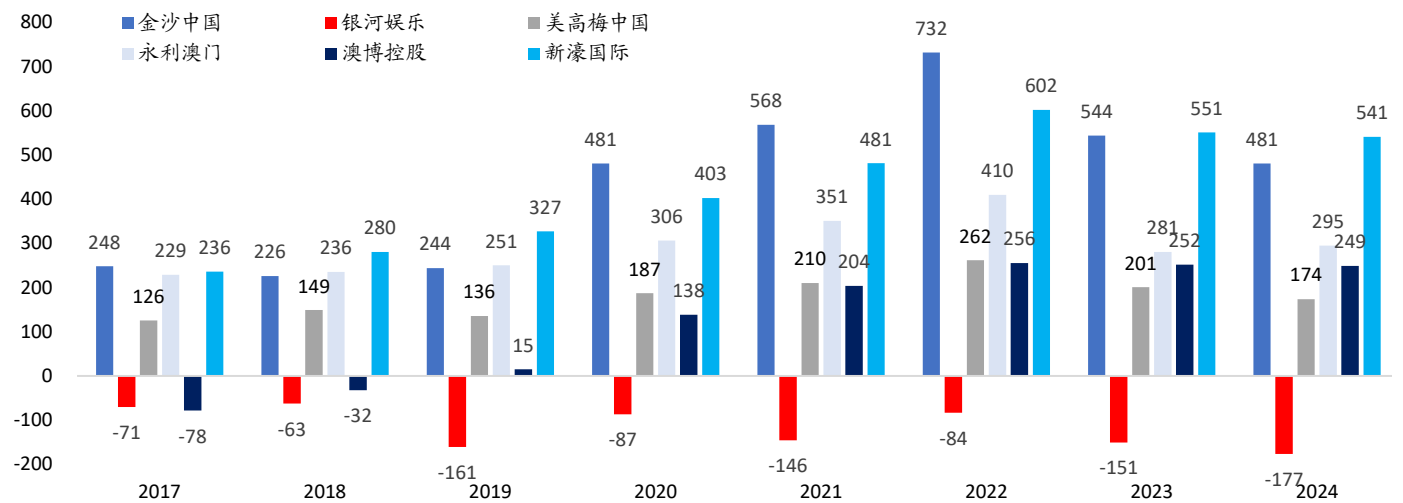
资产负债率长期保持较低水平，现金储备充足，构建高安全边际。在市场竞争激烈的背景下，流动性是考量博彩企业经营稳定性的重要指标之一。银河娱乐的资产负债率一直为六家博企中最低水平，即使疫情期间，各家资产负债率高企的情况下，银河娱乐也保持较低的资产负债率水平，为20%左右，也为公司构建了更高的安全边际。从净负债的角度来看，2017-2024年，公司的现金储备足以覆盖其短期及长期借款，显示出其雄厚的现金储备。公司强健的资产负债表配合强劲营运现金流，让其能够通过分红提升股东回报率，并为其未来的发展计划提供资金。

图26 六家博彩公司：资产负债率



资料来源：Wind，各公司 2017-25H1 财报，HTI

图27 六家博彩公司：Net Debt

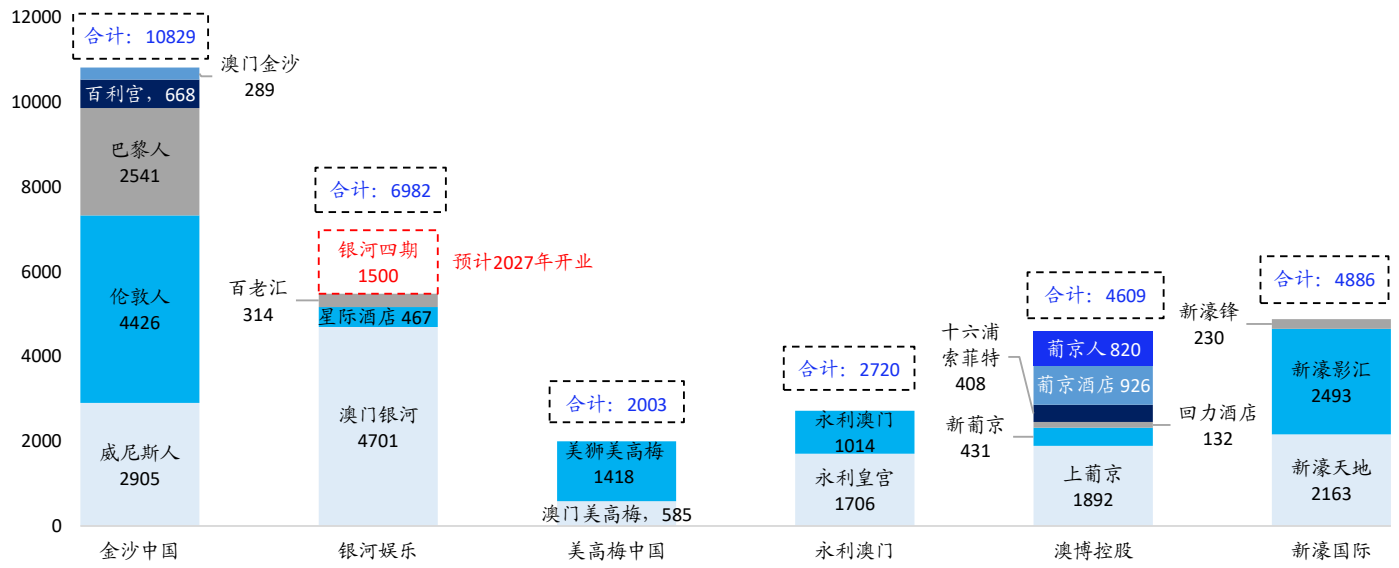


资料来源：Bloomberg，HTI

1.3.2 看点二：支撑未来业绩增长的项目储备

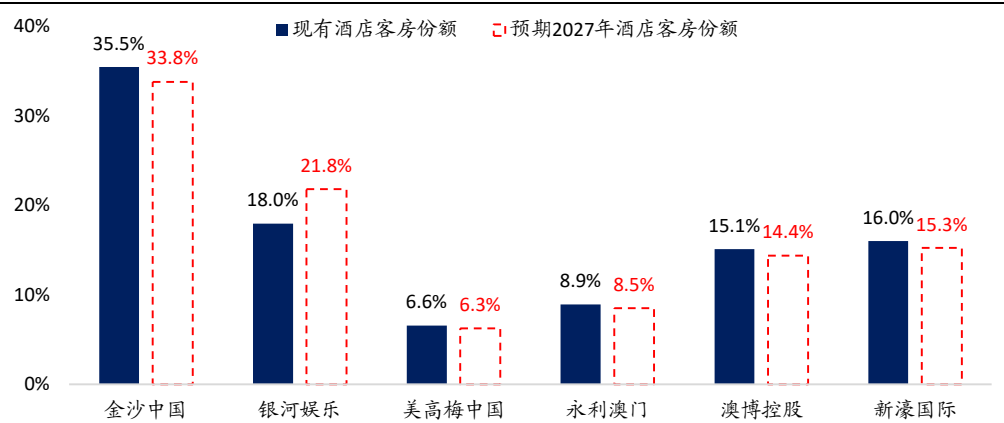
银河娱乐第四期项目，成为驱动公司下一轮增长的引擎。未来 2-3 年，行业内酒店客房供给或受限，银河娱乐或将成为行业内近年唯一有客房新增的博彩企业，其竞争力有望进一步提升。聚焦在已经动工的银河娱乐第四期项目，当中将引入多间高端并首度进驻澳门的酒店品牌，预计将新增 1500 间客房，拥有多达 5000 个座位的剧院、多元化的餐饮、零售、非博彩设施、园林、水上玩乐园区及娱乐场，预计将于 2027 年竣工。若第四期项目开业后，假设其他 5 家博彩企业没有明显的酒店客房数量变动，则银河娱乐的酒店客房份额将从 18.0% 提升至 21.8%，份额增长明显，有望带动公司博彩及非博彩收益的增长，提升盈利能力。

图28 六家博彩公司：酒店客房数量对比



资料来源：携程官方网站，各公司 2024 年财报，各公司官网，HTI
注：1) 部分数据来自携程官网，或与实际数据不符

图29 六家博彩公司：酒店房间份额

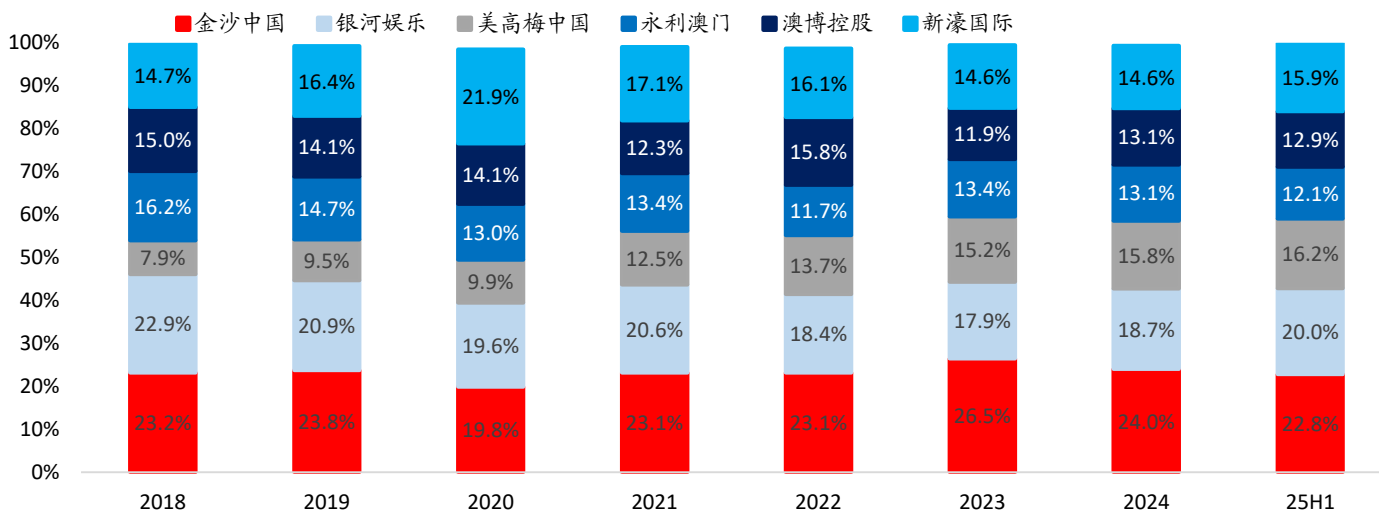


资料来源：携程官方网站，各公司 2024 年财报，各公司官网，HTI

1.3.3 看点三：赌桌份额第三，但 GGR 份额排名第二

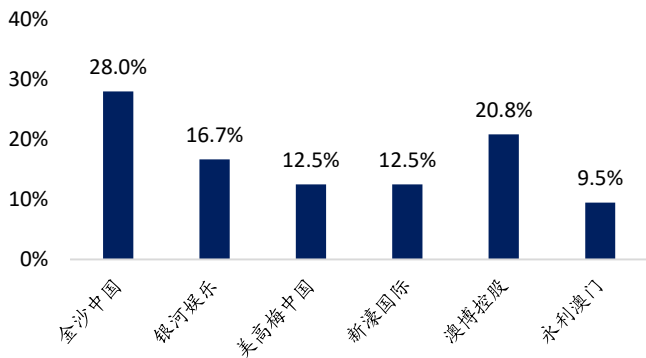
银河娱乐较排名第一的金沙中国市场份额差距缩小；金沙中国及银河娱乐，二者合计约占行业一半的市场份额。2024 年，银河娱乐的博彩毛收入市场份额达 20%，高于其赌桌及老虎机的份额，分别为 16.7%及 14.2%。公司的赌桌份额排名第三，但却通过卓越的营运能力，使其博彩毛收入份额排名第二，并且较第一名金沙中国的份额差距逐渐缩小。公司为吸引超高价值的客户，打造新项目嘉佩乐酒店，现已全面开业。从物业角度看，澳门银河的博彩毛收入市场份额最高，较第二名物业高出约 7 个百分点。银河娱乐的 VIP 业务市场份额于 2024 年达 27.4%，排名第一，有望将积累的 VIP 客户资源转化至高端中场客户，带动高端中场业务规模的增长。

图30 六家博彩公司：GGR 市场份额



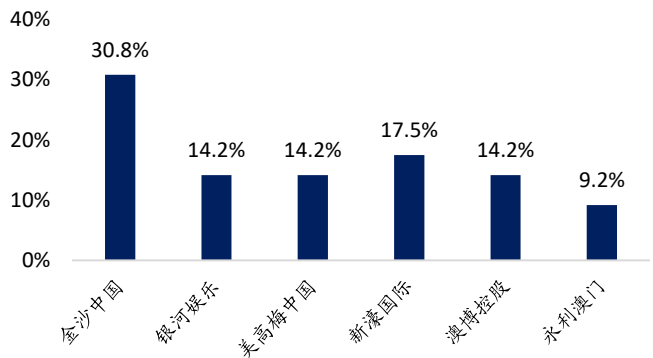
资料来源：各公司 2018-25H1 年财报，HTI
注：新濠国际发展的 GGR 数据为澳门地区 GGR

图31 六家博彩公司：赌桌份额



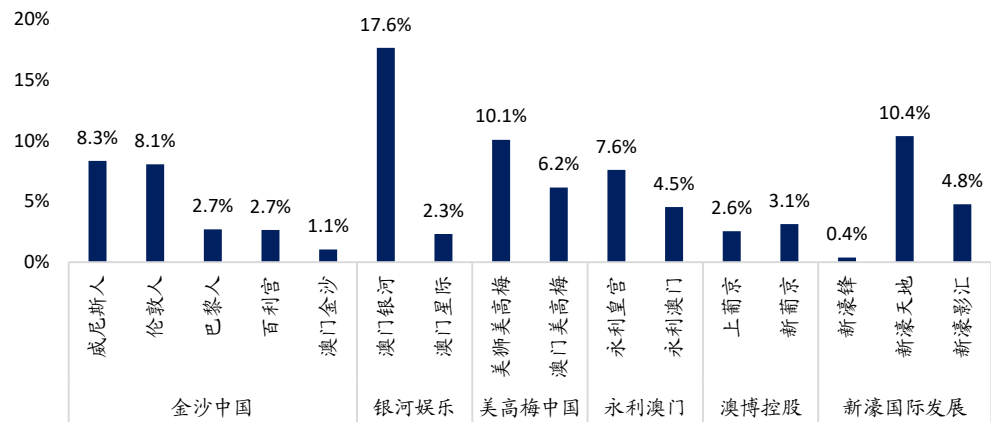
资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

图32 六家博彩公司：老虎机份额



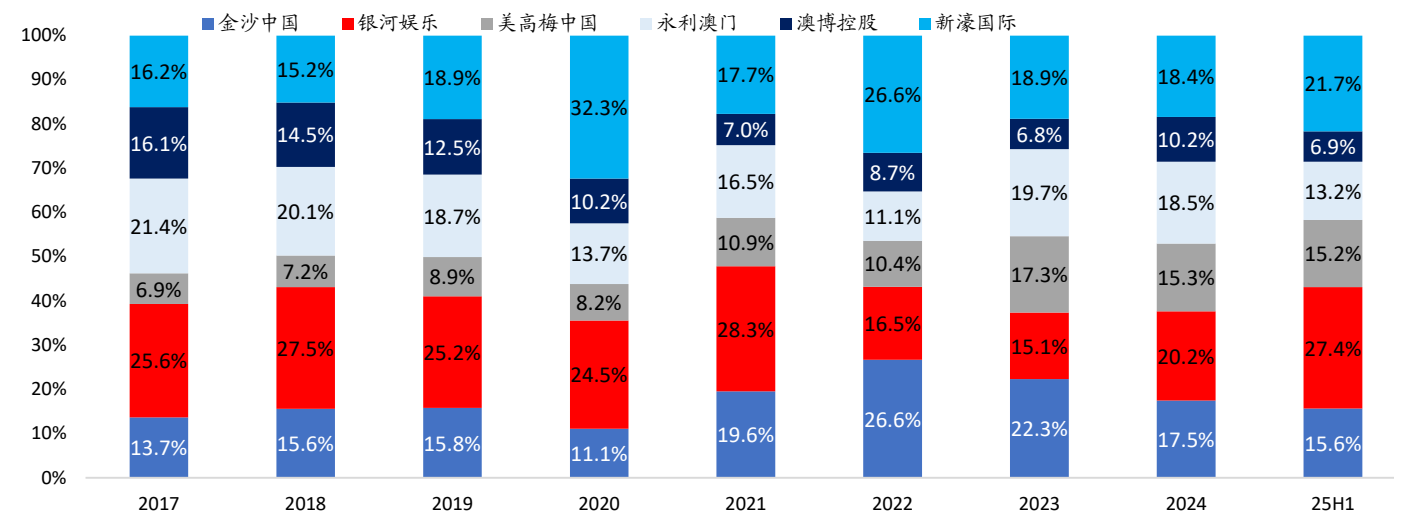
资料来源：博彩监察协调局，Wind，HTI

图33 六家博彩公司：25H1 各物业 GGR 市场份额



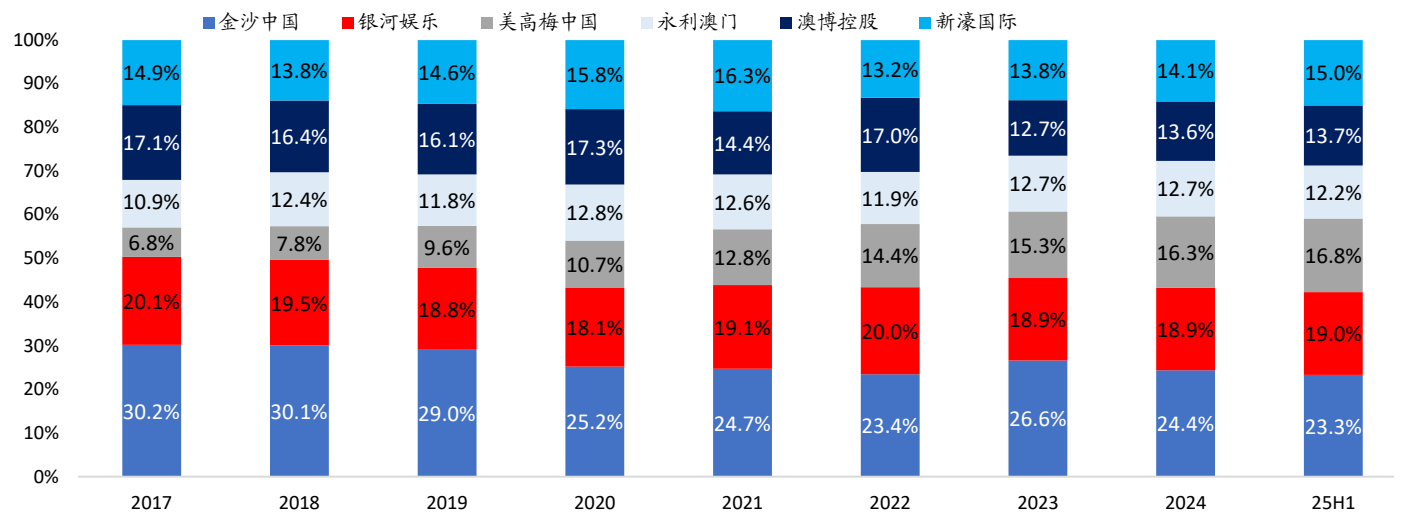
资料来源：各公司 25H1 年财报，HTI

图34 六家博彩公司：VIP GGR 市场份额



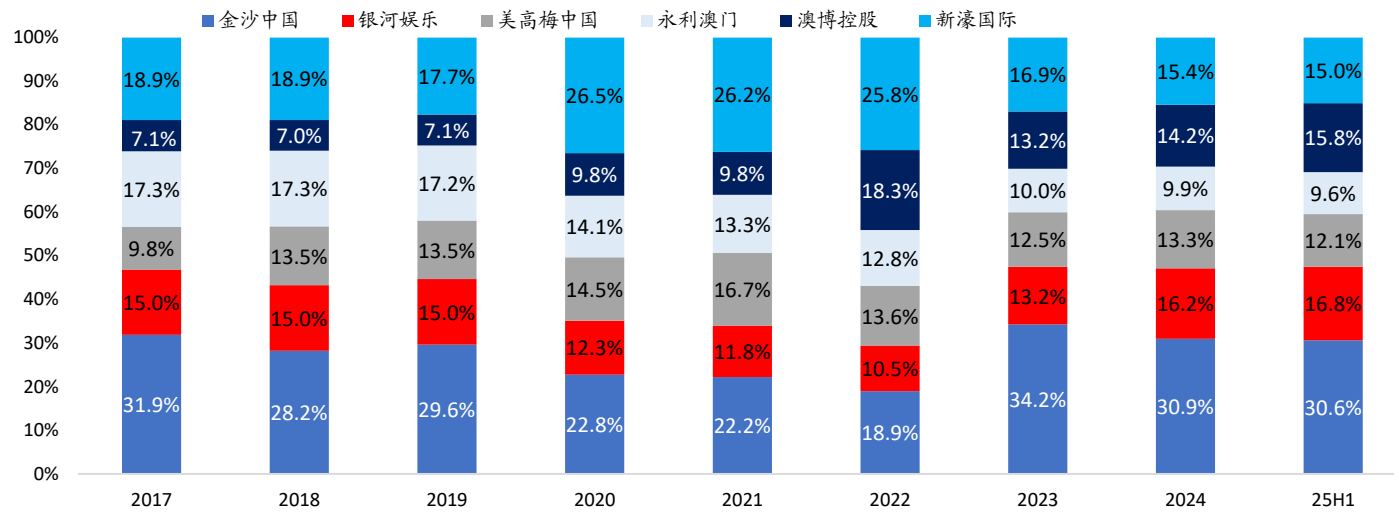
资料来源：各公司 2017-25H1 年财报，HTI
注：新濠国际发展的 GGR 数据为澳门地区 GGR

图35 六家博彩公司：中场 GGR 市场份额



资料来源：各公司 2017-25H1 年财报，HTI
注：新濠国际发展的 GGR 数据为澳门地区 GGR

图36 六家博彩公司：老虎机 GGR 市场份额



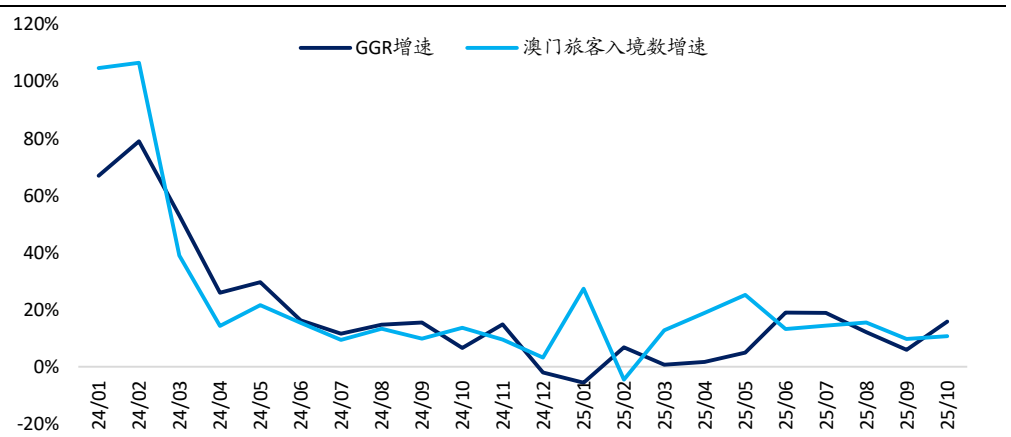
资料来源：各公司 2017-25H1 年财报，HTI
注：新濠国际发展的 GGR 数据为澳门地区 GGR

2. 行业复苏节奏加快，注重“质量提升”

2.1 澳门旅客入境数接近 2019 年同期水平

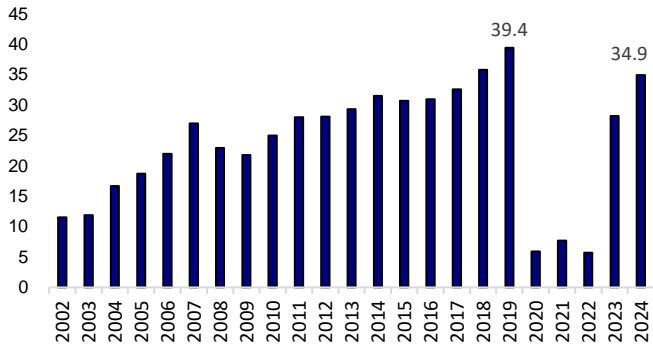
赴澳门旅客流量是影响博彩行业 GGR 增长的关键影响因素之一。根据图 37，我们看到，澳门博彩毛收入的增速与澳门旅客入境数增速的趋势高度吻合。2025 年 1-10 月，澳门旅客入境数为 3314 万人，同比增长 14.1%，恢复至 2019 年同期水平的 99.2%。澳门旅客入境数恢复节奏加快或受各大娱乐盛事带动。银河娱乐于 5 月邀请著名歌手周华健及韩国流行音乐组合防弹少年团成员 j-hope 均举办了世界巡回演唱会；6 月，邀请韩国男团 BIGBANG 的 G-Dragon 及香港著名歌手张学友举办演唱会；并于 8 月带来乐坛天王陈奕迅的世界巡回演唱会，众多娱乐盛事均为澳门旅游业带来显著的贡献。

图37 中国澳门：GGR 增速及澳门旅客入境数增速



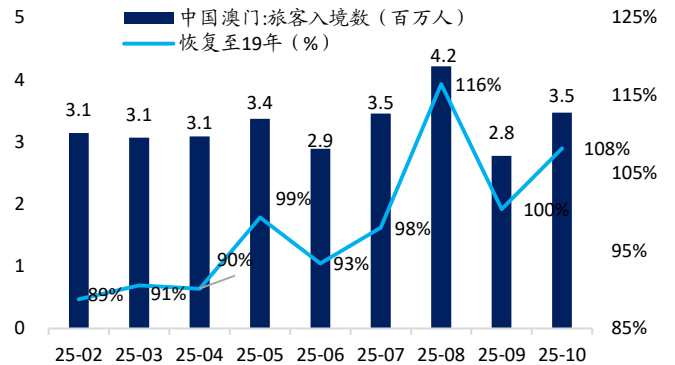
资料来源：澳门统计暨普查局，博彩监察协调局，HTI

图38 中国澳门：旅客入境数（百万人）



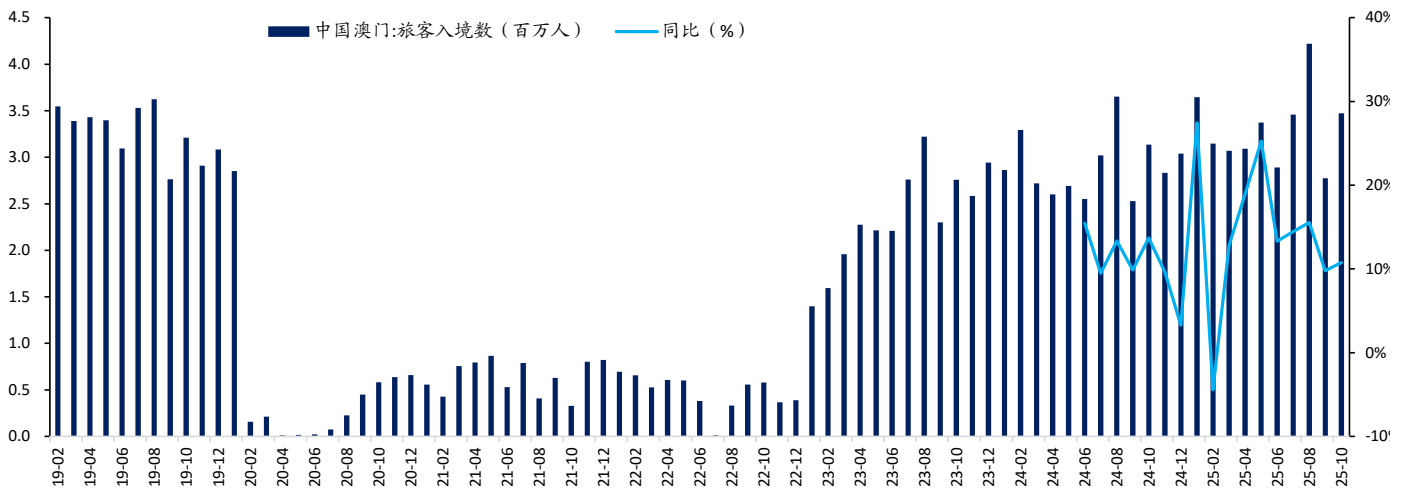
资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

图39 中国澳门：2025 年月度旅客入境数及恢复情况



资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

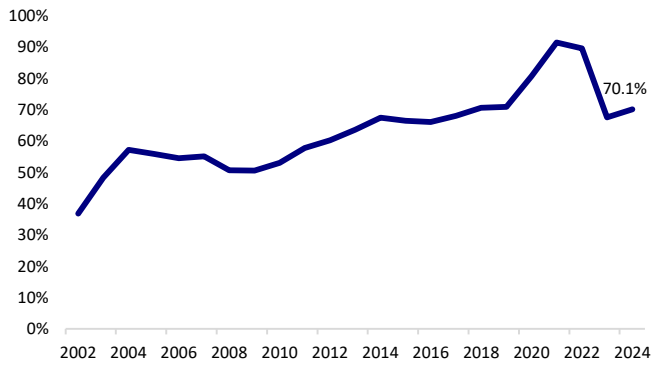
图40 中国澳门：旅客入境数及同比增速



资料来源：澳门统计局，Wind，HTI

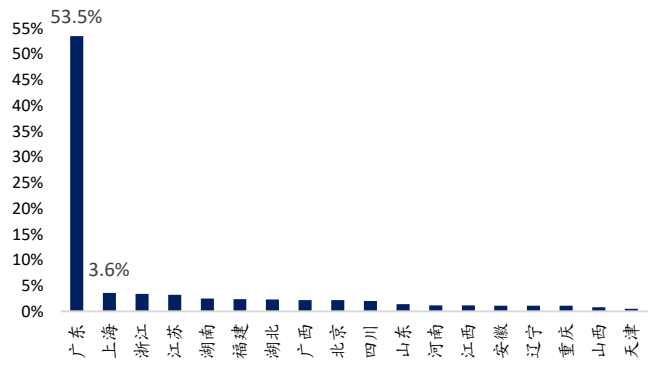
访澳旅客以中国大陆及香港为主，个人游签证放宽成转折点。2024 年，中国大陆访澳旅客占比达 70.1%。其中，广东省旅客占比最高，达 53.5%。根据图 43，2025 年 7-8 月，访澳北京旅客数量较 2019 年增长超 150%，天津、山西、山东及广东的访澳旅客数量较 2019 年增长超 125%。澳门政府亦持续放宽签证条件。2025 年起，北京、上海、南京、杭州、成都等 16 个城市居民可享无限次澳门签注，随时往返。珠海市户籍居民同期可申请“一周一行”签注，每自然周可入境澳门一次，停留时间不超过 7 天。我们认为，随着政策的持续放宽，访澳内地旅客或将持续提升。

图41 中国澳门：中国大陆旅客入境数占比



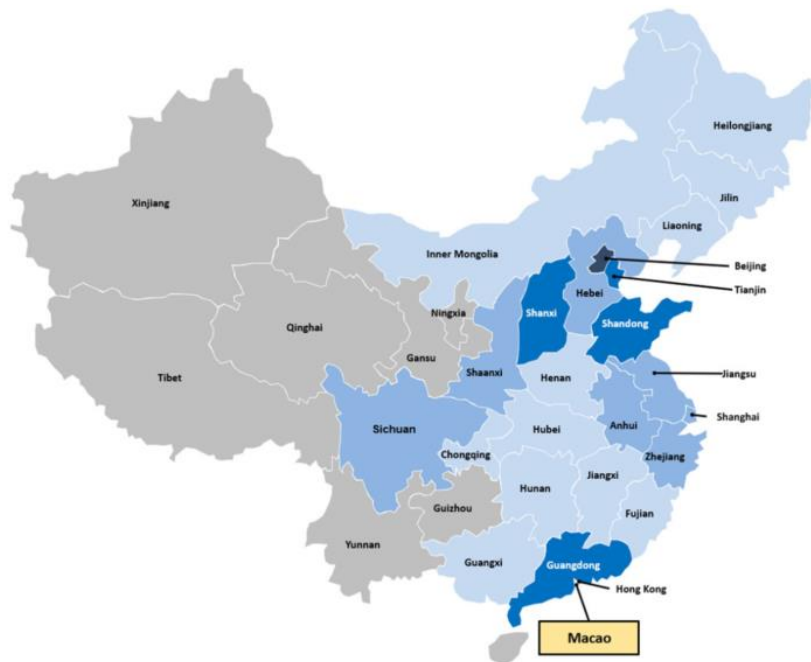
资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

图42 中国澳门：2024年各省份旅客占比



资料来源：澳门旅游局，HTI

图43 中国澳门：中国大陆旅客25年7-8月旅客较19年同期恢复情况



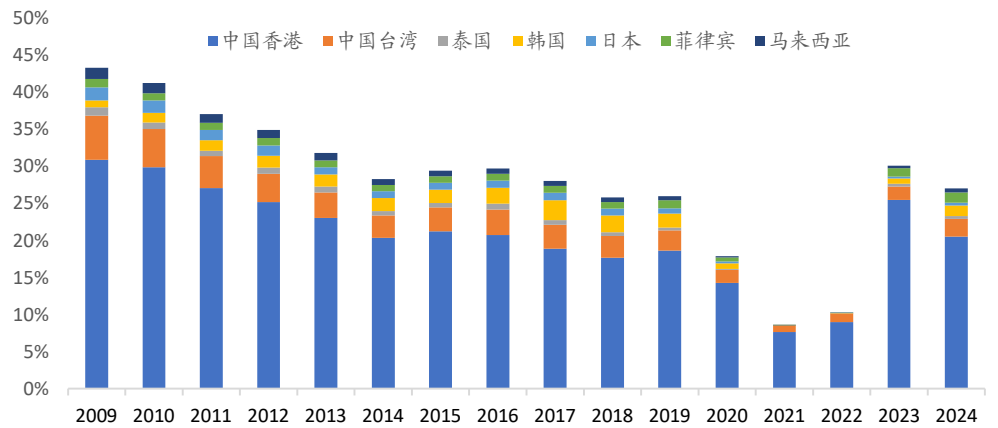
% of 2019

< 100% ≥ 100% - < 125% ≥ 125% - < 150% > 150%

■ Data not available

资料来源：LVS 25Q3 Presentation, HTI

图44 中国澳门：亚洲其他旅客占比 (%)

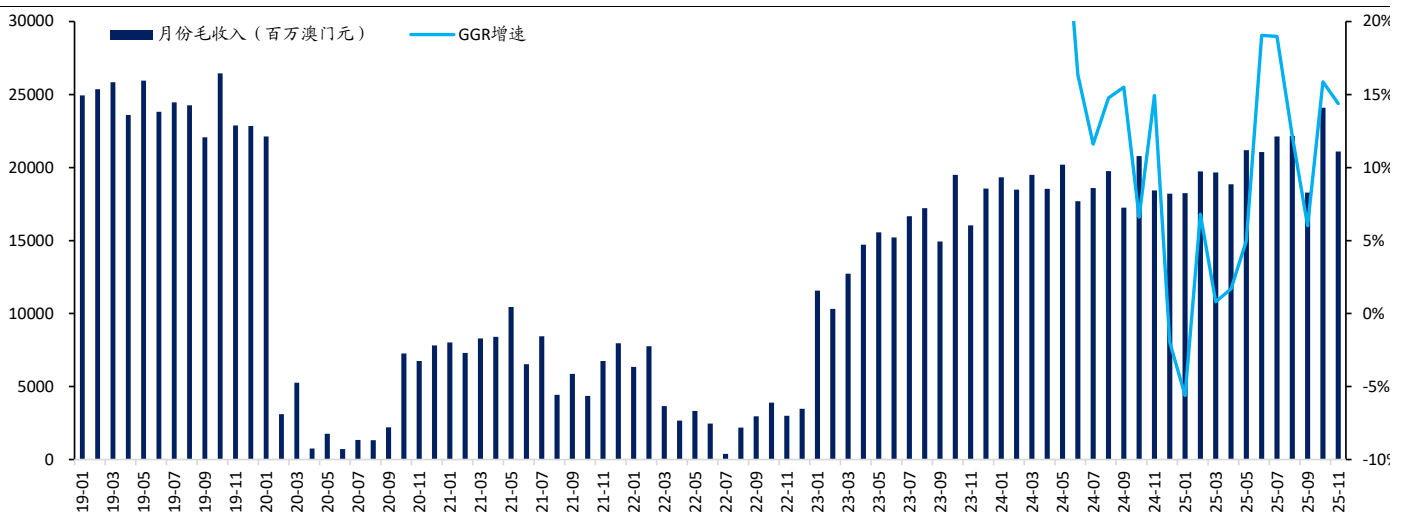


资料来源：澳门统计暨普查局，HTI

2.2 多重因素叠加，行业 GGR 恢复节奏加快

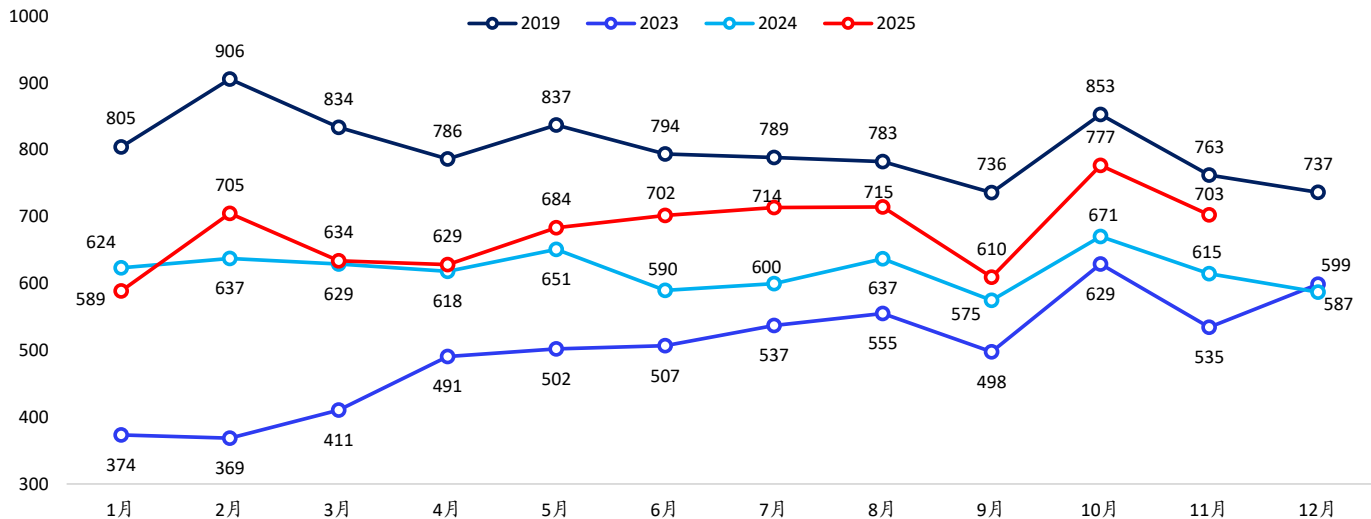
2025 年行业 GGR 有望超澳门政府预计水平，但短期内仍存在挑战。2025 年 1-11 月，澳门博彩累计毛收入达 2265.15 亿澳门元，同比增长 8.6%，恢复至 2019 年同期水平的 84.0%。其中，25Q2 澳门博彩毛收入达 611.14 亿澳门元，同比增长 8.3%，恢复至 2019 年同期水平的 83.3%；25Q3 澳门博彩毛收入达 625.70 亿澳门元，同比增长 12.5%，恢复至 2019 年同期水平的 88.4%。受到人民币升值、股票市场回升、金价及房价提高、签证放松、旅游需求旺盛及贸易战稳定等诸多因素，6-8 月澳门博彩市场表现超预期，GGR 达双位数的增长，分别为 19%/19%/12%，这三个月的日均 GGR 接近 2019 年的同期水平。此外，10 月旺季及 11 月淡季，行业 GGR 连续两个月录得双位数增幅，强劲表现亦超市场预期。我们认为，2025 年行业 GGR 有望超澳门政府预计水平，同比增速或达高个位数。我们认为，短期内受到全球经济放缓和关税措施带来的潜在影响，澳门博彩市场仍然存在挑战，中长期来看，澳门的博彩业仍具增长动能。

图45 中国澳门：月度 GGR 及同比增速



资料来源：澳门博彩监察协调局，Wind，HTI

图46 中国澳门：日均 GGR (百万澳门元)

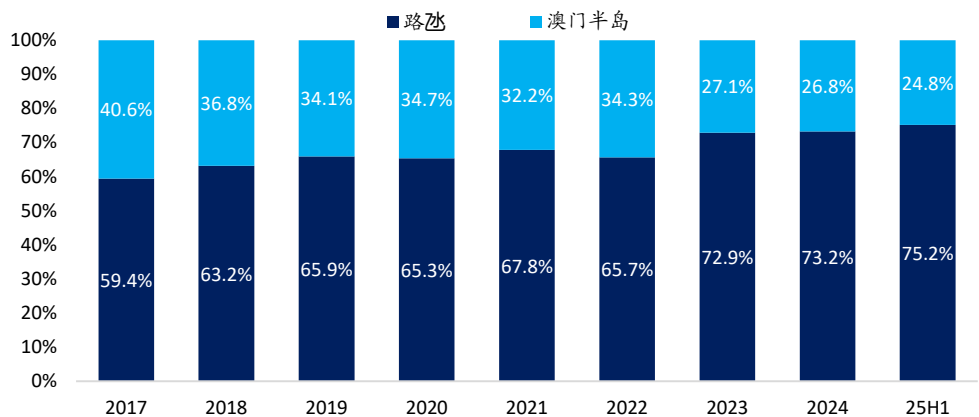


资料来源：澳门博彩监察协调局，Wind，HTI

2.3 卫星娱乐场关闭，份额争夺或将更加激烈

随着路氹地区的持续发展，其 GGR 市场份额稳步提升。澳门半岛的娱乐场是以模式相对传统的赌场为主，而路氹是填海造陆形成的新兴发展区域，集博彩、度假及娱乐为一体的综合旅游地区。经过我们的测算，路氹地区的 GGR 市场份额从 2017 年的 59.4% 提升至 25H1 的 75.2%。我们认为，随着路氹地区的持续发展，其 GGR 市场份额或将继续提升。

图47 中国澳门：路氹与澳门半岛 GGR 份额

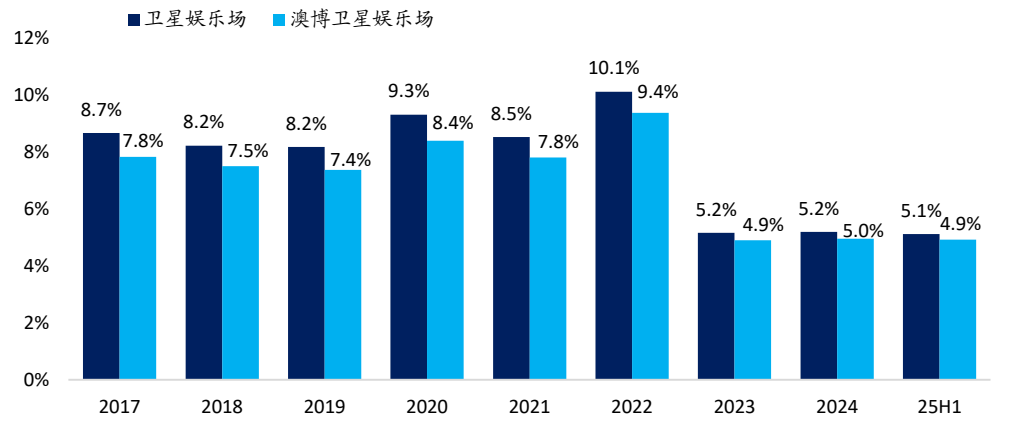


资料来源：六家博彩公司 2017-25H1 财报数据，HTI

卫星娱乐场将于年底停止营运，位于澳门半岛的其他物业或将受益，澳门半岛的份额或将继续走低。经过我们的测算，卫星娱乐场的 GGR 市场份额从 2017 年的 8.7% 降至 25H1 的 5.1%，其中澳博控股的卫星娱乐场 GGR 市场份额从 2017 年的 7.8% 降至 25H1 的 4.9%。6 月 9 日，澳博控股、新濠国际发展和银河娱乐均发布公告，三家博彩公司旗下的 11 家卫星娱乐场将于今年底结束运营。其中，截至 25 年 11 月，银河娱乐的华都娱乐场，新濠的骏龙娱乐场，澳博控股的君怡及英皇宫殿娱乐场均已关闭。此外，澳博控股计划收购十六浦和凯旋门，并将其改为直营赌场。我们认为，

卫星娱乐关闭后，市场或将呈现以下变动：1) 澳博控股或将通过新收购物业或原有物业吸引部分忠实客户，进而留存部分份额；2) 其他几家位于澳门半岛的物业或将受益；3) 路氹地区的持续发展或将吸引原有澳门半岛赌客客流，澳门半岛的份额或将继续走低。

图48 中国澳门：卫星娱乐场就澳博卫星娱乐场 GGR 份额

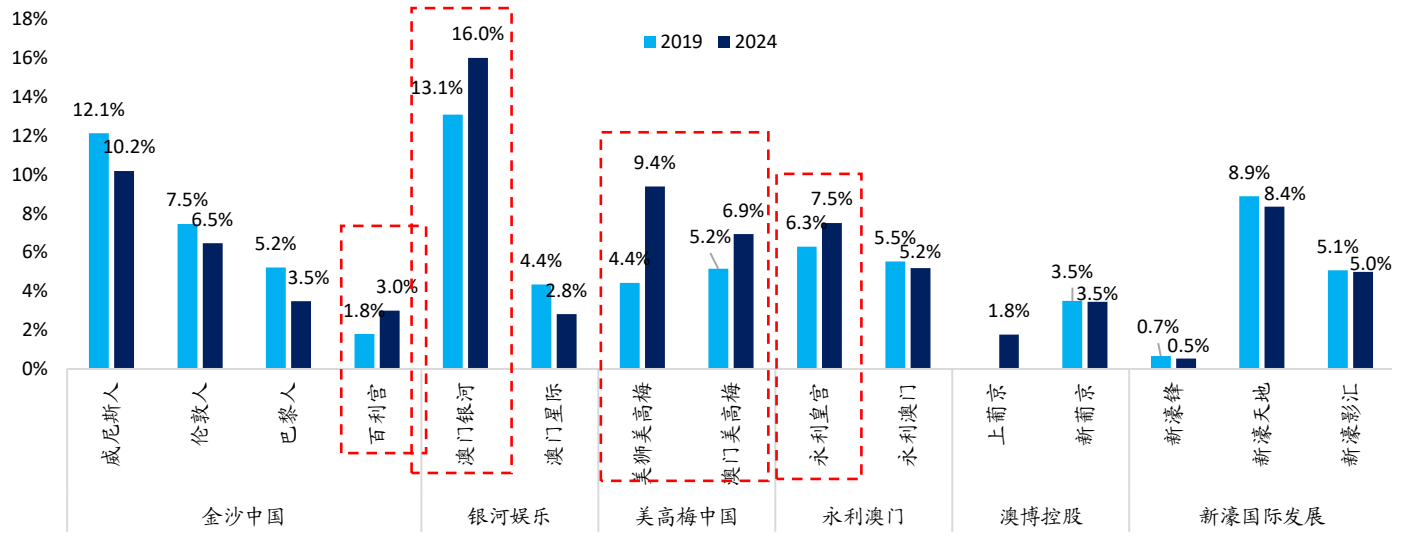


资料来源：六家博彩公司 2017-25H1 财报数据，HTI

2.4 高端中场竞争激烈

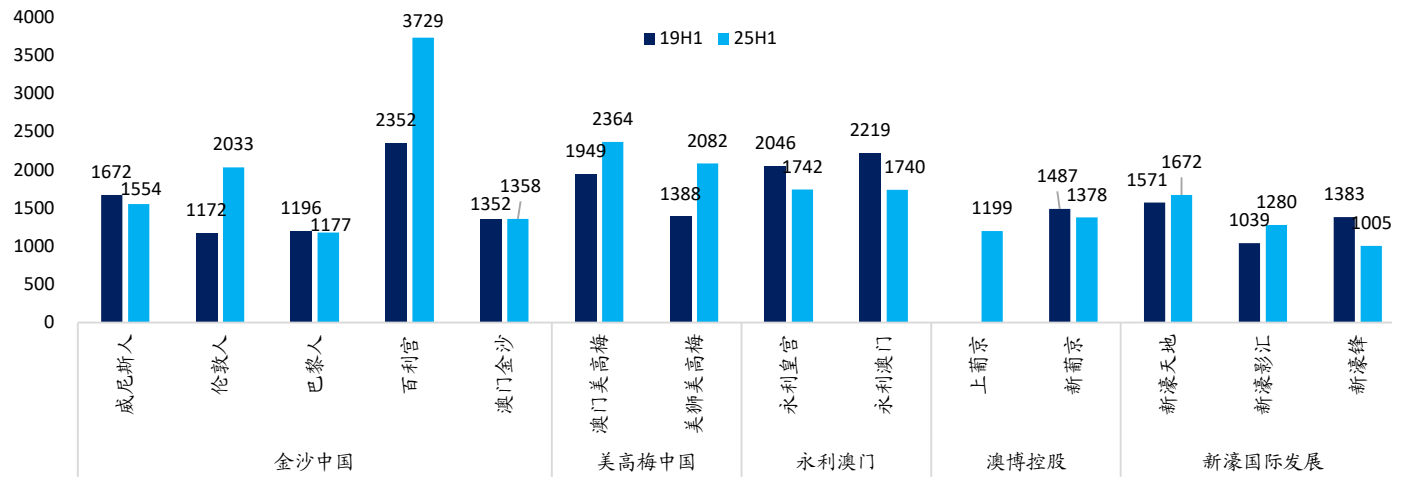
高端中场板块竞争激烈，银河娱乐、美高梅中国及永利澳门在该板块具备优势。 高端中场业务将持续引领行业博彩毛收入的增长，现已超过疫情前水平，各家也在积极布局高端中场板块，提供奢华酒店客房及相关配套服务，该板块竞争激烈。其中，金沙中国翻新伦敦人项目，银河娱乐积极推进澳门银河第四期项目，美高梅将美狮美高梅的原有标准客房改建为 63 间新套房，永利澳门的永利塔酒店客房翻新等。从 2019 及 2024 年各物业的中场 GGR 份额数据分析，高端物业（根据图 49 各物业酒店的 RevPAR 判断）的中场 GGR 份额提升较多，包括金沙的百利宫，澳门银河，美狮美高梅，澳门美高梅（美高梅中国的两家物业中场 GGR 份额增长也受赌台数量增加所带动）及永利皇宫。我们判断，银河娱乐、美高梅中国及永利澳门的中场 GGR 份额增长或受高端中场所带动，3 家公司早期定位 VIP 业务及高端客户，因此在高端中场板块具备先发优势。金沙中国及澳博控股也在积极布局高端中场板块，或逐步增加份额。

图49 六家博彩公司：2019 VS 2024 各物业中场 GGR 份额



资料来源：六家博彩公司 2019 及 2024 年财报数据，HTI

图50 六家博彩公司：19H1 及 25H1 酒店 RevPAR 对比 (港元)



资料来源：各公司 25H1 财报，HTI

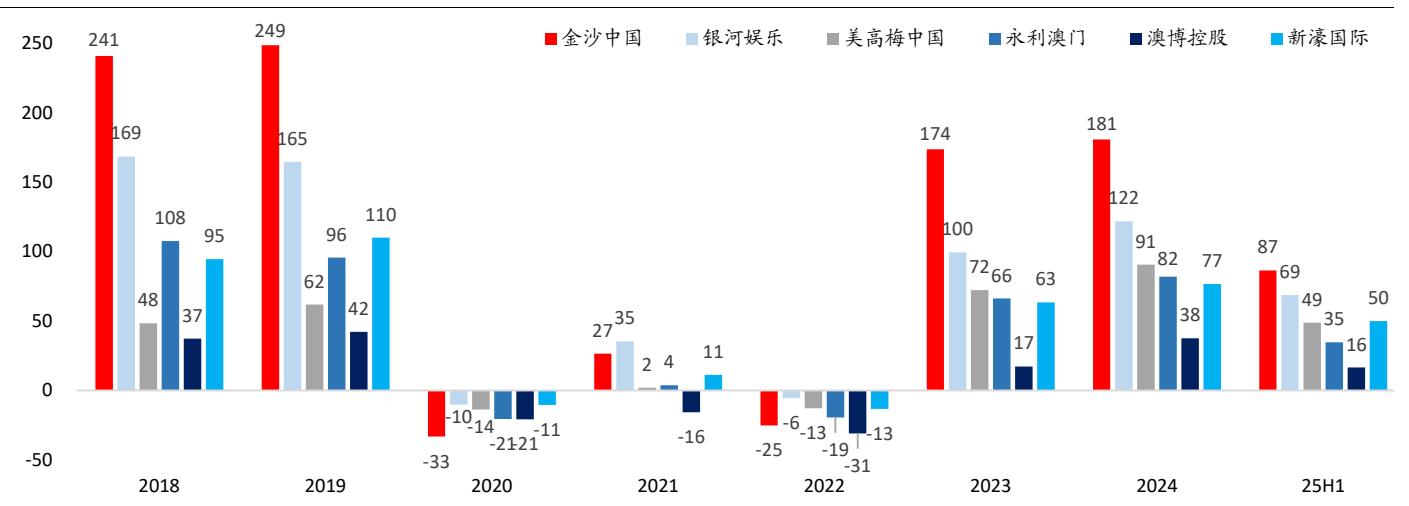
3. 银河娱乐，综合优势突出

3.1 从盈利能力角度看六家博彩公司

银河娱乐的经调整 EBITDA 利润率略低于金沙中国，随着加嘉佩乐酒店的开业，公司的经调整 EBITDA 及 EBITDA Margin 有望提升。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的经调整 EBITDA 分别为 181/122/91/82/38/77 亿港元，同比分别增长 8.4%/21.7%/27.2%/18.4%/33.0%/25.6%，分别恢复至 2019 年的 80.4%/83.7%/137.9%/79.5%/84.9%/77.7%，经调整 EBITDA Margin 分别为 32.9%/28.1%/28.9%/28.6%/13.1%/25.0%。其中，美高梅中国、永利澳门及澳博控股的经调整 EBITDA Margin 已超过 2019 年的水平。

- 金沙中国受到伦敦人物业改造的影响，其 2024 年经调整 EBITDA Margin 仍低于 2019 年的水平。伦敦人二期的 2405 间套房及客房已于 2025 年 4 月中旬全部翻新完成并投入使用，我们认为，这或将带动金沙中国 2025 年的经调整 EBITDA 及 EBITDA Margin。
- 澳博控股的 9 家卫星娱乐场将于 2025 年年底全面关闭，我们认为公司的盈利能力具备较大提升空间。
- 银河娱乐引进酒店品牌嘉佩乐，我们认为其非博彩收入能力或将提升，有望带动经调整 EBITDA 回升。

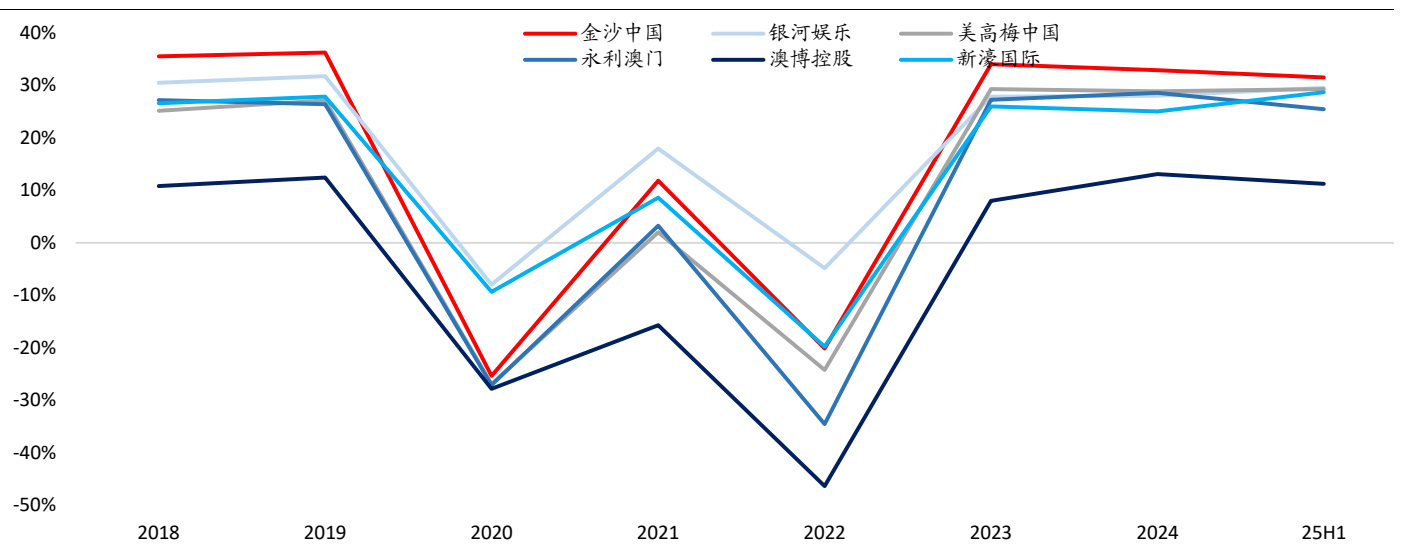
图51 六家博彩公司：经调整 EBITDA (亿港元)



资料来源：各公司 2018-25H1 财报，HTI

注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

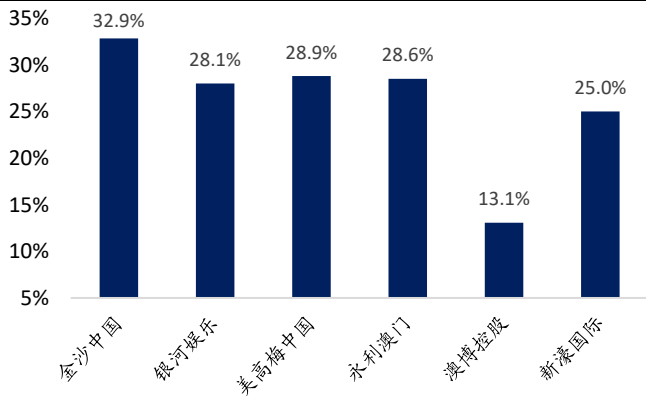
图52 六家博彩公司：经调整 EBITDA Margin



资料来源：各公司 2018-25H1 年财报，HTI

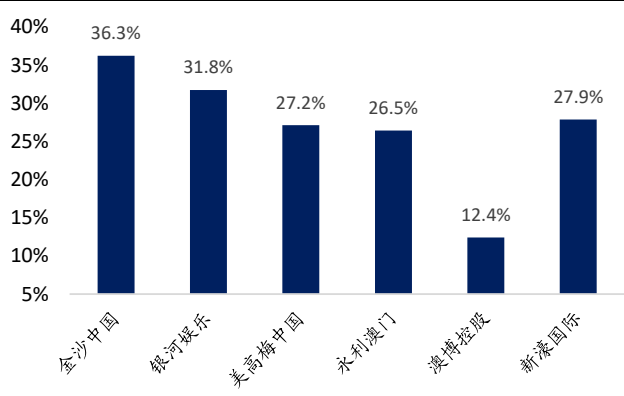
注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图53 六家博彩公司：2024 年经调整 EBITDA Margin



资料来源：各公司 2018-2024 年财报，HTI
注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

图54 六家博彩公司：2019 年经调整 EBITDA Margin

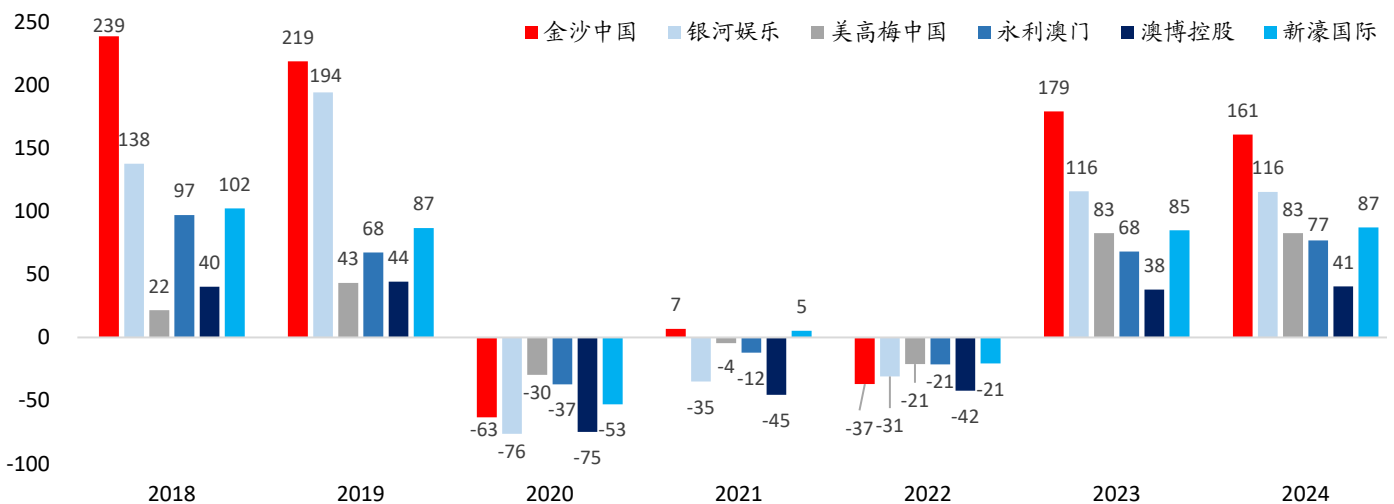


资料来源：各公司 2018-2024 年财报，HTI
注：1) 金沙中国及新濠国际发展的数据为经调整物业 EBITDA；2) 新濠国际发展的数据为澳门地区数据

3.2 从现金流质量看六家博彩公司

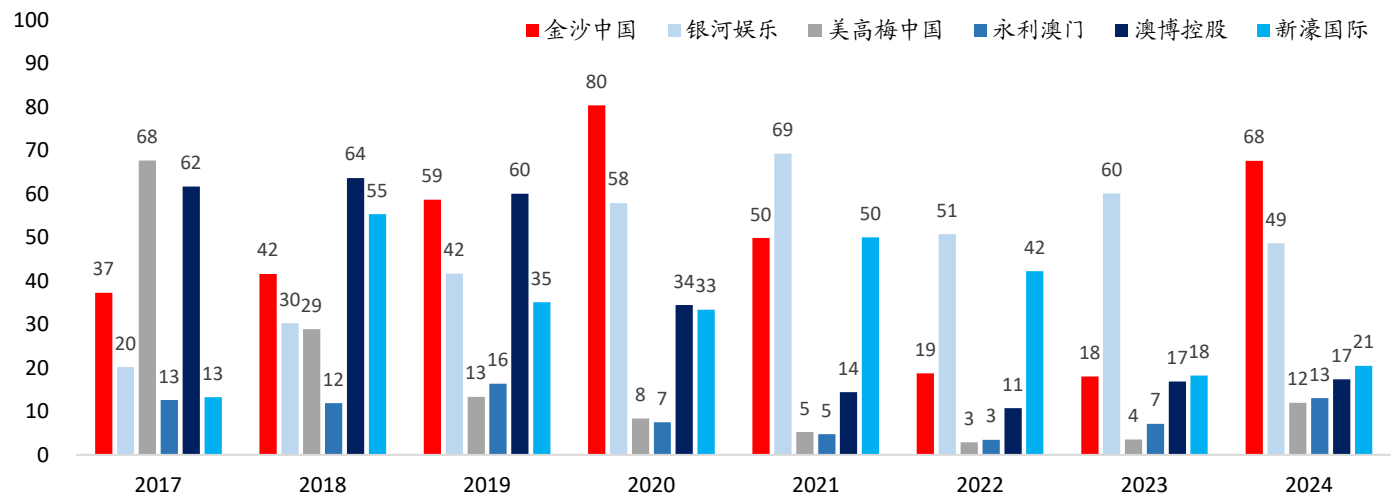
金沙中国与银河娱乐百亿级别的经营性现金流展示出超强的“造血”能力，有助未来发展规划。随着疫情结束，6 家博彩企业的经营性现金流于 2023 年均已由负转正，并持续强劲复苏。2024 年，各家经营性现金流分别恢复至 2019 年的 73.5%/59.4%/190.7%/114.0%/91.7%/100.6%。从现金流规模和稳健性角度，6 家公司可大致分为两个梯队：1) 以金沙中国和银河娱乐为代表的百亿级别梯队，该梯队因其巨大的体量、庞大的中场业务和综合度假村收入，现金流最为雄厚；2) 美高梅中国、永利澳门、澳博控股及新濠国际发展为数十亿级别的第二梯队，现金流同样稳健，但规模较小。

图55 六家博彩公司：经营性现金流（亿港元）



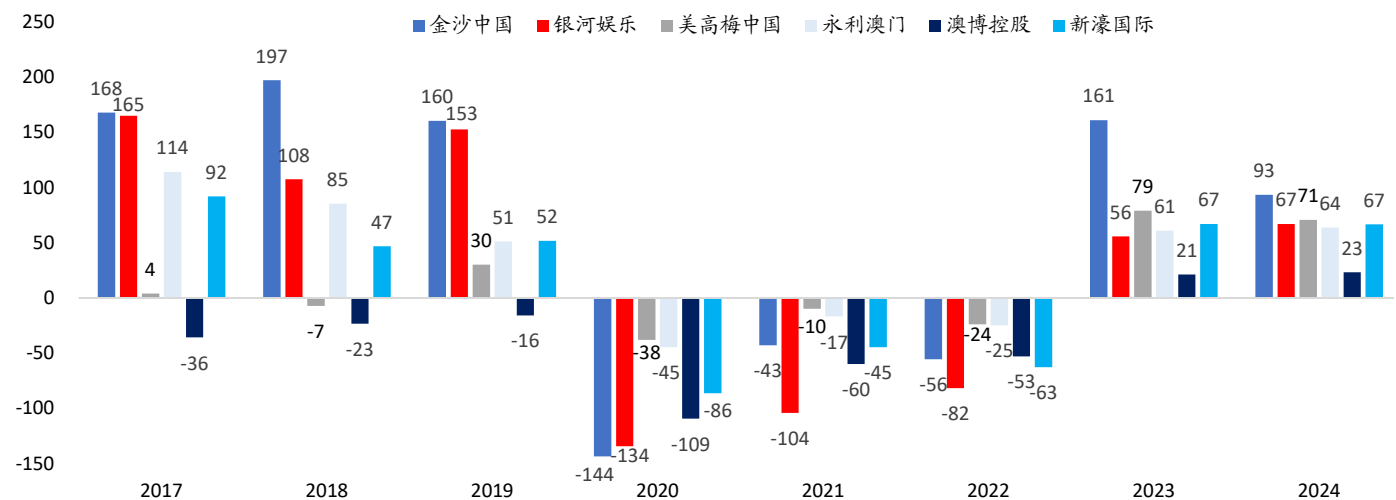
资料来源：各公司 2018-2024 年财报，HTI
注：新濠国际发展的数据包括海外业务

图56 六家博彩公司：CapEx (亿港元)



资料来源: Wind, HTI
注: 新濠国际发展的数据包括海外业务

图57 六家博彩公司：FCF (亿港元)

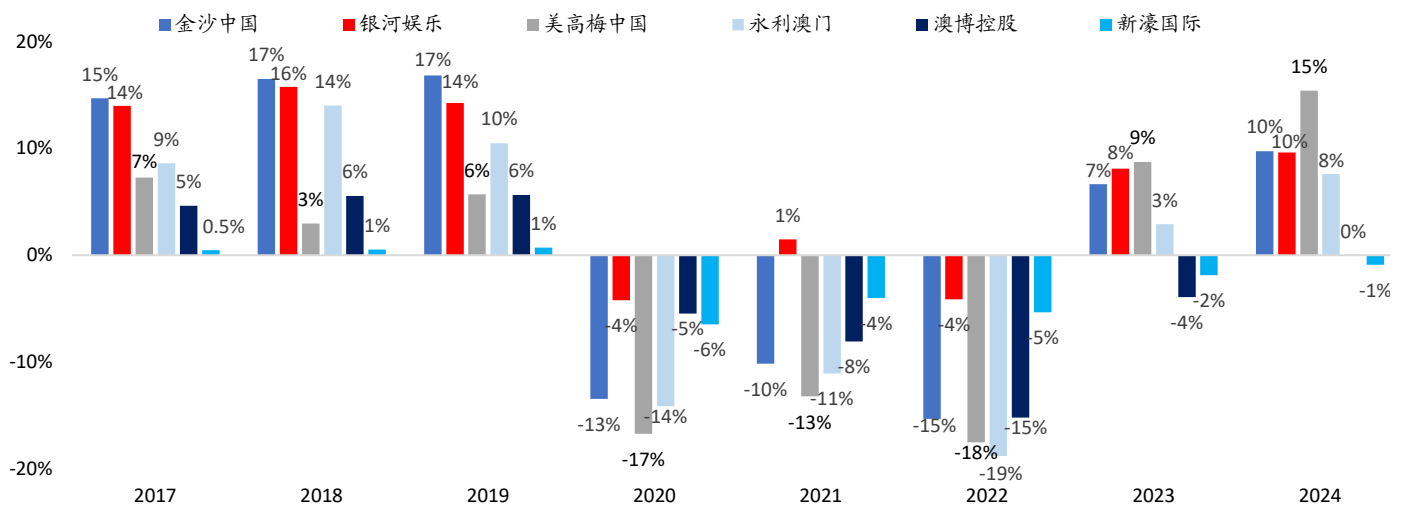


资料来源: Wind, HTI
注: 新濠国际发展的数据包括海外业务

3.3 从投资回报率角度看六家博彩公司

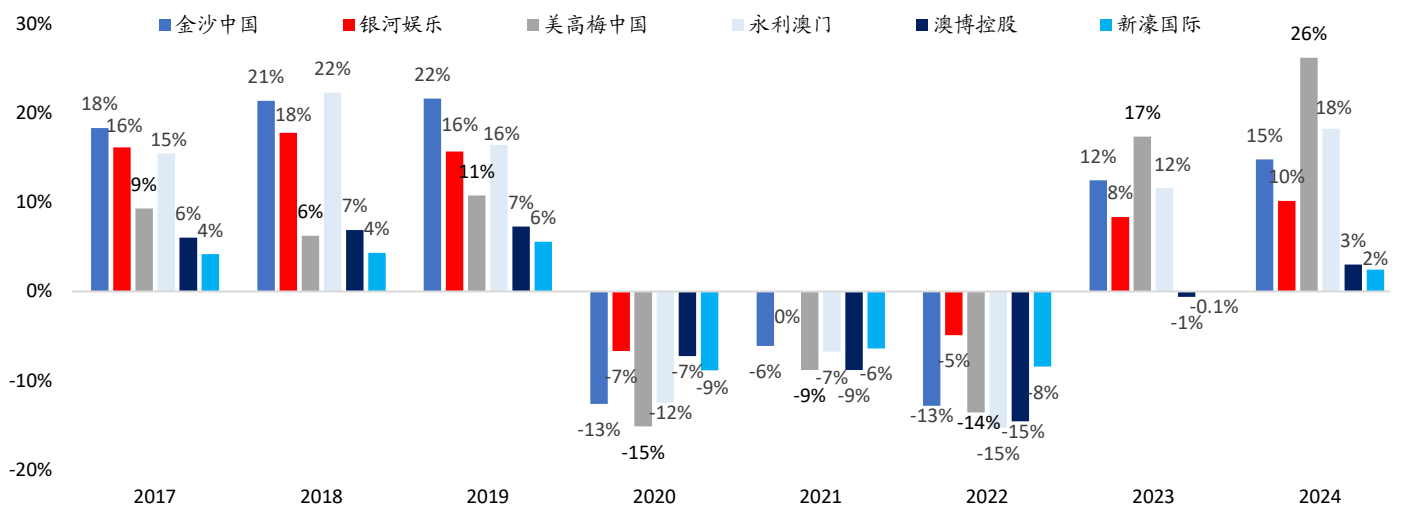
长期布局与规划，银河娱乐主动选择保守财务策略，使其 ROIC 处于行业中等水平。2024 年，金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的 ROIC 分别为 15%/10%/26%/18%/3%/2%。我们认为，新增特许经营权的相关资本承诺，即积极发展非博彩设施，使各家 ROIC 走低（除美高梅中国）。或受赌桌大幅增加的正面影响，美高梅中国的 ROIC 超过疫情前水平。银河娱乐的第四期项目的资本开支较高，叠加丰厚的现金储备及保守的财务策略，使公司的 ROIC 处于行业中等水平。

图58 六家博彩公司：ROA



资料来源: Bloomberg, HTI
注: 新濠国际发展的数据包括海外业务

图59 六家博彩公司：ROIC

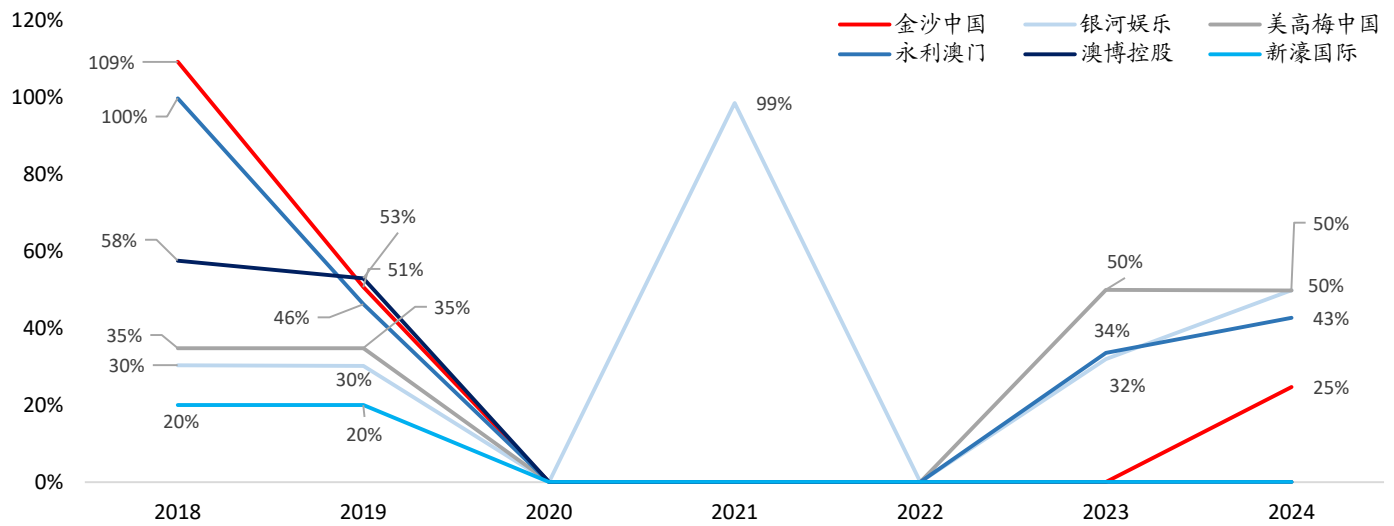


资料来源: Bloomberg, HTI
注: 新濠国际发展的数据包括海外业务

3.4 从分红角度看六家博彩公司

银河娱乐分红率超 2019 年水平，其雄厚的现金储备有望提升分红率。2023 年，银河娱乐、美高梅中国及永利澳门已经恢复派息，并且银河娱乐及美高梅中国的分红率已经高于 2019 年的水平。金沙中国于 2024 年恢复派息，分红率不及 2019 年的水平。澳博控股还未恢复派息，其计划收购澳门凯旋门娱乐场及十六浦娱乐场的所在物业，该项计划或将使公司资产负债率提升以及延缓派息时间。25H1，银河娱乐的分红率达 58%，超过市场预期。我们认为，银河娱乐强健的资产负债表及雄厚的现金储备是提升分红率的积极信号。

图60 六家博彩公司：分红率

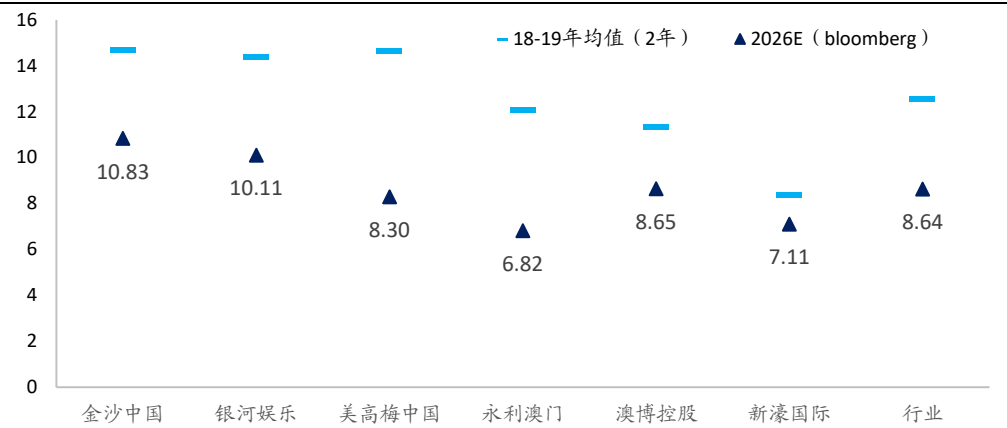


资料来源：Wind, HTI

3.5 从估值角度看六家博彩公司

六家博彩企业的 EV/EBITDA 估值仍低于其历史 2018-2019 年的 2 年估值均值。金沙中国/银河娱乐/美高梅中国/永利澳门/澳博控股/新濠国际发展的 2026E EV/EBITDA 估值分别为 10.83X/10.11X/8.30/6.82X/8.65X/7.11X，相当于历史 2018-2019 年的 2 年估值均值的 74%/70%/57%/56%/76%/85%。澳门博彩行业的 2026E EV/EBITDA 估值为 8.64X，相当于历史 5 年估值均值的 69%。

图61 六家博彩公司：2018-2019 年 2 年 EV/EBITDA 均值 vs 2026E EV/EBITDA



资料来源：Bloomberg, HTI
注：收盘价为 2025 年 12 月 11 日

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2025-2027 年的净收益为 48297/52600/56837 百万港元，同比分别增长 11.2%/8.9%/8.1%，博彩毛收入为 47781/52604/56789 百万港元，同比分别增长 16.1%/10.1%/8.0%，经调整 EBITDA 为 13970/15233/16641 百万港元，经调整 EBITDA 利润率为 28.9%/29.0%/29.3%。参考可比公司估值，我们给予公司 2026E 10x EV/EBITDA，对应市值为 2080.1 亿港元，对应股价为 47.5 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 1 公司分项预测表 (百万港元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
博彩净收益	27,290	33,826	38,788	42,675	46,066
增速 (%)	315.6%	24.0%	14.7%	10.0%	7.9%
非博彩收益 (不包括建筑材料)	5,396	6,425	6,550	6,878	7,694
增速 (%)	167.0%	19.1%	2.0%	5.0%	11.9%
净收益	35,684	43,432	48,297	52,600	56,837
增速 (%)	211.0%	21.7%	11.2%	8.9%	8.1%
GGR	31,713	41,145	47,781	52,604	56,789
增速 (%)	332.0%	29.7%	16.1%	10.1%	8.0%
经调整 EBITDA	9,955	12,188	13,970	15,233	16,641
增速 (%)	-	22.4%	14.6%	9.0%	9.2%
经调整 EBITDA Margin (%)	27.9%	28.1%	28.9%	29.0%	29.3%

资料来源: 公司 2023 年及 2024 年财报, HTI

表 2 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EV/EBITDA (倍)			PE (倍)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1928 HK	金沙中国	12.19	10.83	10.01	19.93	15.92	13.82
2282 HK	美高梅中国	8.61	8.3	8.05	11.84	10.69	10.05
1128 HK	永利澳门	7.35	6.82	6.55	14.01	10.44	9
880 HK	澳博控股	10.53	8.65	7.8	190	23.3	14.11
200 HK	新濠国际发展	7.22	7.11	6.82	15.51	13.95	10.31
	均值	9.18	8.34	7.85	50.26	14.86	11.46
27 HK	银河娱乐	10.91	10.11	9.21	16.28	14.9	13.73

注: 收盘价为 2025 年 12 月 11 日价格

资料来源: Bloomberg, HTI

5. 风险提示

宏观经济增长低于预期, 澳门博彩监管政策趋严, 海外博彩市场竞争加剧等。

财务报表分析和预测

利润表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
净收益	43,432	48,297	52,600	56,837	每股摊薄收益 (港元)	2.0	2.6	2.9	2.9
博彩净收益	33,826	38,788	42,675	46,066	每股净资产 (港元)	17.4	18.6	20.1	21.5
非博彩净收益	6,425	6,550	6,878	7,694	每股经营现金流 (港元)	2.6	3.3	3.7	4.0
建筑材料	3,181	2,958	3,047	3,077	净收益yoy%	21.7%	11.2%	8.9%	8.1%
博彩毛收入	41,145	47,781	52,604	56,789	EBITDA yoy%	22.4%	14.6%	9.0%	9.2%
经营支出	(31,346)	(34,428)	(37,469)	(40,298)	EBIT yoy%	23.6%	22.4%	12.9%	1.9%
经营利润	8,525	10,437	11,780	12,001	经调整EBITDA率%	28.1%	28.9%	29.0%	29.3%
利息收入	1,204	1,164	1,238	1,165	EBIT%	19.6%	21.6%	22.4%	21.1%
利息支出	(139)	(152)	(145)	(145)	净利率%	20.2%	23.1%	23.9%	22.4%
除所得税前利润	8,966	11,449	12,873	13,021	ROA	9.6%	11.5%	12.2%	11.6%
所得税利益/(开支)	(152)	(229)	(257)	(260)	ROE	11.6%	13.7%	14.3%	13.5%
本公司权益持有人应占年内利润	8,759	11,164	12,560	12,705	资产负债率	19.2%	18.0%	16.9%	15.9%
经调整EBITDA	12,188	13,970	15,233	16,641	Net debt/EBITDA	(2.2)	(2.1)	(1.8)	(1.8)
现金流量表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,759	11,164	12,560	12,705	现金及等价物	20,394	22,398	21,075	24,080
折旧摊销	(3,561)	(3,431)	(3,351)	(4,538)	应收账款	2,433	2,433	2,433	2,433
营运资金变动	57	30	40	55	存货	212	212	212	212
应收账款	(495)	-	-	-	流动资产总额	25,098	27,102	25,779	28,785
存货	8	-	-	-	净固定资产	50,254	54,345	62,538	66,467
应付账款	543	30	40	55	净无形资产	6,889	6,392	5,896	5,399
其他经营活动所产生的现金	(1,388)	(70)	(2)	(25)	其他非流动资产	(717)	(837)	(977)	(1,027)
经营活动所产生的现金净额	11,550	14,611	16,004	17,329	非流动资产总额	69,480	72,953	80,510	83,892
资本支出	(4,828)	(7,024)	(11,047)	(7,971)	总资产	94,578	100,056	106,289	112,677
其他投资活动产生的现金	83	-	-	-	应付账款	10,430	10,460	10,500	10,555
投资活动所产生的现金净额	(4,747)	(7,024)	(11,047)	(7,971)	短期借款	9,896	9,896	9,896	9,896
短期负债增加(减少)	-	-	-	-	其他流动性负债	76	86	94	99
长期负债增加(减少)	2,736	0	-	-	流动性负债	14,798	14,839	14,887	14,947
其他融资相关的现金流项目	(1,216)	(604)	(349)	(36)	长期借款	-	-	-	-
融资活动所产生的现金净额	(1,976)	(5,582)	(6,280)	(6,353)	其他长期负债	3,388	3,188	3,038	2,958
现金流变化(净额)	4,827	2,004	(1,323)	3,005	非流动性负债总额	3,388	3,188	3,038	2,958
期初现金流	6,599	11,418	13,422	12,099	负债总额	18,186	18,027	17,925	17,905
汇率影响	(9)	-	-	-	股本	24,254	24,254	24,254	24,254
现金流变化(总额)	4,819	2,004	(1,323)	3,005	储备	51,692	57,274	63,554	69,907
期末现金流	11,418	13,422	12,099	15,104	所有者权益	75,946	81,528	87,808	94,161
FCF	8,273	7,728	5,021	9,430	少数股东权益	446	501	556	611
					总负债及所有者权益	94,578	100,056	106,289	112,677

备注: 以上各表均为简表

资料来源: 公司 2024 年财报, HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights: The overall industry recovery is accelerating, and growth resilience is expected to continue through 2026. Against this backdrop, Galaxy Entertainment has three major attractions, combining growth potential with defensive characteristics: 1) Long-term low debt ratio and ample cash reserves, providing a high margin of safety; 2) Project pipeline supporting future performance growth, with Galaxy Entertainment Phase IV expected to add 1,500 hotel rooms, becoming the engine for the company's next growth phase; 3) Ranked third in gaming table share, but through excellent operational capabilities, the company ranks second in gross gaming revenue share. We assign the company 10x 2026E EV/EBITDA, corresponding to a market value of HKD 208.01 billion and a target share price of HKD 47.5. We initiate the coverage with Outperform rating.

Providing diversified services around the gaming business, the company initially focused on VIP operations and has now transformed to focus on the high-end mass market. The company's gross gaming revenue (GGR) has shown steady performance and has growth potential. In 2024, the company's GGR reached HKD 41.15 billion, a year-on-year increase of 29.7%, recovering to 69.3% of the 2019 level. We believe the company's future GGR growth may be driven by three factors: 1) In a highly competitive market, the company actively develops and advances its premium mass market segment, where it holds advantages; 2) Continuously leveraging the competitive benefits of its convention and exhibition facilities and Galaxy Entertainment Arena to host multiple entertainment shows and sporting events to attract visitors. Furthermore, deepening strategic cooperation with Damai Entertainment will promote upgrades of large-scale live projects; 3) The completion of the fourth phase of Galaxy Macau will further enhance the company's competitiveness. The company initially focused on VIP business and later shifted its focus to the more profitable mass market gaming operations, particularly premium mass segment, which drives the growth of GGR. In 2024, the company's profit performance continued to improve. Adjusted property EBITDA reached HKD 12.19 billion, a year-on-year increase of 22.4%, recovering to 74.0% of the 2019 level, with an adjusted EBITDA margin of 28.1%.

The pace of recovery in the industry GGR is accelerating, and growth resilience is expected to continue through 2026. Competition in the high-end mass segment is intense, and satellite casinos will close by the end of the year. From January to November 2025, the cumulative gross gaming revenue (GGR) of Macau's gaming industry reached MOP 226.515 billion, up 8.6% year-on-year, recovering to 84.0% of the same period in 2019. Driven by multiple factors such as RMB appreciation, stock market rebound, higher gold and property prices, relaxed visa regulations, strong tourism demand, and stabilized trade tensions, Macau's gaming market performed better than expected from June to August, with double-digit GGR growth of 19%, 19%, and 12%, respectively. In addition, during the peak season in October and the off-season in November, industry GGR recorded double-digit growth for two consecutive months, with strong performance exceeding market expectations. We expect the industry GGR in 2026 to reach MOP 275.49 billion, recovering to 94.2% of the 2019 level. Looking at quarterly performance, we project 26Q1/26Q2/26Q3/26Q4 industry GGR to grow by 23.3%/11.5%/7.2%/4.4% year-on-year, recovering to 93.3%/92.9%/94.8%/95.9% of 2019 levels, respectively. Satellite casinos will cease operations by the end of the year, releasing a 5.1% market share, which may benefit other properties on the Macau Peninsula, though the peninsula's share may continue to decline. Premium mass will continue to drive growth in industry GGR, already surpassing pre-pandemic levels, with operators actively expanding in premium mass segment by offering luxury hotel rooms and related services. Competition in this segment is intense. Galaxy Entertainment, MGM China, and Wynn Macau have advantages in this segment.

Galaxy Entertainment stands out for its comprehensive advantages. 1. From a profitability perspective: Galaxy Entertainment's adjusted EBITDA margin is slightly lower than Sands China's. With the opening of the Cappella Hotel, the company's adjusted EBITDA and EBITDA margin are expected to improve. 2. From a cash flow quality perspective: At the billion-dollar tier represented by Sands China and Galaxy Entertainment, this tier shows the strongest 'self-sustaining' capability due to its enormous scale, large mass-market business, and integrated resort income, which supports future development plans. 3. From a dividend perspective: In 2023, Galaxy Entertainment, MGM China, and Wynn Macau have resumed dividend payments, and the dividend rates of Galaxy Entertainment and MGM China have already exceeded 2019 levels. In H1 2025, Galaxy Entertainment's dividend payout ratio reached 58%, surpassing market expectations, and its strong cash reserves are expected to further boost the dividend rate.

Earnings and Valuation: We expect the companies' net revenue for FY25-27E to be HKD48297/52600/56837mn, up 11.2%/8.9%/8.1%; gaming gross revenue of HKD47781/52604/56789mn, up 16.1%/10.1%/8.0%; and adjusted property EBITDA of HKD13970/15233/16641 mn, with adjusted property EBITDA margins of 28.9%/29.0%/29.3%. Referring to comparable company valuations, we assign a 10x 2026E EV/EBITDA, corresponding to a market value of HKD208.01 billion, and a target share price of HKD47.5. We initiate the coverage with Outperform rating.

Risks: Macroeconomic growth not as expected, stricter gaming regulatory policies in Macau, and fierce competition in overseas gaming markets, etc.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The group has implemented over 100 energy-saving measures across its properties and has replaced all shuttle buses for guests and team members with new energy vehicles, demonstrating its commitment to environmental protection.

Social:

The group continues to promote talent development and community involvement, providing nearly 500 training courses for team members over the year, with a total participation rate of 98%. In terms of community investment, since its establishment in 2011, the SJM Volunteer Team has accumulated approximately 440,000 hours of service, organized around 630 community activities, and served over 200,000 beneficiaries.

Governance:

The Group is committed to ensuring effective risk management and internal controls, and has established a sound enterprise risk management framework. The company has implemented key management measures that meet or even exceed industry standards, including a clearly defined management structure, well-defined roles, responsibilities and authorities, written policies, standard operating procedures, regular risk and control self-assessments, and an effective management reporting system for all major operating divisions under the Group.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，骆雅丽，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yali Luo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

国泰海通担任 1928.HK 及 0027.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 1928.HK and 0027.HK.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks –

截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,
as of September 30, 2025Haitong International Equity Research Ratings Distribution,
as of June 30, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业

绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock

Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended.

When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

(条款链接: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
