

美高梅中国

2282 HK

香港旅游与酒店行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

再探牌照费争议

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 9 日发布的题为《Revisiting the license fee debate》的报告，继美高梅国际酒店集团 (MGM Resorts) 近期管理层评论后，其向美高梅中国 (MGM China) 收取更高牌照费及品牌费的做法具有合理性——中信里昂通过逆向推演验证了这一点，但此前的沟通本可更妥善处理。无论如何，市场焦点已转向美高梅中国会否提高股息支付率以抵消费用上调对盈利的影响，中信里昂认为这是一个可控的门槛。

美高梅国际 2025 年四季度管理层评论的核心洞见

根据美高梅国际 2025 年四季度的业绩说明，牌照及品牌费收入分成比例翻倍源于美高梅中国收入市占率与 Ebitdar 的显著提升。以 2019 年为基准，美高梅中国 2025 年博彩总收入与 Ebitdar 分别增长 1.7 倍至 16.2%、1.6 倍至 12.03 亿美元。牌照和品牌费用支付对象为美高梅 B&D——一家由美高梅国际与何超琼各持 50% 股权的非上市实体。

逆向推演逻辑自洽，但市场此前未充分预期

上述市占率扩张主要得益于当前博彩特许权下新增的 250 张赌台。分析指出，美高梅中国本地管理层（包括何超琼）在与政府谈判中发挥了关键作用。然而由于该交易无需美高梅中国层面正式股东批准，这凸显出需加强沟通一致性，并为市场提供更多集团牌照费结构的可见性，以建立合理的投资者预期。

股息故事依然完整——50% 支付率存在上行风险

分析指出投资者下一个关注点将是其股息支付率，是否有迹象显示年度派息比率将从 50% 上调以抵消更高牌照费及品牌费的影响（即超过 53%）。这并非难以跨越的预期门槛。此外，即便考虑新增牌照费及品牌费分成，美高梅中国在 2024 年已派发两笔特别股息，而其他部分持牌运营商的派息比率亦在扩大。

催化因素

中场博彩板块持续增长、股息支付率扩大及中国政策宽松支撑盈利复苏。

投资风险

风险包括澳门竞争加剧、监管风险（如中国加强资本管制措施）及向控股股东支付特许费持续上调。

公司概况

美高梅中国是美高梅国际度假村子公司，在澳门拥有两家赌场——澳门美高梅与美狮美高梅。凭借聚焦优质中场的战略及以博彩业务为主的收入结构，公司现运营约 750 张赌台、1,920 台角子机及 2,003 间酒店房/套房，同时经营酒店、餐饮及零售等非博彩业务。

收入按产品分类

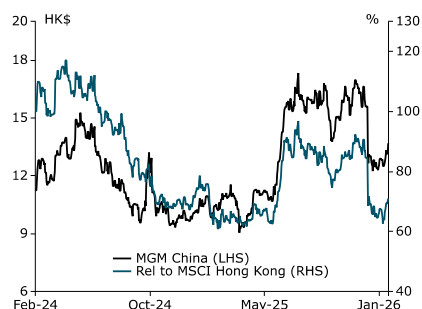
主楼层赌桌毛收入	71.6%
贵宾赌桌毛收入	13.2%
角子机毛收入	5.6%
酒店客房	4.6%

资料来源: 中信里昂

收入按地区分类

中东及非洲	0.0%
亚洲	100.0%
美洲	0.0%
欧洲	0.0%

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 9 日): 13.14 港元

12 个月最高/最低价: 17.32 港元/9.04 港元

市值: 63.90 亿美元

3 个月日均成交额: 15.24 百万美元

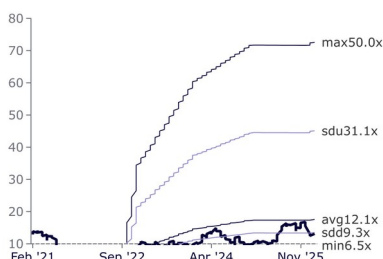
市场共识目标价(路孚特): 18.17 港元

主要股东:

美高梅国际度假村 55.95%

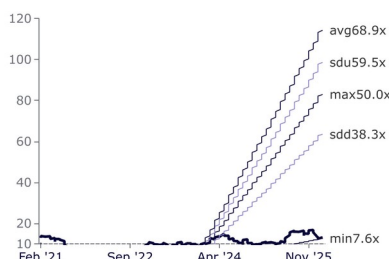
何超琼 22.49%

市盈率区间



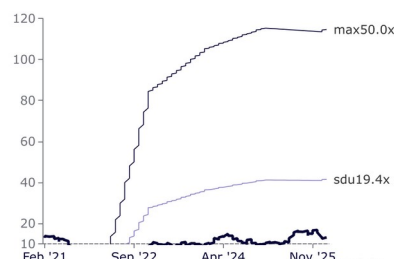
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息收益率(%)			股本回报率(%)		
				FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F
Grand Korea Leisure	114090 KS	5.5	13180.00	24.7	15.7	16.8	2.0	1.9	1.8	2.7	2.7	2.8	8.1	12.4	11.1
金沙中国	1928 HK	187.3	18.63	18.5	17.4	14.4	18.7	17.4	23.0	1.3	5.4	8.3	203.5	104.0	137.4
云顶马来西亚	GENM MK	28.8	2.04	14.7	30.1	27.2	1.0	1.0	1.0	4.9	4.9	4.9	4.2	3.2	3.6

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 9 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。