

今日焦點:

► 永利澳門（1128 HK，股價6.29港元，市值330億港元）VIP 贏率偏低拖累表現，短期承壓靜待復蘇

2Q25未達預期。淨收入同比持平於8.83億美元，其中非博彩業務同比下降11%至1.41億美元，占總淨收入的16%。經調整的物業EBITDA同比下降10%至2.54億美元，較市場預期低8%。EBITDA率為28.7%，同比下降3個百分點。調整VIP贏率不佳的影響後，經調整的物業EBITDA為2.66億美元，仍較預期低4%。永利皇宮表現遜色，淨收入同比下降2%至5.4億美元，經調整的物業EBITDA同比下降15%至1.57億美元。永利澳門方面，淨收入增長2%至3.44億美元，經調整的物業EBITDA小幅上升至9700萬美元。

博彩業務表現落後於行業。2Q25總博彩收入（GGR）同比微升2%至9億美元，而整個行業增長8%。該公司4月業績穩健，6月表現強勁，但5月較為疲軟。其市場份額為11.6%，同比下降0.5個百分點，環比下降0.8個百分點，排名第六。VIP博彩收入同比增長6.5%至1.5億美元，落後於行業13%的增長。這一增長受惠於投注額同比激增27%，但被VIP贏率下降0.6個百分點部分抵銷。中場博彩收入同比持平於6.92億美元（行業增長4%），受惠於投注額增長3.6%，但贏率同比下降0.6個百分點。角子機博彩收入同比增長12%至5800萬美元，增速超過行業9%的增幅。

持續升級物業以保持競爭力。公司計畫於2026年底前投入高達7.5億美元資本開支，用於度假村升級及擴建項目，其中包括在永利皇宮新建一座大型活動中心（暫定2028年初投入運營，尚待政府審批）。當前在建工程包括：（1）永利皇宮「Chairman's Club」貴賓博彩區的擴建；（2）永利澳門永利塔酒店客房翻新。此外，管理層將2025年Capex指引由原先的2.5-3億美元下調至2-2.5億美元。

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升
恒生指數		24,858	-0.9%	23.9%
中資企業指數		8,895	-1.0%	22.0%
紅籌指數		4,278	0.3%	13.2%
滬深300指數		4,104	-0.2%	4.3%
上海A股		3,810	-0.1%	-0.2%
上海B股		266	-0.3%	-0.2%
深圳A股		2,322	-0.2%	13.4%
深圳B股		1,305	-0.1%	7.6%

主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升
美國道指		44,175	0.5%	3.8%
標普500		6,389	0.8%	8.6%
美國納斯達克指數		21,450	1.0%	11.1%
日經平均指數		41,820	1.9%	4.8%
英國富時指數		9,095	-0.1%	11.3%
法國證券公會指數		7,743	0.4%	4.9%
德國法蘭克福指數		24,162	-0.1%	21.4%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	3,397	0.0%	29.0%
銅價	(美元/盎司)	2,058	1.9%	15.3%
銀價	(美元/盎司)	38	0.2%	32.1%
原油	(美元/桶)	63	0.0%	-11.6%
銅價	(美元/盎司)	9,762	0.9%	11.3%
鋁價	(美元/盎司)	2,609	0.0%	2.3%
鉛價	(美元/盎司)	1,331	-0.7%	45.8%
錫價	(美元/盎司)	2,827	1.4%	-5.1%
小麥	(美分/蒲式耳)	514	-0.7%	-6.8%
玉米	(美分/蒲式耳)	405	-0.4%	-9.0%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	
黃豆	(美分/蒲式耳)	987	-0.6%	-3.8%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-8.1%
CRB 指數		294	0.3%	3.0%
BDI				105.7%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.9	0.9	147.7	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.8	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		172.0	1.1	8.4
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	182.7		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

市場情緒		目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期			
希臘		N/A	N/A
愛爾蘭		83	-2.4%
義大利		139	-0.6%
葡萄牙		207	-0.0%
西班牙		108	0.3%
波動率指數		15	-25.7%

我們觀點：澳門博彩行業競爭持續升溫，VIP及高端中場板塊尤為激烈。六大運營商通過持續升級設施及維持高額客戶回扣爭奪市場份額，導致行業整體盈利能力承壓。這一趨勢在主要運營商2025年經調整EBITDA利潤率中顯現：金沙中國（-0.6個百分點）、美高梅中國（-1.7個百分點）及永利澳門（-3.0個百分點）均錄得同比下滑。值得注意的是，路氹物業的利潤率降幅普遍高於澳門半島，反映其以高端客群為主的定位對競爭環境變化更為敏感。展望下半年，在缺乏新物業開業或大型娛樂活動（如演唱會）刺激的背景下，我們預計永利澳門市場份額或進一步被侵蝕。當前該股2025年預期EV/EBITDA為9.0倍。

圖 1：永利澳門博彩業務表現(百萬美金)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
VIP segment	VIP業務										
VIP turnover	貴賓持續額	3,438	4,433	4,059	4,567	5,511	3,974	4,401	4,154	5,442	5,053
VIP win rate	貴賓贏率	2.71%	4.22%	3.45%	3.40%	3.33%	3.54%	3.20%	3.90%	2.23%	2.97%
VIP GGR	VIP博彩收益	93	187	140	155	183	141	141	162	120	150
Mass segment	中場業務										
Mass table drop	中場博彩投注額	2,172	2,730	3,110	3,270	3,465	3,341	3,210	3,221	3,247	3,462
Mass win rate	中場贏率	19.76%	19.13%	20.28%	21.47%	22.04%	20.68%	21.32%	22.13%	21.89%	20.00%
Mass GGR	中場博彩收益	429	522	631	702	764	690	684	712	711	692
Slot segment	角子機業務										
Slot machine handle	角子機博彩投注額	1,016	1,099	1,204	1,277	1,326	1,445	1,318	1,400	1,588	1,767
Slot machine win rate	角子機贏率	4.10%	3.91%	3.19%	3.79%	4.31%	3.57%	3.71%	3.50%	3.38%	3.26%
Slot GGR	角子機博彩收益	42	43	38	48	57	52	52	52	54	58
Total GGR	總博彩收入	564	752	809	906	1,004	883	877	927	885	900

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：總博彩收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Industry	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	83%
MeiCo	43%	57%	58%	64%	72%	70%	68%	69%	80%	
Sands China	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	81%	69%	81%
Wynn Macau	89%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	66%
MGM China	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	154%
Galaxy Entertainment	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%	
SJM	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：VIP 收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Industry	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	39%	38%
MeiCo	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	36%	
Sands China	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	25%	28%
Wynn Macau	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	15%	21%
MGM China	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	43%	57%
Galaxy Entertainment	11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	27%	
SJM	5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：中場收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Industry	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	113%	118%
Melco	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	119%	
Sands China	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	93%	84%	99%
Wynn Macau	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	122%	120%
MGM China	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	204%	222%
Galaxy Entertainment	72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%	126%	120%	
SJM	55%	68%	78%	83%	92%	93%	97%	96%	100%	

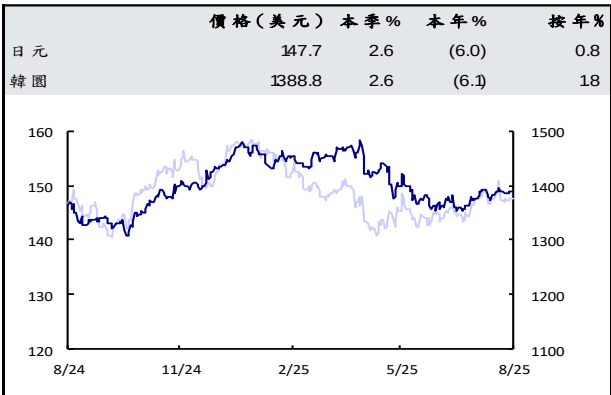
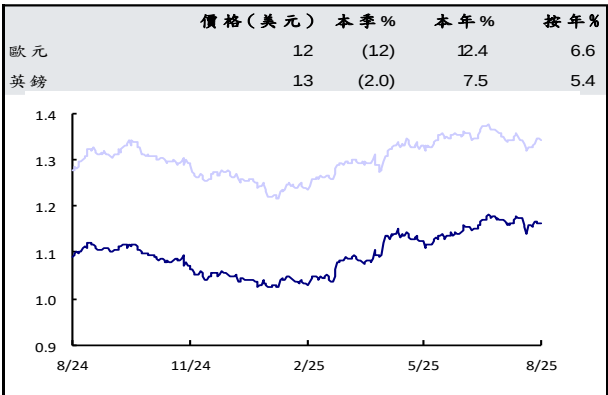
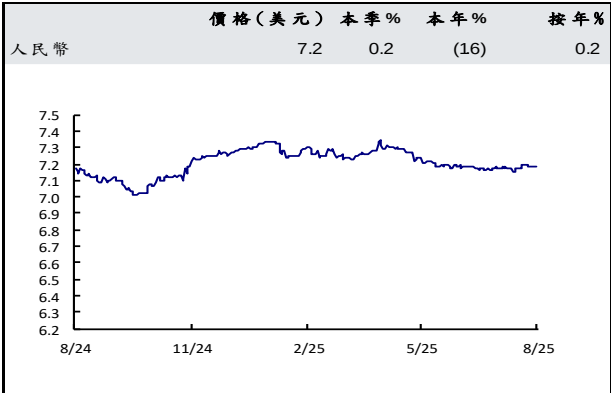
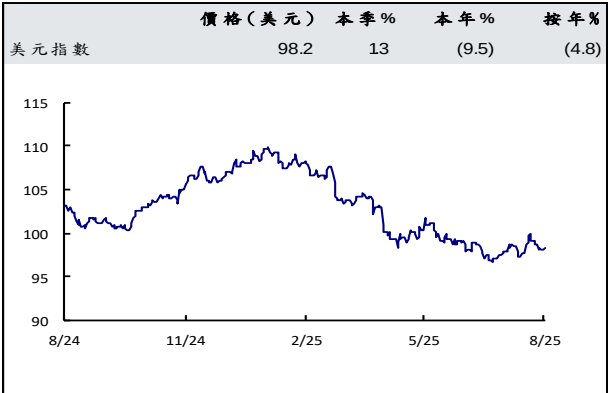
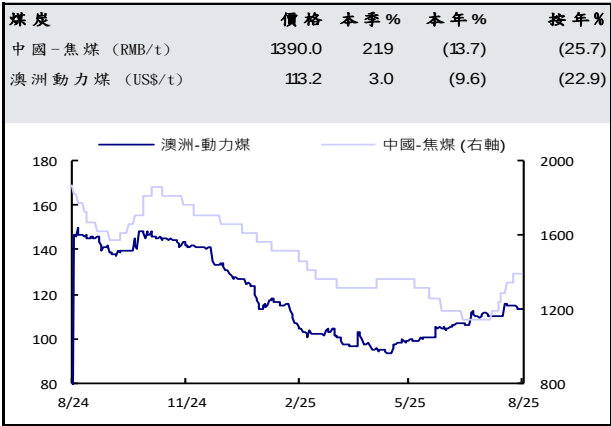
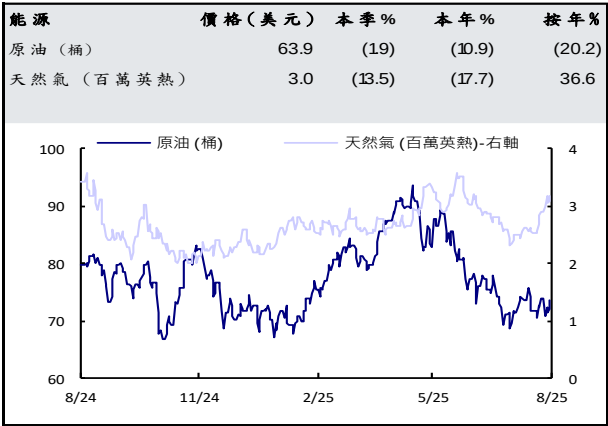
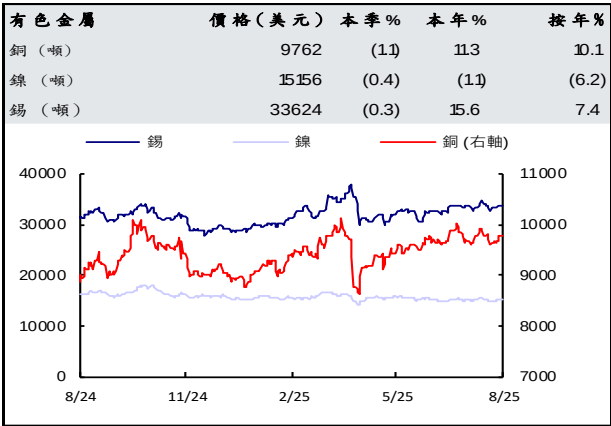
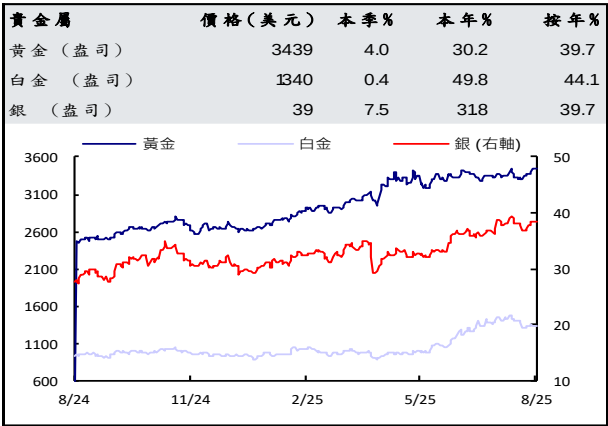
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：老虎機收入恢復至 2019 年水平

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
Industry	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%	88%	94%
Melco	75%	73%	85%	77%	86%	87%	92%	83%	96%	
Sands China	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	102%	107%	114%
Wynn Macau	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%	60%	67%
MGM China	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%	96%	102%
Galaxy Entertainment	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%	129%	
SJM	87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%	

資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		25年8月12日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月14日
生產者物價指數	月		25年8月14日
商業庫存	月		25年8月15日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產指數	月		25年8月15日
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年8月11日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產報告	月		25年8月15日
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		25年8月15日
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam