

今日焦點:

► 美高梅中國（2282 HK，股價HK\$15.24，市值580億港元）3Q25創下季度歷史紀錄。

3Q25經調整EBITDA表現強勁，但利潤率環比下滑。儘管9月受颱風「樺加沙」影響導致營運短暫中斷，公司第三季業績穩健，收入與經調整EBITDA均創第三季歷史新高。受中場賭檯投注額年增18%的強勁帶動，淨收入同比增長17%至85億港元。經調整EBITDA同比增長20%至24億港元。EBITDA利潤率為27.9%，環比下降1個百分點，其中美獅美高梅下降0.5個百分點、澳門美高梅下降1.9個百分點，反映市場競爭加劇，且半島物業面臨更大經營壓力。

路氹物業持續領跑，半島業務穩中有進。受益于第三季貴賓業務強勁增長及中場業務穩健貢獻，美獅美高梅收入年增22%至51億港元，經調整EBITDA年增23%至15億港元。全新高端博彩區「Alpha Club」於9月底開幕，設有20張賭檯，佔地3.5萬平方英尺。管理層表示Alpha Club深受高端客戶好評。同時，美獅美高梅正將160間標準客房改建成63間新套房，預計2026年第一季完成。結合其他裝修項目，這些升級措施有望強化其高端市場定位。澳門美高梅收入錄得34億港元，經調整EBITDA為9.14億港元。澳門半島貴賓業務較去年同期轉弱，但中場及總博彩收入均實現低個位數增長。

各業務板塊增長均超越行業水準。總博彩收入年增20%至95億港元（行業：+13%）。第三季市佔率達15.5%，同比提升 0.7 個百分點，環比下降 1.1 個百分點（主要受第二季高基數影響）。其中美獅美高梅市佔率 9.4%、美高梅澳門 6.1%。受投注額年增22%與贏率提升0.66個百分點帶動，VIP博彩收入連續兩季實現超 45% 同比增長至 11 億港元（行業同比 + 29%）。中場博彩收入年增17%至79億港元（行業：+7%），主要受期內強勁客流推動。角子機博彩收入為55.5億港元，年增12%（行業：+10%）。

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升		
恒生指數		26,158	1.0%	30.4%		
中資企業指數		9,258	1.0%	27.0%		
紅籌指數		4,105	1.0%	8.6%		
滬深300指數		4,653	0.3%	18.3%		
上海A股		4,169	0.6%	-2.5%		
上海B股		260	0.2%	-2.5%		
深圳A股		2,637	0.4%	28.8%		
深圳B股		1,316	0.8%	8.5%		
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升		
美國道指		47,336	-0.5%	11.3%		
標普500		6,851	0.2%	16.5%		
美國納斯達克指數		23,834	0.5%	23.4%		
日經平均指數		52,219	-0.4%	30.9%		
英國富時指數		9,701	-0.2%	18.7%		
法國證券公會指數		8,109	-0.1%	9.9%		
德國法蘭克福指數		24,132	0.7%	21.2%		
商品價格		收市	每日升跌	今年累升		
金價	(美元/盎司)	4,001	-0.0%	52.1%		
銅價	(美元/盎司)	2,368	-0.3%	32.6%		
銀價	(美元/盎司)	48	-1.3%	66.0%		
原油	(美元/桶)	61	0.1%	-15.0%		
銅價	(美元/盎司)	10,855	-0.6%	23.8%		
鋁價	(美元/盎司)	2,902	1.3%	13.7%		
鉛價	(美元/盎司)	1,570	-0.2%	73.2%		
錫價	(美元/盎司)	3,100	2.1%	4.1%		
小麥	(美分/蒲式耳)	543	3.7%	-1.5%		
玉米	(美分/蒲式耳)	434	0.9%	-2.1%		
糖	(美分/磅)	N/A	N/A			
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,134	2.4%	9.7%		
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-14.2%		
CRB 指數		306	1.8%	3.0%		
BDI				97.2%		
匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	154.2	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.8	10.4	0.9
歐羅	1.2	9.0		177.7	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.6	1.1	190.8		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.6	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		17		8.7%		

10月博彩收入創六年新高。根據博彩監察協調局數據，澳門10月博彩收入（GGR）達241億澳門元，同比增長16%、環比大幅攀升32%，較市場預期高出4個百分點，創下疫情後單月新高。儘管國慶黃金週期間面臨三重擾動，颱風導致出行受阻、中場市場表現疲軟、一級方程式（F1）新加坡大獎賽分流部分高端客群，但黃金週後需求集中釋放形成強勁支撐，推動全月業績超預期。市場普遍認為，部分高端客戶將原定黃金週的出行計劃延後至中下旬，成為後續增長的核心動力。美高梅中國也透漏公司10月市場份額預計將達16.5%，創下歷史紀錄，業務表現強勁。

我們觀點：美高梅中國憑藉強健的營運韌性與行業領先的業務實力，業績表現持續亮眼。3Q25業績創下季度歷史紀錄，10月市場份額預估達16.5%的歷史新高，充分驗證其競爭優勢。後續隨著美高梅路氹「Alpha Club」順利投運並持續收獲高端客群認可，疊加豪華套房改建項目逐步落地，預計將進一步夯實其高端市場佈局、吸引高價值客群流入。基於上述業務亮點與增長潛力，美高梅中國有望在短期內成為澳門博彩行業中市佔率持續提升的標的之一。該股目前2026年EV/EBITDAR為7.9倍。

圖 1：美高梅中國博彩業務表現（百萬港幣）

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
VIP業務											
貴賓轉碼數	18,698	32,450	24,711	37,048	65,151	31,933	22,714	28,990	32,511	38,125	27,778
貴賓贏率	4%	3%	4%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	3%	4%
VIP博彩收益	747	1,118	970	1,120	1,499	878	727	944	1,151	1,289	1,072
中場業務											
中場博彩投注額	17,067	22,518	25,843	29,396	29,891	29,978	26,851	27,845	28,220	31,884	31,852
中場贏率	24%	22%	21%	23%	25%	24%	25%	26%	25%	25%	25%
中場博彩收益	4,103	4,908	5,545	6,855	7,431	7,340	6,694	7,139	7,105	7,969	7,871
角子機業務											
角子機博彩投注額	8,194	10,879	12,144	14,095	13,834	14,701	14,611	16,124	16,113	16,185	17,817
角子機贏率	4%	4%	3%	4%	4%	4%	3%	4%	3%	4%	3%
角子機博彩收益	348	406	412	521	523	575	497	628	517	571	555
總博彩收入	5,198	6,432	6,927	8,496	9,453	8,792	7,918	8,711	8,773	9,829	9,498

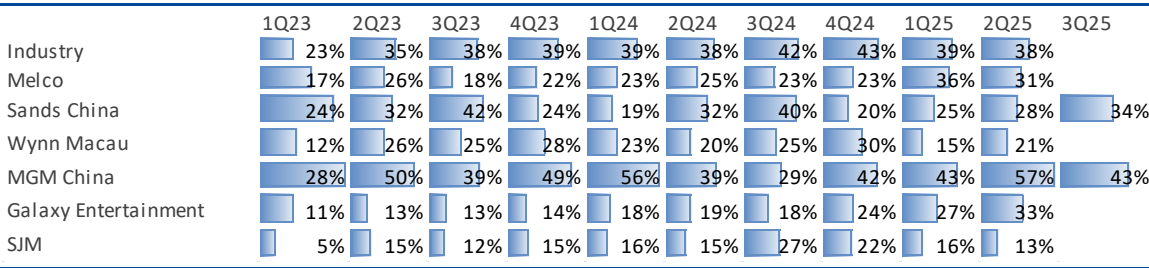
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：總博彩收入恢復至 2019 年水平

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Industry	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	83%	
Melco	43%	57%	58%	64%	72%	70%	68%	69%	80%	80%	
Sands China	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	81%	69%	81%	90%
Wynn Macau	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	66%	
MGM China	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	154%	136%
Galaxy Entertainment	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%	82%	
SJM	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%	73%	

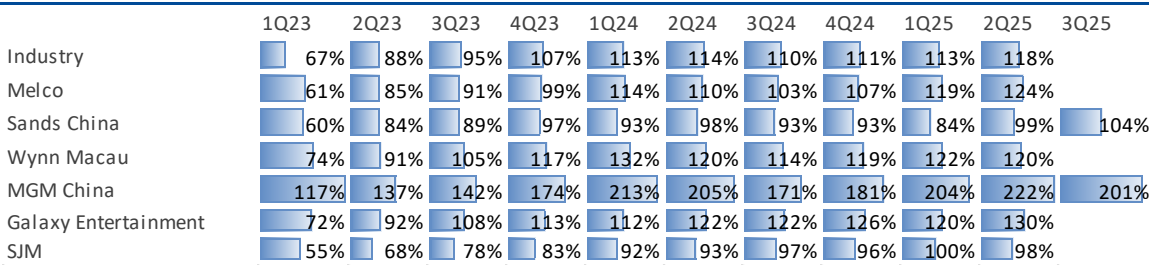
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：VIP 收入恢復至 2019 年水平



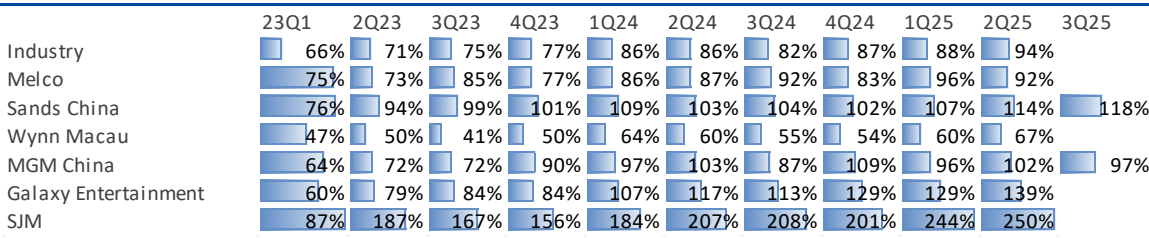
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：中場收入恢復至 2019 年水平



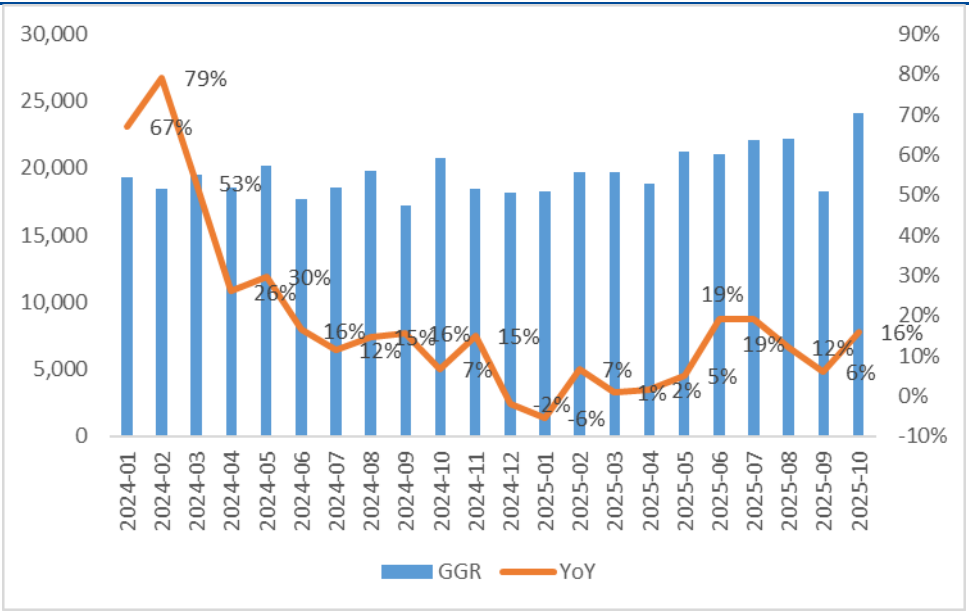
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：老虎機收入恢復至 2019 年水平



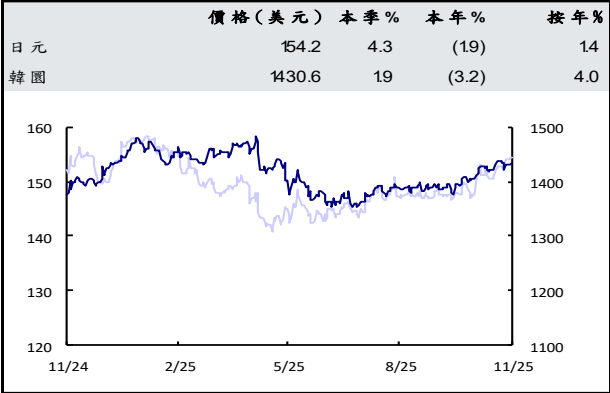
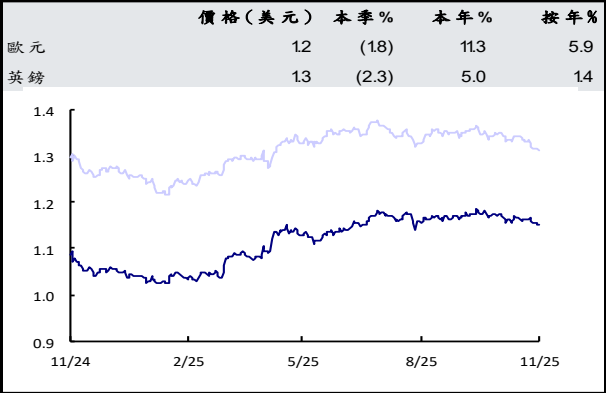
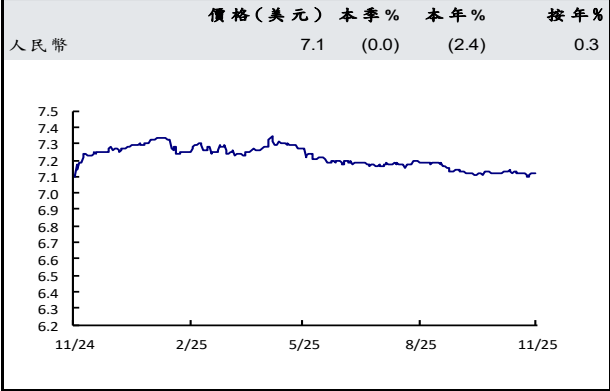
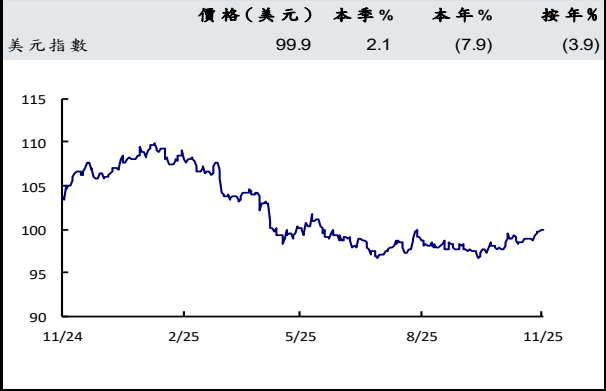
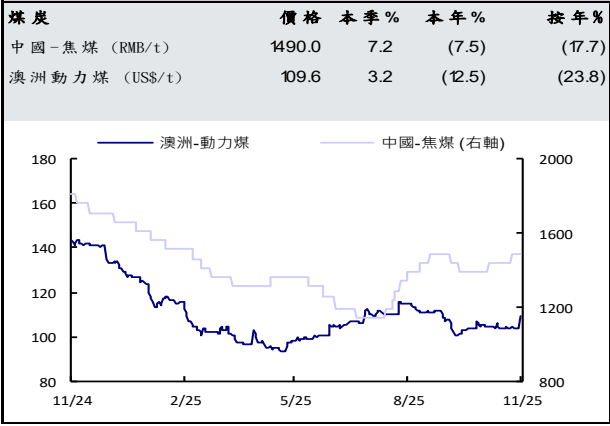
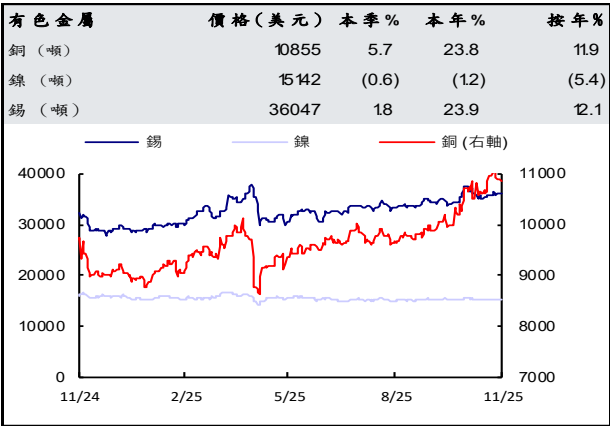
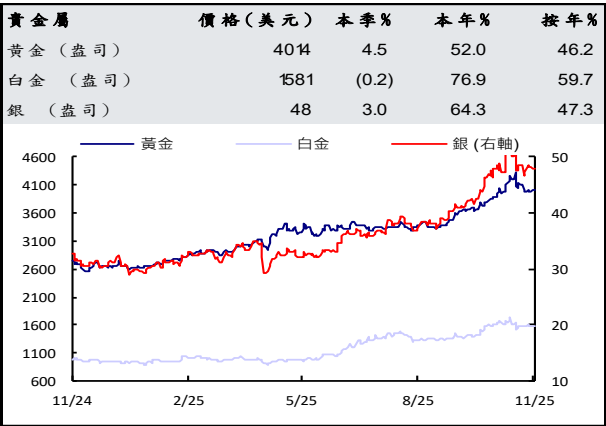
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：澳門每月博彩收入（百萬澳門元）及同比增長率



資料來源：澳門博彩監察協調局、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
採購經理人指數	月		25年11月3日
貿易收支	月		25年11月4日
耐久財訂單	月		25年11月4日
工廠訂單	月		25年11月4日
首次申請失業保險金人數	週		25年11月6日
批發庫存	月		25年11月6日
就業報告	月		25年11月7日
消費者物價指數	月		25年11月13日
生產者物價指數	月		25年11月14日
商業庫存	月		25年11月14日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產指數	月		25年11月18日
新屋開工與營建許可	月		25年11月19日
成屋銷售量	月		25年11月20日
消費者信心指數	月		25年11月25日
新屋銷售	月		25年11月26日
國內生產毛額	季		25年11月26日
個人收入與支出	月		25年11月26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
外匯儲備	季		25年11月7日
貿易收支	月		25年11月7日
M2貨幣供應量	月		25年11月9日
生產者物價指數	月		25年11月9日
消費者物價指數	月		25年11月9日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產報告	月		25年11月14日
採購經理人指數	月		25年11月30日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年11月5日
外匯儲備	月		25年11月7日
國內生產毛額	季		25年11月14日
失業率報告	月		25年11月18日
消費者物價指數	月		25年11月20日
貿易收支	月		25年11月25日
M2貨幣供應量	月		25年11月28日
零售業銷售額	月		25年12月1日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

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

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

上市法團名稱	大股東名稱	買入 / 賣出或涉及的股份數目	每股的平均價
基石藥業 - B	Yang Jianxin	220,000(L)	HKD 6.2738
金地商置集團有限公司	Loh Lian Huat	1,022,000(L)	HKD 0.1750
中國廣核電力股份有限公司 - H股	中信証券·开元单一资产管理计划	16,160,000(L)	HKD 3.0868
中國心連心化肥有限公司	劉興旭	389,000(L)	HKD 7.3200
偉仕佳杰控股有限公司	Eternal Asia (HK) Limited	10,000,000(L)	HKD 9.4400
偉仕佳杰控股有限公司	周国辉	10,000,000(L)	HKD 9.4400
偉仕佳杰控股有限公司	深圳市人民政府國有資產監督管理委員會	10,000,000(L)	HKD 9.4400
偉仕佳杰控股有限公司	深圳市怡亞通投資控股有限公司	10,000,000(L)	HKD 9.4400
偉仕佳杰控股有限公司	深圳市投資控股有限公司	10,000,000(L)	HKD 9.4400
升輝清潔集團控股有限公司	Sunrise Cleanness Investment Holdings Limited	24,900,000(L)	HKD 0.4110
多想雲控股有限公司	刘建辉	88,000(L)	HKD 0.5390
多想雲控股有限公司	厦门市湖里区梦想未来投资合伙企业 (有限合伙)	88,000(L)	HKD 0.5390
多想雲控股有限公司	张冢界乐见多想网络科技有限公司 (有限合伙)	88,000(L)	HKD 0.5390
多想雲控股有限公司	曲硕	88,000(L)	HKD 0.5390
大禹金融控股有限公司	Allied Group Limited	185,000(L)	HKD 0.1200
大禹金融控股有限公司	李成煌	185,000(L)	HKD 0.1200
大禹金融控股有限公司	李成輝	185,000(L)	HKD 0.1200
大禹金融控股有限公司	李淑慧	185,000(L)	HKD 0.1200
新疆新鑫礦業股份有限公司 - H股	周传有	430,000(L)	HKD 2.6400
旭日企業有限公司	楊振鑫	68,000(L)	HKD 1.3300
江蘇寧滬高速公路股份有限公司 - H股	江蘇交通控股有限公司	12,954,000(L)	HKD 9.4362
泓富產業信託	ESR Asset Management (Prosperity) Limited	7,557,619(L)	HKD 1.3926
深圳高速公路集團股份有限公司 - H股	招商局公路网络科技控股股份有限公司	228,000(L)	HKD 7.1950
美瑞健康國際產業集團有限公司	Shunda Investment Limited	1,200,000(L)	HKD 0.2879
美瑞健康國際產業集團有限公司	Zhongjia U-Home Investment Limited	1,200,000(L)	HKD 0.2879
美瑞健康國際產業集團有限公司	周旭洲	1,200,000(L)	HKD 0.2879
英皇鐘錶珠寶有限公司	Albert Yeung Watch & Jew ellery Group Holdings Limited	5,160,000(L)	HKD 0.2871
英皇鐘錶珠寶有限公司	Emperor Watch & Jew ellery Group Holdings Limited	5,160,000(L)	HKD 0.2871
英皇鐘錶珠寶有限公司	Primafides (Suisse) S.A.	5,160,000(L)	HKD 0.2871
英皇鐘錶珠寶有限公司	楊受成	5,160,000(L)	HKD 0.2871
英皇鐘錶珠寶有限公司	楊諾思	1,000,000(L)	HKD 0.2850
英皇鐘錶珠寶有限公司	陸小曼	5,160,000(L)	HKD 0.2871
華富建業國際金融有限公司	Quam Tonghai Holdings Limited	10,000(L)	HKD 0.1400
華富建業國際金融有限公司	林建興	10,000(L)	HKD 0.1400
華富建業國際金融有限公司	韓曉生	10,000(L)	HKD 0.1400
華富建築集團控股有限公司	李嘉賢	220,000(L)	HKD 0.3870
蘇州貝克微電子股份有限公司 - H股	RAYS Capital Partners Limited	57,700(L)	HKD 53.4011
貪玩	吴旭波	100,000(L)	HKD 14.7700
金地商置集團有限公司	Loh Lian Huat	1,978,000(L)	HKD 0.1750
金風科技股份有限公司 - A股	和谐健康保险股份有限公司	40,954,185(L)	CNY 15.9680
青島銀行股份有限公司 - H股	青島國信產融控股(集團)有限公司	39,308,000(L)	CNY 3.9357
青島銀行股份有限公司 - H股	青島國信發展(集團)有限責任公司	39,308,000(L)	CNY 3.9357
飛揚國際控股(集團)有限公司	高丽	294,000(L)	HKD 0.3300
齊屹科技(開曼)有限公司	AREO HOLDINGS LIMITED	2,500,500(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	CLINTON GLOBAL LIMITED	2,500,500(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	OAVI HOLDINGS, L.P.	2,375,475(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	ORCHID ASIA V GROUP MANAGEMENT, LIMITED	2,375,475(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	ORCHID ASIA V GROUP, LIMITED	2,375,475(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	ORCHID ASIA VI GP, LIMITED	2,375,475(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	ORCHID ASIA VI, L.P.	2,375,475(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	李基培	2,500,500(L)	HKD 0.2107
齊屹科技(開曼)有限公司	林麗明	2,500,500(L)	HKD 0.2107

資料來源：香港交易所

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