

今日焦點:

▶ 澳門博彩 - 復甦趨勢呈分化

美高梅中國 (2282 HK, 股價 HK\$11.30, 市值 HK\$429億) - 強勁增長 表現優於同業

美高梅中國公佈了強勁的2025財年業績，多項指標錄得歷史新高。收益按年增長10.8%至348億港元，經調整EBITDA按年上升10.4%至100億港元。其市場份額亦從去年的15.8%進一步擴大至創紀錄的16.1%。強勁表現主要歸功於有效的成本控制及韌性較強的中場博彩毛收入。公司宣派末期股息每股35.5港仙，全年股息合共每股66.6港仙，派息比率約為50%，與去年相若。

中場業務帶動增長 - 中場博彩毛收入按年增長10.2%至315億港元，佔博彩毛收入總額87%，主要受惠於美高梅美獅院的博彩枱總投注額增加14.2%。美高梅美獅院的博彩枱贏率維持強勁於28.1%，而澳門美高梅的博彩枱贏率亦改善至22.5%。貴賓博彩毛收入按年增長19.5%至48.4億港元，主要由較高的博彩枱贏率帶動，足以抵銷投注額的下跌。非博彩收益（酒店、餐飲、零售）按年增長5.2%至43.2億港元，主要受新景點如保利美高梅博物館及「澳門2049」駐場演出所帶動。

永利澳門 (1128 HK, 股價 HK\$5.33, 市值 HK\$280億) - 股息豐厚 惟利潤率收窄

永利澳門公佈的2025財年業績大致符合市場預期。總收益按年微增0.9%至290億港元，而經調整EBITDA則按年下跌8.9%至74.8億港元，主要由於營運開支增加及去年同期基數較高所致。因此，經調整EBITDA利潤率按年收窄280個基點至25.8%。公司宣派末期股息每股22.3港仙。儘管盈利下降，公司全年仍維持約74%的高派息比率，反映其對股東回報的堅定承諾。

未能延續上季增長勢頭 - 儘管第三季表現強勁，惟第四季經調整EBITDA按年回落12.1%，利潤率收窄至28.0%。業績轉差主要由於貴賓及中場業務的博彩枱贏率異常偏低所致。令人鼓舞的是，管理層表示，受惠於春節前的強勁預訂，2026年1月的博彩毛收入略高於第四季水平。隨著永利皇宮新開業的「主席會所」及收入趨勢改善，預期永利澳門在未來數季將錄得更佳表現。

圖一：永利與美高梅的財務表現

(HK\$ mn)	公司	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
淨收益	永利澳門	36,167	9,127	11,661	6,177	24,267	28,740	28,989
	美高梅中國	22,702	5,064	9,470	5,227	24,693	31,387	34,787
YoY (%)	永利澳門	-	-74.8%	27.8%	-47.0%	292.9%	18.4%	0.9%
	美高梅中國	-	-77.7%	87.0%	-44.8%	372.4%	27.1%	10.8%
經調整EBITDA	永利澳門	10,274	-1,801	985	-2,112	6,058	8,210	7,480
	美高梅中國	6,201	-1,354	157	-1,598	7,172	9,059	10,005
YoY (%)	永利澳門	-	-117.5%	-	-314.4%	-	35.5%	-8.9%
	美高梅中國	-	-121.8%	-	-1117.8%	-	26.3%	10.4%
經調整 EBITDA 利潤率 (%)	永利澳門	28.4%	-19.7%	8.4%	-34.2%	25.0%	28.6%	25.8%
	美高梅中國	27.3%	-26.7%	1.7%	-30.6%	29.0%	28.9%	28.8%
淨利潤	永利澳門	4,938	-7,250	-1,506	-7,360	1,180	3,198	1,630
	美高梅中國	1,906	-3,924	-2,918	-4,780	2,634	4,603	5,075

資料來源：公司數據、新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,277	-0.9%	-1.4%
中資企業指數	8,574	-1.4%	-3.8%
紅籌指數	4,246	0.1%	5.7%
滬深300指數	4,567	-0.4%	-1.4%
上海A股	4,149	-1.2%	2.4%
上海B股	259	-1.4%	2.4%
深圳A股	2,709	-1.2%	2.3%
深圳B股	1,217	-0.5%	-3.8%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,577	-1.0%	-5.2%
標普500	6,506	-1.5%	-5.0%
美國納斯達克指數	21,647	-2.0%	-6.9%
日經平均指數	51,307	-3.9%	1.9%
英國富時指數	9,918	-1.4%	-0.1%
法國證商公會指數	7,665	-1.8%	-5.9%
德國法蘭克福指數	22,380	-2.0%	-8.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,492	-3.4%	0.6%
銅價 (美元/盎司)	2,565	-3.3%	0.9%
銀價 (美元/盎司)	67	-6.7%	-8.6%
原油 (美元/桶)	98	2.2%	71.3%
銅價 (美元/盎司)	11,929	-3.8%	-4.0%
鋁價 (美元/盎司)	3,215	-5.4%	7.3%
鎳價 (美元/盎司)	1,928	-2.3%	-9.1%
鎘價 (美元/盎司)	3,067	-2.1%	-1.6%
小麥 (美分/蒲式耳)	595	-2.1%	17.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	465	-0.9%	3.9%
糖 (美分/磅)	148	10.5%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,161	-0.6%	9.1%
PVC (美元/噸)	5,852	-1.2%	40.0%
CRB 指數	367	0.7%	3.0%
BDI		-0.4%	9.5%

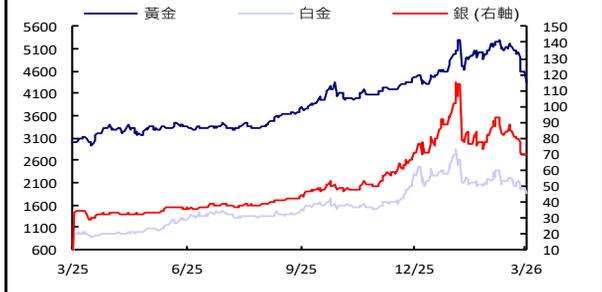
匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.2	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.3	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.1		184.2	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	202.1		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.1	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
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	26	-1.5%

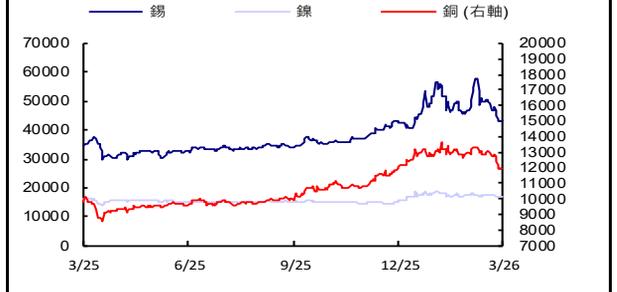
我們的觀點 - 近年美高梅中國與永利澳門的表現呈分化。美高梅成功復甦並持續擴大市場份額，而永利的復甦步伐則相對緩慢。疫情前，永利的收益遠高於美高梅；然而，美高梅於2024財年超越永利，並於2025財年錄得創紀錄的348億港元收益，而永利的收益則維持在約290億港元水平。此外，美高梅於2024至2025財年維持約28.8%的經調整EBITDA利潤率，遠高於永利2025財年的25.8%，反映其更佳的成本控制及較理想的業務結構。展望未來，我們預期美高梅中國將繼續受惠於其專注高端中場的策略及多元化的非博彩項目，而永利澳門的盈利能力則預期需較長時間才能改善。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

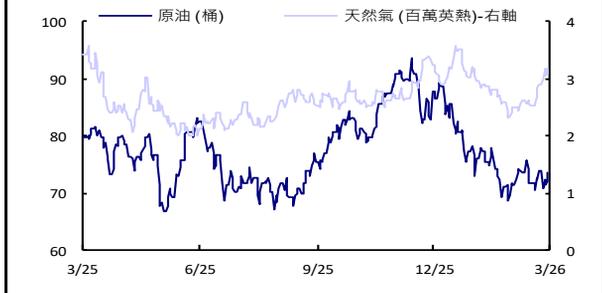
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4575	5.4	5.4	51.4
白金 (盎司)	1971	(3.1)	(3.1)	104.3
銀 (盎司)	69	(18)	(18)	108.5



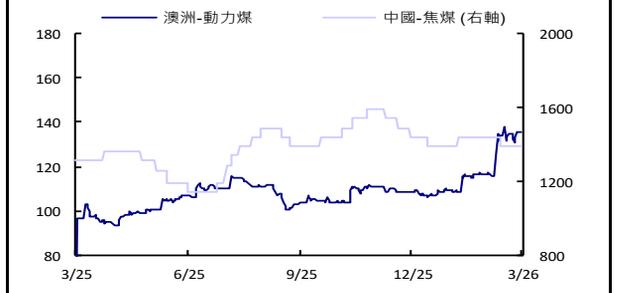
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	11930	(4.0)	(4.0)	21.0
鎳 (噸)	17019	2.2	2.2	6.0
錫 (噸)	43279	6.7	6.7	25.5



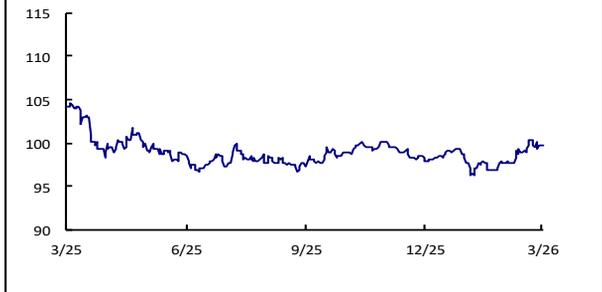
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	98.3	71.2	71.2	42.3
天然氣 (百萬英熱)	3.1	(16.0)	(16.0)	(20.9)



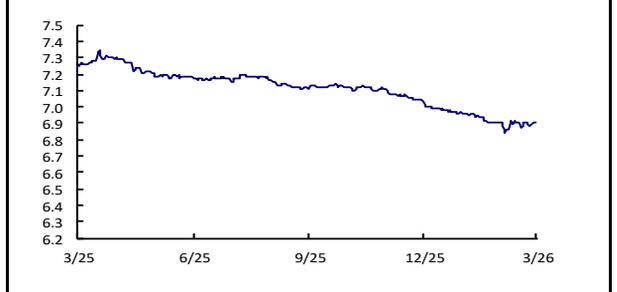
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.4	25.9	25.9	39.7



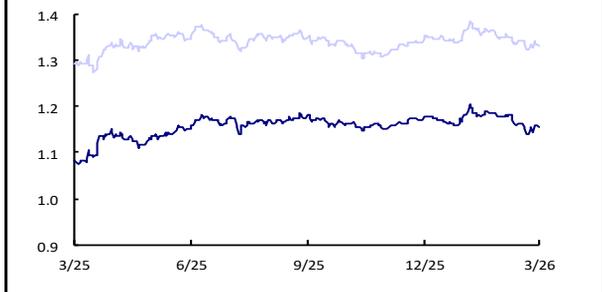
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.6	1.3	1.3	(4.3)



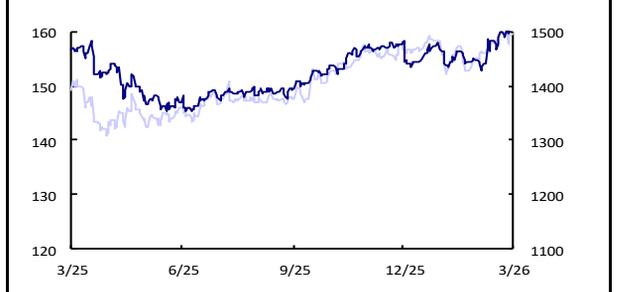
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(12)	(12)	(4.8)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(15)	(15)	7.0
英鎊	1.3	(10)	(10)	3.3



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.2	1.6	1.6	6.6
韓圓	1503.8	4.1	4.1	2.6



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
消費者信心指數	月		26年3月31日
國內生產毛額	季		26年4月9日
消費者物價指數	月		26年4月10日
生產者物價指數	月		26年4月14日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
採購經理人指數	月		26年4月1日
個人收入與支出	月		26年4月9日
耐久財訂單	月		26年4月7日
工廠訂單	月		26年4月10日
首次申請失業保險金人數	週		26年3月26日
貿易收支	月		26年4月2日
批發庫存	月		26年4月9日
就業報告	月		26年4月3日
零售業銷售額	月		26年4月1日
成屋銷售量	月		26年4月13日
工業生產指數	月		26年4月16日
新屋銷售	月		26年5月5日
商業庫存	月		26年4月1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
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
貿易收支	月		26年3月26日
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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，在未得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。

2026 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
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455