

今日焦點:

► 美高梅中國（2282 HK，股價HK\$16.25，市值620億港元）
2Q25業績強勁

美高梅中國公佈2Q25業績，總淨收入同比增長9%至87億港元，符合市場預期。經調整EBITDA創歷史新高，達25億港元，同比增長3%，較市場預期高出5%。美獅美高梅Q2表現強勁，收入同比增長12%至53億港元，經調整EBITDA同比增長5%至15億港元。澳門美高梅收入同比增長4%，但經調整EBITDA同比下降1%，主要由於中場競爭激烈所致。

VIP業務推動市場份額提升。總博彩收入（GGR）同比增長12%至98億港元，增速超越行業8%的平均水準。這主要得益於VIP業務的強勁表現。2Q25市占率為16.6%，同比上升0.6個百分點，按季上升0.9個百分點。具體而言，美獅美高梅的市場份額為10.5%，而澳門美高梅則占據6.2%的市場份額。VIP博彩收入同比上升47%至13億港元，遠超行業13%的增長，這得益於轉碼量同比增長19%以及贏率同比上升0.6個百分點。中場博彩收入為80億港元，同比增長8.6%（行業增速為4%），主要受惠於投注額同比增長6%以及贏率同比提升0.5個百分點。角子機博彩收入基本持平於5.7億港元，增速落後於行業9%的平均水準。

優化設施布局，聚焦高端市場份額爭奪。美高梅中國已在澳門美高梅營運一個「超高端」博彩空間Alpha Club，並於七月推出28套雍貴別墅。Alpha Club設有20張博彩桌，計劃在10月黃金週期間正式開放。此外，美獅美高梅也已著手將部分標準客房改造為63間新套房，預計於2026年第一季度開業。這些舉措有望持續拓展利潤豐厚的高端中場市場。

7月行業博彩收入表現強勁。根據澳門博彩監察協調局（DICJ）數據，7月博彩收入達221億澳門元，同比增長19%，按月增長5%。日均博彩收入為7.14億澳門元，按月增長2%，較市場預期高出5%。澳門博彩收入已連續四個月超出預期，並連續兩個月實現約20%的同比增長。展望未來，8月有望延續強勁勢頭。陳奕迅將於8月1日至10日在銀河體育館舉辦六場演唱會。同時，暑期通常是博彩行業的旺季。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,902	0.7%	24.1%
中資企業指數	8,951	0.6%	22.8%
紅籌指數	4,228	0.5%	11.8%
滬深300指數	4,103	0.8%	4.3%
上海A股	3,792	1.0%	0.4%
上海B股	268	0.5%	0.4%
深圳A股	2,311	0.8%	12.9%
深圳B股	1,299	0.6%	7.1%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	44,111	-0.1%	3.7%
標普500	6,299	-0.5%	7.1%
美國納斯達克指數	20,916	-0.7%	8.3%
日經平均指數	40,569	0.1%	1.7%
英國富時指數	9,142	0.2%	11.9%
法國證券公會指數	7,621	-0.1%	3.3%
德國法蘭克福指數	23,846	0.4%	19.8%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,380	0.2%	28.9%
銅價 (美元/盎司)	2,033	0.6%	13.8%
銀價 (美元/盎司)	37	1.1%	30.8%
原油 (美元/桶)	65	-1.7%	-9.0%
銅價 (美元/盎司)	9,638	0.1%	9.9%
鋁價 (美元/盎司)	2,562	-0.1%	0.4%
鉛價 (美元/盎司)	1,322	-0.9%	45.3%
錫價 (美元/盎司)	2,758	1.1%	-7.4%
小麥 (美分/蒲式耳)	508	-1.6%	-7.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	402	-1.2%	-9.5%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	990	-0.4%	-3.4%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-8.1%
CRB 指數	293	-0.7%	3.0%
BDI			97.6%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.6	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.8	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		170.9	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	182.8		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.5	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	11.7%

我們觀點：隨著銀河娛樂旗下Capella酒店及金沙中國倫敦人二期等重大項目相繼升級，高端中場市場競爭日趨白熱化，美高梅中國不僅成功抵禦同業競爭壓力，更在第二季度實現了市場份額的顯著躍升，成為澳門六大營運商中市占率季度環比增長最為突出的企業。公司管理層透露，其市場份額在7月份持續保持穩定態勢，對後續保持15%左右的市場份額抱有充足信心。我們相信憑藉其差異化的高端設施配置與精準的客群定位策略，美高梅中國能夠有效捕捉自6月以來超預期的行業復甦紅利，進一步鞏固其在澳門博彩業的地位。該股2025年預期EV/EBITDA為8.3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
VIP segment	VIP業務										
VIP turnover	貴賓轉碼數	18,098	32,430	24,711	37,048	65,151	31,933	22,714	28,990	32,511	38,125
VIP win rate	貴賓贏率	3.99%	3.43%	3.93%	3.02%	2.30%	2.75%	3.20%	3.08%	3.54%	3.38%
VIP GGR	VIP博彩收益	747	1,118	970	1,120	1,489	878	727	944	1,151	1,289
Mass segment	中場業務										
Mass table drop	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
Mass win rate	中場贏率	24.04%	21.80%	21.46%	23.32%	24.88%	24.48%	24.98%	25.64%	25.18%	24.99%
Mass GGR	中場博彩收益	4,103	4,908	5,545	6,855	7,431	7,340	6,694	7,139	7,105	7,909
Slot segment	角子機業務										
Slot machine handi	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
Slot machine win r	角子機贏率	4.25%	3.73%	3.39%	3.70%	3.78%	3.91%	3.40%	3.89%	3.21%	3.53%
Slot GGR	角子機博彩收益	348	406	412	521	523	575	497	628	517	571
Total GGR	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

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%
Melco	43%	57%	58%	64%	72%	70%	68%	69%	80%	
Sands China	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	81%	69%	81%
Wynn Macau	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	
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%
Melco	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%	
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%	
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%	

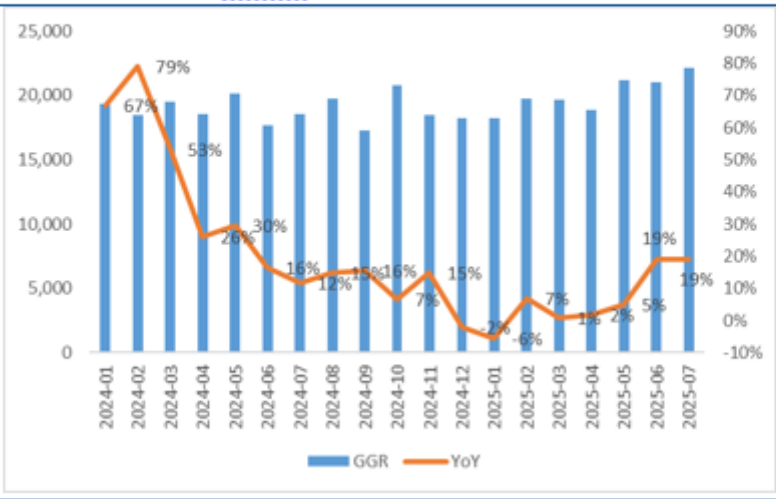
資料來源：公司數據，新華滙富研究

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%	
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%	

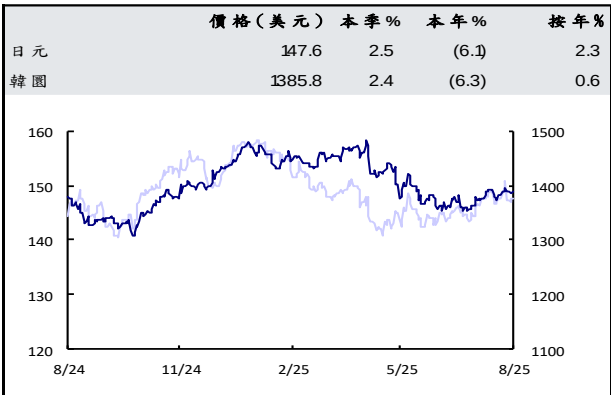
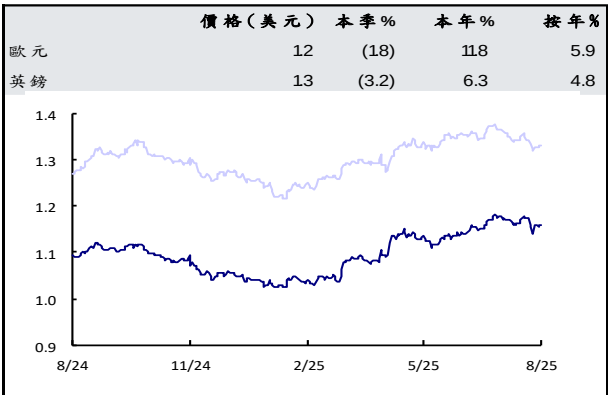
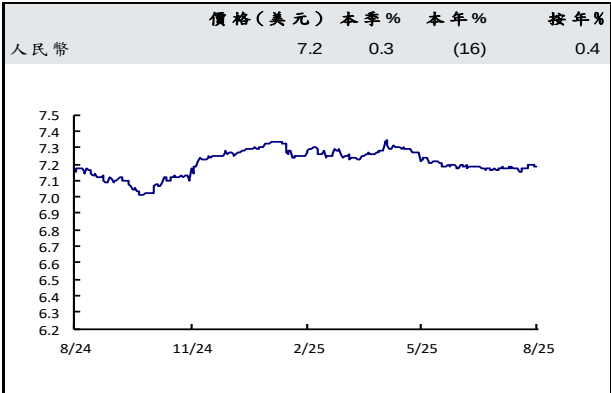
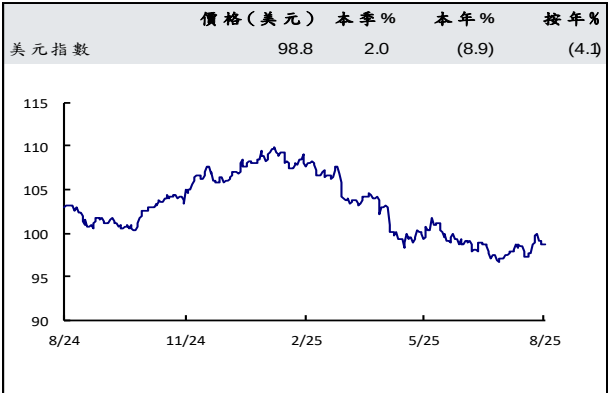
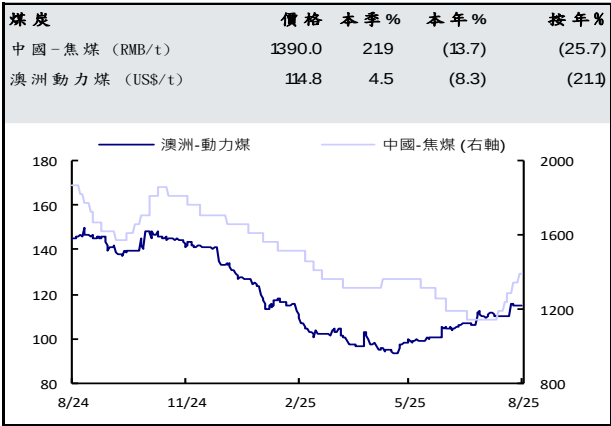
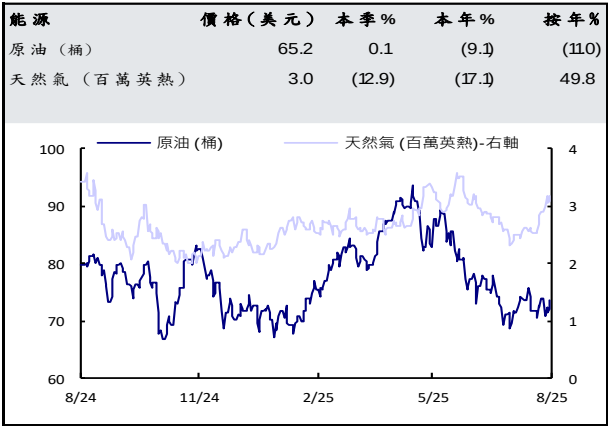
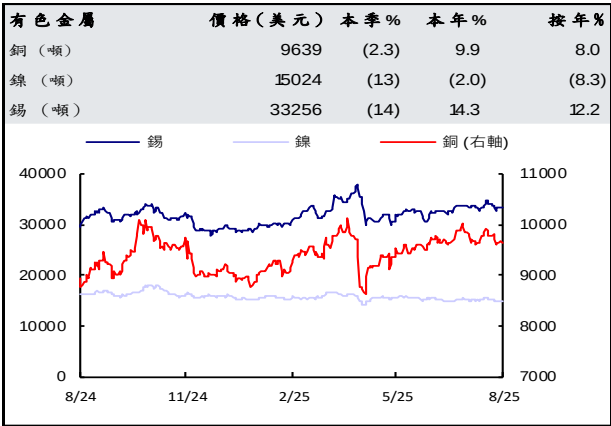
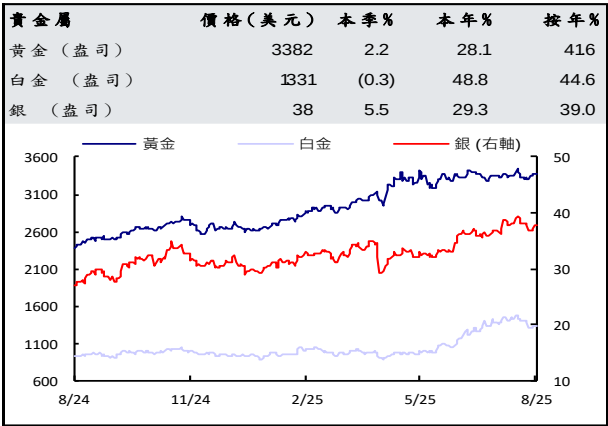
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：博彩收入近兩月同比增幅保持 20%左右



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
貿易收支	月		25年8月5日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月7日
批發庫存	月		25年8月7日
消費者物價指數	月		25年8月12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
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
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
外匯儲備	季		25年8月7日
貿易收支	月		25年8月7日
M2貨幣供應量	月		25年8月9日
生產者物價指數	月		25年8月9日
消費者物價指數	月		25年8月9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
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
外匯儲備	月		25年8月7日
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
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

[illegible]

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