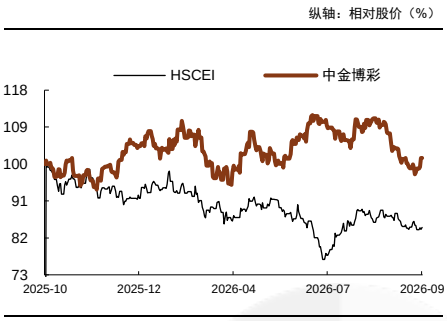
9 月总博收同比下降 1.2%，低于市场一致预期



吴昇勇 分析员
SAC 执证编号：S0080525070003
SFC CE Ref：BEF674
shengyong.goh@cicc.com.cn



王嘉钰 分析员
SAC 执证编号：S0080522110006
SFC CE Ref：BTW740
amanda.wang@cicc.com.cn



股票名称	股票评级	目标价格	P/E (x) 2026E	2027E
银河娱乐-H	跑赢行业	38.00	13.5	11.1
金沙中国-H	跑赢行业	17.80	11.3	8.5
美高梅中国-H	跑赢行业	13.80	8.4	6.3
永利澳门-H	跑赢行业	7.20	6.6	5.8
澳博控股-H	中性	1.60	7.9	5.2
新濠国际发展-H	中性	2.20	8.3	3.5
新濠博亚娱乐-US	跑赢行业	6.80	13.5	5.2

中金一级行业： 消费

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

热点速评

事件

2026 年 9 月，中国澳门特别行政区录得总博彩收入为 181 亿澳门元，同比下降 1.2%（环比下降 17.5%），低于彭博一致预期的同比上升 2.2%（最高预期为同比增长 4%，最低预期为同比下降 2%）；2026 年 9 月总博彩收入恢复至 2019 年 9 月水平的 81.8%。2026 年 9 月日均博彩收入为 6.02 亿澳门元（同比下降 1.2%，环比下降 14.7%，对比 2026 年 8 月日均博彩收入为 7.06 亿澳门元）。

2026 年 8 月，中国澳门访客量为 4,478,073 人次，同比增长 6.1%（环比上升 26.4%，日均访客量为 144,454 人次），恢复至 2019 年 8 月水平的 123.6%。2026 年 8 月，来自中国大陆的访客量为 3,561,667 人次，同比增长 9.3%，环比上升 31.9%，恢复至 2019 年 8 月水平的 134.6%。

评论

我们认为 9 月总博收表现主要受以下因素影响：1）季节性低位；2）顾客消费情绪弱于预期。

我们预计 2026 年 9 月澳门贵宾博彩收入与 2019 年 9 月同期相比下降 44-53%，中场博彩收入与 2019 年 9 月同期相比增长 2-9%，中场博彩收入占总博彩收入的 70-75%。

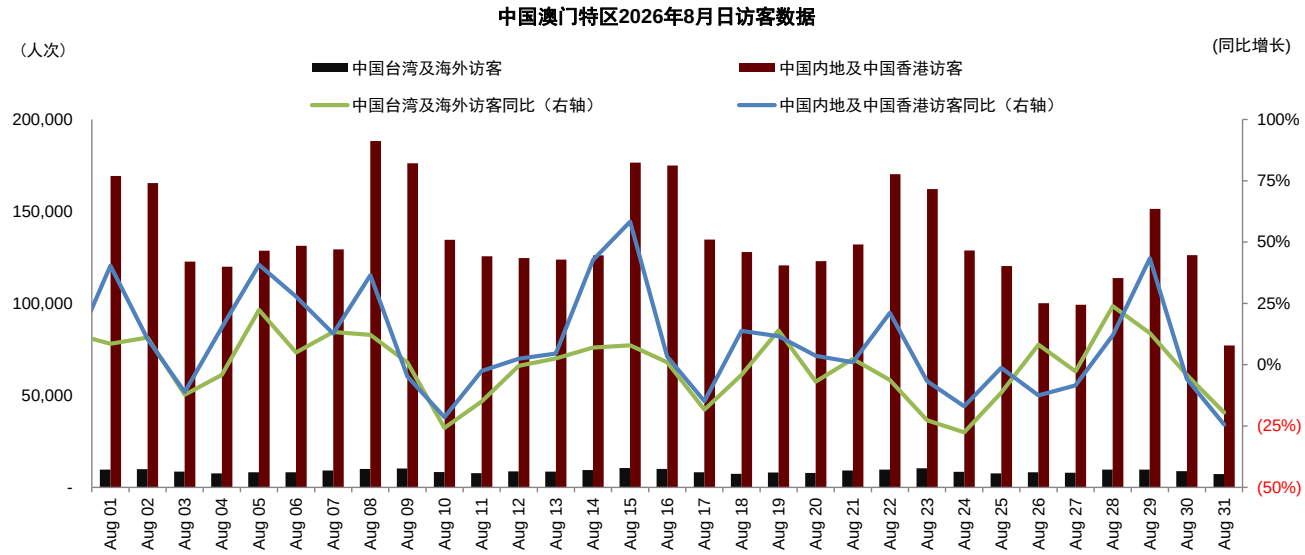
我们预测 2026 年 10 月澳门总博彩收入有望达到 217-233 亿澳门元，对应日均博彩收入为 7.00-7.50 亿澳门元（我们预计同比下降 3-10%，与 2019 年 10 月相比下降 12-18%）。

我们的个股排序仍为：金沙中国（1928.HK）、银河娱乐（27.HK）、美高梅中国（2282.HK）、永利澳门（1128.HK）、新濠博亚娱乐（MLCO.US/200.HK）、澳博控股（880.HK）。

风险

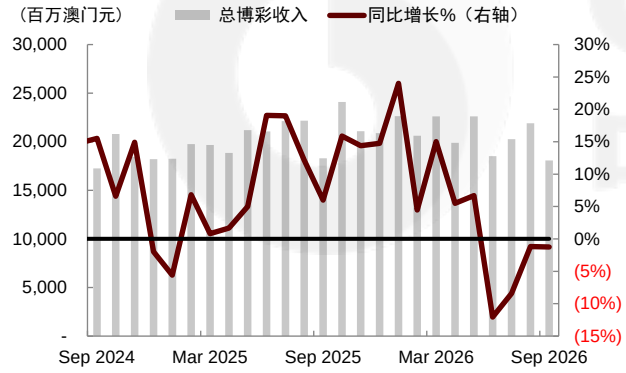
中国澳门博彩行业恢复慢于预期；亚洲博彩市场竞争加剧；新物业爬坡慢于预期。

图表 1：中国澳门特区 2026 年 8 月日访客数据



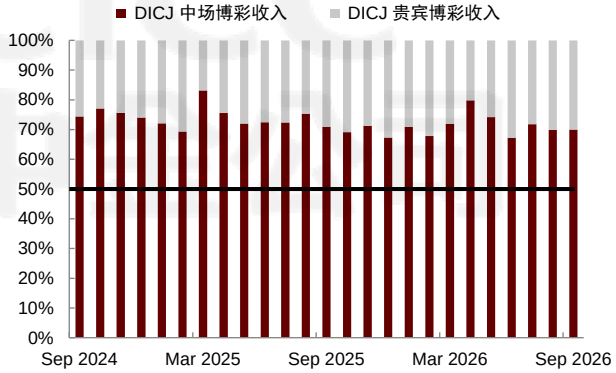
资料来源：中国澳门特别行政区政府统计暨普查局，中金公司研究部

图表 2：中国澳门月度总博彩收入增速



资料来源：中国澳门特别行政区政府博彩监察协调局，中金公司研究部

图表 3：中国澳门月度总博彩收入贵宾/中场构成



资料来源：中国澳门特别行政区政府博彩监察协调局，中金公司研究部

图表 4：中国澳门博彩总收入与日均博彩收入概览

(百万澳门元)	总博彩收入			日均博彩收入			较2019年疫情前相比		
	总计	贵宾业务 (中金预测)	中场业务 (中金预测)	总计	同比	月/季度环比	总计	贵宾业务 (中金预测)	中场业务 (中金预测)
月度									
Jan 2019	24,942	12,510	12,432	805	(5.0%)	(5.8%)			
Feb 2019	25,369	13,389	11,980	906	4.4%	12.6%			
Mar 2019	25,840	11,309	14,531	834	(0.4%)	(8.0%)			
Apr 2019	23,588	11,074	12,514	786	(8.3%)	(5.7%)			
May 2019	25,952	12,372	13,580	837	1.8%	6.5%			
Jun 2019	23,812	11,170	12,642	794	5.9%	(5.2%)			
Jul 2019	24,453	10,823	13,630	789	(3.5%)	(0.6%)			
Aug 2019	24,262	10,587	13,675	783	(8.6%)	(0.8%)			
Sep 2019	22,079	9,675	12,404	736	0.6%	(6.0%)			
Oct 2019	26,443	11,990	14,453	853	(3.2%)	15.9%			
Nov 2019	22,877	10,131	12,746	763	(8.5%)	(10.6%)			
Dec 2019	22,838	10,198	12,640	737	(13.7%)	(3.4%)			
Jan 2025	18,254	5,090	13,164	589	(5.6%)	0.3%	(26.8%)	(59.3%)	5.9%
Feb 2025	19,744	6,058	13,686	705	10.6%	19.8%	(22.2%)	(54.8%)	14.2%
Mar 2025	19,659	3,310	16,349	634	0.8%	(10.1%)	(23.9%)	(70.7%)	12.5%
Apr 2025	18,858	4,602	14,256	629	1.7%	(0.9%)	(20.1%)	(58.4%)	13.9%
May 2025	21,193	5,927	15,266	684	5.0%	8.8%	(18.3%)	(52.1%)	12.4%
Jun 2025	21,064	5,800	15,264	702	19.0%	2.7%	(11.5%)	(48.1%)	20.7%
Jul 2025	22,125	6,111	16,014	714	19.0%	1.6%	(9.5%)	(43.5%)	17.5%
Aug 2025	22,156	5,461	16,695	715	12.2%	0.1%	(8.7%)	(48.4%)	22.1%
Sep 2025	18,289	5,314	12,975	610	6.0%	(14.7%)	(17.2%)	(45.1%)	4.6%
Oct 2025	24,086	7,429	16,657	777	15.9%	27.5%	(8.9%)	(38.0%)	15.3%
Nov 2025	21,088	6,060	15,028	703	14.4%	(9.5%)	(7.8%)	(40.2%)	17.9%
Dec 2025	20,888	6,822	14,066	674	14.8%	(4.1%)	(8.5%)	(33.1%)	11.3%
Jan 2026	22,633	6,594	16,039	730	24.0%	8.4%	(9.3%)	(47.3%)	29.0%
Feb 2026	20,627	6,636	13,991	737	4.5%	0.9%	(18.7%)	(50.4%)	16.8%
Mar 2026	22,612	6,344	16,268	729	15.0%	(1.0%)	(12.5%)	(43.9%)	12.0%
Apr 2026	19,894	4,009	15,885	663	5.5%	(9.1%)	(15.7%)	(63.8%)	26.9%
May 2026	22,611	5,828	16,783	729	6.7%	10.0%	(12.9%)	(52.9%)	23.6%
Jun 2026	18,522	6,063	12,459	617	(12.1%)	(15.4%)	(22.2%)	(45.7%)	(1.4%)
Jul 2026	20,260	5,715	14,545	654	(8.4%)	5.9%	(17.1%)	(47.2%)	6.7%
Aug 2026	21,891	6,603	15,288	706	(1.2%)	8.0%	(9.8%)	(37.6%)	11.8%
Sep 2026	18,063	5,419	12,644	602	(1.2%)	(14.7%)	(18.2%)	(44.0%)	1.9%
季度									
1Q19	76,152	37,208	38,944	846	(0.5%)	(1.2%)			
2Q19	73,351	34,616	38,735	806	(0.5%)	(4.7%)			
3Q19	70,795	31,085	39,710	770	(4.1%)	(4.5%)			
4Q19	72,158	32,319	39,839	784	(8.4%)	1.9%			
1Q25	57,657	14,457	43,200	641	1.7%	2.6%	(24.3%)	(61.1%)	10.9%
2Q25	61,114	16,329	44,785	672	8.3%	4.8%	(16.7%)	(52.8%)	15.6%
3Q25	62,570	16,886	45,684	680	12.5%	1.3%	(11.6%)	(45.7%)	15.0%
4Q25	66,063	20,312	45,751	718	15.0%	5.6%	(8.4%)	(37.2%)	14.8%
1Q26	65,873	19,575	46,298	732	14.2%	1.9%	(13.5%)	(47.4%)	18.9%
2Q26	61,028	15,901	45,127	671	(0.1%)	(8.4%)	(16.8%)	(54.1%)	16.5%
3Q26	60,214	17,737	42,477	655	(3.8%)	(2.4%)	(14.9%)	(42.9%)	7.0%
年度									
2018	303,879	166,097	137,782	833	14.0%				
2019	293,312	135,228	158,084	804	(3.5%)				
2023	183,700	45,189	138,511	503	328.8%		(37.4%)	(66.6%)	(12.4%)
2024	227,418	54,764	172,654	621	23.5%		(22.5%)	(59.5%)	9.2%
2025	248,026	67,984	180,042	680	9.4%		(15.4%)	(49.7%)	13.9%

资料来源：中国澳门特别行政区政府博彩监察协调局，中金公司研究部

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	收盘价	市值（百万美元）	财报货币	EV/EBITDA			市盈率			股息率（%）		自由现金流收益率（%）	
						2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2025A	2026E
中金公司覆盖（中金预期）															
01928.HK	金沙中国有限公司*	HKD	11.85	12,222	USD	7.7	7.3	6.1	13.8	11.3	8.5	6.3	8.4	0.1	0.2
00027.HK	银河娱乐*	HKD	31.62	17,647	HKD	8.7	9.1	7.8	13.0	13.5	11.1	3.8	5.7	0.0	0.0
MLCO.US	新濠博亚娱乐*	USD	4.48	1,703	USD	5.9	5.8	4.7	9.7	13.5	5.2	0.0	0.0	0.3	0.2
01128.HK	永利澳门*	HKD	5.34	3,607	HKD	8.8	6.8	6.4	18.7	6.6	5.8	7.5	7.5	0.2	0.2
02282.HK	美高梅中国*	HKD	9.79	4,744	HKD	5.2	5.0	4.0	7.4	8.4	6.3	6.8	5.9	0.2	0.2
00880.HK	澳博控股*	HKD	1.39	1,258	HKD	10.9	8.6	6.8	N.M.	7.9	5.2	0.0	0.0	0.2	0.3
平均值				**6,864**		**7.9**	**7.1**	**6.0**	**6.6**	**10.2**	**7.0**	**4.1**	**4.6**	**0.2**	**0.2**
00200.HK	新濠国际发展*	HKD	2.82	818	HKD	6.6	6.8	5.6	5.8	8.3	3.5	0.0	0.0	1.2	1.0
GENS.SG	云顶新加坡*	SGD	0.61	5,809	SGD	5.2	5.1	4.3	19.0	16.0	12.3	6.5	6.5	0.0	0.0
LVS.US	金沙集团*	USD	37.81	24,490	USD	7.0	6.9	6.0	14.0	12.1	9.9	2.8	3.4	0.1	0.1
03918.HK	金界控股	HKD	3.19	1,983	USD	6.1	4.0	3.6	6.4	6.1	5.4	4.4	4.5	0.2	0.1
美国博彩运营商（未覆盖，市场一致预期）															
MGM.US	美高梅国际酒店(MGM RESORTS)	USD	31.05	10,992	USD	8.4	3.5	3.4	53.4	21.4	21.3	n.a.	0.0	0.1	0.1
WYNN.US	永利度假村	USD	79.43	10,237	USD	11.0	9.1	8.7	31.3	20.1	17.7	1.0	1.0	0.1	0.1
韩国博彩运营商（未覆盖，市场一致预期）															
034230.KS	Paradise 有限公司	KRW	9470.00	642	KRW	10.1	8.1	7.0	9.2	10.5	8.2	1.6	1.6	0.2	0.0
114090.KS	大韩休闲有限公司	KRW	8970.00	415	KRW	6.7	1.9	1.8	12.0	8.8	8.1	4.5	4.3	0.2	0.0
035250.KS	江原道公司	KRW	14430.00	2,239	KRW	2.4	0.9	0.9	9.6	10.8	10.4	6.6	6.1	0.1	0.0
其他地区博彩运营商（未覆盖，市场一致预期）															
BLOOM.PM	Bloomberry 度假公司	PHP	2.01	461	PHP	10.5	8.4	7.3	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	0.6	-0.1	0.3
GENM.MK	马来西亚云顶有限公司	MYR	1.47	2,384	MYR	8.4	7.6	6.5	12.9	21.3	14.4	4.1	4.2	0.1	-0.2
SKC.NZ	天空城娱乐集团有限公司	NZD	0.68	443	NZD	10.3(a)	7.6(a)	6.4(a)	43.2(a)	31.1(a)	12.7(a)	n.a.	0.1(a)	-0.0(a)	0.1(a)
TAH.AU	泰博控股有限公司	AUD	0.90	1,483	AUD	6.5(a)	6.2(a)	6.0(a)	32.6(a)	24.5(a)	22.1(a)	2.8(a)	3.3(a)	n.a.	0.1(a)
SGR.AU	Star 娱乐集团有限公司	AUD	0.45	593	AUD	N.M.	15.8(a)	10.1(a)	N.M.	N.M.	N.M.	0.0(a)	0.0(a)	n.a.	-0.1(a)

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
港股收盘于北京时间 2026-09-30；美股收盘于北京时间 2026-09-30
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：澳博控股-H。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
翻译：王茜
编辑：樊荣

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560