

# 银河娱乐 (0027.HK)

**2023年三季度报点评：业绩基本符合市场预期，中场市占率环比提升1.4pct**  
买入（维持）

2023年11月10日

分析师  
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

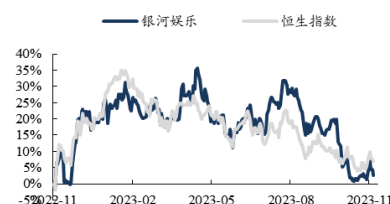
ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万港元)	11,473.69	37,790.29	46,324.83	51,012.18
同比(%)	-41.7	229.4	22.6	10.1
经调整物业 EBITDA(百万港元)	-553	11,523	15,364	17,544
同比(%)	-	-	55.4	22.6
每股收益-最新股本摊薄(港元/股)	-0.79	1.91	2.96	3.63
EV/经调整物业 EBITDA	-	16.48	12.36	10.82

## 投资要点

- 2023年11月9日，银河娱乐公布2023年第三季度业绩。
- **3Q23 澳门银河单物业 EBITDA 利润率与 19 年同期的差距收窄至 0.5pct:**  
**营收端**，3Q23 公司实现净收益 96.5 亿港元(彭博一致预期为 100.0 亿港元)，恢复至 3Q19 的 75.9%。博彩净收益/非博彩净收益分别为 74.2/15.2 亿港元，分别恢复至 19 年同期的 69.9%/108.0%。其中，博彩净收益恢复程度较 2Q23 提升 10.8pct，恢复速度保持较高水平。**利润端**，3Q23 公司实现经调整物业 EBITDA 27.7 亿港元(彭博一致预期为 28.8 亿港元)，恢复至 3Q19 的 67%。利润端恢复程度低于营收端，导致公司 3Q23 EBITDA 利润率较 19 年同期仍有 3.6pct 的差距。但如果仅看旗舰物业澳门银河，3Q23 该物业 EBITDA 利润率为 33.6%，较 19 年同期的差距已收窄至 0.5pct。
- **3Q23 公司实现总博收 87.5 亿港元，恢复至 19 年同期的 61.0%:** 贵宾/中场(含角子机)博收分别为 8.1/79.3 亿港元，分别恢复至 3Q19 的 12.8%/99.7%，分别低于行业 25.1pct/高于行业 6.4pct。公司贵宾业务恢复较慢，我们判断仍然系疫情前公司中介贵宾占比高达 90%，因此中介贵宾市场萎缩对公司影响较大，3Q23 公司贵宾业务市占率环比下降 0.8pct 至 7.1%。而中场方面，公司从 1Q23 的恢复程度低于行业 1.4pct 到 3Q23 的明显高于行业，中场恢复持续提速，带动公司 3Q23 中场业务市占率环比提升 1.4pct 至 22.1%。同时，我们认为在普通中场客户逐步回归，人均 GGR 增速放缓的行业大背景下，公司有望充分受益于其充足的客流承载力，后续中场市占率或仍有提升空间。据公司数据，第四季度以来，中场博收(不含角子机)已恢复至 19 年同期的 110-120%，较 3Q19 的约 102%有进一步的提升。
- **3Q23 公司实现非博彩净收入 15.2 亿港元，恢复至 19 年同期的 108.0%:**  
 其中，客房&餐饮业务及零售业务分别恢复至 3Q19 的 104.7%/111.7%。公司安达仕酒店于 9 月中旬开幕，但当月只开放了 150 间客房(约 20%)，如今开放房间的数量已提升至约 300 间，且公司的目标是在 24 年春节前完全开放安达仕酒店。同时，公司也指出安达仕酒店的进一步开放仍然需要更多人手，而该部分员工的招聘也会使公司的运营成本略有上升。据公司数据，疫情前公司的日均运营费用是 340 万美元，目前的日均运营费用约为疫情前的 90%，公司预计在银河三期完全开放后，该数据将有一定上升，但不会高于疫情前水平。
- **盈利预测与投资评级:** 参考行业趋势及公司目前恢复进度，我们下调公司 2023-2025 年净收入预测至 377.9/463.3/510.1 亿港元；下调经调整物业 EBITDA 预测至 115.2/153.6/175.4 亿港元；当前股价对应 2023/2024/2025 年 EV/EBITDA 分别为 16.2/12.1/10.6 倍。我们的目标价为 60.0 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 澳门旅游业复苏低于预期、中国宏观经济增长不及预期、海外博彩市场分流、贵宾恢复不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(港元)	44.10
一年最低/最高价	34.86/59.57
市净率(倍)	3.0
流通 H 股市值(百万港元)	192,875

## 基础数据

每股净资产(港元)	15.6
资产负债率(%)	18.0
总股本(百万股)	4,369
流通 H 股(百万股)	4,369

## 相关研究

《2023 年二季度报点评：澳门银河中场博收已超疫情前；恢复派息充分彰显公司发展信心》

2023-08-17

## 银河娱乐三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>17,912</b>	<b>32,139</b>	<b>46,183</b>	<b>61,349</b>	<b>营业收入</b>	<b>11,474</b>	<b>37,790</b>	<b>46,325</b>	<b>51,012</b>
现金	14,023	27,686	41,314	56,261	博彩净收益	6,566	29,551	36,671	40,795
应收账款	1,153	1,575	1,930	2,126	客房, 餐饮及其他	906	3,714	4,004	4,509
存货	209	351	411	435	零售	1,115	1,692	2,816	2,874
其他流动资产	2,528	2,528	2,528	2,528	建筑材料	2,887	2,834	2,834	2,834
<b>非流动资产</b>	<b>63,049</b>	<b>63,612</b>	<b>65,108</b>	<b>67,183</b>	<b>其他收入</b>	<b>285</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
使用权资产净额	4,788	4,788	4,788	4,788	博彩税	-3,072	-13,710	-17,141	-19,169
物业及设备净额	45,542	46,105	47,601	49,676	职工薪酬	-5,730	-5,908	-6,425	-7,019
无形资产净额	33	33	33	33	折旧及摊销	-2,088	-3,216	-3,137	-3,026
其他非流动资产	12,686	12,686	12,686	12,686	存货成本	-1,362	-2,287	-2,679	-2,836
<b>资产总计</b>	<b>80,961</b>	<b>95,751</b>	<b>111,291</b>	<b>128,532</b>	其他经营支出	-3,198	-5,147	-5,501	-5,230
<b>流动负债</b>	<b>15,299</b>	<b>22,639</b>	<b>25,247</b>	<b>26,639</b>	<b>营业利润</b>	<b>-3,692</b>	<b>7,522</b>	<b>11,441</b>	<b>13,732</b>
应付账款	7,690	15,029	17,637	19,030	利息收入	728	972	1,730	2,393
短期借款	7,505	7,505	7,505	7,505	利息支出	-106	-72	-86	-88
其他流动负债	104	104	104	104	<b>利润总额</b>	<b>-3,352</b>	<b>8,422</b>	<b>13,086</b>	<b>16,037</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1,197</b>	<b>1,197</b>	<b>1,197</b>	<b>1,197</b>	减: 所得税费用	-96	-99	-154	-188
长期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>-3,448</b>	<b>8,323</b>	<b>12,932</b>	<b>15,848</b>
其他非流动负债	1,197	1,197	1,197	1,197	每股收益-摊薄(港元)	-0.79	1.91	2.96	3.63
<b>负债合计</b>	<b>16,496</b>	<b>23,836</b>	<b>26,444</b>	<b>27,836</b>	经调整物业 EBITDA	-553	11,523	15,364	17,544
归属母公司股东权益	63,914	71,310	84,157	99,901	收入增长率(%)	-41.7	229.4	22.6	10.1
少数股东权益	551	606	691	795	归母净利润增长率(%)	-	-	55.4	22.6
<b>所有者权益合计</b>	<b>64,465</b>	<b>71,916</b>	<b>84,848</b>	<b>100,696</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>80,961</b>	<b>95,751</b>	<b>111,291</b>	<b>128,532</b>					

现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-3,092	17,342	16,531	17,655	每股净资产(港元)	14.78	16.49	19.45	23.08
投资活动现金流	3,035	-2,807	-2,902	-2,709	最新发行在外股份(百万股)	4,362	4,362	4,362	4,362
筹资活动现金流	-43	-872	0	0	ROE-摊薄(%)	-	-	10.62	13.94
现金净增加额	-100	13,663	13,628	14,947	经调整物业 EBITDA 率(%)	-4.82	30.49	33.16	34.39
折旧和摊销	2,088	3,216	3,137	3,026	资产负债率(%)	20.38	24.04	23.03	21.02
资本开支	-5,063	-3,779	-4,632	-5,101	EV/经调整物业 EBITDA	-	16.19	12.14	10.63

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观



点，本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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

#### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

#### 评级标准：

##### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

##### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

