

银河娱乐 (0027.HK)

2023 年四季报点评: 业绩略低于预期, 加码新物业以提升长期竞争力 买入 (维持)

2024 年 02 月 29 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

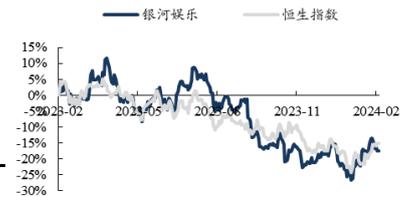
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万港元)	11,473.7	36,314.2	43,695.7	47,810.4
同比	-43.3	216.5	20.3	9.4
经调整物业 EBITDA (百万港元)	-553.0	10,497.2	13,832.3	15,818.1
同比	-	-	31.8	14.4
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	-0.79	1.68	2.61	3.21
EV/经调整物业 EBITDA	-	17.34	13.16	11.50

数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

投资要点

- **业绩略低于预期, 看好后续经调整物业 EBITDA 利润率恢复至 2019 年水平。** 营收端, 4Q23 公司实现净收益 103.2 亿港元 (我们的预期为 109.5 亿港元), 恢复至 4Q19 的 79.5%。博彩/非博彩 (不含建筑材料) 净收益分别为 79.6/15.8 亿港元, 分别恢复至 2019 年同期的 74.0%/110.8%。**利润端**, 4Q23 公司赢率标准化调整后的经调整物业 EBITDA 为 29.1 亿港元 (我们的预期为 33.5 亿港元), 恢复至 2019 年同期的 68.7%, 恢复速度慢于营收导致公司 4Q23 经调整物业 EBITDA 利润率较 4Q19 的 31.5% 仍有 4.3pct 的差距。管理层指出, 公司经调整物业 EBITDA 恢复较慢主要系公司 2023 年新开银河三期, 运营费用较 2019 年有所增长。我们认为随着澳门博彩业的持续恢复, 经营杠杆将进一步体现, 利润率有望恢复至 2019 年的水平。
- **4Q23 公司实现总博收 92.4 亿港元, 恢复至 4Q19 的 64.0%:** 贵宾/中场 (含角子机) 博收分别为 9.1/83.3 亿港元, 分别恢复至 2019 年同期的 14.1%/104.3% (博监局数据口径下, 分别低于行业 25.2pct/高于行业 0.4pct), 中场恢复较行业的领先程度有所收窄, 导致公司中场 (含角子机) 博收市占率下滑 1.3pct 至 20.7%, 总博收市占率下滑 0.9pct 至 17.6%。但公司指出, 其已经注意到近期市占率有所下滑, 并将重点发力高端中场领域以重新提升市占率, 具体措施有: 1) 增加更多专注于高价值高端中场客户的销售人员; 2) 4Q23 公司返现率 (约 14%) 环比 3Q23 (约 15%) 有所下滑, 未来公司将适当提升高端中场客户的返现率。
- **持续翻新&新建物业以提升公司长期竞争力。** 1) 公司在 2023 年重新设计和调整了中央高端中场高额投注区的布局, 并增设了多家餐厅。2) 公司 3D 项目预计于 2025 年完工, 项目完成后将新增 100 间仅供直接贵宾和高端中场客户入住的豪华客房, 进一步提升公司对高端客户的吸引力。3) 公司 2024 年将投入 51 亿港元用于银河四期的建造, 该项目预计于 2027 年完工, 有望打开公司的中长期成长空间。4) 公司正在评估星际酒店的翻新工程, 重点关注主要的博彩区、大堂迎宾区以及餐厅选项的扩充。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-2025 年净收入预测 363.1/437.0/478.1 亿港元; 维持经调整物业 EBITDA 预测 105.0/138.3/158.2 亿港元; 当前股价对应 2023/2024/2025 年 EV/EBITDA 分别为 17.3/13.2/11.5 倍。我们的目标价为 57.0 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



数据来源: Wind

市场数据

收盘价(港元)	43.05
一年最低/最高价	34.86/59.57
市净率(倍)	2.9
流通 H 股市值(百万港元)	188,283

数据来源: Wind

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

数据来源: Wind

相关研究

《2023 年三季报点评: 业绩基本符合市场预期, 中场市占率环比提升 1.4pct》

2023-11-10

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
流动资产	17,912	31,023	43,391	56,808	营业收入	11,474	36,314	43,696	47,810
现金	14,023	26,631	38,632	51,853	博彩净收益	6,566	28,080	34,042	37,593
应收账款	1,153	1,513	1,821	1,992	客房, 餐饮及其他	906	3,709	4,004	4,509
存货	209	351	411	435	零售	1,115	1,691	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
非流动资产	63,049	63,468	64,712	66,488	其他收入	285	0	0	0
使用权资产净额	4,788	4,788	4,788	4,788	博彩税	-3,072	-13,123	-15,998	-17,738
物业及设备净额	45,542	45,961	47,205	48,981	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	-3,213	-3,125	-3,005
其他非流动资产	12,686	12,686	12,686	12,686	存货成本	-1,362	-2,285	-2,679	-2,836
资产总计	80,961	94,490	108,103	123,296	其他经营支出	-3,198	-5,286	-5,547	-5,185
流动负债	15,299	22,389	24,637	25,819	营业利润	-3,692	6,499	9,922	12,027
应付账款	7,690	14,779	17,027	18,210	利息收入	728	972	1,664	2,237
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	利润总额	-3,352	7,399	11,500	14,176
非流动负债	1,197	1,197	1,197	1,197	减: 所得税费用	-96	-87	-135	-166
长期借款	0	0	0	0	净利润	-3,448	7,312	11,365	14,010
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	1.68	2.61	3.21
负债合计	16,496	23,586	25,834	27,016	经调整物业 EBITDA	-553	10,497	13,832	15,818
归属母公司股东权益	63,914	70,305	81,596	95,513	收入增长率(%)	-43.3	216.5	20.3	9.4
少数股东权益	551	600	674	766	归母净利润增长率(%)	-	-	55.4	23.3
所有者权益合计	64,465	70,905	82,270	96,280					
负债和股东权益总计	80,961	94,490	108,103	123,296					

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	16,140	14,706	15,765	每股净资产(港元)	14.78	16.25	18.86	22.07
投资活动现金流	3,035	-2,659	-2,705	-2,544	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(%)	-	-	9.55	12.73
现金净增加额	-100	12,608	12,001	13,221	经调整物业 EBITDA 率(%)	-4.82	28.91	31.66	33.09
折旧和摊销	2,088	3,213	3,125	3,005	资产负债率(%)	20.38	24.09	23.14	21.25
资本开支	-5,063	-3,631	-4,370	-4,781	EV/经调整物业 EBITDA	-	17.34	13.16	11.50

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。过往表现并不可视为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。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告30日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的3个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接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

免責及評級說明部分

此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。東吳證券國際及其集團公司的各業務部門，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決策可能與本報告所述觀點並不一致。

本報告及其所載內容均屬機密，僅限指定收件人閱覽。本報告版權歸東吳證券國際所有，未經本公司同意，不得以任何方式複製、分發或使用本報告中的任何資料。本報告僅作參考用途，任何部分不得在任何司法管轄權下的地方解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券、投資產品、交易策略或其他金融工具。東吳證券國際毋須承擔因使用本報告所載數據而可能直接或間接引致之任何責任，損害或損失。

特別聲明

東吳證券國際可能在法律准許的情況下參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，也可能為有關發行人提供投資銀行業務服務或招攬業務，及/或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持仓或持有權益或其他重大權益或進行交易。閣下應考慮到東吳證券國際及/或其相關人員可能存在影響本報告及所載觀點客觀性的潛在利益衝突，請勿將本報告視為投資或其他決策的唯一信賴依據。

本報告及其所載信息並非針對或意圖發送給任何就分派、刊發、可得到或使用此報告而導致東吳證券國際違反當地法律或規例或可致使東吳證券國際受制於相關法律或規例的任何地區、國家或其他司法管轄區域的公民或居民。接收者須自行確保使用本報告符合當地的法律及規例。

評級標準：

公司投資評級：

- 買入：預期未來6個月個股漲跌幅相對大盤在15%以上；
- 增持：預期未來6個月個股漲跌幅相對大盤介於5%與15%之間；
- 中性：預期未來6個月個股漲跌幅相對大盤介於-5%與5%之間；
- 減持：預期未來6個月個股漲跌幅相對大盤介於-15%與-5%之間；
- 賣出：預期未來6個月個股漲跌幅相對大盤在-15%以下。

行業投資評級：

- 增持：預期未來6個月內，行業指數相對強於大盤5%以上；
- 中性：預期未來6個月內，行業指數相對大盤-5%與5%；
- 減持：預期未來6個月內，行業指數相對弱於大盤5%以上。

東吳證券國際經紀有限公司

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

香港皇后大道東1號太古廣場3座17樓

Tel 電話：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客戶服務)

公司網址：<http://www.dwzq.com.hk/>

