

银河娱乐 (0027.HK)

2024 年半年报点评: 控费与营销举措发力, 市场份额持续提升

买入 (维持)

2024 年 08 月 19 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

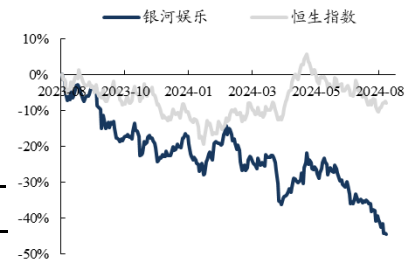
盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万港元)	35,684.0	45,621.0	50,309.1	53,489.0
同比 (%)	211.1	27.8	10.3	6.3
经调整物业 EBITDA (百万港元)	9,955.0	12,749.2	15,377.4	16,658.2
同比 (%)	-	34.5	20.6	8.3
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	1.56	2.11	2.86	3.24
EV/经调整物业 EBITDA	11.67	9.11	7.56	6.97

数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港)

投资要点

- **业绩略高于预期, 看好后续控费举措持续摊薄费用率, 提升 EBITDA 利润率水平。** 营收端, 2Q24 公司实现净收益 109.2 亿港元, 恢复至 2Q19 的 82.8%。博彩/非博彩 (不含建筑材料) 净收益分别为 86.0/14.8 亿港元, 分别恢复至 2019 年同期的 77.1%/112.8%。利润端, 2Q24 公司赢率标准化调整后的经调整物业 EBITDA 为 32.0 亿港元, 恢复至 2019 年同期的 73.8%, 恢复速度慢于营收导致公司 2Q24 经调整物业 EBITDA 利润率较 2Q19 的 32.6% 仍有 3.5pct 的差距。管理层表示, 公司在扩张物业与人员数量的同时严格维持降本控费, Q2 运营费用环比下降 2%。目前随着人员数量已趋于稳定, 公司有望将运营费用维持在相近水平, 并随收入恢复摊薄费用率, 进一步提升 EBITDA 利润率。
- **2Q24 公司实现总博收 103.4 亿港元, 恢复至 2Q19 的 68.0%:** 贵宾/中场 (含角子机) 博收分别为 13.9/89.5 亿港元, 分别恢复至 2019 年同期的 19.0%/113.7% (博监局数据口径下, 分别低于行业 19.4pct/高于行业 2.5pct), 贵宾恢复慢于行业的程度有所收窄, 导致公司贵宾博收市占率提升 1.5pct 至 10.8%, 总博收市占率提升 1.6pct 至 18.9%, 已连续两个季度上升。公司指出, 市占率持续提升主要归因为自去年年底开始增加更多专注于高价值高端中场客户的销售人员, 有效提升了高端中场客户粘性, 并调整了返现投放以精准面向目标客群。此外, 管理层表示, 尽管因暑期开始较晚, 7 月上旬市场总体恢复较慢, 但 7 月下旬开始公司增长势能恢复强劲, 市占率持续提升, 7 月至今日均游客数量较 Q2 增加 30%, 8 月至今则增加 50%。
- **持续投入打造非博家庭娱乐体验, 以提升公司长期竞争力。** 公司二季度共投入 11 亿港元翻新物业, 其中 7 亿用于银河三期/四期的建造, 其中嘉佩乐将于 25 年中完工, 将提供超 100 间奢华空中套房, 以通过顶级住宿体验吸引更高价值客户。银河四期建造顺利进行, 将于 27 年完工, 除赌场外提供了更多的非博彩娱乐以及家庭设施, 管理层表示有信心通过提供一站式的家庭生活/娱乐体验以持续拓展亚洲市场份额。
- **盈利预测与投资评级:** 我们给予公司 2024-2026 年净收入预测为 456.2/503.1/534.9 亿港元; 给予经调整物业 EBITDA 预测为 127.5/153.8/166.6 亿港元; 当前股价对应 2024/2025/2026 年 EV/EBITDA 分别为 9.1/7.6/7.0 倍。我们的目标价为 46.6 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)	31.20
一年最低/最高价	28.65/52.50
市净率(倍)	1.8
流通 H 股市值(百万港元)	136,456

数据来源: Wind

基础数据

每股净资产(港元)	16.9
资产负债率(%)	18.3
总股本(百万股)	4,374
流通 H 股(百万股)	4,374

数据来源: Wind

相关研究

《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》

2024-02-29

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,207	27,062	34,472	42,674	营业收入	35,684	45,621	50,309	53,489
现金	14,512	21,854	29,033	37,077	博彩净收益	27,290	35,384	39,605	42,416
应收账款	1,664	2,127	2,346	2,494	客房, 餐饮及其他	3,797	4,979	5,224	5,441
存货	222	271	283	293	零售	1,599	1,626	1,682	1,703
其他流动资产	2,810	2,810	2,810	2,810	建筑材料	2,998	3,633	3,798	3,929
非流动资产	68,008	69,550	71,732	74,219	其他收入	790	0	0	0
使用权资产净额	4,817	4,817	4,817	4,817	博彩税	-12,682	-16,729	-18,521	-19,887
物业及设备净额	49,313	50,855	53,036	55,524	职工薪酬	-7,203	-8,245	-8,775	-9,272
无形资产净额	2,500	2,500	2,500	2,500	折旧及摊销	-2,836	-3,020	-2,849	-2,862
其他非流动资产	11,378	11,378	11,378	11,378	存货成本	-1,352	-1,648	-1,723	-1,783
资产总计	87,215	96,612	106,203	116,893	其他经营支出	-6,128	-7,095	-6,758	-6,735
流动负债	12,533	15,458	16,301	17,079	营业利润	6,274	8,883	11,682	12,951
应付账款	10,881	13,806	14,649	15,427	利息收入	930	998	1,283	1,694
短期借款	1,453	1,453	1,453	1,453	利息支出	-183	-497	-281	-342
其他流动负债	199	199	199	199	利润总额	6,977	9,383	12,684	14,303
非流动负债	3,466	3,466	3,466	3,466	减: 所得税费用	-103	-138	-187	-143
长期借款	0	0	0	0	净利润	6,874	9,245	12,497	14,160
其他非流动负债	3,466	3,466	3,466	3,466	每股收益-摊薄 (港元)	1.56	2.11	2.86	3.24
负债合计	15,998	18,923	19,766	20,544	经调整物业 EBITDA	9,955	12,749	15,377	16,658
归属母公司股东权益	70,759	77,169	85,833	95,650	收入增长率 (%)	211.1	27.8	10.3	6.3
少数股东权益	458	520	603	698	归母净利润增长率 (%)	-	34.5	35.2	13.3
所有者权益合计	71,217	77,689	86,437	96,349					
负债和股东权益总计	87,215	96,612	106,203	116,893					

现金流量表 (百万港元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11,594	14,178	14,957	16,289	每股净资产 (港元)	16.29	17.77	19.77	22.04
投资活动现金流	-10,675	-3,564	-3,748	-3,655	最新发行在外股份 (百万股)	4,372	4,372	4,372	4,372
筹资活动现金流	-7,808	-3,271	-4,030	-4,590	ROE-摊薄 (%)	10.14	12.33	15.13	15.39
现金净增加额	-6,889	7,342	7,179	8,044	经调整物业 EBITDA 率 (%)	27.90	27.95	30.57	31.14
折旧和摊销	2,836	3,020	2,849	2,862	资产负债率 (%)	18.34	16.44	15.75	14.98
资本开支	-5,959	-4,562	-5,031	-5,349	EV/经调整物业 EBITDA	11.67	9.11	7.56	6.97

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。

分析師聲明：

本人以勤勉、獨立客觀之態度出具本報告，報告所載所有觀點均準確反映本人對於所述證券或發行人之個人觀點；本人於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與本人薪酬無關。過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

此外，分析員確認，無論是本人或關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則之相關定義）沒有擔任本報告所述上市公司之高級職員；未持有相關證券的任何權益；沒有在發表本報告30日前交易或買賣相關證券；不會在本報告發出後的3個營業日內交易或買賣本報告所提及的發行人的任何證券。

利益披露事項：

刊發投資研究之研究分析員並不直接接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。

研究分析員之薪酬或酬金並不與特定之投資銀行工作或研究建議掛鈎。

研究分析員或其聯繫人並未從事其研究／分析／涉及範圍內之任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。

研究分析員或其聯繫人並未擔任其研究／分析／涉及範圍內之任何公司之董事職務或其他職務。

東吳證券國際經紀有限公司（下稱「東吳證券國際」或「本公司」）或其集團公司並未持有本報告所評論的發行人的市場資本值的1%或以上的財務權益。

東吳證券國際或其集團公司並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

東吳證券國際或其集團公司与報告中提到的公司在最近的12個月內沒有任何投資銀行業務關係。

東吳證券國際或其集團公司或編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

免責聲明

本報告由東吳證券國際編寫，僅供東吳證券國際的客戶使用，本公司不因接收人收到本報告而視其為客戶。如任何司法管轄區的法例或條例禁止或限制東吳證券國際向收件人提供本報告，收件人並非本報告的目標發送對象。本研究報告的編制僅供一般刊發，並不考慮接收本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況、投資目標及特別需求，亦非擬向有意投資者作出特定證券、投資產品、交易策略或其他金融工具的建議。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下應徵求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。本報告應受香港法律管轄並據其解釋。

本報告所載資料及意見均源自或源於東吳證券國際可信之數據源，但東吳證券國際並不就其準確性或完整性作出任何形式的聲明、陳述、擔保及保證（不論明示或默示），於法律及/或法規准許情況下，東吳證券國際概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。

本報告所發表之意見及預測為於本報告日的判斷，並可予更改而毋須事前通知。除另有說明外，本報告所引用的任何業績數據均代表過往表現，過往表現亦不應作為日後表現的可靠預示。在不同時期，東吳證券國際可能基於不同假設、觀點及分析方法發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。分析中所做的預測收益可能基於相應的假設，任何假設的改變可能會對本報告預測收益產生重大影響，東吳證券國際並不承諾或保證任何預測收益一定會實現。

東吳證券國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口头或書面表達與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點，本公司沒有將

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/>

