

24Q3 中场及老虎机环比增长，能否持续且看金沙回归

华泰研究

2024 年 11 月 11 日 | 中国香港

季报点评

博彩

银河娱乐(27 HK)于北京时间 11 月 7 日盘前发布 24Q3 财报，开盘后股价涨超 4%，主要系 24Q3 中场及老虎机恢复超行业且环比上升。我们认为公司业务：1) 相较于金沙、美高梅和永利 24Q3 中场业务环比下滑，银河娱乐业务增长或因金沙改造期客流转向，但装修完成后增长或难持续；2) EBITDA Margin 环比下滑，或因加大揽客成本以推动中场业务增长。维持“增持”。

24Q3 中场及老虎机恢复超行业且环比增长，后续增长待观察

24Q3 银河娱乐博彩毛收入 101.5 亿港元，同比+16%，环比-1.8%，恢复至 19Q3 的 74%(下同，行业 79%)；VIP 为 11 亿港元，同比+35%，环比-20.9%，恢复至 18%(行业 42%)；中场为 83.9 亿港元，同比+13%，环比+1.1%，恢复至 122%(行业 110%)；老虎机为 6.6 亿港元，同比+35%，环比+1.2%，恢复至 113%(行业 82%)。银河中场和老虎机业务恢复超行业，且环比增长，或因金沙改造期客流转向，但改造完成后或面临份额回流压力。同时，公司将继续推进嘉佩乐酒店装修和第四期工程，重点完善娱乐和适宜家庭出行的设施，引入多元餐饮、及水上娱乐区，公司预计于 2027 年完工开业。

24Q3 EBITDA Margin 环比下滑，或因揽客成本上升推动中场增长

24Q3 银河娱乐净收入 106.7 亿港元，同比+11%，环比-2.3%，经调整物业 EBITDA 为 29.4 亿港元，恢复至 19Q3 的 71%。EBITDA Margin 为 30.1%，19Q3/23Q3/24Q2 分别为 33.6%/32.4%/31.6%，环比呈现下跌，或因其加大揽客成本以推动中场业务增长。按物业拆分，银河 1-2 期为最大收入来源，24Q3 净收入 84.1 亿港元，同比+10%，环比-2.8%，占总净收入的 86%，EBITDA Margin 为 30.4%，对比 19Q3/24Q2 为 34.1%/32.2%，环比下降。星际酒店 24Q3 净收入为 13.4 亿港元，同比+9%，环比+1.1%，EBITDA Margin 为 29.6%，对比 19Q3/24Q2 为 32.8%/29.5%。

维持增持，上调目标价至 39.5 港元，上调 25 年 EV/EBITDA 至 10.8x

银河娱乐十月邀刘德华献唱吸引中老年高消费客群，助推澳门博彩复苏，澳门国庆首六日博彩收入达 65 亿澳门元，日均接近疫情前水平，我们认为主要由高端中场带动。然而，对比金沙去年六月邀张学友、国庆后邀陈奕迅，此次银河在旺季高成本投入或影响全年收入平滑分布；11 月王源演唱会主打年轻女性客群，对收入拉动或有限。银河三季度中场及老虎机业务恢复表现优于行业且环比增长，与其他博企环比下跌或显示出见顶风险不同，叠加其龙头效应，应高于行业均值 8.8x，上调公司 25 年 EV/EBITDA 由 9.0x 至 10.8x，目标价由 33.5 港元上调至 39.5 港元。我们预计 24/25/26 EBITDA 为 133/144/153 亿港元。但随着金沙改造即将完成，银河娱乐后续表现仍有待观察，因此维持增持。

风险提示：政策落地不及预期，测算存在误差，海外博彩市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	11,474	35,684	41,990	46,456	50,841
+/-%	(41.74)	211.01	17.67	10.64	9.44
归属母公司净利润 (港币百万)	(3,434)	6,828	8,402	7,966	6,625
+/-%	(358.91)	(298.85)	23.06	(5.19)	(16.83)
EPS (港币，最新摊薄)	(0.79)	1.56	1.93	1.83	1.52
ROE (%)	(5.19)	10.14	11.31	9.80	7.57
PE (倍)	(45.67)	23.01	18.69	19.72	23.71
PB (倍)	2.45	2.22	2.02	1.85	1.74
EV/EBITDA (倍)	(278.84)	14.89	10.81	9.75	9.14

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

增持

目标价(港币):

39.50

研究员

SAC No. S0570523020002
SFC No. ASI353

何翩翩

purdyyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

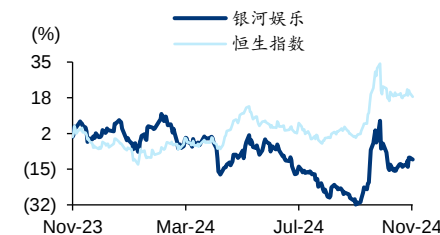
易楚妍

yichuyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	39.50
收盘价 (港币 截至 11 月 11 日)	35.95
市值 (港币百万)	157,230
6 个月平均日成交额 (港币百万)	509.83
52 周价格范围 (港币)	27.60-45.90
BVPS (港币)	16.88

股价走势图



资料来源：S&P

图表1: 刘德华巡回演唱会 2024 - 澳门站



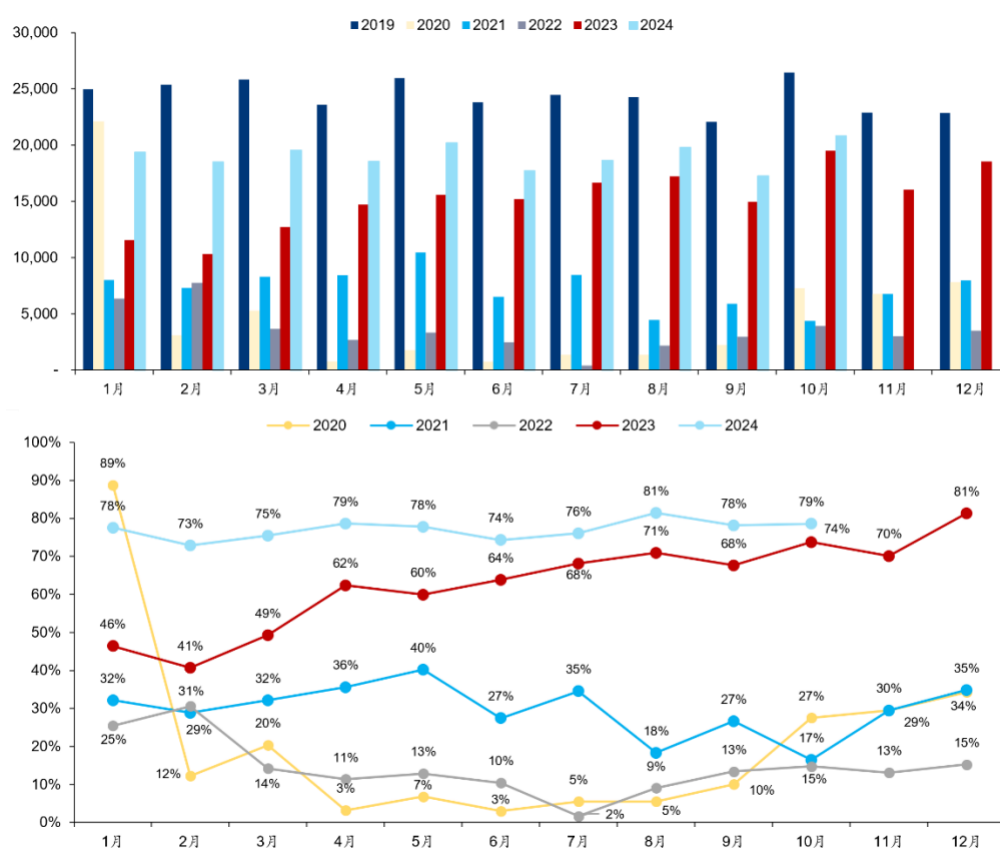
资料来源: 银河公告、华泰研究

图表2: 2024 王源「客厅狂欢」巡回演唱会——中国澳门站



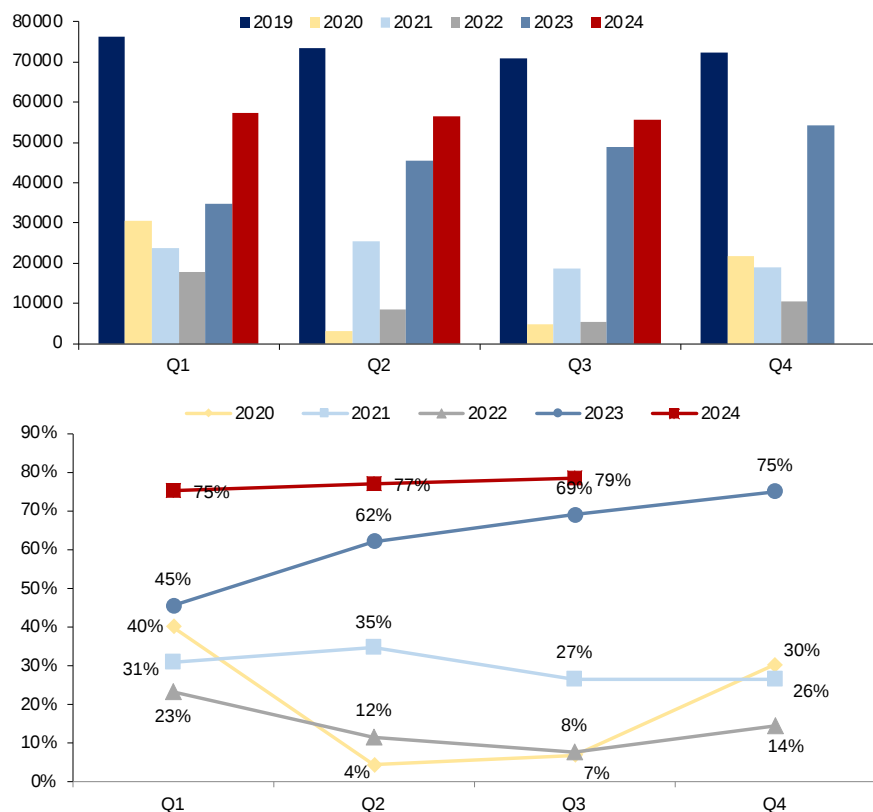
资料来源: 银河公告、华泰研究

图表3: 澳门总博彩恢复情况: 2024 年 10 月 GGR 修复至 2019 年同期 79% (百万澳门元)



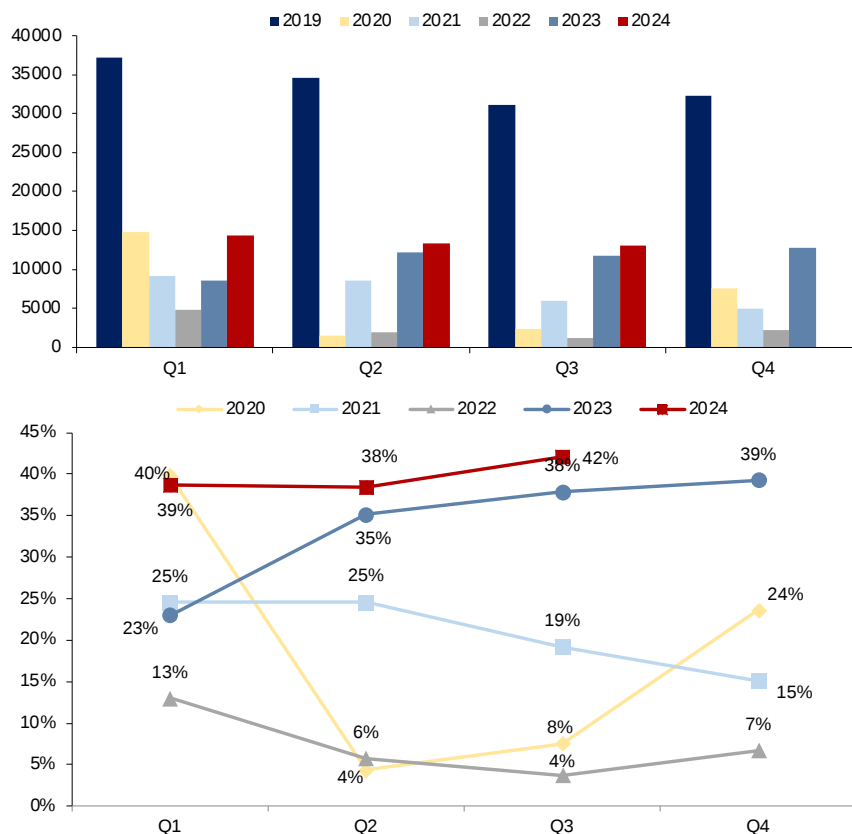
资料来源: DICJ, 华泰研究

图表4：澳门博彩总收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



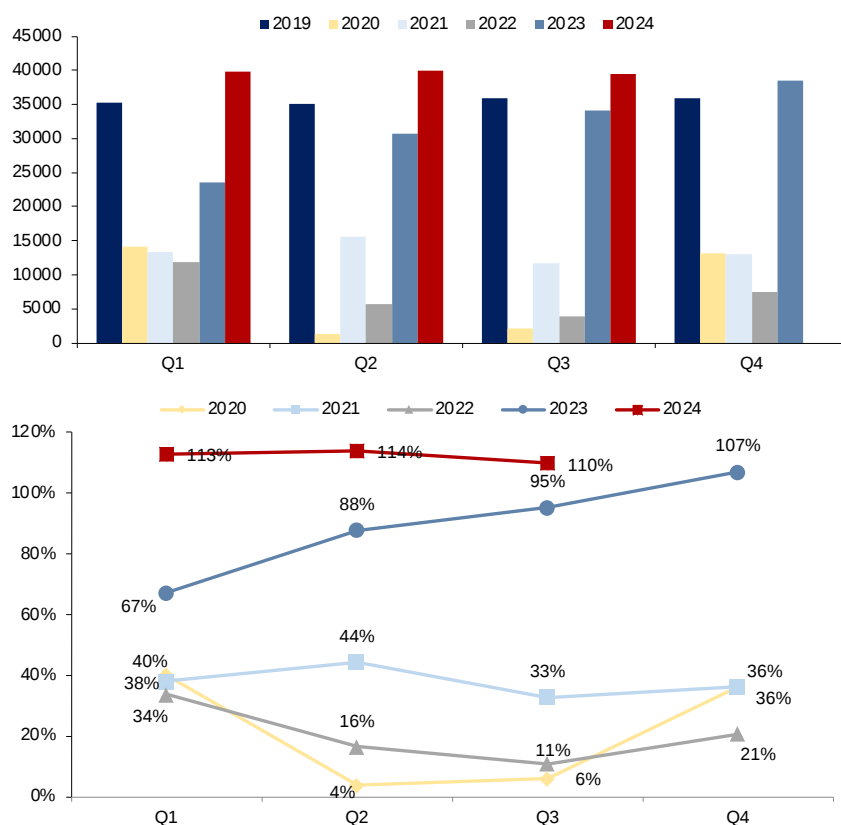
资料来源：DICJ、华泰研究

图表5：澳门 VIP 博彩收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



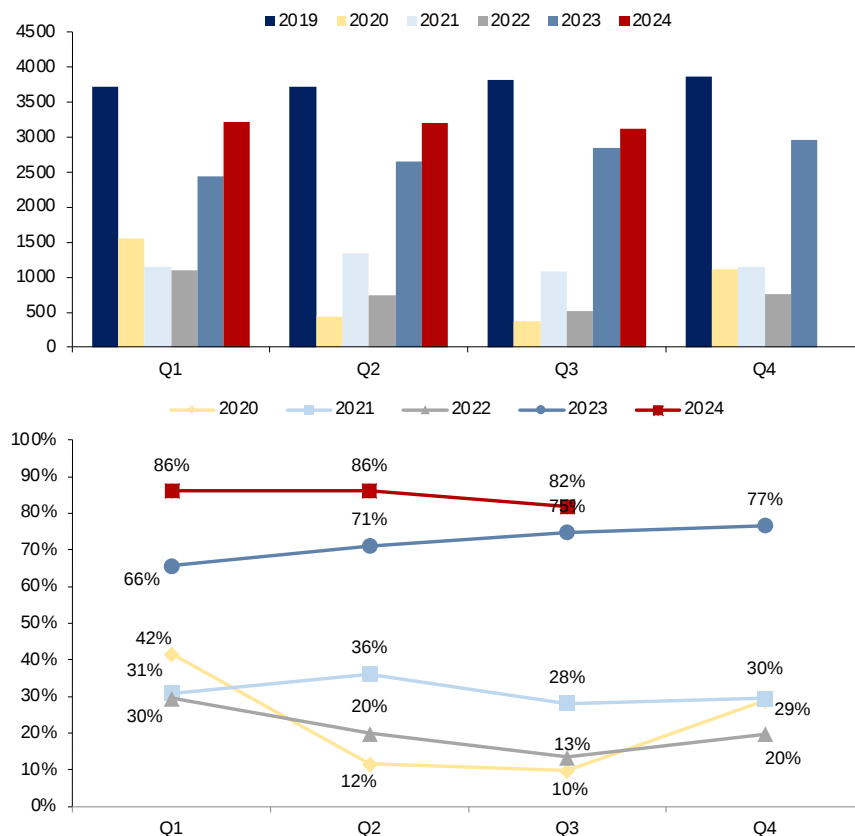
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：澳门中场收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



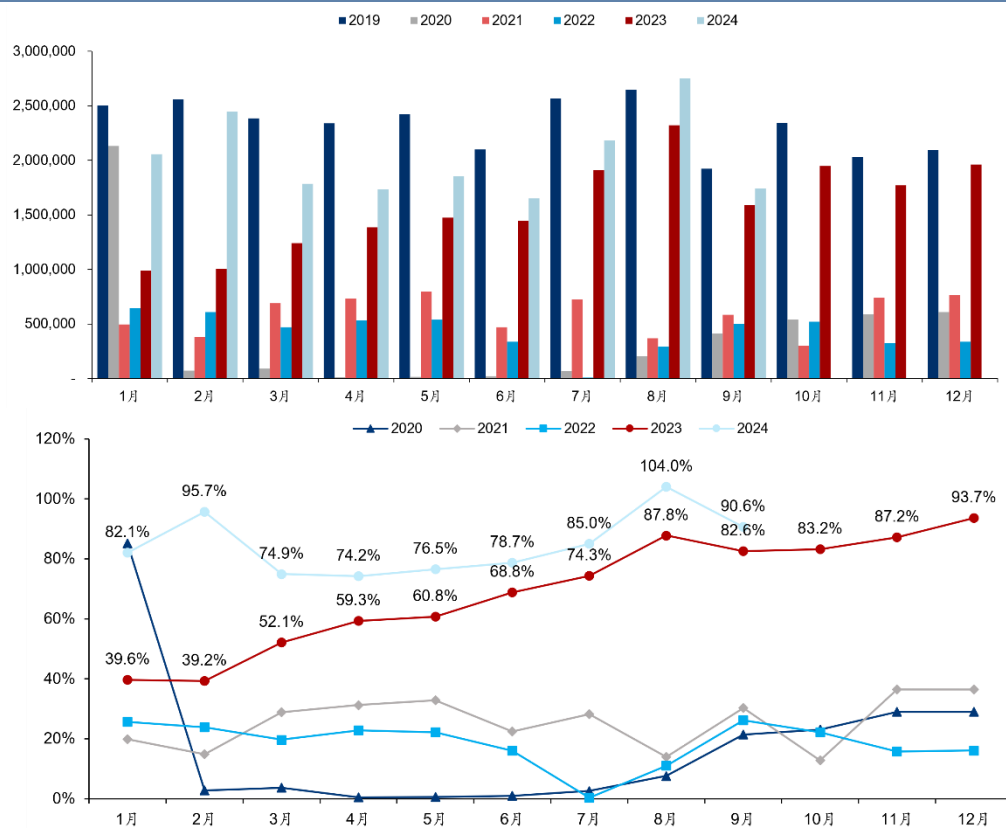
资料来源：DICJ、华泰研究

图表7：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元）



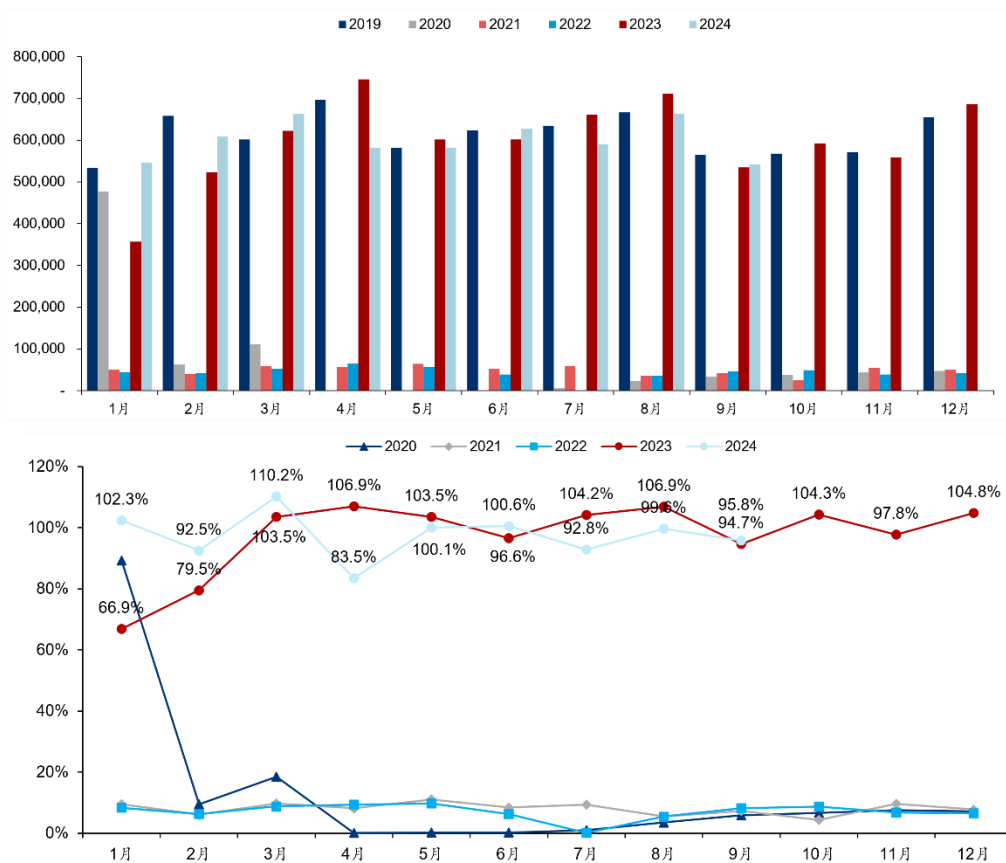
资料来源：DICJ、华泰研究

图表8：2024年9月访澳内地游客恢复至2019年90.6%的水平（人，%）



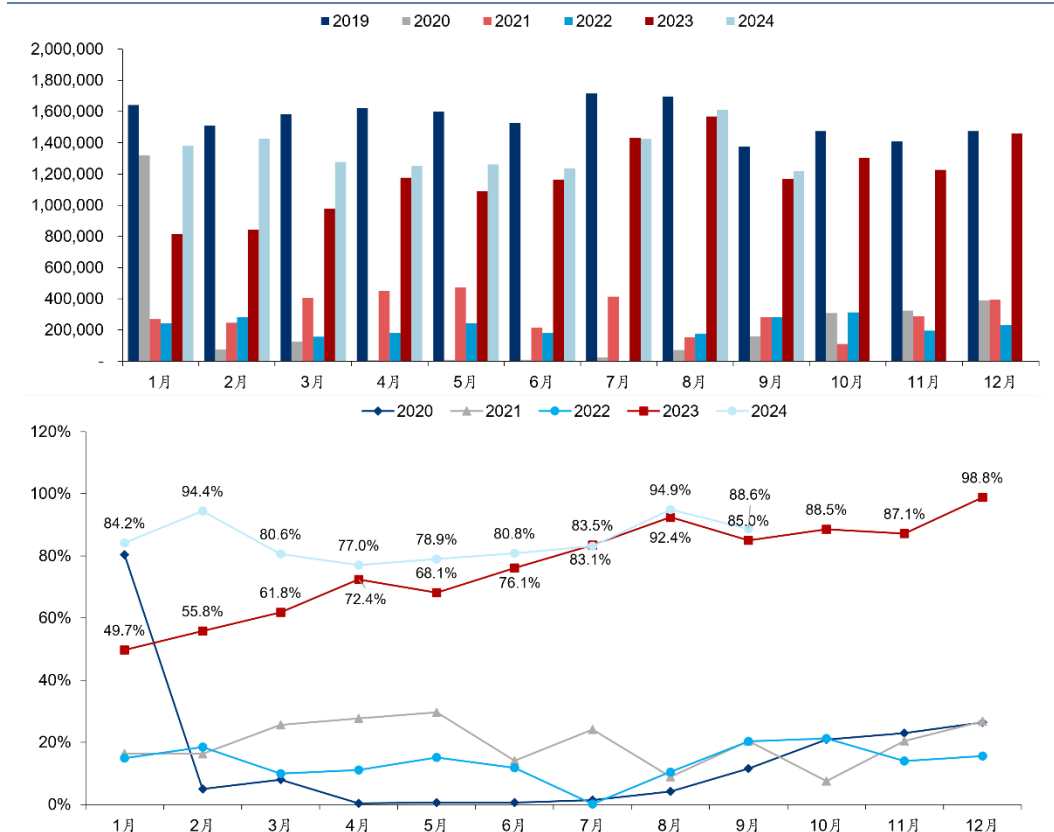
资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表9：2024年9月访澳香港游客恢复至2019年同期水平95.8%（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表10：2024 年 9 月访澳过夜游客恢复至 2019 年 88.6%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表11：2019 年以来澳门博彩营收同比增速（%）

营收同比增速（%）																								
GGR	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
行业数据	0%	0%	-4%	-8%	-60%	-96%	-93%	-70%	-22%	685%	284%	-13%	-25%	-67%	-70%	-46%	95%	436%	779%	421%	65%	24%	14%	
新濠博亚	-1%	15%	17%	4%	-42%	-87%	-90%	-67%	-40%	187%	151%	-20%	-21%	-73%	-73%	-49%	54%	463%	774%	383%	69%	22%	15%	
金沙中国	8%	0%	-5%	-4%	-66%	-100%	-95%	-73%	-13%	10430%	357%	-10%	-35%	-66%	-63%	-37%	160%	462%	792%	417%	44%	14%	3%	
永利澳门	-3%	-2%	-21%	-21%	-63%	-100%	-94%	-68%	-23%	breakeven	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%	17%	8%	
美高梅中国	20%	26%	25%	5%	-62%	-96%	-94%	-60%	4%	1124%	545%	-5%	-15%	-58%	-72%	-43%	131%	456%	879%	481%	83%	37%	14%	
银河娱乐	-11%	-12%	-11%	-16%	-65%	-97%	-94%	-68%	-12%	1010%	339%	-17%	-30%	-73%	-76%	-51%	87%	480%	908%	411%	59%	35%	16%	
澳博控股	-5%	-10%	-13%	-8%	-62%	-90%	-90%	-76%	-33%	200%	160%	-1%	-4%	-46%	-61%	-40%	53%	246%	502%	339%	77%	31%		
VIP	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
行业数据	-13%	-16%	-22%	-23%	-60%	-96%	-92%	-76%	-38%	466%	155%	-36%	-47%	-77%	-81%	-56%	77%	512%	919%	486%	68%	10%	11%	
新濠博亚	-8%	7%	16%	-6%	-26%	-78%	-89%	-77%	-75%	4%	3%	-59%	-11%	-84%	-79%	-27%	5%	616%	630%	219%	35%	-5%	29%	
金沙中国	0%	-13%	-36%	-20%	-71%	-101%	-90%	-90%	-9%	breakeven	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	
永利澳门	-7%	-9%	-41%	-39%	-67%	-106%	-96%	-80%	-41%	breakeven	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%	
美高梅中国	3%	22%	4%	-20%	-69%	-96%	-95%	-74%	-28%	512%	316%	-49%	-71%	-66%	-89%	-50%	320%	492%	1455%	655%	102%	-22%	-25%	
银河娱乐	-24%	-25%	-27%	-29%	-67%	-96%	-93%	-74%	-27%	454%	170%	-56%	-68%	-91%	-95%	-79%	40%	508%	1352%	514%	64%	49%	35%	
澳博控股	-19%	-31%	-43%	-28%	-70%	-95%	-93%	-86%	-59%	115%	62%	-62%	-29%	-88%	-91%	-61%	-42%	1092%	1055%	623%	221%	4%		
Mass	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
行业数据	18%	21%	19%	9%	-60%	-96%	-94%	-64%	-5%	1095%	441%	0%	-11%	-63%	-67%	-43%	100%	433%	780%	416%	68%	30%	15%	
新濠博亚	9%	29%	22%	12%	-56%	-97%	-93%	-59%	9%	1771%	374%	-8%	-27%	-72%	-77%	-55%	75%	526%	1062%	487%	86%	30%	13%	
金沙中国	13%	5%	9%	3%	-64%	-99%	-96%	-67%	-11%	5698%	594%	-11%	-27%	-67%	-65%	-36%	158%	534%	871%	416%	55%	17%	4%	
永利澳门	2%	8%	7%	5%	-57%	-98%	-93%	-57%	-5%	2670%	351%	-11%	-18%	-72%	-67%	-37%	122%	528%	875%	396%	78%	32%	9%	
美高梅中国	35%	36%	48%	31%	-58%	-98%	-95%	-52%	22%	2140%	798%	8%	5%	-58%	-66%	-42%	118%	495%	848%	478%	82%	50%	21%	
银河娱乐	9%	7%	11%	0%	-62%	-98%	-95%	-61%	4%	2656%	570%	7%	-8%	-62%	-66%	-45%	95%	469%	888%	400%	57%	32%	13%	
澳博控股	8%	8%	12%	8%	-58%	-89%	-89%	-71%	-21%	241%	190%	11%	0%	-41%	-57%	-40%	67%	208%	471%	320%	72%	36%		

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

图表12: 澳门博彩恢复至2019年水平 (%)

恢复至2019年水平	GGR							VIP							中场							老虎机													
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%
新濠博亚	43%	57%	58%	64%	72%	70%	66%	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%
金沙中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	69%		5%	15%	12%	15%	16%	15%		55%	68%	78%	83%	92%	93%		87%	187%	167%	156%	184%	207%		87%	187%	167%	156%	184%	207%	

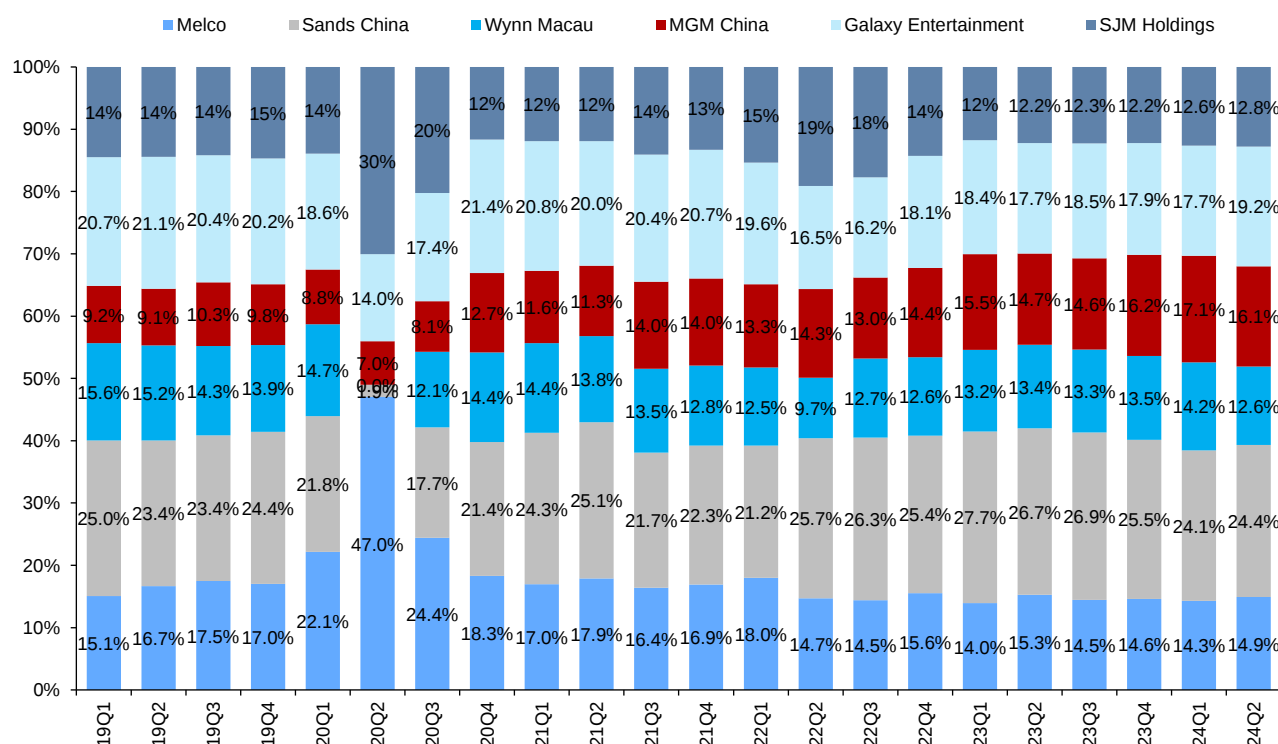
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表13: 2023年以来澳门博企 EBITDA 同比和环比增速

	EBITDA 同比增速							EBITDA 环比增速							EBITDA 恢复至19年水平						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
新濠博亚	448%	412%	371%	712%	107%	17%	16%	397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%	35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	4%	-7%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	3%	87%	330%	58%	4%	16%	14%	-6%	3%	40%	72%	85%	85%	82%	87%	
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%	450%	16%	8%	16%	23%	-2%	-19%	90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%	26%	2%	1270%	30%	12%	1%	1%	4%	-7%	51%	60%	72%	72%	76%	76%	74%
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	102%		103%	1287%	32%	24%	23%	1%		3%	43%	60%	59%	83%	87%	

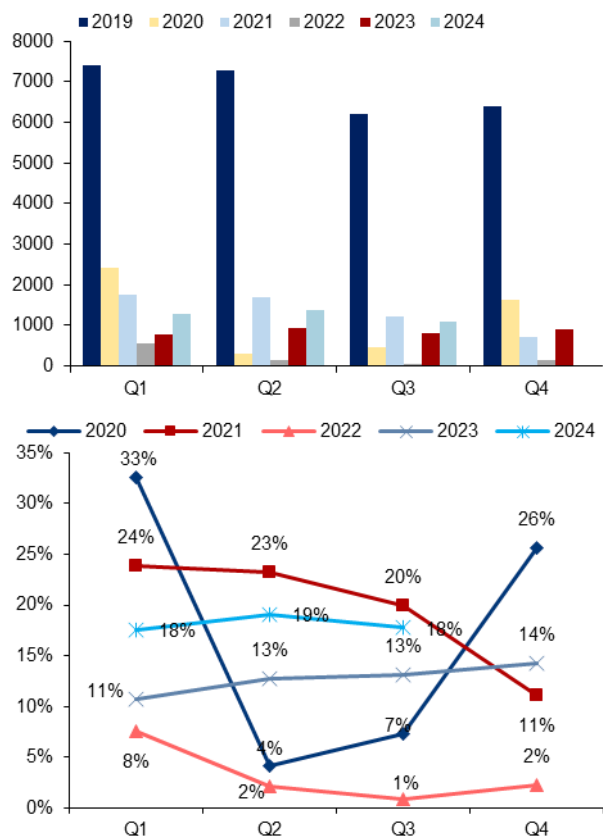
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表14: 2019年以来澳门博彩市占率 (按 GGR)



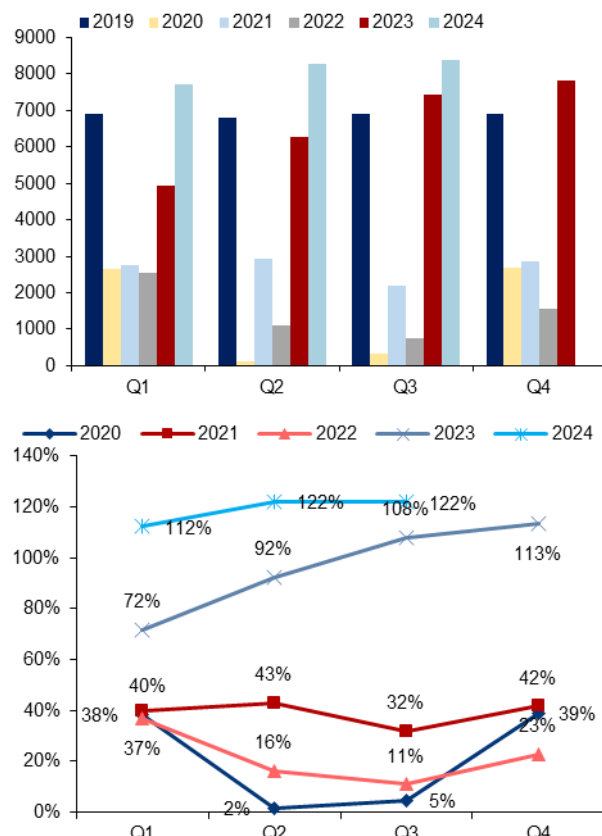
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表15: 银河VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



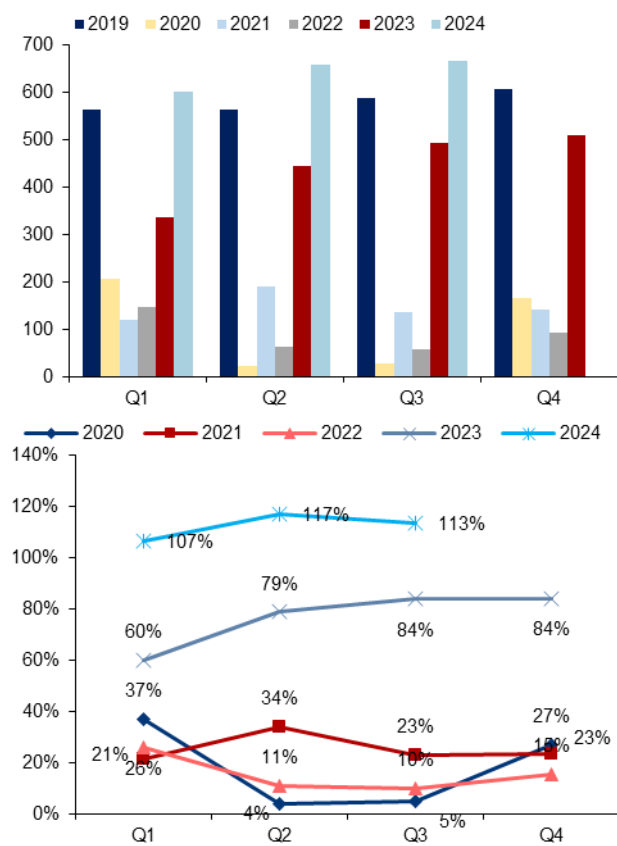
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表16: 银河中场业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



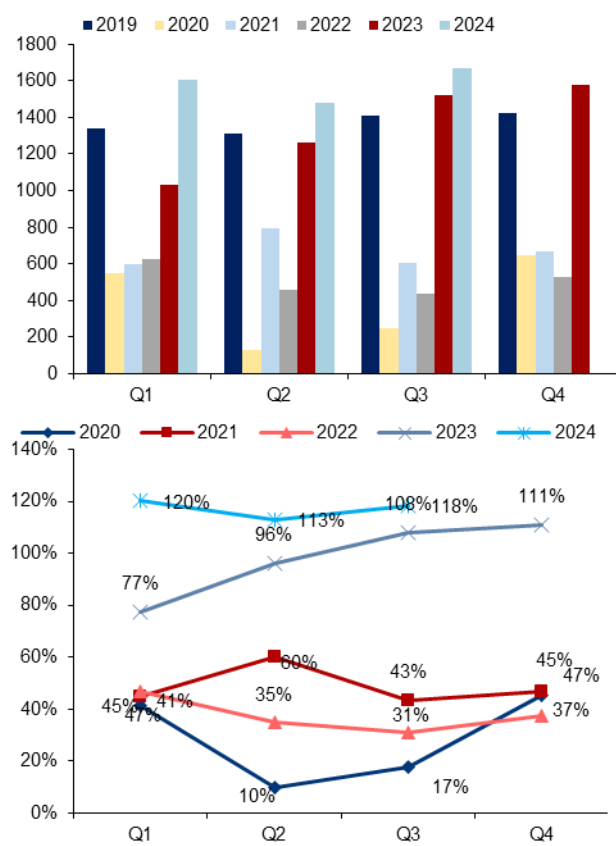
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表17: 银河老虎机业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万港元)



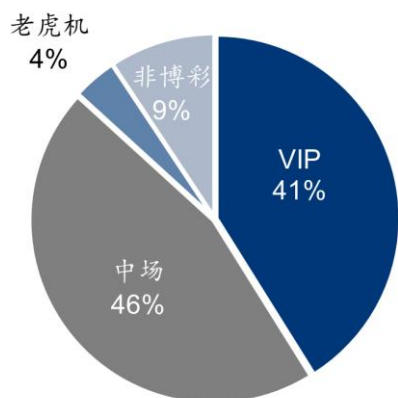
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表18: 银河非博彩业务毛收入对比 19 年修复情况 (百万港元)



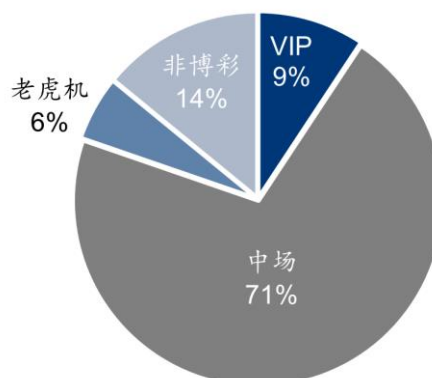
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表19: 19Q3 银河各业务收入占比



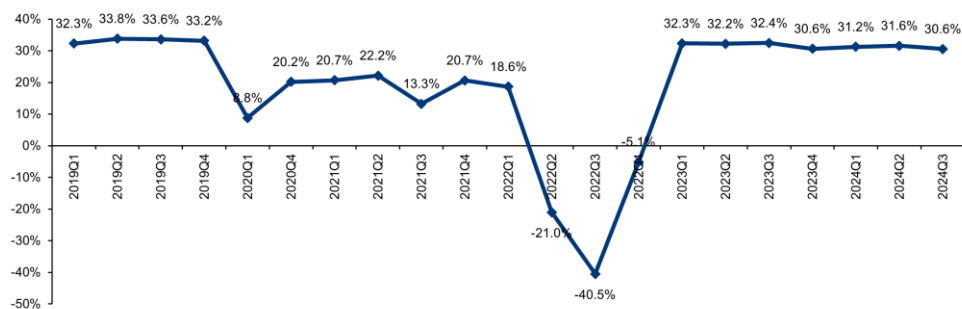
资料来源: 银河公告、Visible Alpha、华泰研究

图表20: 24Q3 银河各业务收入占比



资料来源: 银河公告、Visible Alpha、华泰研究

图表21: 银河 EBITDA Margin (不含建筑材料业务)



注: 由于疫情期间 (2020Q2-Q3) EBITDA Margin 为异常值, 故我们不予展示

资料来源: 银河公告、华泰研究

图表22: 银河娱乐博彩收入预测 (分结构, 百万港元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	51,902	12,876	19,696	11,474	35,684	41,990	46,456	50,841
YoY(%)	-6.00%	-75.20%	53.00%	-41.70%	211.00%	17.67%	10.64%	9.44%
博彩毛收入	57,123	10,986	16,735	7,241	31,713	39,986	44,981	49,840
YoY(%)	-12.26%	-80.77%	52.33%	-56.73%	337.96%	26.09%	12.49%	10.80%
VIP流水	707,357	126,653	136,612	31,160	117,660	176,922	180,460	184,972
VIP胜率	3.9%	3.8%	4.0%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%
VIP毛收入	27,339	4,813	5,412	926	3,447	5,308	5,414	5,734
yoy	-26.26%	-82.40%	12.45%	-82.89%	272.25%	53.98%	2.00%	5.92%
中场流水	110,394	23,582	42,996	22,562	107,531	128,581	147,868	167,091
中场胜率	24.9%	24.4%	25.0%	26.4%	24.6%	25.0%	24.9%	24.5%
中场毛收入	27,465	5,753	10,734	5,955	26,486	32,145	36,819	40,937
yoy	6.76%	-79.05%	86.58%	-44.52%	344.77%	21.37%	14.54%	11.18%
老虎机流水	56,127	11,191	15,064	9,127	50,884	86,153	94,768	104,245
老虎机胜率	4.1%	3.8%	3.9%	3.9%	3.5%	2.9%	2.9%	3.0%
老虎机毛收入	2,319	420	589	360	1,780	2,533	2,748	3,169
yoy	0.83%	-81.89%	40.24%	-38.88%	394.44%	42.30%	8.50%	15.31%
EBITDA	16,479	(1,020)	3,537	(553)	9,955	13,269	14,448	15,252
EBITDA margi	31.75%	-7.92%	17.96%	-4.82%	27.90%	31.60%	31.10%	30.00%
2023A EBITDA恢复至2019年百分比		60%				2023A GGR恢复至2019年百分比		56%
2024E EBITDA恢复至2019年百分比		81%				2024E GGR恢复至2019年百分比		70%
2025E EBITDA恢复至2019年百分比		88%				2025E GGR恢复至2019年百分比		79%
2026E EBITDA恢复至2019年百分比		93%				2026E GGR恢复至2019年百分比		87%

资料来源: Wind、华泰研究预测

图表23: 银河娱乐目标价测算

	2025E
EBITDA (百万港元)	14,448
预测 EV/EBITDA (倍)	10.8
企业价值 (百万港元)	155,747
现金 (百万港元)	21,575
长短期债务 (百万港元)	3,894
少数股东权益 (百万港元)	676
市值 (百万港元)	172,752
总股数	4,374
目标价 (港元)	39.5

资料来源: Wind、华泰研究预测



图表24：重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表

公司	股票代码	2023年涨跌幅%	年初至今 涨跌幅%	总市值 (亿美元)	收入 (十亿美元)			EBITDA (十亿美元)			PE			EV/EBITDA		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
香港上市公司 均值											26.81	13.21	11.10	9.82	8.77	8.15
银河娱乐	27 HK	-14.88	-15.86	202.21	5.61	6.10	6.50	1.58	1.79	1.92	17.14	14.91	13.82	11.91	10.49	9.79
金沙中国	1928 HK	-11.78	-10.07	213.90	7.14	7.92	8.47	2.33	2.74	2.99	22.86	16.34	13.73	12.01	10.21	9.37
永利澳门	1128 HK	-26.09	-5.85	39.90	3.70	3.83	4.02	1.04	1.08	1.14	11.84	10.45	8.87	8.82	8.49	8.01
澳博控股	880 HK	-45.35	13.77	25.67	3.67	3.98	4.15	0.49	0.61	0.69	74.13	16.18	11.06	11.97	9.58	8.55
美高梅中国	2282 HK	15.23	6.93	48.83	3.92	3.94	4.10	1.16	1.17	1.21	8.11	8.15	8.01	6.40	6.39	6.14
新濠国际	200 HK	-35.34	-5.67	10.07	4.53	4.89	5.27	1.18	1.24	1.32	NM	NM	NM	7.83	7.47	7.05
美国上市公司 均值											20.12	18.55	13.88	10.86	9.47	8.93
金沙集团	LVS US	3.15	4.18	365.27	11.30	12.27	12.72	4.10	4.65	4.90	21.99	18.54	16.39	11.34	10.02	9.49
美高梅国际	MGM US	33.25	-17.88	108.93	17.21	17.30	17.61	2.44	2.54	2.77	14.64	14.43	11.59	16.37	15.73	14.40
永利度假	WYNN US	11.34	-6.71	93.57	7.07	7.17	7.30	2.00	2.06	2.06	16.73	16.54	14.71	8.30	8.03	8.04
新濠博亚	MLCO US	-22.87	-23.00	28.67	4.59	4.88	5.12	1.16	1.26	1.35	35.27	18.78	11.79	8.31	7.65	7.15
凯撒娱乐	CZR US	12.69	-12.88	86.78	11.35	11.82	12.09	3.58	4.01	4.09	NM	26.81	20.60	9.33	8.31	8.15
佩恩国民博彩	PENN US	-12.39	-21.25	31.27	6.61	6.99	7.32	0.63	1.04	1.20	NM	23.74	12.02	14.99	9.07	7.85
博伊德赌场	BYD US	15.99	18.69	65.12	3.89	3.93	4.00	1.26	1.24	1.25	11.97	11.01	10.06	7.40	7.51	7.43
美股高端酒店集团 均值											35.13	31.01	26.66	18.16	16.85	15.68
万豪酒店	MAR US	53.06	25.47	780.32	25.11	26.47	27.98	4.95	5.35	5.70	30.30	26.64	23.48	18.62	17.23	16.17
希尔顿酒店	HLT US	44.68	36.30	603.72	11.15	12.06	13.13	3.38	3.66	3.99	43.92	33.05	28.49	20.67	19.13	17.54
洲际酒店	IHG US	59.59	34.88	190.78	4.89	5.19	5.50	1.19	1.29	1.39	27.18	23.99	21.44	18.20	16.76	15.54
凯悦酒店	H US	44.76	19.35	149.02	6.69	7.02	7.42	1.12	1.18	1.26	39.14	40.37	33.21	15.15	14.28	13.45

注：港股截至 11 月 11 日收盘价，美股截至 11 月 8 日收盘价

资料来源：Visible Alpha、华泰研究

风险提示

- 政策落地不及预期：**2024 年 9 月以来澳门客流恢复受中国消费刺激政策带动，政策后续落地情况或影响客流及博彩收入恢复。
- 测算存在误差：**博彩行业 2024-2026 年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
- 海外博彩市场竞争加剧：**若下半年东南亚地区博彩市场在争夺客源中发力，或影响澳门博彩收入复苏水平。

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,474	35,684	41,990	46,456	50,841
销售成本	(4,435)	(14,033)	(18,298)	(21,847)	(26,095)
毛利润	7,039	21,651	23,692	24,609	24,746
销售及分销成本	(5,730)	(7,203)	(8,939)	(9,833)	(10,816)
管理费用	(2,088)	(2,836)	(3,007)	(3,308)	(3,639)
其他收入/支出	(2,377)	(4,537)	(2,995)	(3,145)	(3,302)
财务成本净额	(106.44)	(183.32)	(117.35)	(123.21)	(129.37)
应占联营公司利润及亏损	(89.64)	85.11	(89.64)	(89.64)	(89.64)
税前利润	(3,352)	6,977	8,544	8,111	6,770
税费开支	(95.89)	(102.94)	(105.72)	(111.00)	(116.55)
少数股东损益	(14.41)	46.02	35.70	33.89	28.29
归母净利润	(3,434)	6,828	8,402	7,966	6,625
折旧和摊销	(2,088)	(2,836)	(3,007)	(3,308)	(3,639)
EBITDA	(553.00)	9,955	13,269	14,448	15,252
EPS (港币, 基本)	(0.79)	1.56	1.92	1.82	1.52

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	209.00	221.89	217.45	217.45	213.10
应收账款和票据	1,356	1,840	2,059	2,316	2,614
现金及现金等价物	14,023	14,512	19,169	21,575	22,708
其他流动资产	2,325	2,634	3,160	3,792	4,551
总流动资产	17,912	19,207	24,606	27,900	30,085
固定资产	45,542	49,313	50,299	51,305	52,331
无形资产	32.95	2,500	2,700	2,835	2,977
其他长期资产	17,474	16,195	17,516	18,459	19,471
总长期资产	63,049	68,008	70,515	72,599	74,779
总资产	80,961	87,215	95,121	100,499	104,864
应付账款	6,055	10,961	11,835	10,652	9,586
短期借款	7,553	1,502	1,356	1,224	1,105
其他负债	1,691	70.35	77.39	85.12	93.64
总流动负债	15,299	12,533	13,268	11,961	10,785
长期债务	433.06	548.80	603.68	543.31	488.98
其他长期债务	763.92	2,917	2,771	2,632	2,501
总长期负债	1,197	3,466	3,375	3,176	2,990
股本	23,968	24,104	24,104	24,104	24,104
储备/其他项目	39,946	46,655	53,749	60,583	66,308
股东权益	63,914	70,759	77,853	84,687	90,412
少数股东权益	551.43	457.92	625.62	676.28	677.28
总权益	64,465	71,217	78,479	85,363	91,089

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(45.67)	23.01	18.69	19.72	23.71
PB	2.45	2.22	2.02	1.85	1.74
EV EBITDA	(278.84)	14.89	10.81	9.75	9.14
股息率 (%)	0.86	0.56	0.75	0.71	0.59
自由现金流收益率 (%)	(2.66)	10.74	4.39	2.78	1.88

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(553.00)	9,955	13,269	14,448	15,252
融资成本	106.44	183.32	117.35	123.21	129.37
营运资本变动	2,145	6,996	(666.53)	(2,746)	(2,802)
税费	(95.89)	(102.94)	(105.72)	(111.00)	(116.55)
其他	(4,695)	(5,438)	(1,670)	(3,019)	(4,859)
经营活动现金流	(3,092)	11,594	10,944	8,694	7,604
CAPEX	(5,077)	0.00	(3,993)	(4,314)	(4,665)
其他投资活动	8,113	(10,675)	(853.97)	(605.57)	(631.36)
投资活动现金流	3,035	(10,675)	(4,847)	(4,919)	(5,296)
债务增加量	1,139	0.00	(145.30)	(130.77)	(117.69)
权益增加量	256.23	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,351)	(874.12)	(1,176)	(1,115)	(927.53)
其他融资活动现金流	(86.83)	(6,933)	(117.35)	(123.21)	(129.37)
融资活动现金流	(43.38)	(7,808)	(1,439)	(1,369)	(1,175)
现金变动	(99.86)	(6,889)	4,658	2,406	1,133
年初现金	13,607	13,608	6,719	11,377	13,783
汇率波动影响	(11.09)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	13,496	6,719	11,377	13,783	14,915

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(41.74)	211.01	17.67	10.64	9.44
毛利润	(38.60)	207.58	9.43	3.87	0.56
营业利润	(361.63)	(324.16)	23.68	(4.88)	(16.03)
净利润	(358.91)	(298.85)	23.06	(5.19)	(16.83)
EPS	(358.75)	(298.47)	23.10	(5.19)	(16.83)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	61.35	60.67	56.42	52.97	48.67
EBITDA	(4.82)	27.90	31.60	31.10	30.00
净利润率	(29.93)	19.13	20.01	17.15	13.03
ROE	(5.19)	10.14	11.31	9.80	7.57
ROA	(4.13)	8.12	9.22	8.14	6.45
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(9.44)	(17.61)	(22.11)	(23.39)	(23.35)
流动比率	1.17	1.53	1.85	2.33	2.79
速动比率	1.16	1.51	1.84	2.31	2.77

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.14	0.42	0.46	0.47	0.50
应收账款周转天数	51.42	16.12	16.72	16.95	17.45
应付账款周转天数	499.92	218.25	224.25	185.27	139.60
存货周转天数	16.76	5.53	4.32	3.58	2.97
现金转换周期	(431.73)	(196.60)	(203.21)	(164.74)	(119.18)

每股指标 (港币)

EPS	(0.79)	1.56	1.92	1.82	1.52
每股净资产	14.65	16.19	17.82	19.38	20.69

免责声明

分析师声明

本人，何翩翩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 银河娱乐（27 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 银河娱乐（27 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司