

买入

2024年11月12日

24年第三季度业绩符合预期，10月的市场份额估计超过20%

- 24年第三季度业绩概况：**银河净收益同比增长10.5%，环比减少2.3%到106.7亿港元（恢复到2019年同期的83.9%）。贵宾赌枱转码数同比增长37.0%，环比减少3.7%（恢复到2019年同期的27.1%）；中场博彩收益同比增长12.7%，环比增长1.1%（为2019年同期的114.6%）。集团经调整EBITDA同比增长6.2%，环比下跌7.4%到29.4亿港元（主要受贵宾业务较低净赢率和负面经营杠杆的影响，恢复到2019年同期的71.5%），EBITDA率为27.6（环比下跌5.3%）。如扣除低净赢率的影响，经调整EBITDA为31.1亿港元。总体业绩符合预期。集团的资产负债状况维持非常稳健，持有净现金为274亿港元（在行业里是最强大的）。
- 「澳门银河™」及星际酒店业绩概况：**期内「澳门银河™」和星际酒店的净收益分别同比增长10及9%，环比减少3%和增长1%到84亿和13亿港元（分别恢复到2019年同期的90.2%及53.0%）；经调整EBITDA分别为25.6和4.0亿港元（分别环比增长-8.1%及1.5%，恢复到2019年同期的81%及48%）。EBITDA率分别为30.4%及29.6%。「澳门银河™」及星际酒店的酒店入住率分别为98%和100%。星际酒店3楼澳门最大之一的直博电子博彩区已开业；集团也计划在这项目把主要博彩区，接待客户来临的大堂和餐饮措施升级。
- 「澳门银河™」第三和四期的更新：**「澳门银河™」将于2025年年中推出第十个酒店品牌——嘉佩乐酒店及度假村（楼高17层，拥有大约100间顶级豪华的空中别墅和套房；每间空中别墅均设有光线充足的露台、透明的无边际泳池、户外休息区、日光浴和隐密的冬日花园等设施，能给客户提供无与伦比的奢华体验）。集团也在继续推进「澳门银河™」第四期的建筑工程，预计在2027年完工。此项目发展面积约为60万平方米，将引入多间高端并首度进驻澳门的酒店品牌，拥有4,000个座位的剧院、多元化的餐饮、零售、非博彩设施、园林和水上玩乐园区。
- 其他要点：**据了解，「澳门银河™」的访客数于国庆节期间同比增长100%；中场投注额同比增长50%（处于行业领先水平）；零售业务也有10%的提升。10月的市场份额估计超过20%（部分受益于9月份的挤压需求和刘德华演唱会的带动）。集团已开始于7月初引入智能赌台，预计年底前能在所有项目完成安装；看到智能赌台能提升效率，净赢率和帮助客户分析。集团员工数达21,000名，员工开支占比为75%；而第三季度经营开支环比增加1.7%。期内，推广费用的增加是由于1）较低的贵宾业务净赢率和2）9月份客户的质量没有预期好。行业竞争已逐步回稳，集团只会以质量和服务来竞争，而不会用价格。集团对于泰国的发展保持开放的态度。
- 维持买入评级，目标价48.96港元：**集团24年第三季度业绩符合预期，10月的市场份额估计超过20%。随着智能赌台的引入和更多产品的推出和优化，我们相信集团的市场份额将继续回升。由于集团拥有良好的产品和服务、资产负债状况在行业里最稳健、管理层的执行能力强劲、未来银河还有路氹第四期项目、横琴项目及潜在海外项目的推出；我们对集团的长期发展是充满信心。我们维持买入评级。目标价为48.96港元，相等于2025年EV/EBITDA的14倍。
- 风险因素：**我们认为以下是一些比较重要的风险：1) 经济增长比预期差、2) 政策风险、3) 来自其他经营者的竞争

王柏俊
852 2532 1915
Patrickwong@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	博彩和娱乐
股价	35.95 港元
目标价	48.96 港元 (36.19%)
股票代码	27
已发行股本	43.74 亿股
市值	1572 亿港元
52 周高/低	45.10/27.10 港元
每股净现值	16.88 港元
主要股东	CITY LION PROFITS LTD (22.25%) Capital Group (4.78 %)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
总净收入 (百万港元)	11,474.0	35,683.6	43,358.2	47,509.4	51,572.8
变动 (%)	-41.7%	211.0%	21.5%	9.6%	8.6%
EBITDA (百万港元)	(553.0)	9,955.0	12,278.2	14,220.4	15,716.6
变动 (%)	-	-	23.3%	15.8%	10.5%
净利润 (百万港元)	(3,433.5)	6,828.0	9,166.4	10,301.6	11,694.4
变动 (%)	-	-	34.2%	12.4%	13.5%
每股收益 (港元)	(0.8)	1.6	2.1	2.4	2.7
市盈率 (倍)	-45.7	23.0	17.1	15.3	13.4
每股股息 (港元)	0.0	0.5	1.0	1.2	1.3
股息现价比 (%)	0.0%	1.4%	2.9%	3.3%	3.7%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	财务分析	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
总净收入	11,474.0	35,683.6	43,358.2	47,509.4	51,572.8	总净收入	-41.7%	211.0%	21.5%	9.6%	8.6%
其他收入	285.4	789.6	789.6	789.6	789.6	EBITDA	-	-	23.3%	15.8%	10.5%
经营开支	(12,312.4)	(26,518.2)	(31,869.5)	(34,078.5)	(36,645.8)	净利润	-	-	34.2%	12.4%	13.5%
EBITDA	(553.0)	9,955.0	12,278.2	14,220.4	15,716.6	盈利能力					
净财务开支	(106.4)	(183.3)	(63.9)	(63.9)	(63.9)	EBITDA 利率 (%)	-4.8%	27.9%	28.3%	29.9%	30.5%
摊占联营公司溢利	(89.8)	85.0	85.0	85.0	85.0	净利率 (%)	-29.9%	19.1%	21.1%	21.7%	22.7%
摊占共同控制公司溢利	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	营运表现					
税前盈利	(3,352.1)	6,976.9	9,343.3	10,473.3	11,883.0	实际税率 (%)	-2.9%	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%
所得税	(95.9)	(102.9)	(130.8)	(125.7)	(142.6)	财务状况					
净利润	(3,447.9)	6,874.0	9,212.5	10,347.6	11,740.4	负债/股本	-11.8%	-18.3%	-5.3%	-5.0%	-3.8%
少数股东应占利润	(14.4)	46.0	46.0	46.0	46.0	财务杠杆度	1.26	1.22	1.26	1.27	1.26
股权持有人应占利润	(3,433.5)	6,828.0	9,166.4	10,301.6	11,694.4	ROA	-4.3%	7.9%	9.6%	10.1%	10.8%
						ROE	-5.3%	9.6%	12.1%	12.7%	13.5%
						股息收益率 (%)	0.0%	1.6%	3.4%	3.8%	4.3%
资产负债表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	现金流量表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	14,022.7	14,511.8	10,390.9	10,465.4	9,704.3	税前盈利	(2,641.3)	7,119.3	9,384.8	11,256.5	12,722.3
存货	209.0	221.9	221.9	221.9	221.9	折旧及摊销	2,088.3	2,835.7	2,893.4	2,963.9	2,994.3
其他流动资产	3,680.5	4,473.6	4,697.3	4,932.1	5,178.7	营运资金变化	638.5	2,385.6	(223.7)	(234.9)	(246.6)
总流动资产	17,912.2	19,207.3	15,310.1	15,619.4	15,104.9	其他	(3,064.9)	(746.8)	(172.4)	(908.9)	(981.9)
固定资产	45,542.3	49,313.1	64,983.7	72,019.8	79,025.5	营运现金流	(2,979.4)	11,593.8	11,882.2	13,076.6	14,488.1
无形资产	32.9	2,500.0	(604.2)	(836.0)	(1,067.7)	资本开支	(5,062.7)	(5,959.4)	(6,000.0)	(7,500.0)	(7,500.0)
土地使用权	4,787.8	4,817.2	4,527.2	4,447.0	4,368.3	其他投资活动	8,098.1	(4,715.4)	0.0	0.0	0.0
其他	12,686.1	11,377.9	11,377.9	11,377.9	11,377.9	投资活动现金流	3,035.4	(10,674.8)	(6,000.0)	(7,500.0)	(7,500.0)
总资产	80,961.3	87,215.5	95,594.6	102,628.2	108,809.0	负债变化	1,138.6	(6,431.4)	0.0	0.0	0.0
应付帐款	7,689.6	10,881.2	10,881.2	10,881.2	10,881.2	股本变化	370.1	135.6	0.0	0.0	0.0
短期负债	6,386.2	1,453.0	6,386.2	6,386.2	6,386.2	股息	(1,305.6)	(2,185.3)	(2,185.3)	(4,583.2)	(5,150.8)
其他	1,223.2	198.6	1,651.6	1,651.6	1,651.6	其他融资活动	(358.9)	673.6	0.0	0.0	0.0
总短期负债	15,299.0	12,532.8	18,919.1	18,919.1	18,919.1	融资活动现金流	(155.9)	(7,807.6)	(2,185.3)	(4,583.2)	(5,150.8)
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	现金变化	(99.9)	(6,888.5)	3,696.9	993.4	1,837.3
其他负债	1,197.0	3,465.5	1,197.0	1,197.0	1,197.0						
总负债	16,496.0	15,998.4	20,116.1	20,116.1	20,116.1						
少数股东权益	551.4	457.9	411.9	365.9	319.9						
股东权益	64,465.4	71,217.1	75,754.3	80,859.1	86,660.2						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。