

银河娱乐 (0027.HK)

2024 年四季报点评：业绩超预期，看好 2025 年 EBITDA 利润率持续提升

买入（维持）

2025 年 02 月 28 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

ouyangshirui@dwzq.com.hk

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@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	44,990.3	50,334.3	53,525.8
同比（%）	211.1	26.1	11.9	6.3
经调整物业 EBITDA（百万港元）	9,955.0	12,749.2	15,377.9	16,663.4
同比（%）	-	34.5	20.6	8.4
每股收益-最新股本摊薄（港元/股）	1.56	2.12	2.86	3.24
EV/经调整物业 EBITDA	12.16	9.49	7.87	7.26

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **中场博收恢复亮眼，或因演唱会等非博彩活动带动。**4Q24 公司实现总博收 110.3 亿港元，恢复至 4Q19 的 76.3%。其中贵宾/中场（含角子机）博收分别为 15.4/94.9 亿港元，分别恢复至 2019 年同期的 23.8%/118.8%（博监局数据口径下，分别较行业低于 19.5pct/高于 9.7pct）。公司中场业务恢复亮眼，带动中场博收市占率环比提升 0.6pct 至 22.5%，总博收市占率环比提升 1.0pct 至 19.8%，我们判断主要原因系：公司于 4Q24 举办刘德华、刀郎及(G)I-DLE 等演唱会，吸引大量高净值客户来访，对高端中场博收产生一定积极影响。展望 1H25，世界知名男高音安德烈·波伽利及香港著名歌手张学友将在银河综艺馆举办个人演唱会，国际乒联世界杯、国际汽车联合会特别大会等活动也将在公司的场地举办，我们持续看好公司丰富的非博彩活动对博彩业务的拉动作用。
- **业绩超预期，看好 25 年 EBITDA 利润率持续提升。**营收端，4Q24 公司实现净收益 112.9 亿港元（基本符合市场预期的 114.4 亿港元），恢复至 4Q19 的 87.0%。博彩/非博彩（不含建筑材料）净收益分别为 88.3/16.7 亿港元，分别恢复至 2019 年同期的 82.3%/117.1%。**利润端**，4Q24 公司实现经调整物业 EBITDA 32.7 亿港元（超出市场预期约 3.2%），恢复至 19 年同期的 79.3%，恢复速度慢于营收，导致公司 4Q24 经调整物业 EBITDA 利润率为 28.7%，较 19 年同期仍有 2.8pct 的差距。但此差距于 2024 年持续收窄，我们判断主要系公司业务规模持续扩大，而成本控制较好，我们测算 4Q24 日均运营费用环比仅增长 2.7%。展望 2025 年，公司预计营运成本仍将维持平稳，利润率有望恢复至 2019 年的水平。
- **仍在探索星际酒店的升级路线。**2024 年星际酒店的单季总博收始终在 15-16 亿港元波动，未见明显增长。公司管理层已注意到此现象，并开始评估针对星际酒店的若干升级工程。星际酒店目前放置了 150-155 张赌桌，单桌赌桌每日赢额约为 9 万多港元，管理层的首要目标是将其提升至 10 万港元，争取与澳门银河保持一致。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2024-2026 年净收入预测为 456.2/503.1/534.9 亿港元；维持经调整物业 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 9.5/7.9/7.3 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：iFind

市场数据

收盘价(港元)	30.65
一年最低/最高价	27.10/43.80
市净率(倍)	1.82
流通 H 股市值(百万港元)	134,091

数据来源：iFind

基础数据

每股净资产(港元)	16.9
资产负债率(%)	18.9
总股本(百万股)	4,375
流通 H 股(百万股)	4,375

数据来源：iFind

相关研究

《2024 年三季报点评：业绩符合预期，黄金周表现亮眼，看好后续市场份额持续提升》

2024-11-08

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					
负债合计	15,998	18,923	19,766	20,544	每股收益-摊薄(港元)	1.56	2.11	2.86	3.24
归属母公司股东权益	70,759	77,169	85,833	95,650	经调整物业 EBITDA	9,955	12,749	15,377	16,658
少数股东权益	458	520	603	698					
所有者权益合计	71,217	77,689	86,437	96,349	收入增长率(%)	211.1	27.8	10.3	6.3
负债和股东权益总计	87,215	96,612	106,203	116,893	归母净利润增长率(%)	-	34.5	35.2	13.3

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	12.34	15.12	15.40
现金净增加额	-6,889	7,342	7,179	8,044	经调整物业 EBITDA 率(%)	27.90	28.34	30.55	31.13
折旧和摊销	2,836	3,020	2,849	2,862	资产负债率(%)	18.34	16.22	15.76	14.99
资本开支	-5,959	-4,562	-5,031	-5,349	EV/经调整物业 EBITDA	12.16	9.49	7.87	7.26

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。

免责及评级说明部分

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。

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于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／或于有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉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于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 個月个股漲跌幅相對大盤在 15%以上；
- 增持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于 5%與 15%之間；
- 中性：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于-5%與 5%之間；
- 減持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于-15%與-5%之間；
- 賣出：預期未來 6 個月个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，行業指數相對強于大盤 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，行業指數相對弱于大盤 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/>

