

中场、老虎机恢复强于行业，流水回落或反映增长放缓

华泰研究

2025 年 5 月 09 日 | 中国香港

季报点评

博彩

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

purdyho@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570124070123

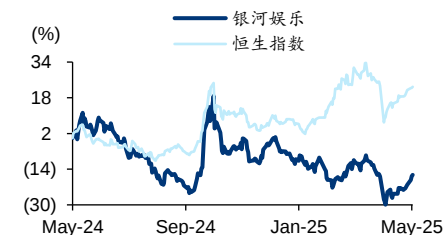
易楚妍

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 5 月 8 日)	30.40
市值(港币百万)	132,997
6 个月平均日成交额(港币百万)	388.01
52 周价格范围(港币)	24.30-43.80
BVPS(港币)	17.36

股价走势图



资料来源: S&P

银河娱乐 (27HK) 5/8 在港股盘中发布 25Q1 财报, 当天收盘微涨。我们认为其: 1) 中场与老虎机恢复虽领先行业, 但 GGR 环比回落; 博彩业务流水环比回落或受金沙改造完成影响, 客户存在回流金沙迹象; 2) 中场赢率回落压制 GGR 升幅; 3) EBITDA Margin (EM) 环比改善。银河 25Q1 净收入 112 亿港元, 同比+6%, 环比-1%; 经调整 EBITDA 为 33 亿港元, 同比+16%, 环比+2%, 恢复至 19 年的 83%; 经调整 EM(不含建筑)为 32.4%, 对比 19Q1/24Q1/24Q4 的 32.3%/31.2%/ 30.6%。公司 2024 年共计派息 0.8 港元每股 (年中/年末: 0.3/0.5 港元)。

中场、老虎机 GGR 恢复水平优于行业, 物业经调整 EM 环比改善

25Q1 博彩 GGR 109 亿港元, 同比+14%, 环比-1%, 恢复至 19Q1 的 74% (行业 76%); VIP 为 20 亿港元, 同比+52%, 环比+29%, 恢复至 27% (行业 39%); 中场为 82 亿港元, 同比+6%, 环比-5%, 恢复至 120% (行业 113%); 老虎机为 7 亿港元, 同比+22%, 环比-7%, 恢复至 129% (行业 88%)。按物业拆分, 银河 1-2 期为最大收入来源, 净收入 91 亿港元, 经调整 EBITDA 30 亿港元, 经调整 EM 33%, 环比抬升 2.0pct; 星际酒店净收入 12 亿港元, 经调整 EBITDA 3.5 亿港元, 经调整 EM 28%, 环比持平。

五一假期客流畅旺, 后续将继续受演唱会经济带, 嘉佩乐开业成焦点

五一假期澳门客流强劲, 利于博彩业务恢复。假期日均访客达 17 万人, 显著超旅游局预测的 12.7-14 万人次, 以及 24 年十一和 25 年春节日均 14.2 万和 16.3 万人次, 增幅或受“一签多行”和“团进团出”政策带动。展望 5-7 月暑假将至, 我们认为澳门客流和 GGR 应继续受演唱会经济带。演出阵容包括久未赴澳的郑秀文, 五一节后于金沙多个周末共演出 8 场; 容祖儿、黎明、郭富城 (分别在 5/6/7 月) 均连续三年在新濠演出, 而银河虽有张学友坐镇, 但考虑到张已频繁于内地献唱, 客流效应或相对有限。其他包括林忆莲、罗志祥、郁可唯等, 均能吸引中老年高消费群体。银河积极应对博彩散客化趋势, 加快非博彩转型: 1) 持续扩展老虎机业务, 星际酒店配置全澳门最大直播电子博彩游戏; 2) 5-6 月举办 G-Dragon、J-Hope 及张学友演唱会以带动客流; 3) 5 月嘉佩乐酒店试营业, 并加快路氹三四期建设, 聚焦剧院、水上乐园、园林等家庭友好设施。

维持“增持”和目标价 39.5 港元, 对应 25 年 10.8x EV/EBITDA

澳门今年首季博彩收入每月平均不到 200 亿澳门元 (对比此前政府财政预算中全年 2400 亿澳门元的预测)。我们维持银河盈利预测, 25-27 年博彩毛收入 452/501/553 亿港元, 25-27 年 EBITDA 147/154/170 亿港元。维持目标价 39.5 港元和 25E 10.8x EV/EBITDA。我们虽看好嘉佩乐开业带来的客流效应, 但随着金沙改造完成, 银河后续表现仍有待观察, 维持“增持”。

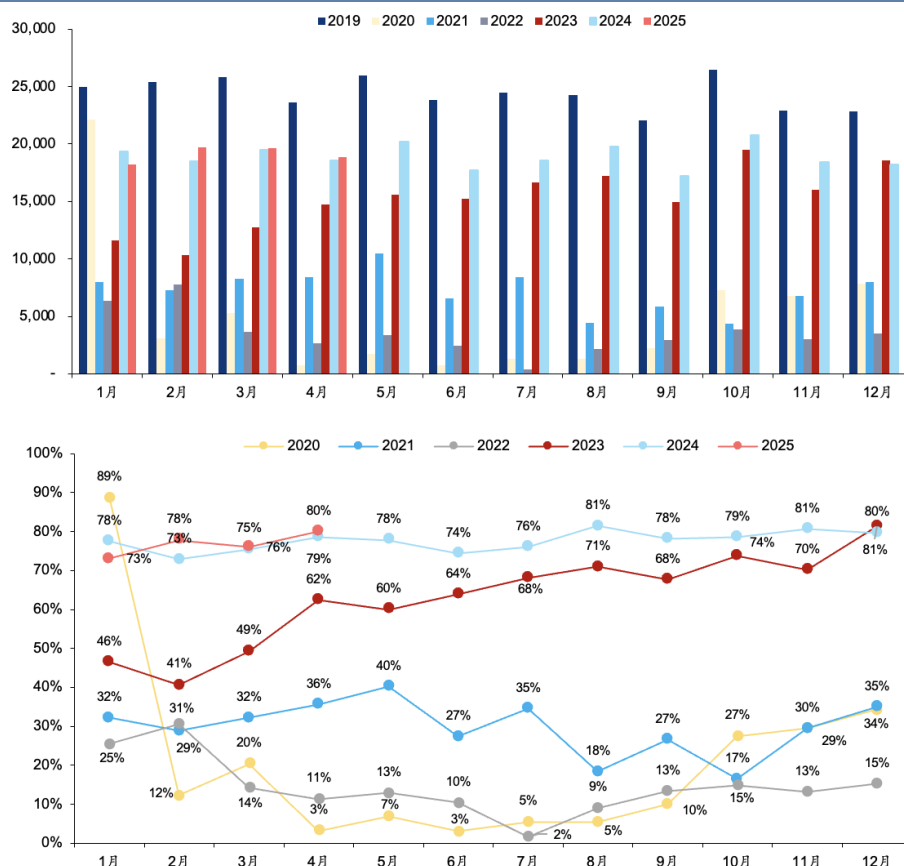
风险提示: 政策落地不及预期, 测算存在误差, 海外博彩市场竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (港币百万)	35,684	43,432	46,615	51,414	56,691
+/-%	211.01	21.71	7.33	10.30	10.26
归属母公司净利润 (港币百万)	6,828	8,759	8,964	9,223	10,372
+/-%	(298.85)	28.29	2.33	2.89	12.46
EPS (港币, 最新摊薄)	1.56	2.01	2.06	2.12	2.38
ROE (%)	10.14	11.94	11.40	10.97	10.81
PE (倍)	19.46	15.16	14.82	14.40	12.80
PB (倍)	1.88	1.75	1.63	1.53	1.26
EV/EBITDA (倍)	12.45	8.80	8.11	7.61	6.07

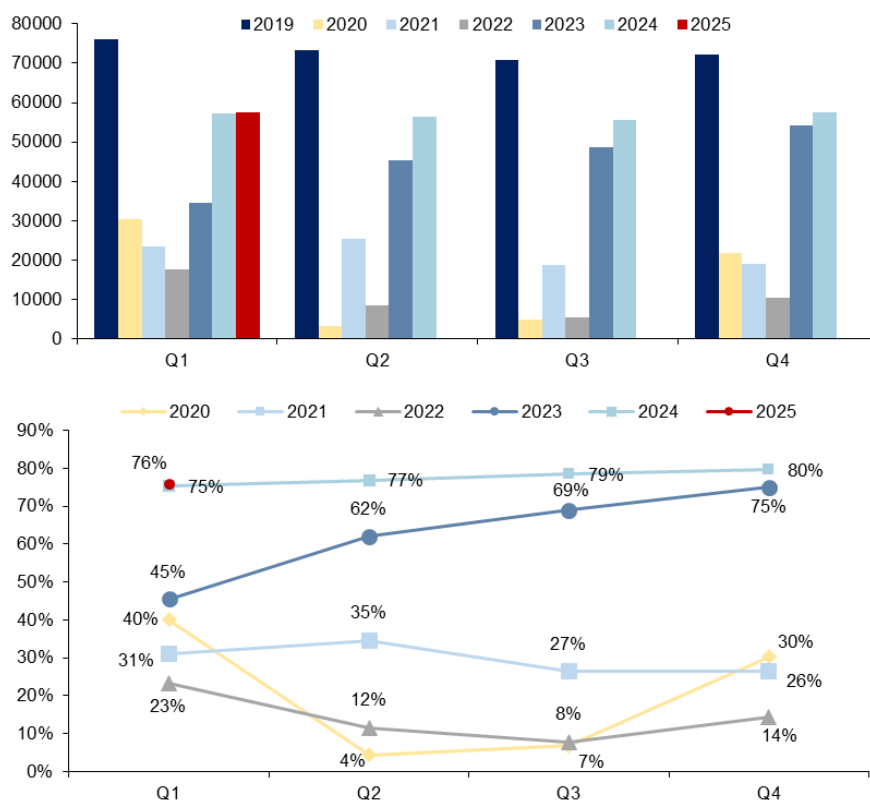
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 澳门总博彩恢复情况: 2025 年 4 月 GGR 修复至 2019 年同期 80% (百万澳门元)



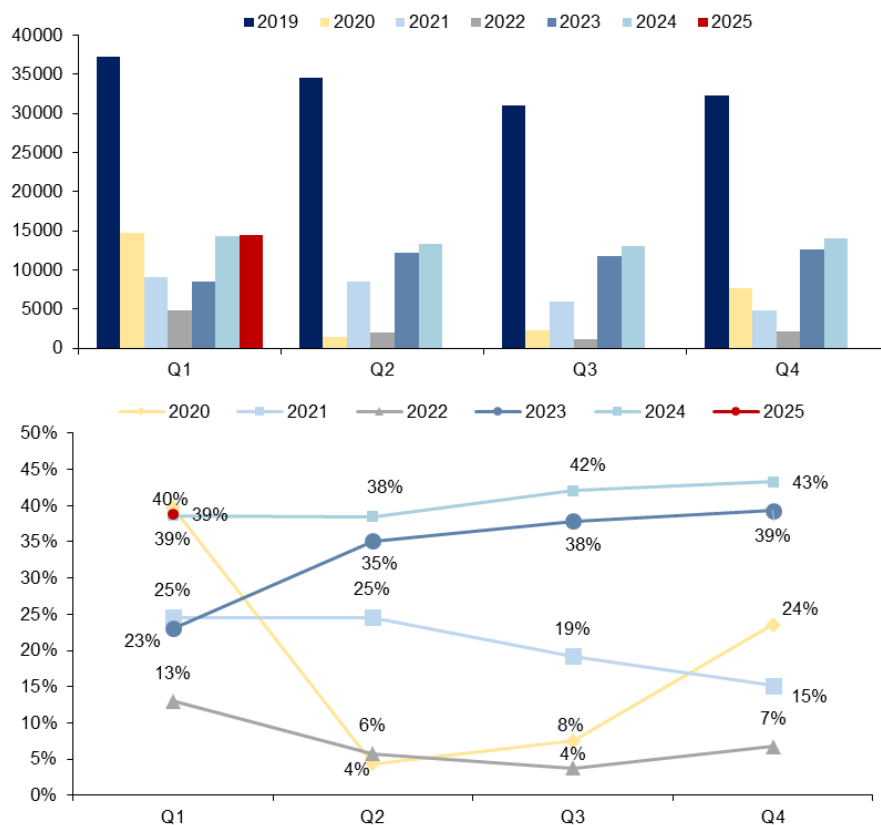
资料来源: DICJ、华泰研究

图表2: 澳门博彩总收入对比 2019 年的恢复情况 (按季度) (百万澳门元), 25Q1 已恢复至 19Q1 的 76%



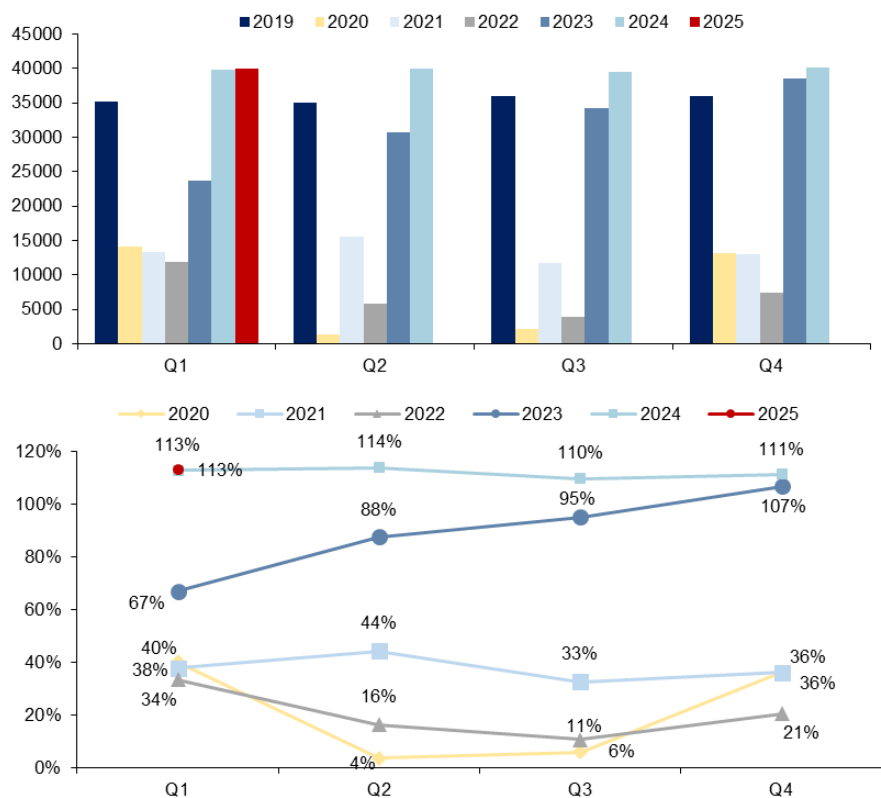
资料来源: DICJ、华泰研究

图表3：澳门 VIP 博彩收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元），25Q1 已恢复至 19Q1 的 39%



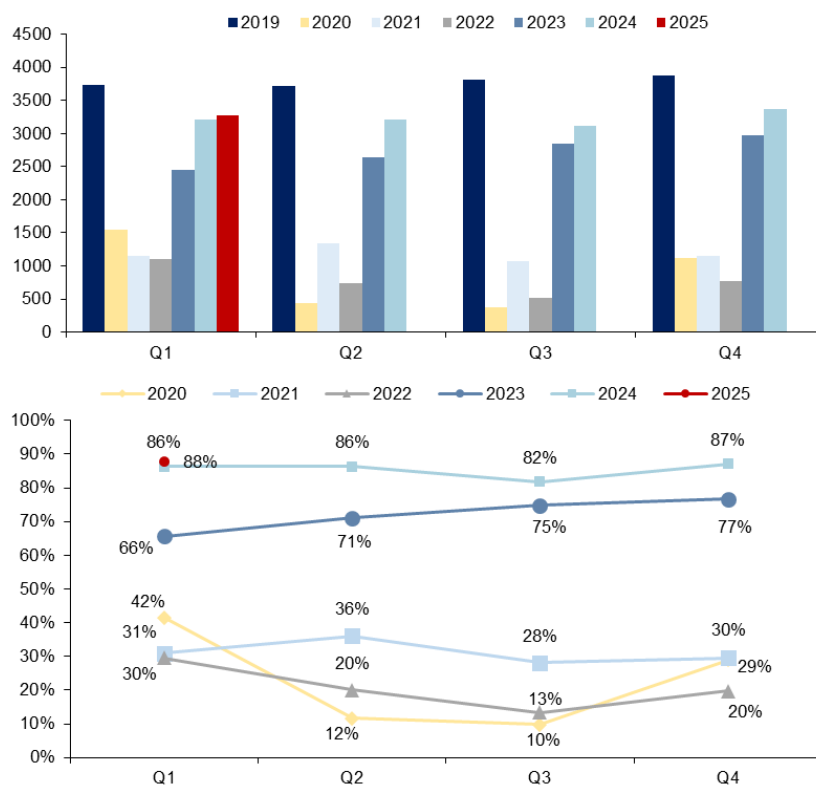
资料来源：DICJ、华泰研究

图表4：澳门中场收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元），25Q1 已恢复至 19Q1 的 113%



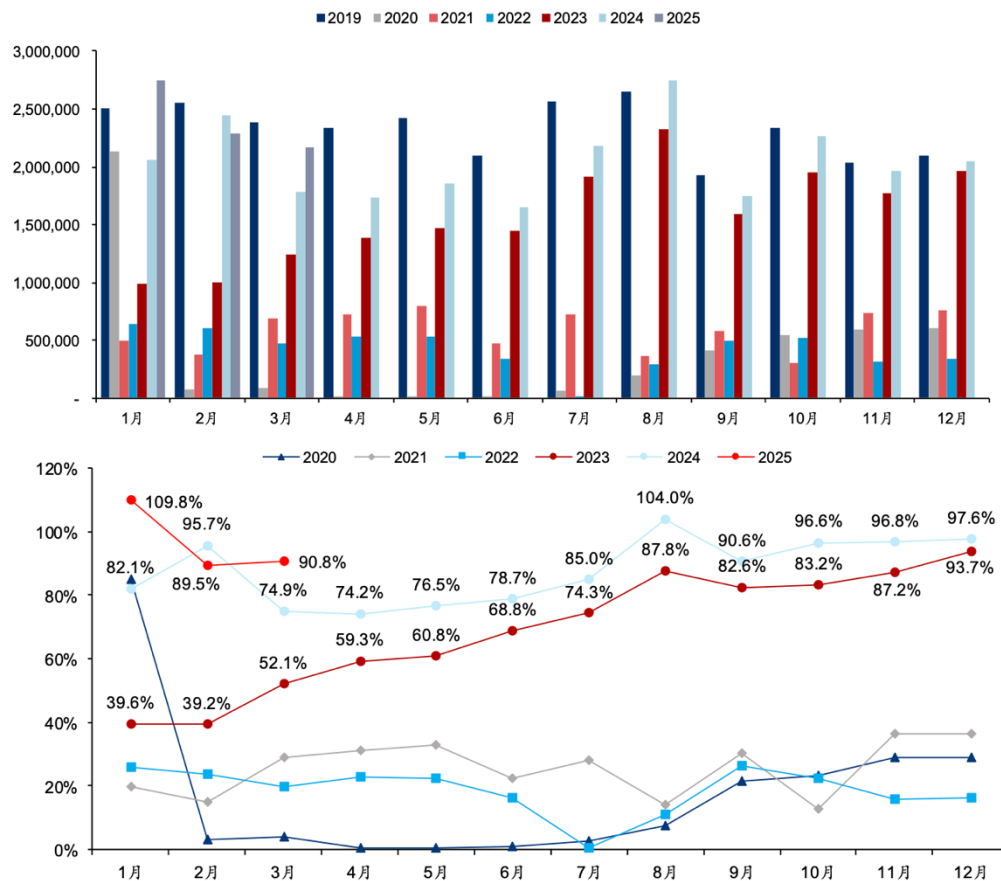
资料来源：DICJ、华泰研究

图表5：澳门老虎机收入对比 2019 年的恢复情况（按季度）（百万澳门元），25Q1 已恢复至 19Q1 的 88%



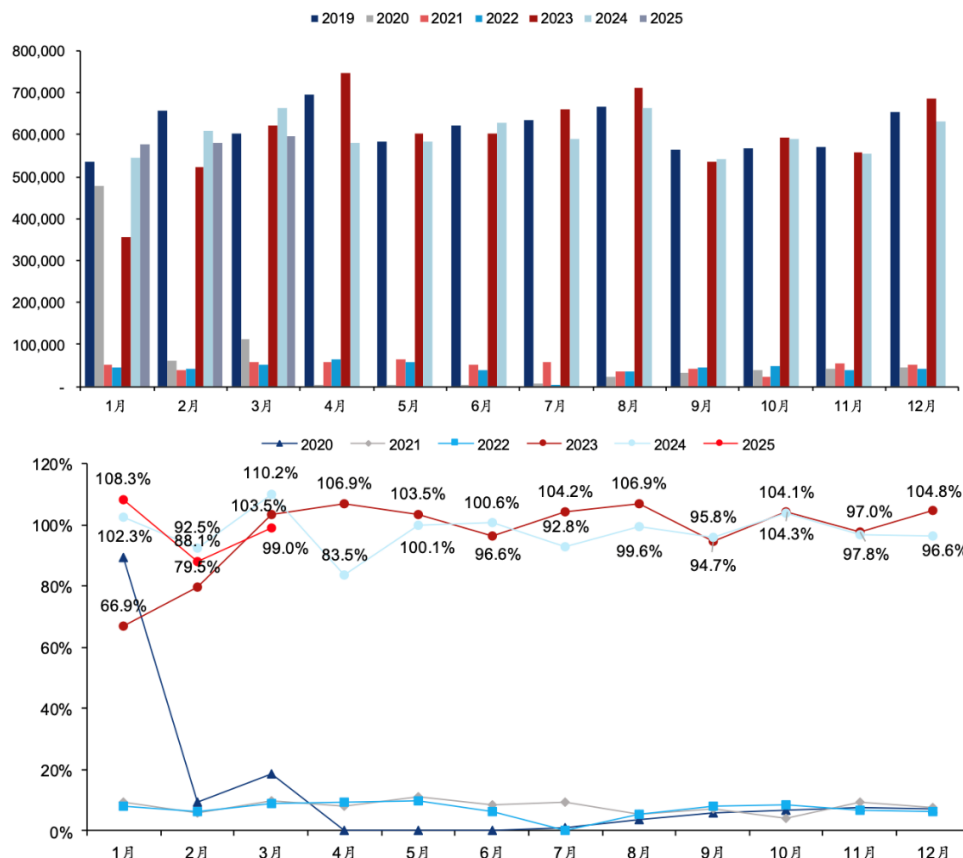
资料来源：DICJ、华泰研究

图表6：2025 年 3 月访澳内地游客恢复至 2019 年 90.8%的水平（人，%）



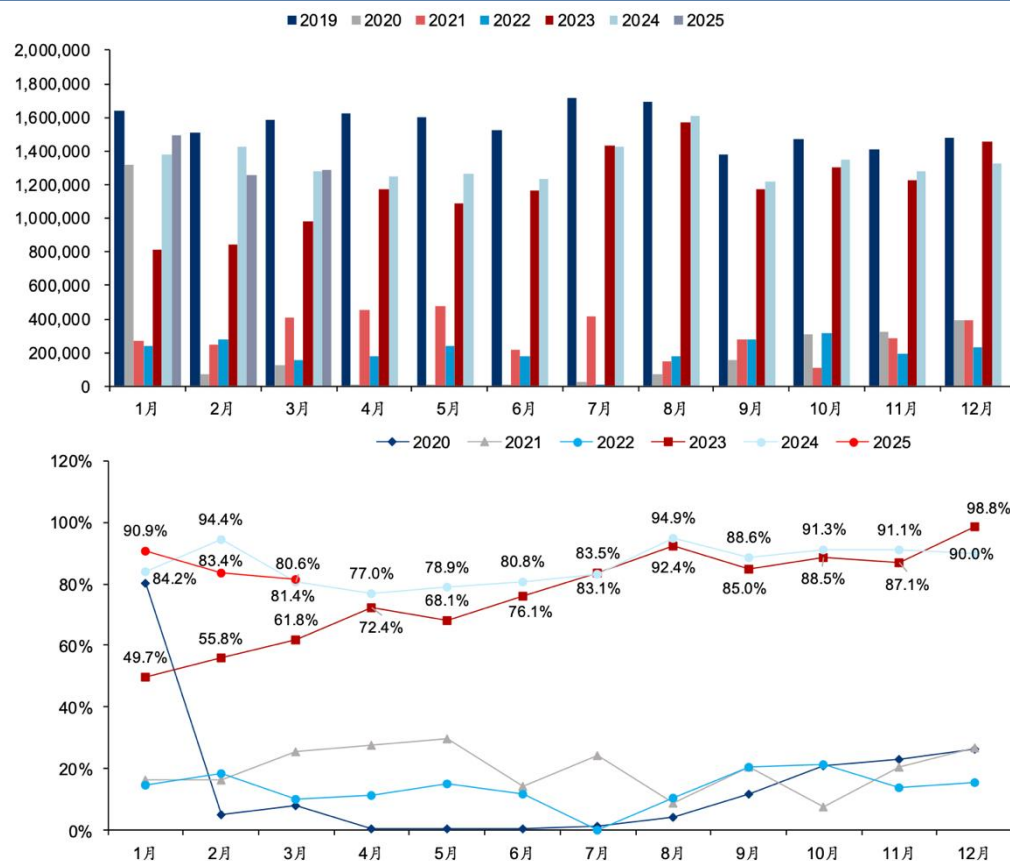
资料来源：澳门统计局，华泰研究；4月数据暂未出

图表7：2025年3月访澳香港游客恢复至2019年同期水平99.0%（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究；4月数据暂未出

图表8：2025年3月访澳过夜游客恢复至2019年81.4%的水平（人，%）



资料来源：澳门统计局，华泰研究；4月数据暂未出

图表9：2025年“五一”假期访客人次

总访澳旅客(人次)												
	外港客运码头	内港客运码头	氹仔客运码头	关闸边检站	港珠澳大桥 边境站	青茂口岸	横琴口岸	跨境工业区	机场	总数	变动率	
第一日												
2025/05/01	5,167	1,789	9,656	83,843	26,997	7,783	32,115	1	9,522	176,873	45.4%	
第二日												
2025/05/02	6,624	3,541	10,736	109,312	29,888	13,527	39,570	14	8,714	221,926	47.2%	
第三日												
2025/05/03	7,734	3,067	12,746	86,246	39,230	14,980	32,661	5	7,372	204,041	32.6%	
第四日												
2025/05/04	6,102	1,813	10,926	63,290	37,471	8,290	20,130	-	6,389	154,411	45.6%	
第五日												
2025/05/05	4,477	817	6,816	36,462	21,678	3,195	11,215	12	7,896	92,568	29.4%	
总数	30,104	11,027	50,880	379,153	155,264	47,775	135,691	32	39,893	849,819		
日均值	6,021	2,205	10,176	75,831	31,053	9,555	27,138	6	7,979	169,964		
访澳内地旅客(人次)												
	外港客运码头	内港客运码头	氹仔客运码头	关闸边检站	港珠澳大桥 边境站	青茂口岸	横琴口岸	跨境工业区	机场	总数	变动率	
第一日												
2025/05/01	2,333	1,682	6,322	80,631	13,035	7,304	30,172	1	6,376	147,856	46.4%	
第二日												
2025/05/02	2,873	3,392	6,939	105,873	17,441	13,022	37,714	12	6,369	193,635	46.2%	
第三日												
2025/05/03	3,274	2,934	6,728	82,491	20,930	14,439	30,600	5	4,734	166,135	27.9%	
第四日												
2025/05/04	1,855	1,673	4,516	58,599	14,245	7,655	17,704	-	4,231	110,478	41.9%	
第五日												
2025/05/05	794	682	1,891	32,220	7,217	2,701	9,335	11	5,566	60,417	34.1%	
总数	11,129	10,363	26,396	359,814	72,868	45,121	125,525	29	27,276	678,521		
日均值	2,226	2,073	5,279	71,963	14,574	9,024	25,105	6	5,455	135,704		
访澳香港旅客(人次)												
	外港客运码头	内港客运码头	氹仔客运码头	关闸边检站	港珠澳大桥 边境站	青茂口岸	横琴口岸	跨境工业区	机场	总数	变动率	
第一日												
2025/05/01	1,268	89	2,395	2,175	10,145	479	1,225	-	63	17,839	32.4%	
第二日												
2025/05/02	1,244	95	2,502	2,191	9,901	505	1,066	2	77	17,583	49.6%	
第三日												
2025/05/03	1,609	100	4,010	2,628	15,136	541	1,474	-	52	25,550	64.6%	
第四日												
2025/05/04	1,429	118	4,113	3,493	17,678	635	1,877	-	157	29,500	48.3%	
第五日												
2025/05/05	1,101	125	2,876	3,200	11,289	494	1,384	1	247	20,717	18.4%	
总数	6,651	527	15,896	13,687	64,149	2,654	7,026	3	596	111,189		
日均值	1,330	105	3,179	2,737	12,830	531	1,405	1	119	22,238		

资料来源：澳门统计局，华泰研究

图表10：2019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	24Q4	25Q1
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%	6%	1%
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%	7%	12%
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%	-2%	-6%
永利澳门	-3%	-2%	-21%	-21%	-63%	-100%	-94%	-68%	-23%	break even	315%	-23%	-35%	-77%	-71%	-45%	109%	646%	812%	452%	78%	17%	8%	2%	-12%
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%	3%	-7%
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%	19%	14%
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%	31%	20%	10%
VIP	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
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%	10%	1%
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%	7%	54%
金沙中国	0%	-13%	-36%	-20%	-71%	-101%	-90%	-90%	-9%	break even	85%	-7%	-58%	-67%	-55%	-35%	113%	216%	425%	276%	-20%	-2%	-5%	-15%	27%
永利澳门	-7%	-9%	-41%	-39%	-67%	-106%	-96%	-80%	-41%	break even	282%	-50%	-65%	-93%	-87%	-89%	73%	2304%	1101%	2383%	97%	-25%	0%	4%	-34%
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%	-16%	-23%
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%	69%	52%
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%	132%	44%	-1%
Mass	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
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%	4%	0%
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%	7%	4%
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%	-4%	-9%
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%	1%	-7%
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%	4%	-4%
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%	11%	6%
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%	25%	16%	9%

资料来源：Wind, Bloomberg、华泰研究

图表11: 各公司博彩恢复至 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	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1				
行业数据	45%	62%	69%	75%	75%	77%	79%	80%	76%	23%	35%	38%	39%	39%	38%	42%	43%	39%	67%	88%	95%	107%	113%	114%	110%	111%	113%	66%	71%	75%	77%	86%	86%	82%	87%	88%				
金沙博亚	43%	57%	58%	64%	72%	70%	66%	69%	80%	17%	26%	18%	22%	23%	25%	23%	23%	36%	61%	85%	91%	99%	114%	110%	103%	107%	119%	75%	73%	85%	77%	88%	87%	92%	83%	96%				
新濠中国	51%	71%	80%	79%	73%	81%	83%	75%	69%	24%	32%	42%	24%	19%	32%	40%	20%	25%	60%	84%	89%	97%	93%	98%	93%	93%	84%	76%	94%	99%	101%	109%	103%	104%	101%	107%				
永利澳门	39%	55%	65%	73%	69%	64%	70%	75%	61%	12%	26%	25%	28%	23%	20%	25%	30%	15%	74%	91%	105%	117%	132%	120%	114%	119%	122%	47%	50%	41%	50%	64%	60%	55%	54%	60%				
美高梅中国	77%	101%	99%	125%	141%	137%	113%	128%	131%	28%	50%	39%	49%	56%	39%	29%	42%	43%	117%	137%	142%	174%	213%	205%	171%	181%	204%	64%	72%	72%	90%	97%	103%	87%	109%	96%				
银河娱乐	41%	52%	64%	67%	65%	71%	74%	79%	74%	11%	13%	13%	14%	18%	19%	18%	24%	27%	72%	92%	108%	113%	112%	122%	122%	126%	120%	60%	79%	84%	84%	107%	117%	113%	129%	129%				
澳博控股	37%	53%	60%	63%	66%	69%	79%	75%	72%	5%	15%	12%	15%	16%	15%	27%	22%	16%	55%	68%	78%	83%	92%	93%	97%	96%	100%	87%	187%	167%	156%	184%	207%	208%	201%	244%				

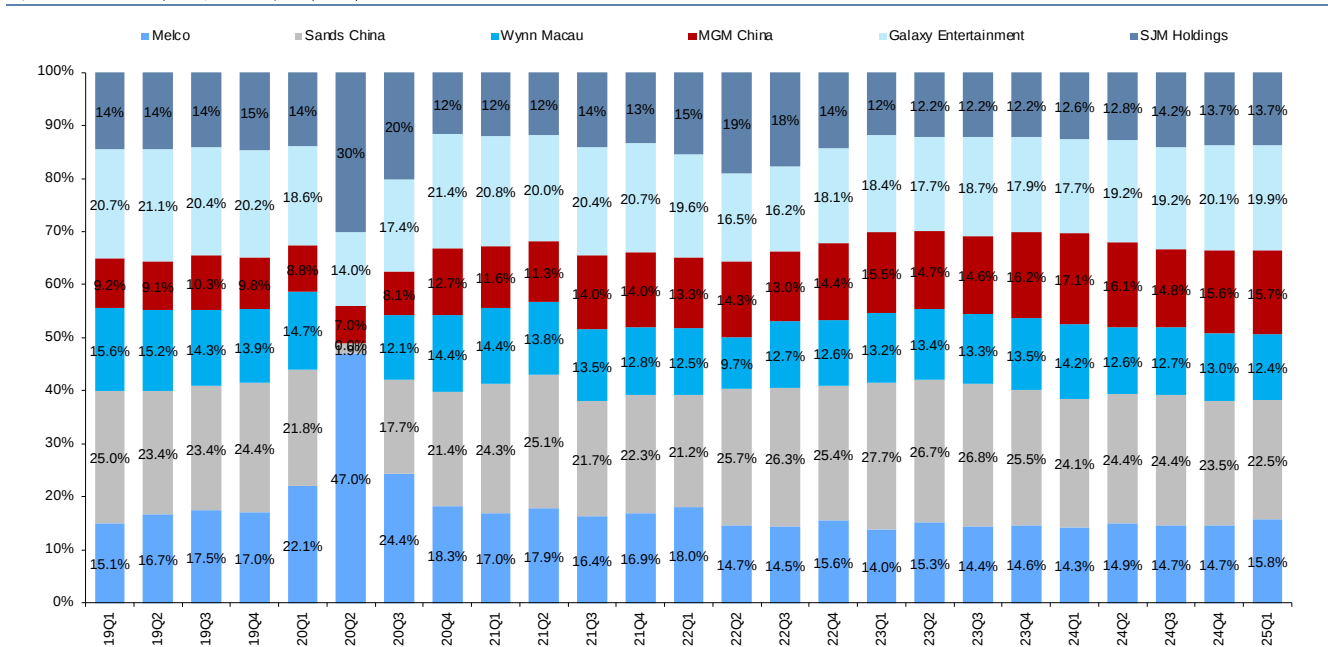
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表12: 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	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1			
新濠博亚	448%	412%	371%	712%	107%	17%	16%	-9%	19%	397%	76%	5%	11%	0%	-1%	5%	-13%	32%	35%	59%	63%	72%	72%	69%	73%	65%	86%			
金沙中国	3618%	492%	415%	1282%	53%	4%	-7%	-13%	-12%	780%	36%	17%	4%	-7%	8%	4%	-2%	-6%	46%	71%	84%	81%	71%	73%	77%	70%	62%			
永利澳门	2909%	405%	489%	602%	118%	-26%	87%	-1%	-26%	330%	58%	4%	16%	14%	-14%	3%	11%	-14%	40%	72%	85%	85%	88%	82%	87%	84%	65%			
美高梅中国	2972%	502%	472%	608%	78%	40%	13%	4%	-5%	450%	16%	8%	16%	23%	-2%	-19%	7%	11%	90%	112%	114%	131%	161%	168%	128%	136%	152%			
银河娱乐	232%	744%	576%	1822%	49%	26%	2%	8%	2%	1270%	30%	12%	1%	1%	4%	-7%	10%	16%	51%	60%	72%	72%	76%	76%	74%	79%	83%			
澳博控股	107%	161%	158%	174%	2687%	102%	83%	42%	11%	103%	1287%	32%	24%	23%	1%	19%	-4%	-4%	3%	43%	60%	59%	83%	87%	109%	84%	89%			

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表13: 2019 年以来澳门博彩市占率 (按 GGR)



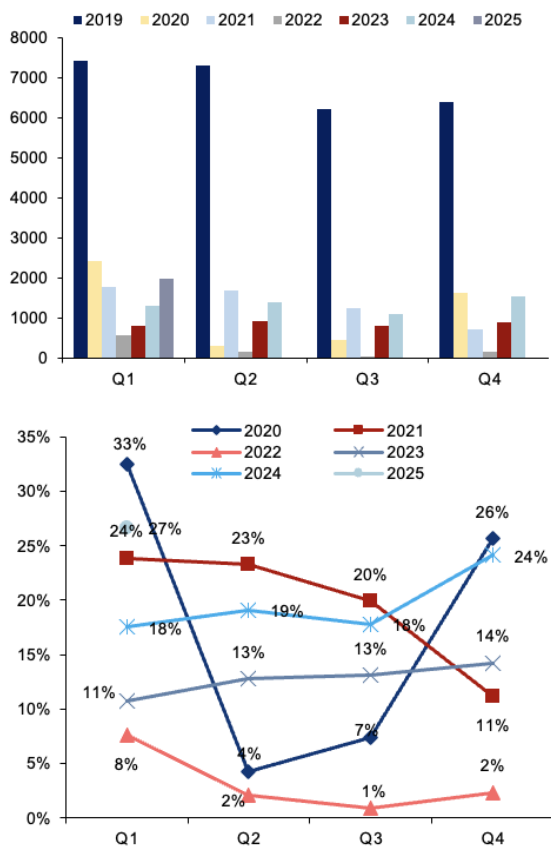
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表14: 2025 年 5 月至 8 月澳门演唱会情况

名称	嘉宾地区	时间	地点
「新濠尊属系列」容祖兒Eternity演唱会2025	中国香港	2025.04.12-2025.05.18	澳门新濠影汇综艺馆
郑秀文《You & Mi》世界巡回演唱会	中国香港	2025.05.09-2025.05.18	威尼斯人综艺馆
朴珪斌GYUBIN澳门演唱会2025	韩国	2025.05.10	澳门银河-G Box
TOMORROW X TOGETHER《ACT: PROMISE - EP.2》世界巡回演唱会	韩国	2025.05.10-2025.05.11	银河综艺馆
TEMPEST演唱会2025澳门站	韩国	2025.05.11	澳门百老汇-百老汇舞台
金珉锡<X Times (> 澳门演唱会2025	韩国	2025.05.17	威尼斯人剧场
BTS J-Hope《HOPE ON THE STAGE》巡演	韩国	2025.05.17-2025.05.18	银河综艺馆
都可唯《终身浪漫的开始》巡回演唱会2025	中国	2025.05.24	伦敦人综艺馆
LIGHTSUM 澳门粉丝演唱会2025	韩国	2025.05.25	澳门银河-G Box
羅志祥演唱会2025澳门站	中国台湾	2025.05.31	银河综艺馆
Jay Fung 馮允謙澳门演唱会2025	中国香港	2025.05.32	伦敦人综艺馆
「新濠尊属系列」黎明STAGE ON 8演唱会2025	中国香港	2025.05.31-2025.06.29	澳门新濠影汇综艺馆
EXO KAI <KAION> 演唱会2025	韩国	2025.06.07	伦敦人综艺馆
张学友"60+"世界巡回演唱会	中国香港	2025.06.13-2025.07.05	银河综艺馆
动力火车2025「都是因为爱」巡回演唱会	中国台湾	2025.06.14	伦敦人综艺馆
林忆莲《回响Resonance》2025 巡回演唱会	中国香港	2025.07.19-2025.07.20	威尼斯人综艺馆
「新濠尊属系列」郭富城梦幻舞林演唱会2025-澳门压轴篇	中国香港	2025.07.12-2025.07.25	澳门新濠影汇综艺馆
N.Flying演唱会2025	韩国	2025.08.09	银河综艺馆
边伯贤[Reverie]演唱会2025	韩国	2025.08.30-2025.08.31	银河综艺馆

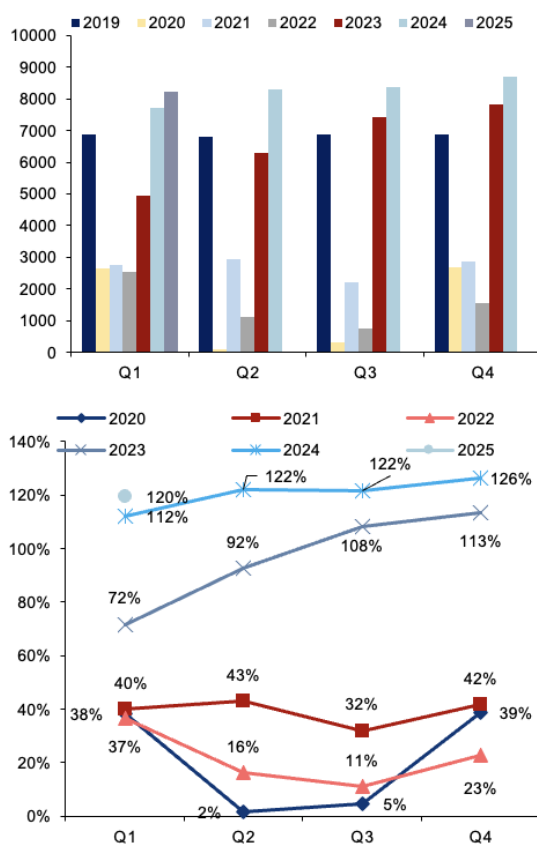
资料来源: Klook, 华泰研究

图表15: 银河VIP业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



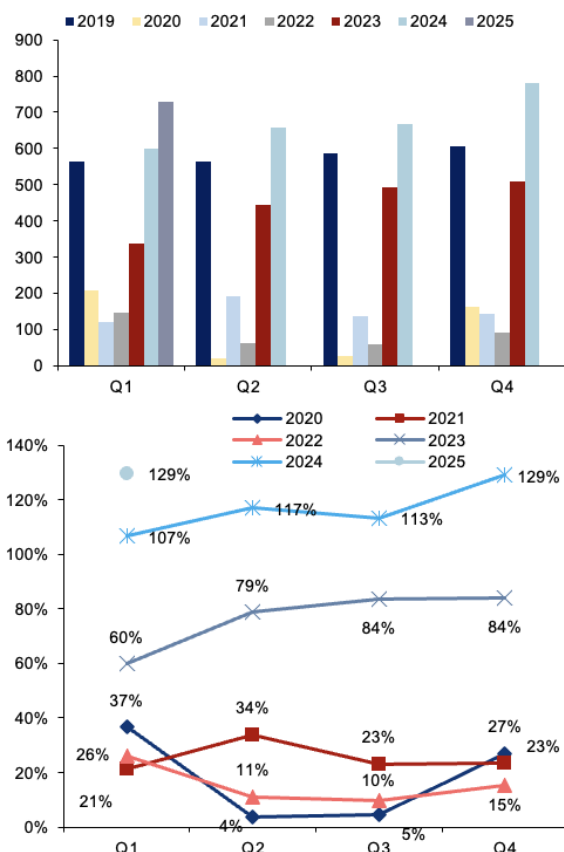
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表16: 银河中场业务毛收入对比19年修复情况(百万港元)



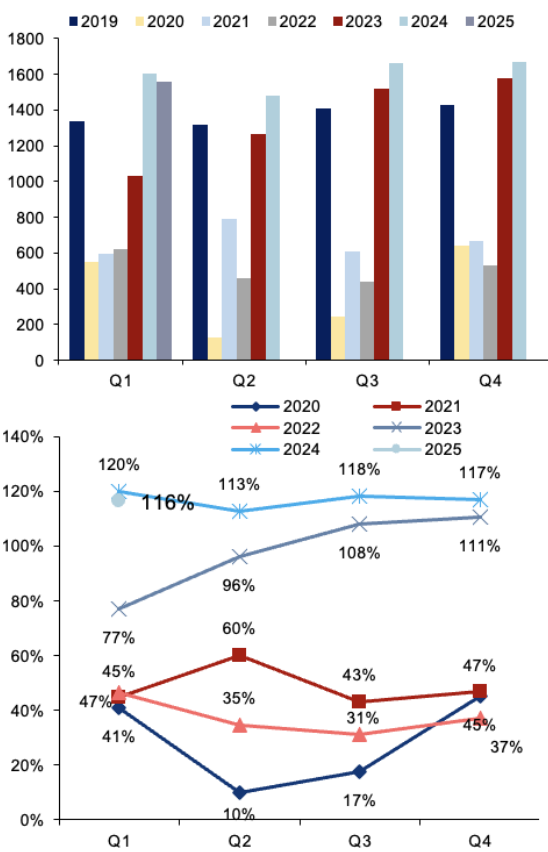
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

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)



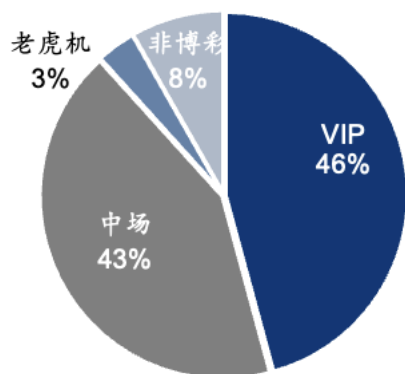
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表18: 银河非博彩业务毛收入对比19年修复情况(百万美元)



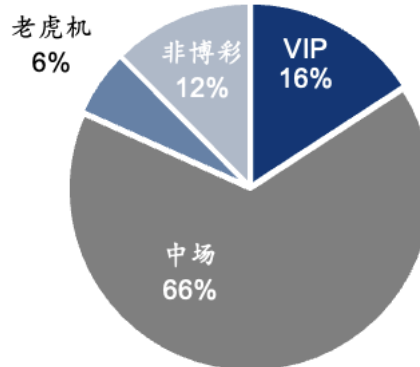
资料来源: 银河公告、Wind、Visible Alpha、华泰研究

图表19: 银河 19Q1 各业务收入占比



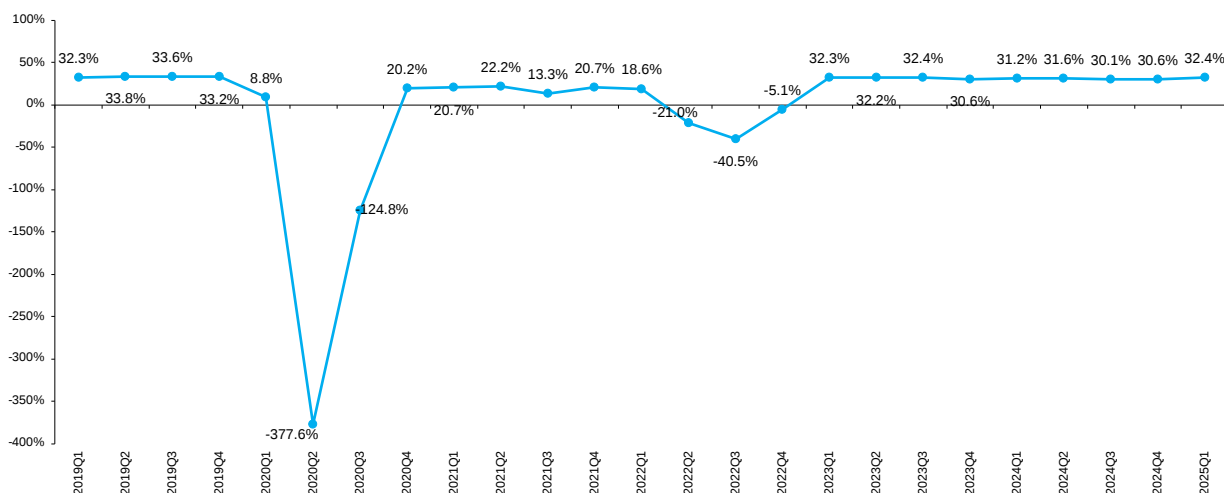
资料来源: 银河公告、华泰研究

图表20: 银河 25Q1 各业务收入占比



资料来源: 银河公告、华泰研究

图表21: 银河 EBITDA Margin (不含建筑)



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: 银河娱乐公告、华泰研究

盈利预测与估值

澳门新任特首岑浩辉在 2025 施政报告中表示, 澳门旅游业和博彩业面临疫情后复苏趋势的放缓和来自其他地区的激烈竞争。加上澳门 25Q1 总 GGR 为 576.6 亿澳门元, 同环比基本持平, 恢复至 19 年的 76%, 但平均值低于澳门政府预计的 200 亿澳门元, 历史上澳门政府预测较为保守。我们维持银河盈利预测, 25-27 年博彩毛收入 452/501/553 亿港元, 25-27 年 EBITDA 147/154/170 亿港元。我们参考 2025 年 8.5x EV/EBITDA 行业均值, 维持目标价 39.5 港元, 对应 2025 年 10.8x EV/EBITDA, 估值溢价主要系银河娱乐新酒店陆续建成, 叠加其龙头效应, 应高于行业均值。我们虽看好嘉佩乐开业或进一步带动银河客流, 且路氹三四期建设拓展其多元化运营。但随着金沙改造完成, 客户存在回流金沙迹象, 银河后续表现仍有待观察, 因此维持“增持”。

图表22: 银河盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	55,211	51,902	12,876	19,696	11,474	35,684	43,432	46,615	51,414	56,691
YoY(%)	13.5%	-6.0%	-75.2%	53.0%	-41.7%	211.0%	21.7%	7.3%	10.3%	10.3%
博彩毛收入	65,104	57,123	10,986	16,735	7,241	31,713	41,145	45,180	50,131	55,314
YoY(%)	16.6%	-12.3%	-80.8%	52.3%	-56.7%	338.0%	29.7%	9.8%	11.0%	10.3%
VIP流水	1,098,492	707,357	126,653	136,612	31,160	117,660	180,879	184,497	186,342	188,205
VIP胜率	3.4%	3.9%	3.8%	4.0%	3.0%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
VIP毛收入	37,077	27,339	4,813	5,412	926	3447	5,329	5,535	5,590	5,646
yoy	18.6%	-26.3%	-82.4%	12.4%	-82.9%	272.2%	54.6%	3.9%	1.0%	1.0%
中场流水	108,065	110,394	23,582	42,996	22,562	107,531	127,823	146,996	166,106	187,700
中场胜率	23.8%	24.9%	24.4%	25.0%	26.4%	24.6%	25.9%	24.9%	24.8%	24.5%
中场毛收入	25,727	27,465	5,753	10,734	5,955	26,486	33,112	36,602	41,194	45,986
yoy	14.2%	6.8%	-79.1%	86.6%	-44.5%	344.8%	25.0%	10.5%	12.5%	11.6%
老虎机流水	62,371	56,127	11,191	15,064	9,127	50,884	95,380	104,918	115,410	126,951
老虎机胜率	3.7%	4.1%	3.8%	3.9%	3.9%	3.5%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
老虎机毛收入	2,300	2,319	420	589	360	1780	2,704	3,043	3,347	3,682
yoy	13.9%	0.8%	-81.9%	40.2%	-38.9%	394.4%	51.9%	12.5%	10.0%	10.0%
EBITDA	16,857	16,479	-1,020	3,537	-553	9,955	12,188	14,684	15,424	17,007
EBITDA margin	30.5%	31.8%	-7.9%	18.0%	-4.8%	27.9%	31.6%	31.5%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表23: 重点港股美股上市博彩公司和酒店估值表 (数据截止 5 月 8 日)

公司	股票代码	收入 (十亿美元)			EBITDA (十亿美元)			PE			EV/EBITDA		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
香港上市公司 均值								15.14	12.40	9.79	8.49	7.96	7.44
银河娱乐	27 HK	5.96	6.38	7.07	1.69	1.83	2.09	13.30	12.21	10.74	8.77	8.11	7.09
金沙中国	1928 HK	7.42	7.98	8.50	2.32	2.56	2.82	14.76	12.00	10.27	9.57	8.67	7.88
永利澳门	1128 HK	3.63	3.77	3.99	0.96	1.01	1.08	12.13	9.92	8.76	7.73	7.36	6.84
澳博控股	880 HK	3.89	3.94	4.20	0.53	0.59	0.66	28.51	15.65	11.04	10.06	9.05	8.14
美高梅中国	2282 HK	4.03	4.18	4.36	1.04	1.07	1.14	9.83	9.11	8.12	7.50	7.25	6.81
新濠国际	200 HK	5.07	5.20	4.89	1.19	1.19	1.11	12.31	15.52		7.32	7.33	7.86
美国上市公司 均值								34.92	14.09	12.18	8.23	7.78	7.39
金沙集团	LVS US	11.77	12.47	13.06	4.37	4.72	4.95	15.96	14.04	12.98	8.94	8.28	7.90
美高梅国际	MGM US	17.13	17.40	17.82	4.64	4.86	5.12	15.11	12.91	10.75	8.36	7.98	7.57
永利度假	WYNN US	7.07	7.26	7.14	2.06	2.11	2.07	16.93	15.21	14.28	9.08	8.79	8.54
新濠博亚	MLCO US	4.83	5.01	5.34	1.14	1.19	1.30	20.39	11.97	8.43	7.94	7.62	7.01
凯撒娱乐	CZR US	11.51	11.79	12.14	3.85	3.97	4.05	105.78	23.76	23.19	7.82	7.57	7.43
佩恩国民博彩	PENN US	6.98	7.35	7.72	1.59	1.86	2.06	59.38	10.63	6.23	8.12	6.94	6.26
博伊德赌场	BYD US	3.96	4.04	4.02	1.31	1.34	1.38	10.87	10.10	9.38	7.37	7.25	7.03
美股高端酒店集团 均值								31.90	26.01	22.28	15.89	14.75	13.65
万豪酒店	MAR US	26.23	27.38	28.79	5.33	5.69	6.06	25.38	22.35	20.10	16.00	14.97	14.05
希尔顿酒店	HLT US	11.92	12.91	14.03	3.68	3.99	4.36	30.51	26.60	23.00	18.66	17.19	15.74
洲际酒店	IHG US	2.47	3.33	3.95	1.32	1.41	1.53	23.14	20.50	18.29	15.61	14.61	13.50
凯悦酒店	H US	6.86	7.23	7.60	1.11	1.21	1.31	48.56	34.58	27.73	13.29	12.23	11.33

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究

图表24: 银河目标价测算

	2025E
EBITDA (百万港元)	14,684
预测EV/EBITDA (倍)	10.8
企业价值 (百万港元)	158,583
现金 (百万港元)	21,441
长短期债务 (百万港元)	6,618
少数股东权益 (百万港元)	484
市值 (百万港元)	172,922
总股数	4,375
目标价 (港元)	39.5

资料来源: Wind、华泰研究预测



风险提示

1. **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。
2. **测算存在误差：**公司 2025-2027 年预测与营收数据均为测算，而测算结果或存在误差。
3. **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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,684	43,432	46,615	51,414	56,691
销售成本	(14,033)	(17,792)	(19,833)	(21,929)	(24,810)
毛利润	21,651	25,640	26,782	29,485	31,881
销售及分销成本	(7,203)	(8,014)	(8,415)	(10,098)	(10,098)
管理费用	(2,836)	(3,561)	(3,917)	(4,701)	(5,876)
其他收入/支出	(4,537)	(5,003)	(5,053)	(5,104)	(5,155)
财务成本净额	(183.32)	(138.66)	(145.59)	(152.87)	(160.52)
应占联营公司利润及亏损	85.11	43.42	(89.64)	0.33	0.33
税前利润	6,977	8,966	9,161	9,430	10,592
税费开支	(102.94)	(151.77)	(159.36)	(167.32)	(175.69)
少数股东损益	46.02	55.16	38.28	39.41	44.26
归母净利润	6,828	8,759	8,964	9,223	10,372
折旧和摊销	(2,836)	(3,561)	(3,917)	(4,701)	(5,876)
EBITDA	9,955	13,725	14,684	15,424	17,007
EPS (港币, 基本)	1.56	2.00	2.05	2.11	2.37

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	221.89	211.84	217.45	207.60	213.10
应收账款和票据	1,840	2,466	2,749	3,073	3,444
现金及现金等价物	14,512	20,394	21,441	22,608	36,355
其他流动资产	2,634	2,027	2,432	2,919	3,502
总流动资产	19,207	25,098	26,840	28,807	43,515
固定资产	49,313	50,254	51,259	52,285	53,330
无形资产	2,500	2,232	2,343	2,460	2,583
其他长期资产	16,195	16,994	17,908	18,889	19,947
总长期资产	68,008	69,480	71,511	73,634	75,860
总资产	87,215	94,578	98,351	102,441	119,375
应付账款	10,961	10,499	9,449	8,504	7,654
短期借款	1,502	4,179	3,761	3,385	3,046
其他负债	70.35	120.20	132.22	145.44	159.98
总流动负债	12,533	14,798	13,343	12,035	10,860
长期债务	548.80	519.30	467.37	420.63	378.57
其他长期债务	2,917	2,869	2,725	2,589	2,459
总长期负债	3,466	3,388	3,193	3,010	2,838
股本	24,104	24,254	24,254	24,254	24,254
储备/其他项目	46,655	51,692	57,078	62,619	80,855
股东权益	70,759	75,946	81,331	86,873	105,109
少数股东权益	457.92	445.84	484.12	523.53	567.80
总权益	71,217	76,391	81,816	87,397	105,676

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19.46	15.16	14.82	14.40	12.80
PB	1.88	1.75	1.63	1.53	1.26
EV EBITDA	12.45	8.80	8.11	7.61	6.07
股息率 (%)	0.66	2.63	2.69	2.77	3.12
自由现金流收益率 (%)	8.22	3.57	4.30	4.47	14.29

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	9,955	13,725	14,684	15,424	17,007
融资成本	183.32	138.66	145.59	152.87	160.52
营运资本变动	6,996	(1,547)	(2,424)	(2,436)	9,488
税费	(102.94)	(151.77)	(159.36)	(167.32)	(175.69)
其他	(5,438)	(854.05)	(1,592)	(1,396)	(673.40)
经营活动现金流	11,594	11,311	10,653	11,578	25,806
CAPEX	(5,959)	(6,213)	(4,922)	(5,726)	(6,921)
其他投资活动	(4,715)	416.90	(542.27)	(474.94)	(498.70)
投资活动现金流	(10,675)	(5,796)	(5,464)	(6,201)	(7,420)
债务增加量	2,876	0.00	(417.89)	(376.10)	(338.49)
权益增加量	36.90	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(918.60)	(3,389)	(3,578)	(3,681)	(4,140)
其他融资活动现金流	(9,802)	1,617	(145.59)	(152.87)	(160.52)
融资活动现金流	(7,808)	(1,772)	(4,141)	(4,210)	(4,639)
现金变动	(6,889)	3,743	1,047	1,167	13,747
年初现金	13,496	6,607	10,350	11,397	12,564
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	6,607	10,350	11,397	12,564	26,311

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	211.01	21.71	7.33	10.30	10.26
毛利润	207.58	18.42	4.45	10.09	8.13
营业利润	(324.16)	28.08	3.70	1.98	12.21
净利润	(298.85)	28.29	2.33	2.89	12.46
EPS	(298.47)	28.34	2.33	2.89	12.46
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	60.67	59.03	57.45	57.35	56.24
EBITDA	27.90	31.60	31.50	30.00	30.00
净利润率	19.13	20.17	19.23	17.94	18.30
ROE	10.14	11.94	11.40	10.97	10.81
ROA	8.12	9.64	9.29	9.19	9.35
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(17.61)	(20.67)	(21.16)	(21.64)	(31.33)
流动比率	1.53	1.70	2.01	2.39	4.01
速动比率	1.51	1.68	2.00	2.38	3.99

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.42	0.48	0.48	0.51	0.51
应收账款周转天数	16.12	17.84	20.14	20.38	20.69
应付账款周转天数	218.25	217.10	181.05	147.37	117.23
存货周转天数	5.53	4.39	3.90	3.49	3.05
现金转换周期	(196.60)	(194.87)	(157.02)	(123.50)	(93.49)

每股指标 (港币)

EPS	1.56	2.00	2.05	2.11	2.37
每股净资产	16.19	17.38	18.62	19.88	24.06

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，德国市场基准为DAX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2025年华泰证券股份有限公司