

核心物业持续亮眼，受益客流和转化向好及嘉佩乐开业预期

银河娱乐 (0027.HK)

核心观点

25Q1 公司净收益 112 亿港元，同比+6%。经调整 EBITDA 为 33 亿港元，同比+16%。核心物业澳门银河净博彩收入恢复度持续环比向好，且经调整 EBITDA 较 2019 同期恢复度环比大幅提升，展现核心物业在澳门 ggr 整体表现趋平情况下较强的竞争优势。公司持续推进旗下物业改造及四期项目建设，包括澳门银河主楼调整，星际酒店升级，嘉佩乐预计年中开业提升体验，四期项目持续推进。非博彩业务吸引力持续提升，持续受益客流稳健向好。

事件

公司发布 2025 年一季度经营表现及主要指标，25Q1 公司净收益 112 亿港元，同比+6%。经调整 EBITDA 为 33 亿港元，同比+16%。

简评

核心物业业务恢复度及盈利能力表现亮眼，公司整体稳健

25Q1 公司核心物业澳门银河净博彩收入恢复度持续环比向好，且经调整 EBITDA 较 2019 同期恢复度环比大幅提升，展现核心物业在澳门 ggr 整体表现趋平情况下较强的竞争优势。25Q1 公司整体净博彩受益较 2019 同期恢复度 80.4%，环比-2.0pct。整体净收益总额恢复度 85.9%，环比-1.2pct。经调整 EBITDA 恢复度 82.8%，环比+2.9pct，EBITDA margin 环比+0.8pct，可见公司整体盈利能力也有所改善；从核心物业澳门银河来看，25Q1 净博彩收益较 2019 同期恢复度 95.5%，环比+1.3pct，其中贵宾业务收益恢复度 37.0%，环比+4.0pct 提升明显，中场业务收益恢复度 138.7%，环比-4.3pct，恢复度仍保持在高位。整体看澳门银河净博彩收益的恢复度也取得进一步环比提升，持续接近 2019 同期水平。而澳门银河 25Q1 的经调整 EBITDA 恢复度达 99.8%，环比+11.3pct，提升明显，且已基本达到 2019 同期水平，展现出盈利能力和运营能力优势。3 月份公司在主博彩楼层进行了一些调整，加入全新电子博彩游戏。25Q1 澳门银河访客人次同比+64%，主要系多元化非博彩设施及娱乐盛事所带动；澳门星际酒店 25Q1 净博彩收益恢复至 2019 同期 39.1%，环比-6.7pct，星际酒店继续推进主要物业的升级工程，公司筹划一系列升级措施，包括主博彩楼层、酒店大堂体验和餐饮选择，已完成 3 楼的升级改造；公司截至 25Q1 的净现金及流动投资总额为 290 亿港元。

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期：2025 年 05 月 11 日

当前股价：30.70 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
17.40/3.79	3.54/-4.66	-16.69/-41.56
12 月最高/最低价 (港元)		43.30/25.55
总股本 (万股)		437,489.46
流通 H 股 (万股)		437,489.46
总市值 (亿港元)		1,343.09
流通市值 (亿港元)		1,343.09
近 3 月日均成交量 (万)		1541.69
主要股东		
City Lion Profits Corp.		22.25%

股价表现



相关研究报告

四期及物业改造持续推进，受益嘉佩乐将开业及整体体验提升

公司持续推进旗下物业改造及四期项目建设，包括澳门银河主楼层的调整和整体的体验提升，星际酒店一系列改造和提升措施，同时银娱旗下第十家酒店品牌，澳门银河嘉佩乐于 5 月试营业并预计在未来几个月全面开幕，全套房式的澳门银河嘉佩乐，其个性化订制服务更将顶级奢旅体验提升至新高度。公司持续推进第四期项目建筑工程，项目将聚焦于非博彩业务，主要针对娱乐和适合家庭旅客的设施，此外亦包括娱乐场。同时公司积极关注泰国等海外市场博彩业拓展机会，年初泰国内阁批准相关法案，预计后续待娱乐综合体落地将为获批牌照带来稳定的业务成长空间；公司整体娱乐体验持续提升，25Q1 在银河国际会议中心及银河综艺馆举办多项重大盛事，包括张信哲世界巡回演唱会、韩国流行音乐巡演等，银河综艺馆于 4 月举办 2025 国际乒联世界杯，25Q2 还有一系列重磅活动有望带动客流持续向好；25Q1 澳门博彩收益整体面临挑战，整体 560 亿港元元仅同比微涨，恢复至 2019 同期的 76%，但 4 月澳门博彩 ggr 恢复度超 79%，五一假期澳门入境旅客达 85 万人次，同比+40.8%，5 月 2 日入境旅客 22.1 万人次刷新入境纪录，假期 5 日博彩收益超 10.2 亿元，同比+12%。25Q1 访澳门旅客 990 万人次，同比+11%，恢复至 2019 的 95%。大湾区珠三角 9 个城市的旅客同比+19%，访澳国际旅客同比+17%。预计公司有望凭借逐步增强的娱乐综合体验、优质运营能力、嘉佩乐等新物业的聚客效应，受益客流稳定提升带来的转化率，同时未来几年四期项目预期落地培育以及可能的泰国项目竞标带来持续成长空间。

投资建议： 预计 2025~2027 年实现归母净利润 97.26 亿港元、104.28 亿港元、114.51 亿港元，当前股价对应 PE 分别为 13.8X、12.9X、11.7X，对应 EV/EBITDA 分别为 9.6X、9.0X、8.3X，维持“增持”评级。

表 1：盈利预测

单位/百万港元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	43432.4	46967.6	49353.3	52985.1
变化率	21.7%	8.1%	5.1%	7.4%
归母净利润	8759.3	9726.2	10428.0	11450.7
变化率	28.3%	11.0%	7.2%	9.8%
经调整 EBITDA	12188.0	13062.9	14410.5	15794.6
EV/EBITDA		9.6	9.0	8.3
P/E		13.8	12.9	11.7

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

1、若内地赴澳门客流的修复不及预期，则可能出现客流整体修复不及预期，且博彩桌利用率不高的情况，从而影响收入端修复，并且部分刚性成本的占比扩大，带来较大的业绩压力；2、未来若澳门博彩 VIP 业务收缩幅度较大，且自营 VIP 和中场业务难以提供充足的客流以弥补，则会导致较疫情前的博彩毛收入较难修复，新博彩法对博彩桌数量上限有所规定，若博彩业呈现较明显的存量趋势，则可能带来收入端压力；3、各牌照承诺未来 10 年投资金额，主要聚焦非博彩和外国客人引流，若投资较难取得较好的回报率，则可能造成盈利能力压力；4、若消费者认为博彩业可选消费属性较强，承载力有限，则可能一定程度影响消费选择；5、新物业建设和存量物业改造不及预期，海外业务发展不及预期。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk