

银河娱乐 (00027.HK)

业绩稳健，嘉佩乐已开始试业

Q1 业绩保持稳健。澳门 Q1 访客人次同比增长 11%、环比增长 9%。由于 2025 TF 家族新年音乐会、张信哲世界巡回演唱会、韩国著名男子演唱团体主音的 2025 澳门个人巡回演唱会、BLACKPINK 成员 Jisoo 个人亚洲巡回粉丝见面会、安德烈·波伽利个人演唱会等娱乐盛事，澳门银河客流量同比增长 64%。根据博彩监察协调局报告，Q1 澳门博彩收益总额为 560 亿港元，同比增长 1%、环比增长 0.4%，为 2019 年同期水平的 76%。银河娱乐 Q1 净收益 112 亿港元，同比增长 6.2%，其中澳门银河/星际酒店/百老汇/城市娱乐会净收益/建筑材料净收益分别为 91/12/0.5/0.4/7 亿港元。按照业务分部看，博彩/非博彩/建筑材料分别实现 89/16/7 亿港元的净收益，占比 80%/14%/6%，同比增长+9.1%/-3.1%/-5.5%。盈利方面，公司经调整 EBITDA 同比增长 16.3% 到 33 亿港元，EBITDA 利润率为 29.4%，同比提升 2.6pct。

公司致力于向股东返还资本，例如将派息比率提高至 50%，预计将在 2025 年 6 月派发末期股息每股 0.5 港元，这反映了公司对澳门整体及银河娱乐长期远景充满信心。

公司五一黄金周市占率提升，Q2 系列活动有望带动需求。公司在 4 月举办了 2025 年澳门国际乒联世界杯，吸引了大量的需求。五一黄金周期间，公司举办了周华健世界巡回演唱会，带动公司黄金周期间需求旺盛，博彩总收入略高于整体市场表现，这表明公司市占率有所提升。展望后续，公司将在 5 月下旬举办全球著名的韩国流行音乐组合 BTS 成员 J-hope 的首个个人世界巡回演唱会，并在 6 月份举办 BIGBANG 队长 G-Dragon 八年来首次巡回演唱会、张学友 60+巡回演唱会、国际汽车联合会特别大会及会议，我们预计一系列世界级年度盛世的举办有望进一步拉动需求，对公司 Q2 业绩带来正向贡献。

嘉佩乐于 5 月初试业，有望吸引更多高端客户。嘉佩乐坐落于澳门银河综合度假城，其个性化定制服务将顶级奢旅体验提升至全新高度，楼高 17 层、将提供 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、日光浴和隐秘的冬日花园等设施。公司预计嘉佩乐将在未来几个月全面开幕。我们认为嘉佩乐有望树立澳门奢华酒店的新标杆，为公司带来超高净值的客户群体。

投资建议：根据 Q1 的业绩表现，我们适当调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 461/500/547 亿港元，同比增长 6.1%/8.5%/9.3%；归母净利润分别为 94/112/131 亿港元，同比增长 7.5%/18.8%/16.9%；EBITDA 分别为 136/156/177 亿港元。目前市值对应 9.7x 2025e EV/EBITDA，维持“买入”评级。

风险提示：银河四期落成慢于预期风险；博彩顾客消费力降低的影响；资金监管风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万港元)	35,684	43,432	46,086	50,021	54,652
增长率 YoY (%)	211.0	21.7	6.1	8.5	9.3
归母净利润 (百万港元)	6,828	8,759	9,413	11,186	13,072
归母净利润率 (%)	19	20	20	22	24
经调整 EBITDA (百万港元)	9,955	12,188	13,571	15,600	17,717
经调整 EBITDA 利润率 (%)	28	28	29	31	32
EV/经调整 EBITDA (倍)	13.6	10.9	9.7	8.3	7.0
P/B (倍)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5

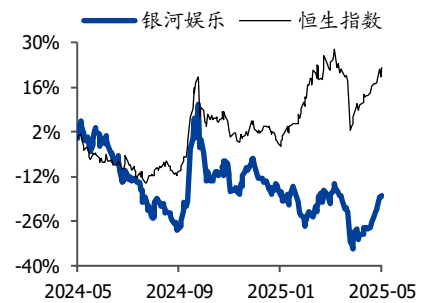
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 14 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 14 日收盘价 (港元)	32.05
总市值 (百万港元)	140,215.37
总股本 (百万股)	4,374.89
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	15.26

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《银河娱乐 (00027.HK): EBITDA 扭亏为盈，三期项目顺利试业》 2023-05-26
- 2、《银河娱乐 (00027.HK): 看好博彩行业景气提升》 2023-04-25
- 3、《银河娱乐 (00027.HK): 疫情反复持续困扰行业，公司财务状况依然健康》 2022-05-16

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19207	25098	28645	32701	37045
现金及现金等价物	6599	11418	15260	18607	23174
其他短期投资	10546	11003	11003	11003	11003
应收款项	1772	2357	2025	2731	2465
存货	222	212	248	251	295
其他流动资产	68	109	109	109	109
非流动资产	68008	69480	72748	75836	78753
固定资产净值	49313	50254	54022	57566	60900
权益性投资	2237	2163	2163	2163	2163
其他长期投资	8933	9933	9933	9933	9933
商誉及无形资产	2580	2297	2070	1870	1694
土地使用权	4738	4592	4320	4064	3823
其他非流动资产	208	240	240	240	240
资产总计	87215	94578	101393	108537	115799
流动负债	12533	14798	14848	15328	15472
应付账款及票据	2769	3077	3126	3606	3750
应交税金	95	76	76	76	76
短期借贷	1494	4223	4223	4223	4223
其他流动负债	11039	10575	10625	11105	11248
非流动负债	3466	3388	5388	6388	6888
长期借贷	3466	3388	5388	6388	6888
负债合计	15998	18186	20236	21716	22360
普通股股本	24104	24254	24254	24254	24254
储备	46771	51906	56612	62205	68741
其他综合性收益	-116	-214	-214	-214	-214
普通股权益总额	70759	75946	80652	86245	92781
少数股东权益	458	446	505	576	658
股东权益合计	71217	76391	81157	86821	93439
总负债及总权益	87215	94578	101393	108537	115799

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11594	11550	13549	14940	17603
净利润	6828	8759	9472	11257	13154
折旧与摊销	2836	3561	3732	3912	4083
运营资本变动	2260	57	345	-229	366
其他非现金调整	-330	-827	0	0	0
投资活动现金流	-10675	-4747	-7000	-7000	-7000
资本开支	-6018	-4868	-7000	-7000	-7000
其他投资现金流	-4657	121	0	0	0
筹资活动现金流	-7808	-1976	-2706	-4593	-6036
债务增加	2876	2507	2000	1000	500
其他筹资现金流	-10684	-4483	-4706	-5593	-6536
现金净增加额	-6897	4819	3843	3347	4567

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	35684	43432	46086	50021	54652
博彩税	12682	16441	17445	18935	20688
除税收外收入	23002	26991	28640	31086	33964
物料及消耗品成本	1352	1351	1434	1556	1700
职工薪酬	7203	8014	8135	8430	9046
折旧及摊销	2836	3561	3732	3912	4083
其他	4452	4960	5500	5500	5500
经营利润	7160	9105	9839	11688	13634
财务费用	183	139	204	237	254
除税前利润	6977	8966	9635	11451	13381
所得税	-103	-152	-163	-194	-226
净利润	6874	8814	9472	11257	13154
少数股东损益	46	55	59	70	82
归属普通股股东净利润	6828	8759	9413	11186	13072
经调整 EBITDA	9955	12188	13571	15600	17717

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	211.0	21.7	6.1	8.5	9.3
营业利润(%)	-320.6	27.2	8.1	18.8	16.7
归母净利润(%)	-298.8	28.3	7.5	18.8	16.9
获利能力					
毛利率(%)	64.5	62.1	62.1	62.1	62.1
净利率(%)	19.1	20.2	20.4	22.4	23.9
ROE(%)	10.1	11.9	12.0	13.4	14.6
ROIC(%)	9.5	11.5	11.3	12.4	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	18.3	19.2	20.0	20.0	19.3
净负债比率(%)	-7.2	-9.4	-11.1	-13.1	-16.5
流动比率	1.5	1.7	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.5	1.7	1.9	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	23.4	21.0	21.0	21.0	21.0
应付账款周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标 (港元)					
每股收益(最新摊薄)	1.6	2.0	2.2	2.6	3.0
每股经营现金流(最新摊薄)	2.7	2.6	3.1	3.4	4.0
每股净资产(最新摊薄)	16.3	17.5	18.6	19.8	21.4
估值比率					
P/S	3.9	3.2	3.0	2.8	2.6
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/经调整 EBITDA	13.6	10.9	9.7	8.3	7.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 14 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com