

买入

2025 年 8 月 14 日

25 年第二季度业绩表现亮丽，派息比率提升到 59%

- **25 年第二季度业绩概况：**银河净收益同比增长 10.3%，环比增长 7.5%到 120.4 亿港元（恢复到 2019 年同期的 91.4%）。贵宾赌枱转码数同比增长 20.8%，环比增长 20.2%（恢复到 2019 年同期的 31.2%）；中场博彩收益同比增长 6.4%，环比增长 7.1%（为 2019 年同期的 129.2%）。集团经调整 EBITDA 同比增长 12.4%，环比增长 8.3%到 35.7 亿港元（恢复到 2019 年同期的 82.4%），EBITDA 率为 29.6(同比提升 0.5%，环比提升 0.2%)。中期股息有惊喜，宣布派发每股股息 0.7 港元，派息比率提升到 59%；是行业里首家再提升派息的公司。总体业绩表现亮丽；增长主要由高端中场来带动。资产负债状况维持非常稳健，持有净现金为 303 亿港元（在行业里是最强大的，相信能支持最新的派息比率）。
- **「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 16%及减少 11.5%，环比增长 9%和减少 5.7%到 100 亿和 11.7 亿港元（分别恢复到 2019 年同期的 105%及 42.5%）；经调整 EBITDA 分别为 33.3 和 3.0 亿港元（分别同比增长 19.5%和减少 22.3%，环比增长 10.2%及减少 13.4%，恢复到 2019 年同期的 103%及 32.1%）。EBITDA 率分别为 33.3%及 25.9%。「澳门银河™」及星际酒店的酒店入住率分别为 98%和 100%。
- **「澳门银河™」第三和四期的更新：**「澳门银河™」的第十个酒店品牌——嘉佩乐酒店及度假村已开始试业，推出的包括大部分的房间和博彩区（设有约 30 张赌枱）；正式开业时间预计会在未来几个月。此项目定位超级高端，楼高 17 层，拥有大约 95 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。此能吸引新的客户群和高质量的客户群，能提升公司的竞争优势。集团也在继续推进「澳门银河™」第四期的建筑工程，大楼和外观的工程已完成，目前在进行内部装修工程，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 5,000 个座位的剧院、多元化的餐饮、零售、非博彩设施、绿化园林和水上玩乐园区。全年的资本开支预算为 70 亿元，期内投入了 15 亿元。
- **其他要点：**大型的演唱会和表演确实能带动整体的业绩增长。行业竞争维持激烈，但在可控范围。给客户的信用贷款是有增加，但与贵宾业务的生意额增长一致。国际客户目前的贡献还是比较少。期内零售销售金额持平，租金收入增长 1%，预计未来零售增长会比较平稳。嘉佩乐项目能吸引高质量的客户，目前的增长还是靠高端客户来拉动。星际酒店会增加非博彩的设施去迎合中场的定位策略。员工工资环比增加 3%，占固定经营费用的 75-80%。
- **维持买入评级，目标价 49.81 港元：**集团 25 年第二季度业绩亮丽，提升派息比率更是惊喜。随着智能赌台的引入和更多产品的推出和优化（尤其是嘉佩乐酒店及度假村的投入），我们相信集团的市场份额将能继续回升。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 49.81 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	39.34 港元
目标价	49.81 港元 (26.61%)
股票代码	27
已发行股本	43.75 亿股
市值	1721 亿港元
52 周高/低	43.30/23.80 港元
每股净现值	17.36 港元
主要股东	吕耀东家族 (50.62%) Capital Group (4.78 %)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
总净收入 (百万港元)	35,683.6	43,432.0	47,197.2	51,038.1	53,549.2
变动 (%)	211.0%	21.7%	8.7%	8.1%	4.9%
EBITDA (百万港元)	9,955.0	12,188.0	13,856.1	15,179.9	16,297.0
变动 (%)	-	22.4%	13.7%	9.6%	7.4%
净利润 (百万港元)	6,828.0	8,759.2	10,132.8	11,160.3	12,138.0
变动 (%)	-	28.3%	15.7%	10.1%	8.8%
每股收益 (港元)	1.6	2.0	2.3	2.6	2.8
市盈率 (倍)	25.2	19.7	17.0	15.4	14.2
每股股息 (港元)	0.5	1.0	1.4	1.5	1.6
股息现价比 (%)	1.3%	2.8%	3.4%	3.8%	4.1%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1： 主要财务报表

损益表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
总净收入	35,683.6	43,432.0	47,197.2	51,038.1	53,549.2
其他收入	789.6	1,242.2	1,242.2	1,242.2	1,242.2
经营开支	(26,518.2)	(32,486.2)	(34,583.3)	(37,100.3)	(38,494.3)
EBITDA	9,955.0	12,188.0	13,856.1	15,179.9	16,297.0
净财务开支	(183.3)	(138.7)	(140.5)	(140.5)	(140.5)
摊占联营公司溢利	85.0	43.3	43.3	43.3	43.3
摊占共同控制公司溢利	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
税前盈利	6,976.9	8,966.2	10,363.4	11,408.6	12,403.1
所得税	(102.9)	(151.8)	(175.4)	(193.1)	(209.9)
净利润	6,874.0	8,814.4	10,188.0	11,215.5	12,193.1
少数股东应占利润	46.0	55.2	55.2	55.2	55.2
股权持有人应占利润	6,828.0	8,759.2	10,132.8	11,160.3	12,138.0

资产负债表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	14,511.8	20,393.6	10,594.4	9,867.4	8,003.1
存货	221.9	211.8	211.8	211.8	211.8
其他流动资产	4,473.6	4,492.5	4,932.1	4,953.0	5,200.6
总流动资产	19,207.3	25,097.9	15,748.4	15,032.2	13,415.6
固定资产	49,313.1	50,254.4	72,178.5	79,082.3	85,980.8
无形资产	2,500.0	2,231.6	(836.0)	(1,067.7)	(1,299.5)
土地使用权	4,817.2	4,657.7	4,447.0	4,368.3	4,291.0
其他	11,377.9	12,336.3	11,377.9	12,336.3	12,336.3
总资产	87,215.5	94,577.9	102,757.2	109,751.5	114,724.2
应付帐款	10,881.2	10,430.0	10,430.0	10,430.0	10,430.0
短期负债	1,453.0	4,178.9	6,386.2	6,386.2	6,386.2
其他	198.6	189.5	4,368.4	4,368.4	4,368.4
总短期负债	12,532.8	14,798.5	21,184.7	21,184.7	21,184.7
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	3,465.5	3,387.9	3,465.5	3,465.5	3,465.5
总负债	15,998.4	18,186.4	24,650.2	24,650.2	24,650.2
少数股东权益	457.9	445.8	390.7	335.5	280.4
股东权益	71,217.1	76,391.5	80,533.6	85,101.3	90,074.0

现金流量表	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
税前盈利	7,119.3	8,627.0	10,760.5	12,083.8	13,195.4
折旧及摊销	2,835.7	3,561.0	3,095.6	3,096.1	3,101.6
营运资金变化	2,385.6	(460.1)	(224.6)	(235.9)	(247.6)
其他	(746.8)	187.4	(572.5)	(868.3)	(1,002.3)
营运现金流	11,593.8	11,915.3	13,058.9	14,075.7	15,047.0
资本开支	(5,959.4)	(6,000.0)	(7,000.0)	(7,000.0)	(7,000.0)
其他投资活动	(4,715.4)	1,758.4	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(10,674.8)	(4,241.6)	(7,000.0)	(7,000.0)	(7,000.0)
负债变化	(6,431.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	135.6	150.0	0.0	0.0	0.0
股息	(2,185.3)	(2,185.3)	(4,379.6)	(5,935.5)	(6,537.4)
其他融资活动	673.6	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(7,807.6)	(2,035.3)	(4,379.6)	(5,935.5)	(6,537.4)
现金变化	(6,888.5)	5,638.4	1,122.4	1,140.2	1,509.6

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。本报告所载的资料、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的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。