

# 非博彩引流优势及优质物业培育有望持续拉动份额向好

银河娱乐(0027.HK)

## 核心观点

公司发布 25Q3 经营业绩,25Q3 实现收入 122 亿港元,同比+14%。实现经调整 EBITDA 为 33 亿港元,同比+14%。公司中场博彩在较高基数下,恢复度仍实现同环比亮眼提升。前三季度公司举办约 260 场娱乐、体育、艺术与文化等活动。持续投资优质新项目和科技能力,25Q4 多项重磅演艺和体育项目推出,预计公司将凭借优质现金状况、突出的非博彩综合竞争力、中场业务成长,获取市占率持续向好。

## 事件

公司发布 25Q3 经营业绩,25Q3 实现收入 122 亿港元,同比+14%。实现经调整 EBITDA 为 33 亿港元,同比+14%。

## 简评

### 中场恢复持续亮眼提升,非博彩引流能力突出

9 月受到旅行较淡,部分旅客出行延至黄金周,以及台风桦加沙导致政府下令所有娱乐场正式关闭 33 小时的影响。25Q3 澳门银河的经调整 EBITDA 为 31 亿港元,同比+20%,按季-8%。澳门星际酒店的经调整 EBITDA 为 3.69 亿港元,同比-7%,按季+22%。澳门百老汇的经调整 EBITDA 为 100 万港元,对比 24Q3 为 1100 万港元;25Q3 公司整体净博彩收益 97.07 亿港元,恢复至 2019 同期 91.6%,环比+4.9pct。整体净收益恢复至 2019 同期 95.7%,环比+4.3pct。经调整 EBITDA 恢复至 2019 同期 81.3%,环比-1.1pct;25Q3 整体贵宾博彩收益恢复至 2019 同期 32.1%,环比-0.9pct。中场业务恢复至 129.3%,环比+8.0pct;分物业看,澳门银河 25Q3 净收益总额恢复至 2019 的 108.3%,环比+3.4pct。其中净博彩收益恢复至 105.4%,环比+3.5pct。贵宾业务恢复至 42.0%,环比-1.4pct。中场业务恢复至 160.0%,环比+6.4pct。星际酒店的中场博彩恢复至 73.3%,环比+9.0pct。整体看,公司中场博彩在较高基数下,恢复度仍实现同环比亮眼提升。贵宾业务 25Q3 转码数环比+16.6%,但净赢率环比有所下降;公司持续通过举办各类世界级盛事及知名歌手演唱会,支持澳门政府打造“演艺之都”的目标。此举预计将有助于澳门逐步演变成世界旅游休闲中心。25Q3 公司举办了包括陈奕迅演唱会和来自美国的栋笃笑明星欧阳万成演出等大型娱乐活动,前三季度公司举办了约 260 场娱乐、

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 11 月 10 日

当前股价: 38.78 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
-5.14/-2.48	-2.86/-8.20	12.08/-15.69
12 月最高/最低价(港元)		43.50/25.55
总股本(万股)		437,489.60
流通 H 股(万股)		437,489.60
总市值(亿港元)		1,696.58
流通市值(亿港元)		1,696.58
近 3 月日均成交量(万)		1209.85
主要股东		
City Lion Profits Corp.		22.25%

## 股价表现



## 相关研究报告

【中信建投社服商贸】银河娱乐(0027):25Q2 博彩收益恢复度及盈利能力提升亮眼,分红比例提升

体育、艺术与文化、以及会展活动。

### 持续投资优质新项目和科技能力，市场份额预计稳步向好

公司的资产负债表继续保持稳健及高流动性，现金及流动投资总额 368 亿港元，净额 348 亿港元。稳健的资产负债表和营运现金流，使公司能够透过股息回馈股东，并为发展项目和实现国际扩展的目标提供资金。过去 18 个月，公司在科技方面作出重大投资，包括安装电子娱乐桌、整合数据信息及深化数据分析能力，保障能够为贵宾提供最佳的服务和体验。这些投资已获得经济效益，公司将持续推展至各项业务。公司此前宣布极致奢华的澳门银河嘉佩乐和嘉天峰已提供独家预览，这两个项目深受顾客欢迎，目前大部分设施均已开放，公司仍在装修提升部份额外设施，预计将于明年初全面启用。公司继续推进第四期的装修工程，包括多个高端酒店品牌将会首度进驻澳门，另外拥有丰富的剧院、餐饮、零售、非博彩等设施。25Q4 多项重磅演艺和体育项目由公司举办，预计公司将凭借优质现金状况、突出的非博彩综合竞争力、中场业务成长，获取市占率持续向好。

**投资建议：**预计 2025~2027 年实现归母净利润 104.08 亿港元、113.58 亿港元、120.96 亿港元，当前股价对应 PE 分别为 14.9X、13.7X、12.8X，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	48249.7	51827.4	55197.3
变化率	21.7%	11.1%	7.4%	6.5%
归母净利润	8759.3	10408.2	11357.6	12095.7
变化率	28.3%	18.8%	9.1%	6.5%
经调整 EBITDA	12188.0	13706.5	15489.6	16619.7
EV/EBITDA		11.6	10.6	9.8
P/E		14.9	13.7	12.8

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

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，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易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，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

### 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。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、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年新财富金麒麟最佳分析师团队成员，2024年新财富海外研究第五名团队成员。

## 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