


公司评级 **买入（首次）**

报告日期 2025 年 12 月 08 日

基础数据

12 月 05 日收盘价（港元）	39.78
总市值（亿港元）	1,742.06
总股本（亿股）	43.79

来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外社服】银河娱乐 (00027.HK)2025Q2 业绩点评：市场份额 2025Q2 环比持续提升-2025.08.21

分析师：宋健

S0190518010002
 BMV912
 songjian@xyzq.com.cn

分析师：严宁馨

S0190521010001
 请注意：严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
 yanningxin@xyzq.com.cn

银河娱乐(00027.HK)

港股通（沪、深）

规模保持领先，新供给等待释放

投资要点：

- **我们的观点：**公司的中高端策略卓有成效，2025Q1 至 Q3 累计市场份额同比保持增长，银河综艺馆举办多项大型国际娱乐活动，吸引旅游客流并进行转化，高端物业嘉佩乐开业带来协同作用。公司的银河四期是澳门稀缺的新增供给，目前正在打造建设中，预计 2027 年竣工并分期开业运营，有望贡献下一个增长点。我们看好公司的规模优势、供给释放潜力、中高端客户粘性、稳健的管理经营能力，以及行业领先的财务优势，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 482/517/577 亿港元，同比增长 11%/7%/12%；经调整 EBITDA 为 140/151/168 亿港元，同比增长 15%/8%/11%。给予“买入”评级，当前股价（2025/12/5 收盘价）对应 2025/2026/2027 年 PE 为 17/15/14 倍，EV/EBITDA 为 11.3/10.5/9.4 倍。公司中期提升派息率，派息率水平高于行业平均，当前股价（2025/12/5 收盘价）对应 2025/2026/2027 年股息率为 3.5%/3.8%/4.1%。
- **2025Q3 业绩保持强劲增长。**2025Q3 公司净收益为 122 亿港元，同比增长 14%，环比增长 1%。其中，澳门银河、澳门星际净收益为 101 亿港元、13 亿港元，分别同比增长 20%、下跌 6%，分别环比增长 1%、增长 8%。经调整 EBITDA 为 33 亿港元，同比增长 14%，环比下跌 6%。其中澳门银河、澳门星际分别为 31 亿港元、3.7 亿港元，分别同比增长 20%、下跌 7%，分别环比下降 8%、增长 22%。公司 2025Q3 的整体经调整 EBITDA 率为 27.5%，同比下降 0.1 个百分点。集团三季度 EBITDA 环比下降与赢率波动有关，若赢率正常化后，经调整 EBITDA 环比增长 5%。公司前三季度业绩保持优于行业平均的增长，为全年业绩增长打下坚实基础。
- **保持较高的派息率水平。**2025H1 公司宣派每股股息 0.7 港元，占期内 EPS 的比例为 58%，中期提升了派息率，我们预计公司将保持稳健和丰厚的派息政策。当前 2025E 股息收益率为 3.5%。
- **下注额和赢率同步增长。**2025Q3 公司的贵宾、中场、老虎机下注额为 650、354、274 亿港元，同比增长 46%、12%、3%，环比增长 17%、增长 1%、下降 4%。尽管三季度存在台风负面影响，导致赌场阶段性关闭，以及削减入境澳门客流，但公司的下注额依然保持高速增长。赢率方面，受益于智能赌桌的普及、创新玩法增加，公司的整体赢率也同步同比提升，促进 GGR 增长。
- **累计市场份额同比保持增长。**2025Q3 公司的 GGR 分别为 20、95、7 亿港元，同比增长 86%、13%、11%，环比下降 15%（赢率原因）、增长 7%、下降 6%。2025Q3 行业整体三大业务贵宾、中场、老虎机 GGR 同比增长 29.1%、7.2%、10.5%。公司总 GGR 同比增速（20.6%）高于行业（12.5%），环比增速（1.9%）低于行业（2.3%），市场份额同比提升，环比轻微下降。我们计算公司 2025Q3 的 GGR 份额为 19.6%，2025 年前三季度的累计市场份额为 19.4%，累计份额同比增长。

- **风险提示:** 竞争环境加剧, 居民出行消费意愿下降, 旅游政策变化, 监管政策变化。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿港元)	434.32	482.33	516.72	576.62
同比增长(%)	21.7	11.1	7.1	11.6
经调整 EBITDA(亿港元)	121.88	139.74	150.79	167.85
同比增长(%)	22.4	14.7	7.9	11.3
归母净利润(亿港元)	87.59	104.54	112.66	123.87
同比增长(%)	28.3	19.4	7.8	9.9
经调整 EBITDA 率(%)	20.9	22.0	22.3	22.0
归母净利润率(%)	20.2	21.7	21.8	21.5
EPS(HKD)	2.00	2.40	2.59	2.84
每股股息(HKD)	1.00	1.39	1.50	1.65

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
非流动资产	69,480	69,038	69,552	74,492
物业、机器及设备	50,254	50,326	51,333	56,723
使用权资产	4,658	4,378	4,116	3,869
无形资产	2,232	1,997	1,767	1,564
按摊销成本之金融资产	5,445	5,445	5,445	5,445
按公允价值计价的金融资产	4,488	4,488	4,488	4,488
流动资产	25,098	32,842	37,589	40,599
存货	212	253	244	325
应收账款及预付款	2,298	2,102	2,612	2,648
按摊销成本之金融资产之现期部分	2,027	2,027	2,027	2,027
现金和其他现金等价物及银行存款	20,394	28,293	32,538	35,432
资产总计	94,578	101,880	107,141	115,091
非流动负债	3,388	3,288	3,188	3,088
租赁负债	519	519	519	519
应付澳门博彩批给款项	2,235	2,135	2,035	1,935
流动负债	14,798	17,788	18,398	21,224
应付账款及应计费用	10,430	12,420	12,029	13,856
借贷	4,179	5,179	6,179	7,179
负债合计	18,186	21,076	21,586	24,312
归属股东权益	75,946	80,306	85,012	90,186
非控制性权益	446	498	544	593
总权益	76,391	80,804	85,555	90,779
负债及权益合计	94,578	101,880	107,141	115,091

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	8,966	10,667	11,484	12,626
折旧及摊销	3,561	4,166	4,548	5,353
营运资金变动	57	2,044	-992	1,610
经营活动产生现金净额	11,550	15,038	13,105	17,379
投资活动产生现金净额	-4,747	-2,045	-3,298	-8,272
融资活动产生现金净额	-1,976	-5,094	-5,561	-6,213
现金净变动	4,827	7,899	4,245	2,894
年初现金及现金等价物	14,512	20,394	28,293	32,538
汇兑影响	-9	0	0	0
年末现金及现金等价物	20,394	28,293	32,538	35,432

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营收入	43,432	48,233	51,672	57,662
博彩税	16,441	18,331	19,644	21,581
物料	1,351	1,206	1,188	1,153
折旧摊销	3,561	4,166	4,548	5,353
员工成本	8,014	8,836	9,556	11,142
其他营运费用	6,245	6,753	6,976	7,784
经营利润	9,061	10,621	11,524	12,669
财务费用	139	134	140	142
税前利润	8,966	10,667	11,484	12,626
所得税	152	160	172	189
经调整 EBITDA	12,188	13,974	15,079	16,785
归母净利润	8,759	10,454	11,266	12,387
EPS(港元)	2.00	2.40	2.59	2.84
每股股息(港元)	1.00	1.39	1.50	1.65

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.7	11.1	7.1	11.6
归母净利润增长率	28.3	19.4	7.8	9.9
经调整 EBITDA 增	22.4	14.7	7.9	11.3
盈利能力(%)				
归母净利率	20.2	21.7	21.8	21.5
经调整 EBITDA 率	20.9	22.0	22.3	22.0
偿债能力				
资产负债率(%)	19.2%	20.7%	20.1%	21.1%
流动比率	1.7	1.8	2.0	1.9
营运能力(次)				
资产周转率	0.48	0.49	0.49	0.52
应付账款周转率	0.88	0.88	0.88	0.95
每股资料(港元)				
每股收益	2.00	2.40	2.59	2.84
每股净资产	17.47	18.48	19.56	20.76
估值比率(倍)				
PE	19.9	16.6	15.4	14.0
PB	2.3	2.2	2.0	1.9

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、盐城市大丰区诸城实业发展有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、中国东方资产管理（国际）控股有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、湖北蕨川国有资本投资运营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、中港投资有限公司、广西交通投资集团有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、南阳城投控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、China Orient Asset Management (International) Holding Limited、Joy Treasure Assets Holdings Inc.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、DONGTAI URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、DONGTAI STATE-OWNED ASSETS OPERATION GROUP CO., LTD.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUBEI HUANCHUAN STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Sino Trendy Investment Limited、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk