

2024年03月04日

Booking Holdings (BKNG.US)

4 季度利润逊于预期，关注间夜量边际变化

Booking 4Q23 收入符合预期，经调整净利润弱于市场预期 13%。公司指引 2024 年收入同比增 7%，略逊于市场预期 (+10%)，业绩发布至今股价跌 10%。公司战略转型批发模式，其 GMV/收入占比提升至 58%/52%，利好提升供应链把控。关注间夜量增速、批发模式转型、一站式 OTA 平台建设、及反垄断调查进度。

报告摘要

收入符合预期，经调整净利润弱于市场预期：总收入 48 亿美元，同比增长 18%，较 2019 年同期增 43%，符合彭博一致预期；净利润 2.2 亿美元，对比去年同期为 12 亿美元，主要因西班牙反垄断处罚决议草案 (5.3 亿美元) 及荷兰监管局养老金补缴 (2.76 亿美元) 影响。经调整净利润 11 亿美元，弱于市场预期 13%，经调整利润率 24%，同比持平。

4 季度间夜量及交易额增速放缓：1) 间夜量：4 季度间夜量为 2.3 亿，同比增 9% (剔除以色列影响为 +11%)，较 4Q19 增 21%。从区域分布看，亚洲间夜量同比增中双位数，欧洲增低个位数，美国同比持平，其他地区增低个位数。2) 交易额：4 季度交易额为 317 亿美元，同比增 16% (剔除汇率影响增 15%)，较 4Q19 增 53%。交易额增速快于间夜量增长，反映 ADR 增长 (+4%)。全年看，间夜量突破 10 亿，同比/较 2019 年增 17%/ 24%，交易额 1,500 亿美元，同比/较 2019 年增 24%/56%，对比携程为 1,600 亿美元，Expedia 为 1,041 亿美元 (+10%)。

向商户批发模式战略转型进行中：4 季度批发模式交易额同比增 39%，代理模式同比降 5%，批发模式占比提升至 58%，对比 4Q22/3Q23 (49%/56%) 持续提升。从收入贡献角度，批发模式收入同比增 39% 至 25 亿美元，占比提升至 52%，同比提升 8 个百分点，公司战略上向批发模式倾斜。我们认为，旅游业稳态运营期，加大批发模式占比，利好对上游供应链的把控能力，强化竞争护城河。

非标住宿占比提升：4 季度/2023 年全年非标住宿间夜量同比增 19%/24%，快于整体间夜量，全年间夜量占比提升 3 个百分点至 33%，受益于房源供给及需求的双提振。非标住宿占比提升，反映中小酒店/民宿覆盖拓展，考虑其非标住宿费用更高 (额外的客服服务、供应商相关成本等)，占比提升或影响利润率表现。

1Q24 业绩指引收入增速快于 GMV 增速：1) 间夜量同比增 4%-6%，中东地区影响为 -1%；2) 交易额同比增 5%-7%，仍快于间夜量增速，受益于 ADR 增长，抵消机票 GMV 增长更快及汇率影响；3) 收入同比增 11%-13%，快于 GMV 增长；4) 经调整 EBITDA 为 6.8-7.2 亿美元，同比增 19%，利润率提升 1 个百分点，营销费用增速与 GMV 一致。**2024 年全年指引略弱于预期：**公司指引全年收入/EPS 增 8%/15%，受产品供给丰富度提升驱动，考虑汇率及中东地区战争影响，收入同比增 7%，略弱于市场预期的 10%。预计经调整 EBITDA 增速快于收入，受益于直销渠道占比提升。

投资建议：公司持续加大一站式预订服务平台建设 (Connected Trip)，拓展机票预订、直营预订、移动端订单比例、用户权益建设，利好提升供应链把控能力、及用户粘性/频次提升。2023 年回购 100 亿美元，剩余回购额度 140 亿美元，同时宣布派发季度现金股利 8.75 美元/股，持续股东回馈。现价对应 20.1 倍 2024 年市盈率，未来重点关注间夜量边际增长趋势及批发模式转型进度。**风险：**竞争加剧；地缘政治影响公司运营；反垄断处罚。

公司动态分析

证券研究报告

在线旅行

投资评级： 未有

目标价格： 未有

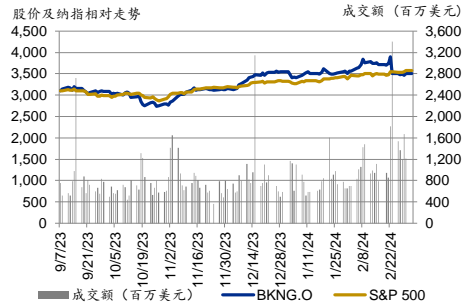
现价 (2024-03-01): 3499.73 美元

总市值(百万美元)	119,589
流通市值(百万美元)	119,161
总股本(百万股)	34.2
流通股本(百万股)	34.0
12 个月低/高(美元)	3384.1/3918
平均成交(百万美元)	994.24

股东结构

Vanguard	8.61%
贝莱德	7.53%
Capital Group	5.12%
其他	78.74%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.33	-0.76	6.58
绝对收益	-1.73	11.65	33.56

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

Booking Holdings 业务概览

全球第一梯队在线旅行预订平台。Booking 集团前身为 Priceline，1998 年 4 月开始运营，1999 年在纳斯达克上市。2004 年 Priceline 收购荷兰 OTA 平台 Booking，并与英国 Active Hotels 合并为 Booking.com，2018 年集团更名为 Booking Holdings，以反映业务重点为 Booking.com。

目前公司旗下运营五大品牌包括：1) Booking.com：覆盖全球的 OTA 预订平台，是公司收入主要来源；2) Priceline：主要覆盖北美市场的 OTA 平台；3) Agoda：2007 年收购，主要覆盖亚太市场；4) KAYAK：元搜索平台，提供各类旅游路线搜索、比价服务，主要覆盖美国市场；5) OpenTable：在线餐厅预订服务，主要覆盖美国市场。

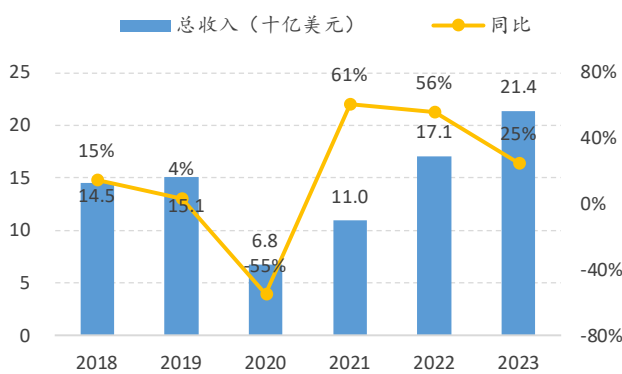
图 1:主要运营品牌：Booking.com 为主品牌

品牌	住宿预订	地面交通预订	机票预订	旅游活动	餐饮预订	元搜索	主要覆盖市场	总部
Booking.com	☑	☑	☑	☑			全球	荷兰
Priceline	☑	☑	☑	☑			北美	美国
agoda	☑	☑	☑	☑			亚太	新加坡
KAYAK						☑	美国	美国
OpenTable					☑		美国	美国

数据来源：公司年报、安信国际

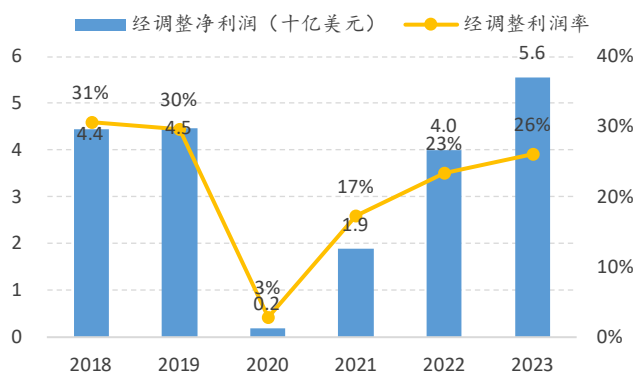
住宿预订收入占比近 90%。公司收入来源约 90%来自住宿预订，截至 2023 年底，Booking 在全球超 220 个国家/地区运营，住宿房源超 340 万，其中标准住宿房源（酒店/汽车旅馆/度假酒店）为 47.5 万，非标住宿房源（公寓、民宿等）超 290 万。2023 年，间夜量超 10 亿，GMV 超 1,500 亿美元，综合变现率 14.2%。

图 2: Booking 收入规模



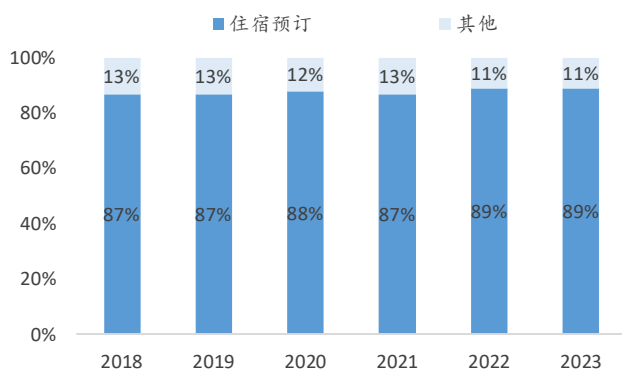
资料来源：公司资料，安信国际

图 3: Booking 经调整净利润



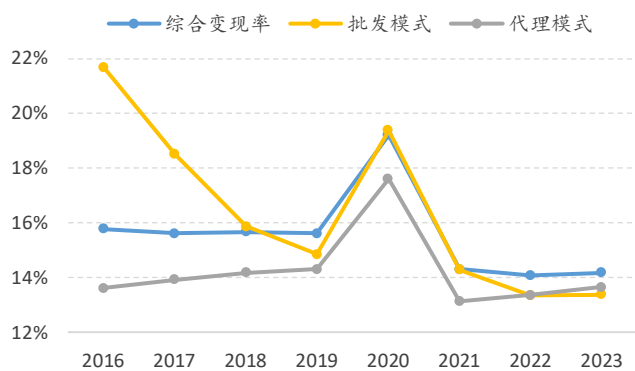
资料来源：公司资料，安信国际

图 4: 住宿预订收入占比近 90%



资料来源：公司资料，安信国际

图 5: 2023 年综合变现率 14.2%，同比持平



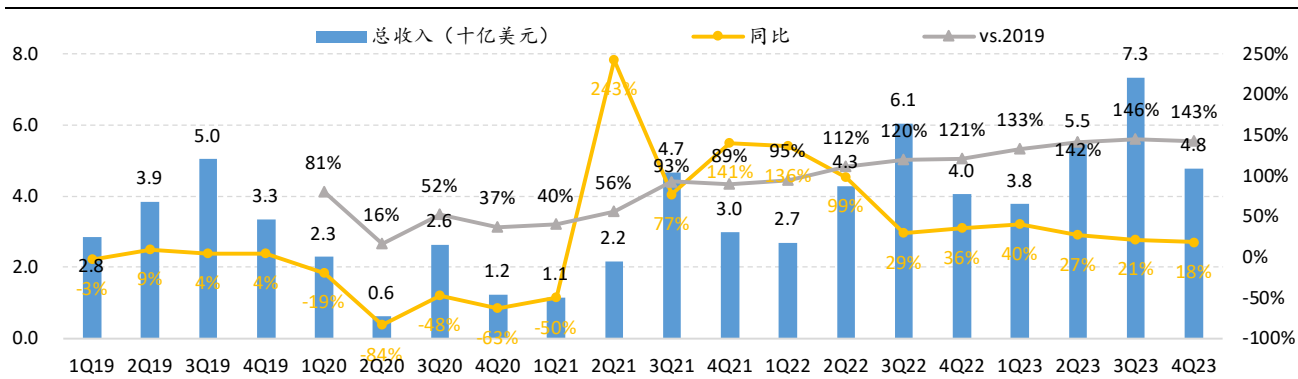
资料来源：公司资料，安信国际

4Q23 业绩概览

收入符合预期。4 季度总收入 48 亿美元，同比增 18%（汇率中性同比增 17%），对比 1/2/3 季度同比增速 40%/27%/21%，增速放缓，较 2019 年同期增速 43%，符合市场预期。从收入结构看，商户批发模式/代理模式收入为 25 亿美元/21 亿美元，同比增 39%/1%，占比为 52%/43%，批发模式收入占比提升，因公司层面战略倾斜，强化平台与商户的合作深度，提升平台的把控力。

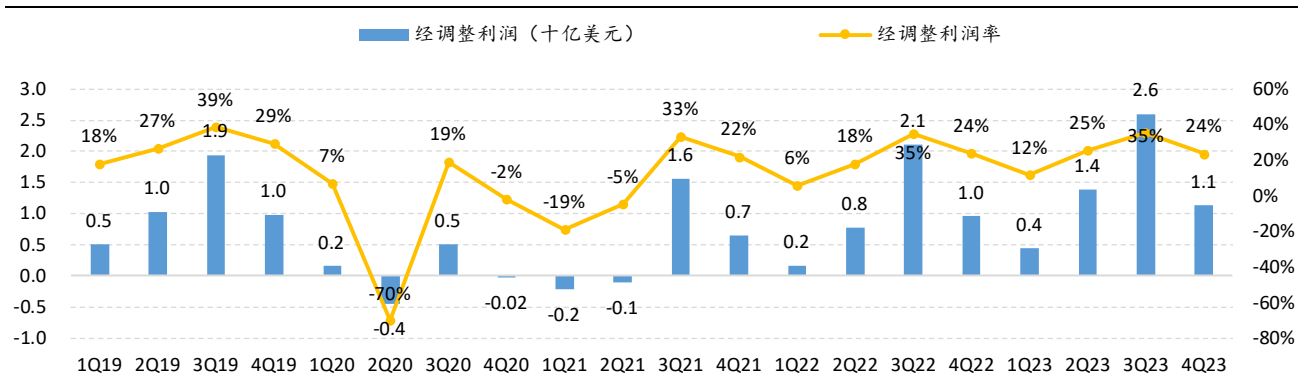
经调整净利润弱于预期。4 季度经调整净利润为 11 亿美元，弱于市场预期 13%，对比净利润为 2.2 亿美元，主要反映西班牙反垄断处罚决议草案（5.3 亿美元）及荷兰监管局养老金补缴（2.76 亿美元）影响。

图 6: 4Q23 总收入同比增 18%至 48 亿美元



资料来源:公司资料, 安信国际

图 7: 4Q23 经调整净利润 11 亿美元，利润率 24%

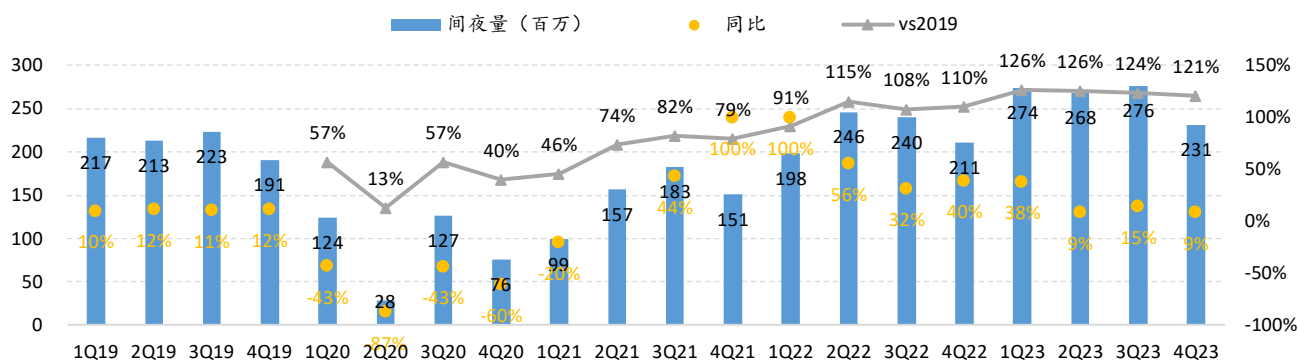


资料来源:公司资料, 安信国际

间夜量及交易额增速放缓。4 季度间夜量为 2.3 亿间夜，同比增 9%，较 2019 年同期增 21%，同比增速较前 3 季度放缓，受季节性因素及以色列战争影响。4 季度交易额 320 亿美元，同比增 16%（剔除汇率因素增 15%），较 2019 年同期增 53%，GMV 增速快于间夜量增长，反映 ADR 增长（同比增 4%）。

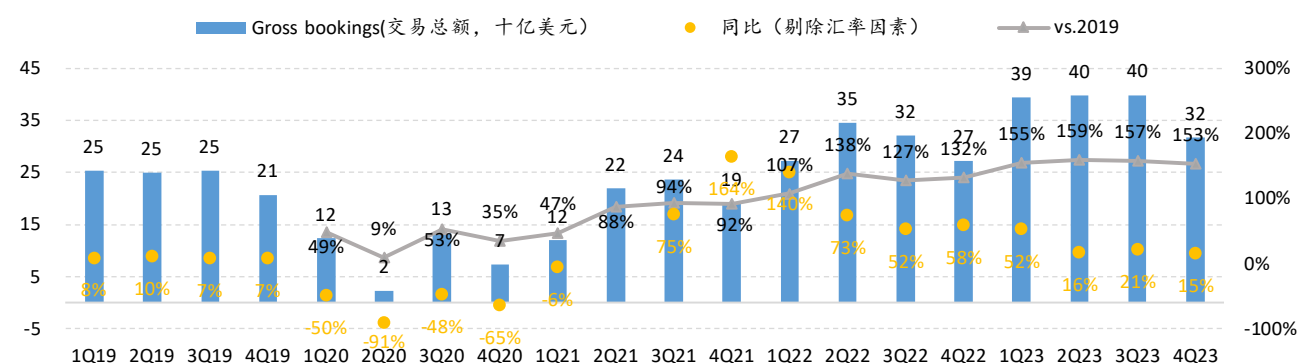
间夜量增长特点：1) 国际间夜量（用户预订国外住宿）占比 50%，对比 4Q22 为 48%。2) 移动端预订量占比提升至 49%，对比 4Q22 为 44%。3) 非标住宿间夜量同比增 19%，快于整体间夜量增速。

图 8:间夜量趋势: 4Q23 间夜量同比增 9%, 较 2019 年同期增 21%



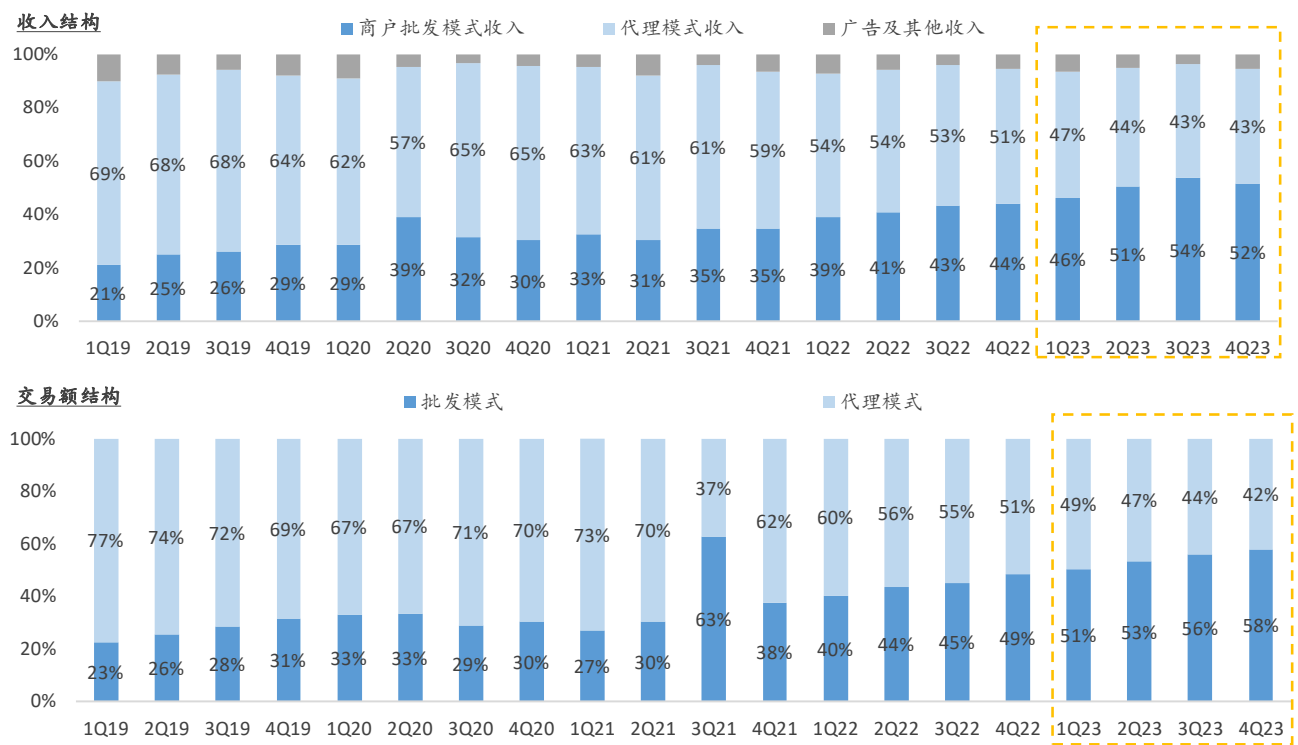
资料来源:公司资料, 安信国际

图 9: 交易总额趋势: 4Q23 同比增 15% (剔除汇率影响后), 较 2019 年同期增 53%



资料来源:公司资料, 安信国际

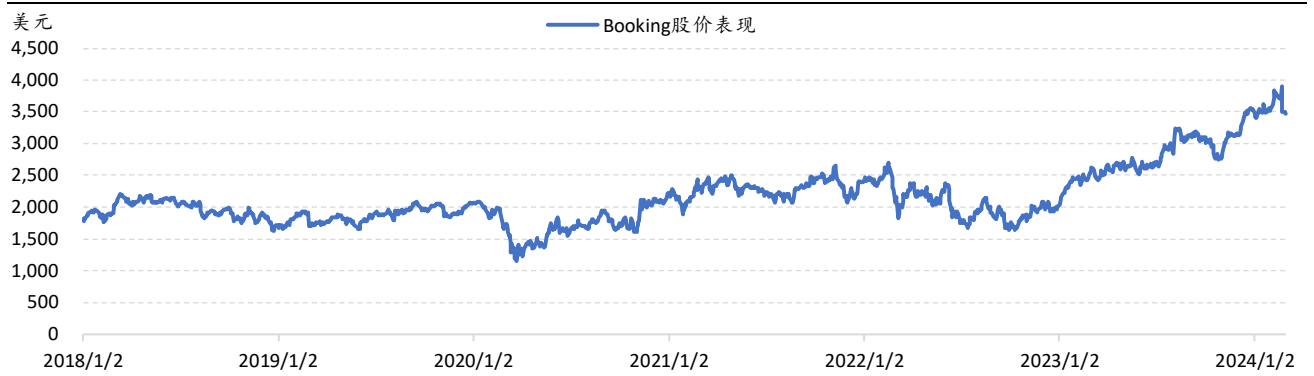
图 10: 业务模式向商户批发模式战略转型, 4Q23 批发模式交易额/收入占比提升至 58%/52%



资料来源:公司资料, 安信国际

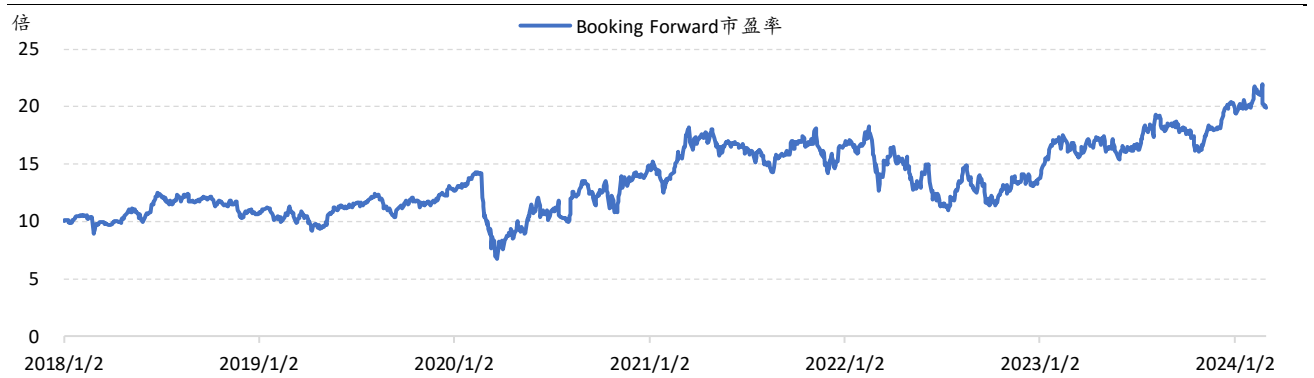
股价及估值表现

图 11: Booking 股价表现



资料来源:彭博, 安信国际 (截至 2024 年 3 月 1 日收盘)

图 12: Booking 前瞻市盈率表现



资料来源:彭博, 安信国际 (截至 2024 年 3 月 1 日收盘)

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010