

20 July 2022

How will travel-related consumer industries recover in the post-pandemic era - Lessons from U.S. consumer market Outperform (Maintain)

Investment Thesis

- Covid-19, beginning in late 2019, has completely changed lifestyle of residents around the world, and significantly affected people's travel behavior and various industries closely related to travel. This report intends to review the U.S. consumer market and find out 1) How travel-related industries are affected by the Covid-19, 2) Recovery status of aviation, tourism, retail and travel-retail industries, and 3) Financial indicators and future prospects of relevant listed firms. We expect to provide some implications for the post-pandemic recovery outlook of China's travel-related consumer industries.
- **Three stages of Covid-19 control measures in the U.S.:** 1) early 2020 - June 2020: complete entry restrictions, 2) June 2020 - late 2021: relaxation of policy, 3) late 2021 - now: full lifting of entry restrictions.
- **U.S. residents' travel tendency: Short-distance travel increased in the post-pandemic era.** Before the Covid-19, Americans who traveled 1-3 miles on a daily basis accounted for the largest proportion. Due to international and interstate population movement restriction as well as working from home mode after the outbreak of the pandemic, the proportion of Americans whose daily travel distance fell within one mile significantly increased and dominated.
- **Summary of the post-pandemic recovery characteristics of the U.S. travel-related consumer industries:** 1) **The overall recovery of travel-related consumption in the U.S. is more strongly correlated with the relaxation of travel restrictions.** Although new variants affected people's travel willingness in the short term, the U.S travel-related business has resumed continuously as travel restrictions continued to be lifted since June 2020. 2) **Degree of Covid-19 impact:** necessities and some optional consumer staples benefited, such as supermarkets and grocery stores offering daily necessities; most travel-related discretionary consumption suffered, of which the international travel related was most seriously impacted. 3) **Speed of recovery:** some experiential categories such as short-distance trip saw compensatory consumption with relatively rapid recovery; long-distance tour represented by Hawaii island tour exhibited consumption repatriation; other local discretionary consumption will gradually recover to the pre-pandemic level in 1-1.5 years; consumption related to international flights and trade is the slowest with only 70% of recovery.
- **Recommendation:** 1) **China Tourism Group Duty Free**, the leading duty-free company benefiting from consumption repatriation and high prosperity of Hainan's duty-free market when domestic travel is less restricted; 2) **Hainan Development Holdings Nanhai, Hainan Haiqi Transportation Group**, and **Haikou Meilan International Airport**, whose business are positively related to the prosperity of Hainan's duty-free market; 3) **Shanghai International Airport, Beijing Airport**, and **Guangzhou Baiyun International Airport**, which will benefit from the resumption of international flights.
- **Risks:** Worse-than-expected macroeconomic recovery; Reduced consumption willingness of residents; lower-than-expected trip recovery due to sporadic pandemic resurgence.

Valuation of Key Companies (As of June 7, 2022)

Stock Code	Company	Market Cap (RMB bn)	Closing Price (RMB)	EPS			PE			Rating
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601888	CTG Duty Free	360.82	184.80	4.94	5.55	7.71	37.38	33.30	23.97	Outperform
600009	SH Intl Airport	93.65	48.60	-0.89	-1.12	1.12	-	-	43.39	Outperform

Data Source: Wind, Soochow Securities (HK)

Research Analyst
Shirui Ouyang
 (852) 3892 3120
 ouyangshirui@dwzq.com.hk

Industry performance



Related reports

《智能投影仪和扫地机器人 618 预售额高增, 极米, 科沃斯等品牌领先优势进一步扩大》

2022-06-05

《2022 年 618 化妆品预售数据速递: 华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等国货龙头表现突出》

2022-05-29

《海南免税企业集群起底深度梳理》

2022-05-25

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **吴劲草 (Jingcao Wu)** and **石祥瑞 (Yixuan Shi)**.

免税行业专题(二):以第一大消费市场美国为例,出行消费产业链如何疫后复苏? 增持(维持)

2022年07月20日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

投资要点

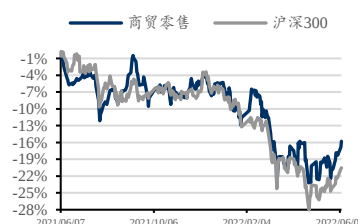
- **专题概要:** 始于2019年底的新冠疫情改变了世界各地的居民生活轨迹,对不管是居民出行行为本身还是与出行密切相关的各行各业均形成了重大的影响。我们试图在本文复盘作为全球第一大消费市场的美国:(1)出行相关行业是如何受到疫情影响的;(2)当前航空、旅游、零售及旅游零售行业复苏状况如何;(3)各行业上市公司财务指标和未来展望如何。希望能为全球第二大消费市场——中国的出行相关消费产业链疫后复苏展望提供一些参考。
- **美国疫情防控政策变化经历三阶段:** (1)2020年初-2020年6月:全面入境限制;(2)2020年6月-2021年底:政策松绑;(3)2021年底-至今:入境限制放开。
- **美国居民出行倾向:** 疫情后民众出行结构呈现短程化特征。疫情前,美国民众日常出行距离在1-3英里的人次占比最大。疫情出现后,由于国际和州际人口流动受限、居家办公成为普遍的工作模式,美国民众出行结构上大量日常出行距离集中在1英里以内,较疫情前人次显著增多,1英里以上的各级别出行行为均较疫情前减少。
- **经过对各出行相关消费产业链的业务、财务数据进行汇总分析,总结出美国出行产业链疫后复苏的节奏与特征:**
 - ✓ **美国的出行相关消费的整体恢复与出行限制放开相关性更强。**新的变异病毒在短期内对出行意愿有冲击,但由于自2020年6月以来美国出行限制持续放开,出行产业链的业务数据修复基本是连续的。
 - ✓ **受疫情冲击程度上看:** 必选消费及部分可选刚需消费受益,以商超、日用品杂货店为代表;大部分非刚需出行相关消费受损,其中受损程度最高的为国际往来相关的出行消费。
 - ✓ **从恢复节奏上来看:** 部分体验型品类出现疫后报复性消费的状况,修复较快,如短途休闲游;以夏威夷赴岛游为代表的长途休闲游出现消费回流特征;其他本土可选消费在1-1.5年逐步恢复到疫情前水平;与国际通航和国际经济往来有关的出行消费需求恢复最慢,目前仅仅恢复到七成水平。
- **相关标的:** 推荐受益消费回流、国内出行通畅时海南赴岛旅游高景气的免税龙头中国中免;关注与海南免税销售市场繁荣程度正相关的海南发展、海汽集团、海南机场、美兰空港;关注未来国际通航预期有望出现改善的上海机场、北京首都机场、白云机场。
- **风险提示:** 宏观经济恢复不及预期的风险,居民消费意愿降低的风险,疫情反复造成出行人数不及预期的风险

重点公司估值(截至2022年6月7日)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601888	中国中免	3,608.17	184.80	4.94	5.55	7.71	37.38	33.30	23.97	买入
600009	上海机场	936.50	48.60	-0.89	-1.12	1.12	-	-	43.39	增持

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

行业走势



相关研究

《智能投影仪和扫地机器人 618 预售额高增,极米,科沃斯等品牌领先优势进一步扩大》

2022-06-05

《2022 年 618 化妆品预售数据速递: 华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等国货龙头表现突出》

2022-05-29

《海南免税企业集群起底深度梳理》

2022-05-25

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持,尤其感谢吴劲草和石海瑄的指导。

内容目录

1. 美国疫情及防疫政策变化复盘	6
1.1. 疫情阶段复盘：新冠病毒及三种变异毒株 Alpha/Delta/Omicron 形成四波冲击	6
1.2. 防疫政策变化复盘	7
2. 美国出行恢复现状：日常短程出行人数超过疫情前，民众出行结构呈现短程化特征	9
3. 从航空、旅游、零售及旅游零售等出行产业链数据看出行消费恢复情况	12
3.1. 航空：国内航线拉动复苏，静待国际需求持续恢复	12
3.1.1. 航司业务数据：产能恢复至疫情前同期八成以上，因国际旅行承压，客座率离疫情前水平仍有距离	12
3.1.2. 航司财务数据：收入恢复程度不及产能投入	14
3.1.3. 国际航协预计北美地区客流量将于 2023 年全面复苏，全球范围航空客运复苏预计在 2024 年	15
3.2. 旅游景区：消费回流特征明显，本土旅行景气正当时	17
3.2.1. 景区业务数据：景区消费呈现消费回流趋势，休闲出行整体景气，国际游客缓慢恢复	17
3.2.2. 景区财务数据：美国本土旅游需求回流带动景区收入水平超过疫情前	19
3.3. 酒店：房价基本回归，需求的进一步恢复有望驱动房价弹性	21
3.3.1. 酒店业务数据：ADR 恢复至疫情前水平，叠加入住率反弹，带动 RevPAR 增长	21
3.3.2. 酒店财务数据：需求回暖带动酒店业盈利能力恢复	22
3.4. 零售：商超、杂货店等必选消费受益，美妆、百货等可选消费零售现已恢复	23
3.4.1. 疫情期间商超受益于必选消费刚需及政府纾困政策	23
3.4.2. 其他零售企业经营情况有所分化，目前销售额及同店均恢复至疫情前水平	25
3.4.3. 刚需民生消费零售业态财务表现稳中有升，香化、服饰零售业态盈利能力恢复	26
3.5. 旅游零售：随国际出行放开有序修复	28
4. 出行产业链疫后复苏总结	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1:	2020 年 2 月-2022 年 5 月美国每百万人中的新增新冠病例确诊及日均死亡人数	6
图 2:	2019 年 12 月-2021 年 12 月美国乘客数量恢复状况 (当周数据/2019 年同期)	9
图 3:	2019 年-2022 年美国航班周度起飞架次 (单位: 架次)	10
图 4:	2019-2022 年美国国内航班周度起飞架次	10
图 5:	2019-2022 年美国国际航班周度起飞架次	10
图 6:	2019-2022 年加拿大至美国客运车辆数量 (辆)	11
图 7:	2019-2022 年墨西哥至美国客运车辆数量 (辆)	11
图 8:	2022 年 2 月及 2019-2022 年美国民众出行结构 (按出行距离拆分, 人次)	11
图 9:	美联航及西南航空旅客数量 (万人次)	12
图 10:	美联航及西南航空旅客数量恢复程度	12
图 11:	2019Q1-2022Q1 四大航司 ASMs (亿英里)	13
图 12:	各航司 ASM 较 2019 年恢复程度	13
图 13:	2019Q1-2022Q1 美国航司 RPMs (亿英里)	13
图 14:	各航司 RPM 较 2019 年恢复程度	13
图 15:	2019Q1-2022Q1 美国四大航空公司客座率 (%)	14
图 16:	美国四大航空公司总收入 (亿美元)	14
图 17:	各航司总收入较 2019 年恢复程度 (%)	14
图 18:	2018-2021 年美国航空公司国内 (包含加拿大) 收入客公里占总体比例	15
图 19:	2019Q1-2022Q1 美国四大航空公司经营利润率	15
图 20:	2020 年 1 月-2021 年 1 月全球旅行限制严格程度指数变动	16
图 21:	国际航协预计 2024 年全球客运总量将恢复到 2019 年水平	16
图 22:	全球疫情放开后的客流恢复水平	17
图 23:	全球主要地区客流恢复水平	17
图 24:	2019-2021 年黄石国家公园月度游客数 (万人次)	18
图 25:	2008-2021 年大雾山国家公园游客数 (百万人次)	18
图 26:	2016-2020 年奥兰多游客数 (万人次)	19
图 27:	2019-2022 年夏威夷月度旅客数 (万人次)	19
图 28:	夏威夷美国旅客数量较 2019 年同期恢复程度	19
图 29:	FY2020Q2-FY2022Q2 迪士尼美国公园收入	20
图 30:	2020-2021 年迪士尼游乐园运营周数 (周)	20
图 31:	2018-2022 年环球影城主题乐园收入	20
图 32:	环球影城主题乐园经调整后 EBITDA	20
图 33:	万豪北美及希尔顿美国 RevPar 数据	21
图 34:	万豪北美及希尔顿美国 RevPar 恢复程度	21
图 35:	万豪北美及希尔顿美国 ADR 数据	21
图 36:	万豪北美及希尔顿美国 ADR 恢复程度	21
图 37:	2019Q1-2022Q1 万豪、希尔顿北美地区入住率	22
图 38:	2019Q1-2022Q1 万豪北美地区收入及增速	22
图 39:	2017-2021 年希尔顿美国地区收入及增速	22
图 40:	2018Q1-2022Q1 万豪北美地区净利润	23
图 41:	2018Q1-2022Q1 万豪北美地区净利率	23
图 42:	各大超市美国本地业务销售额 (亿美元)	23

图 43:	疫情后当季本土收入较疫情前同期收入均有提升.....	23
图 44:	各大商超美国本地业务同店销售额同比.....	24
图 45:	各大超市美国本地业务同店交易数量同比.....	24
图 46:	各大超市美国本地业务同店客单价同比.....	24
图 47:	沃尔玛美国线上销售额占总体比例.....	25
图 48:	Target 线上销售额占总体比例	25
图 49:	各零售商美国本地业务销售额（亿美元）	25
图 50:	各零售商当季收入恢复程度分化.....	25
图 51:	其他零售上市公司美国本地业务同店销售额同比.....	26
图 52:	Ulta 同店交易数量及客单价同比.....	26
图 53:	各大商超美国本地业务经营利润率.....	27
图 54:	日用杂货店及药品零售店美国本地业务经营利润率.....	27
图 55:	百货及美容零售店美国本地业务经营利润率.....	28
图 56:	Dufry 按区域销售额（单位：百万瑞士法郎）	28
图 57:	Dufry 按区域营收恢复程度（%）	28
图 58:	美国国际航班旅客数（季调，左轴）及其较 2019 年恢复程度（右轴）	29
图 59:	美国本土出行产业链关键业务数据恢复程度（当季度数据/2019 年同期）汇总	29
表 1:	2020 年 1 月-2022 年 5 月美国防疫相关政策梳理	7
表 2:	美国认可的新冠疫苗品牌.....	8

始于 2019 年底的新冠疫情改变了世界各地的居民生活轨迹，对不管是居民出行行为本身还是与出行密切相关的各行各业均形成了重大的影响。我们试图在本文复盘作为全球第一大消费市场的美国：(1) 出行相关行业是如何受到疫情影响的；(2) 当前航空、旅游、零售及旅游零售行业复苏状况如何；(3) 各行业上市公司财务指标和未来展望如何。希望能够为全球第二大消费市场——中国的出行相关消费行业疫后复苏展望提供一些参考。

1. 美国疫情及防疫政策变化复盘

1.1. 疫情阶段复盘：新冠病毒及三种变异毒株 Alpha/Delta/Omicron 形成四波冲击

2020 年初新冠疫情在美国开始蔓延，后分别历经 Alpha/Delta/Omicron 三种变异毒株冲击。(1) 2020 年初，新冠病毒在美国开始蔓延，出现第一个死亡率高峰；(2) 2020 年底-2021 年初，新冠变异毒株 Alpha 传染性加强，叠加年底气候偏冷以及节假日的来临等因素，美国新冠病毒确诊病例达到第二波小高峰，期间死亡人数达到最高；(3) 2021 年 8-10 月，最早在 2020 年发现的印度 Delta 变异毒株盛行，死亡率出现第三个高峰；(4) 2022 年初：Omicron 变异毒株传染性极强、潜伏期较短，于 2022 年初在世界范围内快速扩散，由于病毒致死率较低，外加疫苗接种率提升，期间死亡人数出现第四个高峰，但未创新高。据约翰霍普金斯大学统计，截至 5 月 27 日，美国累计确诊新冠肺炎病例 8397 万例，累计死亡病例突破 100 万例。

图1：2020 年 2 月-2022 年 5 月美国每百万人中的新增新冠病例确诊及日均死亡人数



数据来源：约翰霍普金斯大学统计，东吴证券（香港）

1.2. 防疫政策变化复盘

美国防疫政策主要是围绕着入境、跨境、跨州等方面来制定的，大致能够分为3个阶段：

(1) 2020年初-2020年6月：全面入境限制

2020年初，全球新冠疫情爆发，美国在2020年上半年针对各个高风险国家颁布入境限制，同时3月起也进一步限制美国与加拿大、墨西哥之间的边境陆地入境口岸和渡轮码头。国内方面，虽然没有明确限制国内出行，但政府建议居民居家，减少非必要外出。

(2) 2020年6月-2021年底：政策松绑

2020年6月起，美国新冠疫情死亡人数有所下降，在这个阶段美国尝试阶段性恢复出行限制。入境方面，6月美国取消对巴林、比利时、德国、日本和英国等5个国家的旅行禁令；9月解除了高风险国家的航班到达限制。国内方面，美国大部分州政府提出来自高风险地区人员需隔离14天的相关规定。此外，2021年1月，美国颁布“口罩令”，搭乘公共交通工具时必须佩戴口罩。

(3) 2021年底-至今：入境限制放开

2021年11月，美国白宫宣布取消对中国、印度、英国、欧盟各国等33个国家的旅行限制，完成疫苗接种的游客可合法入境。自此，美国旅行禁令解除，此后将主要以疫苗接种作为入境许可的标准。2022年4月，美国取消公共场所的“口罩强制令”，标志对民众出行的限制几乎放开。

表1：2020年1月-2022年5月美国防疫相关政策梳理

时间	部门	政策概述	政策内容
2020/1	美国总统行政办公室 (EOP)	入境限制	过去14天内曾到过中国的非美国公民不能进入美国境内
2020/2	美国总统行政办公室 (EOP)	入境限制	过去14天内曾到过伊朗的非美国公民不能进入美国境内
2020/3	美国总统行政办公室 (EOP)	入境限制	过去14天内曾到过欧洲申根地区的非美国公民不能进入美国境内
2020/3	美国国土安全部 (DHS)	入境限制	对中国、伊朗和欧洲某些国家实施入境限制，美国公民、合法永久居民和直系亲属抵达美国后需进一步接受入境检查，并在到达目的地后自我隔离14天
2020/3	美国国土安全部 (DHS)	跨境限制	美国与加拿大和墨西哥达成协议，限制所有非必要的跨境旅行
2020/4	美国海关和边境保护局 (CBP)	签证	已获准离境的免签证计划旅客如果因新型冠状病毒无法离开美国，可申请将其入境期限再延长30天
2020/6	美国国防部 (DOD)	入境限制放开	取消对巴林、比利时、德国、日本和英国等5个国家的旅行禁令
2020/6	各州政府	跨州限制	纽约州、新泽西州、康涅狄格等州要求来自高风险州的游客至少隔离14天

2020/9	国土安全部 (DHS)	入境限制放开	解除航班到达限制，来自特定高风险国家的航班可在任意机场降落
2021/1	疾病预防控制中心 (CDC)	出行命令	要求在公共运输工具上或在交通枢纽场所的人民佩戴口罩
2021/10	疾病预防控制中心 (CDC)	入境命令	要求抵美旅客 1 天内有效的病毒阴性证明（核酸或抗原）
2021/11	白宫	入境限制放开	宣布美国政府将放弃以前对于逐个国家的限制，并采取主要以疫苗接种来推进旅行恢复的旅游政策
2021/11	国土安全部 (DHS)	入境限制放开	接种新冠疫苗的外国公民可通过陆地入境口岸和渡轮码头进入美国，即向加拿大、墨西哥等国的非必需旅行者开放边境
2022/1	国土安全部 (DHS)	入境政策	通过美墨、美加边境陆地入境口岸和渡轮码头进入美国的外国旅客需要接种新冠疫苗
2022/1	疾病预防控制中心 (CDC)	入境命令	所有前往美国的航空乘客需要持有航班起飞前 1 天内的病毒阴性证明
2022/4	疾病预防控制中心 (CDC)	出行建议	取消公共交通运输工具和交通枢纽的口罩强制令，但仍继续建议人们在室内公共交通环境中佩戴口罩
2022/5	疾病预防控制中心 (CDC)	出行建议	不建议阳性、有症状、等待检疫结果、密接隔离的群众出行
2022/5	疾病预防控制中心 (CDC)	入境命令	非美国公民、非美国移民入境时必须完成新冠疫苗全程接种才被允许登机

数据来源：美国总统行政办公室，美国国土安全部，美国海关和边境保护局，美国白宫，美国疾病预防控制中心，美国国防部，东吴证券（香港）

截至 2022 年 5 月，通过要求起飞前病毒检测和疫苗接种证明，美国已实现符合要求的旅客的跨境流动。其中病毒检测包括核酸或抗原检测，广泛接受全世界各地的疫苗品种。美国境内跨州人口流动取决于各州疫情状况和各州府出台的旅行限制，各州政策也陆续放松。

表2：美国认可的新冠疫苗品牌

	美国食品和药物管理局批准的疫苗	世界卫生组织批准的疫苗	已确认疗效的临床试验疫苗
单剂疫苗	强生（美国）	强生（美国）	
	辉瑞（美国）	辉瑞（美国）	Medicago（加拿大）
	Moderna（美国）	Moderna（美国）	
		阿斯利康 Vaxzevria（英国、瑞典）	
		Covaxin（印度）	
2 剂疫苗		Covishield（印度）	
		国药（中国）	
		科兴（中国）	
		Novavax（美国）	
		Covovax（印度）	
		康希诺（中国）	

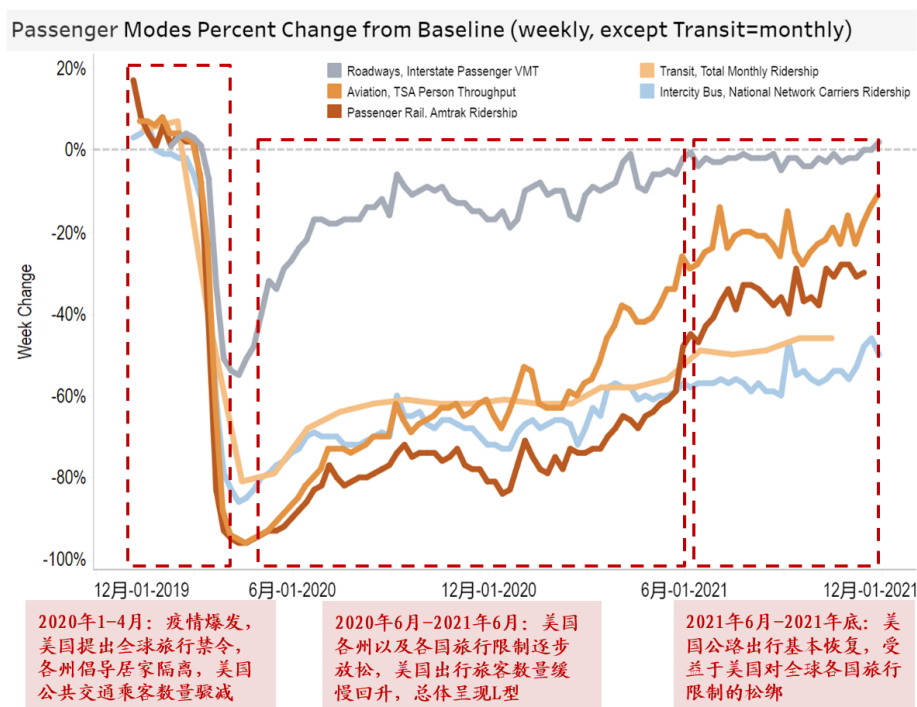
数据来源：美国疾病预防控制中心，东吴证券（香港）

2. 美国出行恢复现状：日常短程出行人数超过疫情前，民众出行结构呈现短程化特征

2020 年初美国旅行禁令导致旅客数量断崖下跌，同年 6 月起出行政策放开，客运行业缓慢恢复。从整体出行数据来看，2020 年初，美国进入公共卫生紧急状态，过去 14 天内去过 33 个高风险国家的非美国公民在疫情期间被禁止进入美国。2020 年初联邦政府提出全球范围内的旅行禁令以及各州倡导居家并阻止跨州旅行，导致美国出行旅客数量急剧下降。随着 2020 年 6 月美国 39 个州以及巴林、比利时、德国、日本、英国等 5 国的旅行限制解除，美国出行旅客数量缓慢回升，恢复曲线总体呈现 L 型。

从旅客恢复程度来看，公路>航空>铁路>城际巴士。公路出行恢复情况较佳，2021 年末已回升至疫情前水平。作为长途旅行主要方式的航空、铁路和城际巴士均离疫情前水平有一定差距，其中航空旅客恢复情况相对较好，铁路其次。

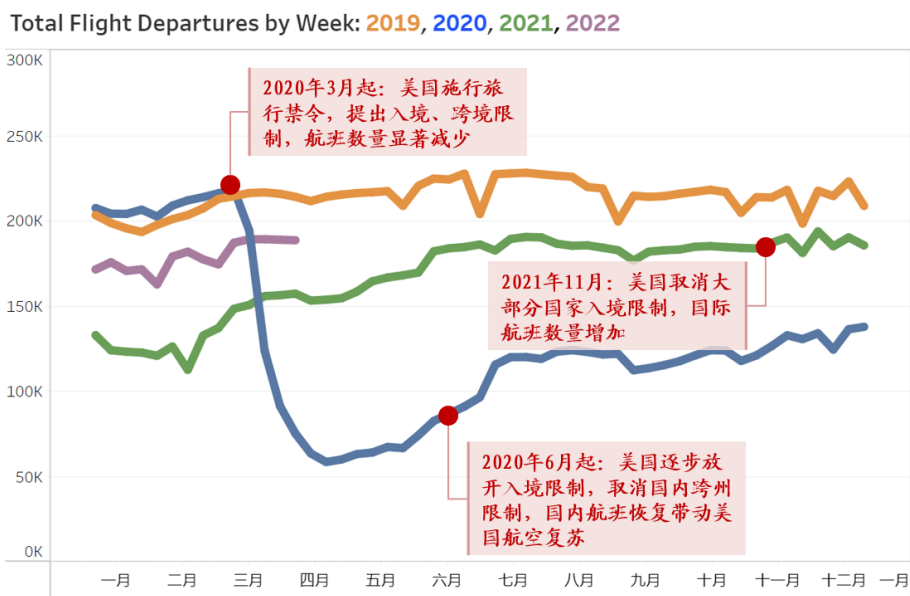
图2：2019 年 12 月-2021 年 12 月美国乘客数量恢复状况（当周数据/2019 年同期）



数据来源：美国交通部，东吴证券（香港）

2022 年以来，美国航空业乘客数量恢复到 2019 年疫情前的 85% 左右，国内航线恢复状态优于国际航线。从航空数据看，2022 年以来航班数量在每日 17 万架次左右，总体呈增长趋势。约为疫情前约 20 万架次的 85% 水平。

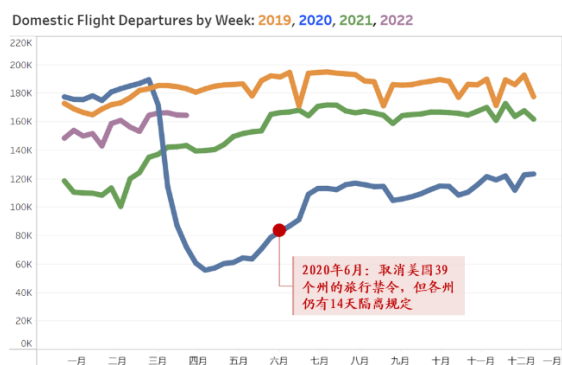
图3: 2019年-2022年美国航班周度起飞架次(单位: 架次)



数据来源: 美国交通部, 东吴证券(香港)

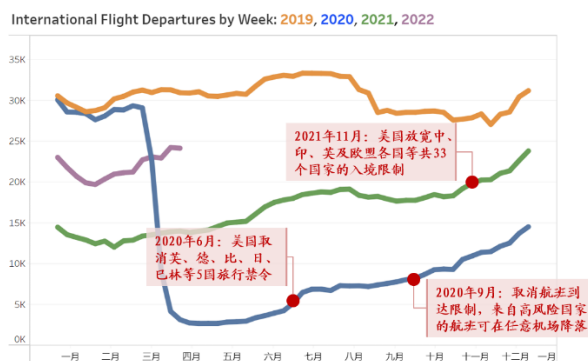
美国航空业在疫情初期受到较大影响, 随着政策放开国际及国内航班持续复苏, 且国内航线恢复较快。美国 2020 年初进入公共卫生紧急状态, 一系列入境限制影响了国际航班, 同时各州对于居民居家隔离的建议也影响了国内航班。自 2020 年 6 月开始, 美国各州及入境政策均有所放开。国内方面, 2020 年 6 月美国取消 39 个州的旅行禁令, 但从高风险区域进入者仍需隔离 14 天。国际方面, 从 2020 年 6 月起解除 5 国旅行禁令到 2021 年 11 月放宽中、印、英、欧盟等 33 国入境限制, 美国国内及国际航班架次总体呈现出不断恢复的趋势。2022 年以来, 国内航班日均架次为 14-17 万架之间, 较疫情前的 16-18 万架少 10% 左右; 国际航班日均架次为 2-2.5 万架之间, 较疫情前的 2.8-3 万架少 20%-30%。总体来看, 国内航线恢复状态优于国际航线。

图4: 2019-2022 年美国国内航班周度起飞架次



数据来源: 美国交通部, 东吴证券(香港)

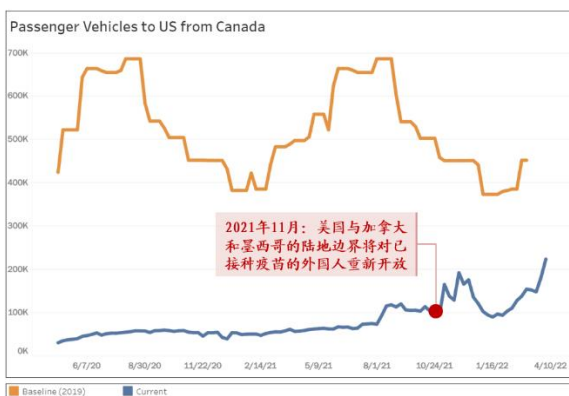
图5: 2019-2022 年美国国际航班周度起飞架次



数据来源: 美国交通部, 东吴证券(香港)

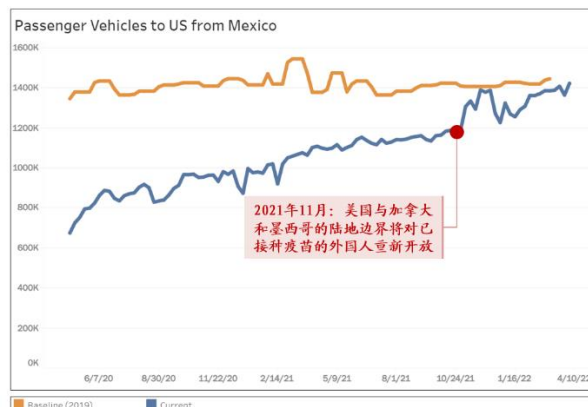
美国陆路跨境流动持续复苏，美墨流动恢复程度好于美加。2020年3月，疫情下美国与加拿大和墨西哥达成协议，限制所有非必要的跨境旅行，因此美加和美墨间短途客运的需求受到一定挑战。2021年11月，美国取消国际游客禁令，短途方面，美国也重新开放了加拿大和墨西哥的陆地边界。自2021年11月起，美国短途跨境旅行呈波动复苏状态。截至2022年4月，加美之间客运车辆数量大约恢复至2019年的40%-50%，墨美间短途客车数量已经基本恢复到2019年水平。

图6: 2019-2022年加拿大至美国客运车辆数量(辆)



数据来源: 美国交通部, 东吴证券(香港)

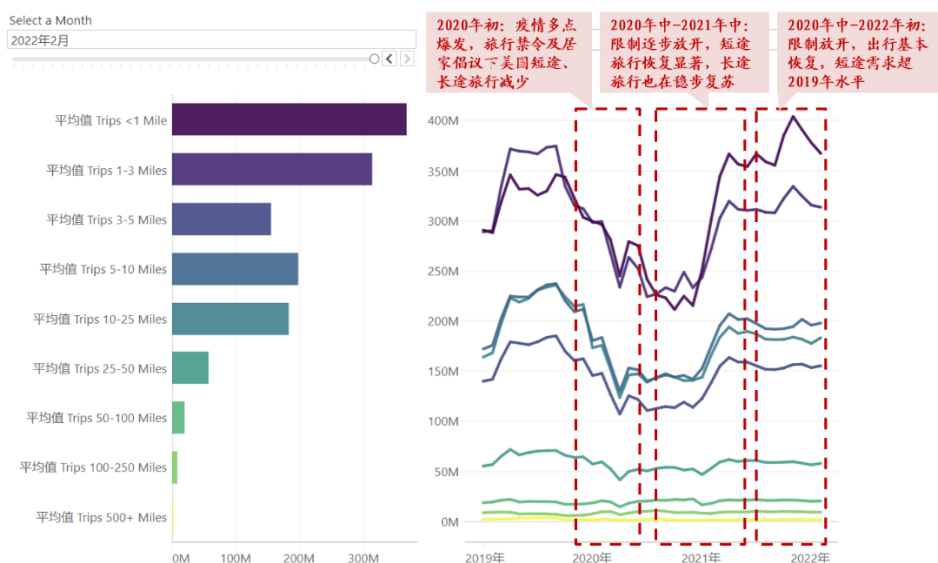
图7: 2019-2022年墨西哥至美国客运车辆数量(辆)



数据来源: 美国交通部, 东吴证券(香港)

美国疫情后民众出行结构呈现短程化特征。疫情前，美国民众出行日常出行距离在1-3英里的人次占比最大。疫情出现后，由于国际和州际人口流动受限、居家办公成为普遍的工作模式，美国民众出行结构上大量日常出行距离集中在1英里以内，较疫情前人次显著增多，1英里以上的各级别出行行为均较疫情前减少。

图8: 2022年2月及2019-2022年美国民众出行结构(按出行距离拆分, 人次)



数据来源: 美国交通部, 东吴证券(香港)

我们接下来从航空、旅游（景区及酒店）、零售及旅游零售等多个出行消费角度还原美国消费者经历疫情后的消费意愿和倾向的变化历程。

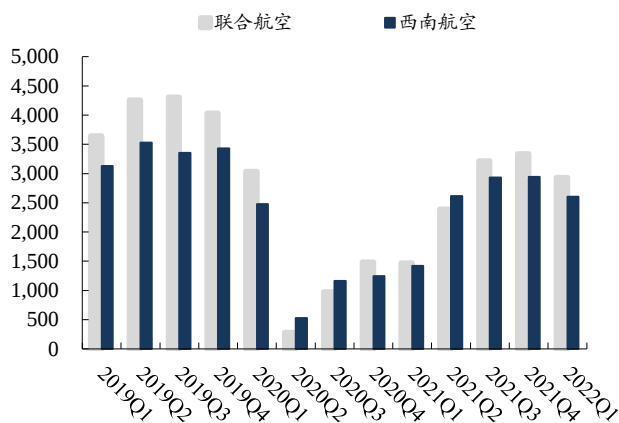
3. 从航空、旅游、零售及旅游零售等出行产业链数据看出行消费恢复情况

3.1. 航空：国内航线拉动复苏，静待国际需求持续恢复

3.1.1. 航司业务数据：产能恢复至疫情前同期八成以上，因国际旅行承压，客座率离疫情前水平仍有距离

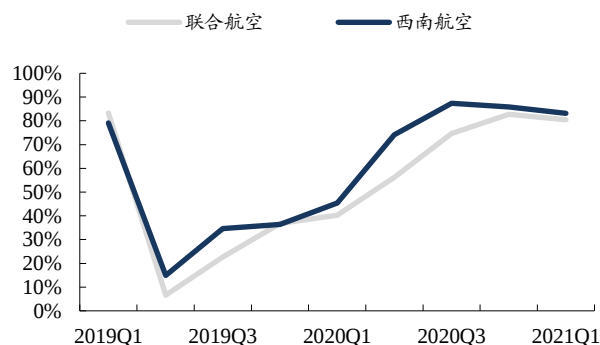
从美联航及西南航空披露旅客数量来看，目前恢复到疫情前的八成以上，Q1 受奥密克戎疫情影响略微回撤，幅度有限。从季度数据来看，2019 年各季度联合航空、西南航空旅客数量分别在 4000 万、3500 万左右，呈现周期性小幅波动。2020 年新冠疫情影响下，Q2 旅客数量断崖式下跌，后随着 6 月美国入境及跨州出行政策限制逐渐解除，旅客数量呈现逐季度回升趋势。2021 年底，美国取消国际游客禁令，旅客数量在 2021Q3、Q4 也回升到疫情前的 80% 以上。2022 年 Q1 恢复程度受到奥密克戎疫情影响较 Q4 略有回撤。

图9：美联航及西南航空旅客数量（万人次）



数据来源：公司公告、东吴证券（香港）

图10：美联航及西南航空旅客数量恢复程度



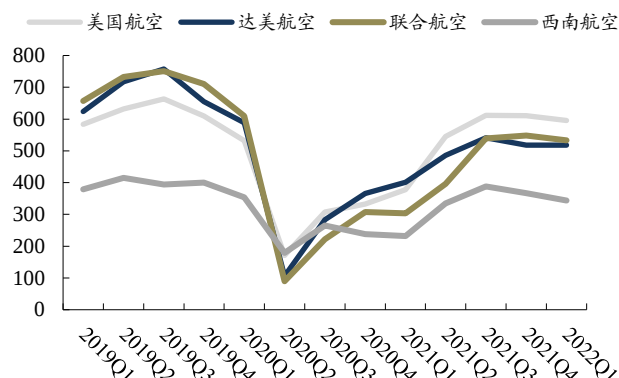
注：本文恢复程度均由当期数据/2019 年同期数据计算而得

数据来源：公司公告、东吴证券（香港）

四大航司的 ASM 恢复到疫情前的 81-102%。美国四大航司美国航空、达美航空、联合航空、西南航空在 2019 年 ASM 总计占美国的接近 80%。ASM (Available Seat Miles) 可用座英里数通常是航空公司当季投入产能的表征，2020 年初的疫情爆发，各国、各州颁布旅行禁令，导致大量航班取消、停飞，各航司 ASM 急剧下滑。2020 年 6 月美国取消跨州旅行限制，国内航线拉动航司业务逐步恢复。2021Q3 起，美国对国际旅客开放，

四大航司的 ASM 恢复到疫情前的 81%-102%。

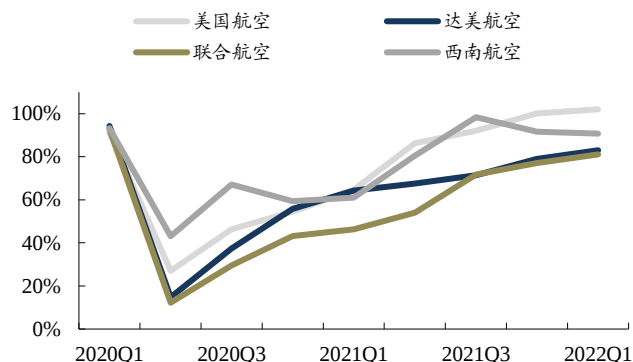
图11: 2019Q1-2022Q1 四大航司 ASM (亿英里)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券 (香港)

注: ASM 为 Available seat miles, 可用座英里数

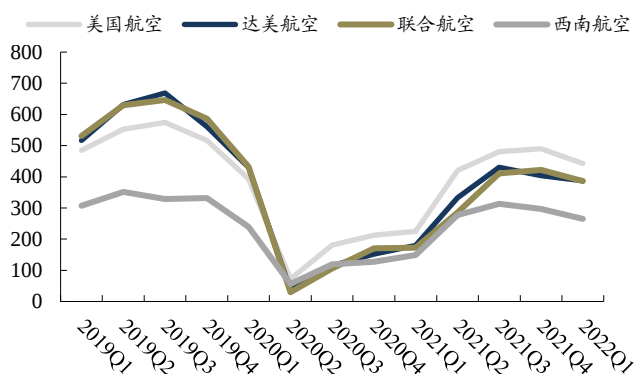
图12: 各航司 ASM 较 2019 年恢复程度



数据来源: 各公司公告, 东吴证券 (香港)

四大航司的 RPM (收入客英里数) 恢复到疫情前的 73-91%。RPM 为航空公司当季实际产生收入的客公里数, 其恢复程度较 ASM 恢复程度差, 如美国航空以 2019 年同期 102% 的 ASM 实现了 91% 的 RPM; 西南航空以 91% 的 ASM 实现了 86% 的 RPM。根据美国航空业绩会公开交流表示, 国内休闲游需求旺盛, 已超过疫情前同期水平; 商务需求仍待恢复, 在疫情前 80% 水平; 国际板块收入恢复程度较差, 约为疫情前 50%。

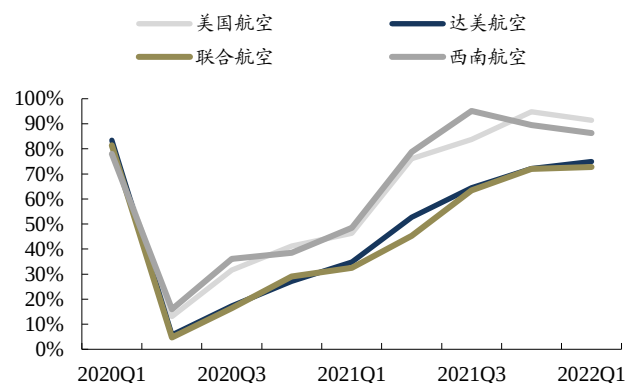
图13: 2019Q1-2022Q1 美国航司 RPMs (亿英里)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券 (香港)

注: RPM 为 Revenue passenger miles, 收入客英里数

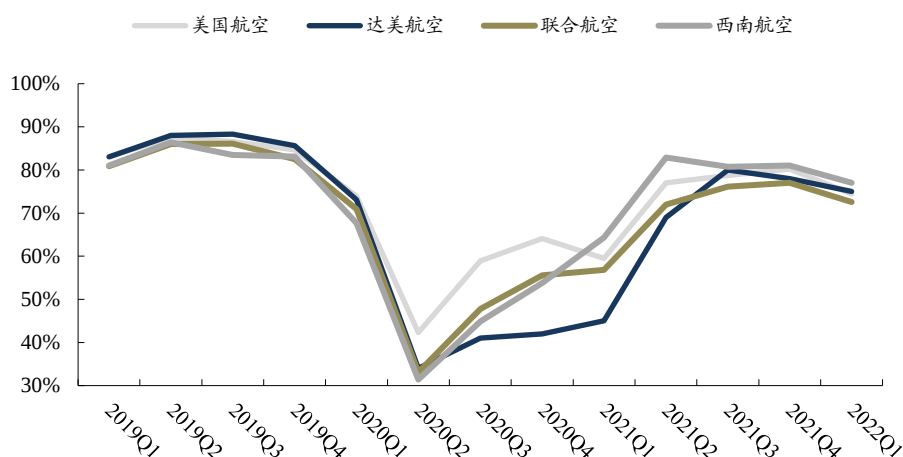
图14: 各航司 RPM 较 2019 年恢复程度



数据来源: 各公司公告, 东吴证券 (香港)

整体客座率仍待持续复苏。客座率即为 RPM/ASM (收入客英里除以可用座英里) 计算可得。由于航司实现的收入客英里恢复程度普遍较可用座英里程度差, 相应可得客座率并未恢复至疫情前水平。随着需求复苏带动客座率持续攀升, 航司可普遍实现利润的转正与修复。

图15: 2019Q1-2022Q1 美国四大航空公司客座率 (%)

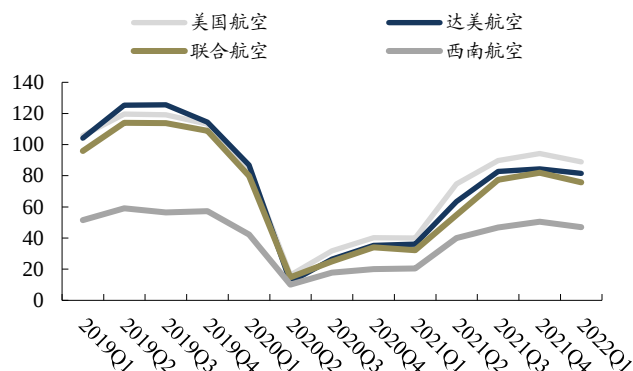


数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

3.1.2. 航司财务数据: 收入恢复程度不及产能投入

国内航线收入拉动美国航空公司总收入恢复到疫情前的 78%-91%。2020Q3 以来, 美国航司收入呈现逐季度增长的趋势, 2022Q1 航司总收入普遍恢复到疫情前的八成到九成。国内航线收入增长是拉动航司业绩的主要因素。

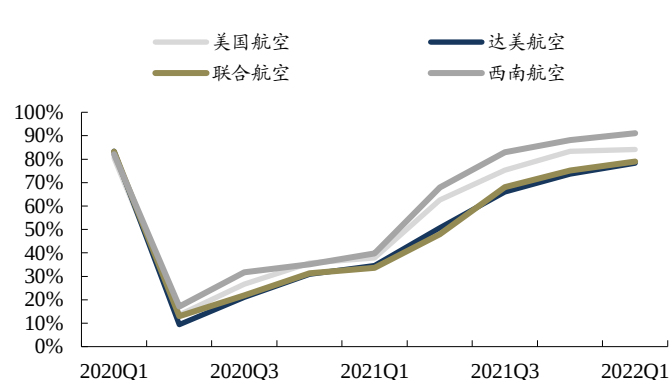
图16: 美国四大航空公司总收入 (亿美元)



注: 达美航空营收为扣除炼油厂部分收入计算。

数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

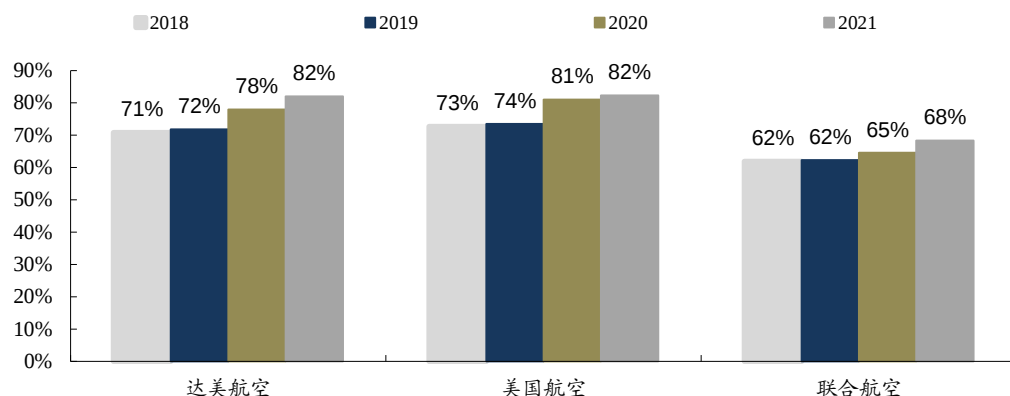
图17: 各航司总收入较 2019 年恢复程度 (%)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)测算

疫情前国际航班(不包含加拿大)收入占比三到四成左右, 结构上有待进一步恢复。2020 年以来, 美国国内旅行限制取消但对入境仍有所限制, 各航司国内收入结构占比持续上行。随着 2021 年美国取消国际游客禁令, 且各国间入境、出境限制均有所放开, 国际航线的陆续恢复将带动总收入进一步增长, 国际/国内占比将向疫情前逐步靠拢。

图18: 2018-2021 年美国航空公司国内（包含加拿大）收入客公里占总体比例

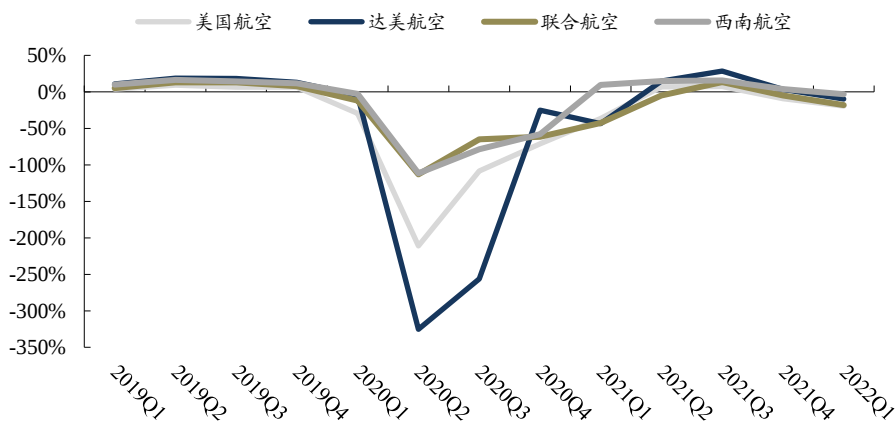


数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

注：联合航空为国内收入占总收入比例

需求持续回暖带动航司盈利能力改善，但较 2019 年仍存在一定差距。新冠疫情冲击对美国各大航司的盈利能力产生了重大影响。后随着美国国内旅行限制的放松，旅行需求不断恢复，带动公司经营利润率以及净利率触底回升，于 2021 年 Q2-Q3 旺季实现盈利，进入淡季后叠加奥密克戎疫情及油价上涨重归亏损。预计国际业务将逐步回暖，带动各大航司盈利能力进一步改善。

图19: 2019Q1-2022Q1 美国四大航空公司经营利润率



数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

总结来看，由于国际航线仍未完全恢复、航司产能仍有富余，由国内休闲游繁荣驱动的美国航空业当前状况相对疫情前价跌量涨，叠加油价成本压力，盈利能力还未释放，预计随着国际航线的逐步修复和成本压力的缓解，有望释放业绩弹性。

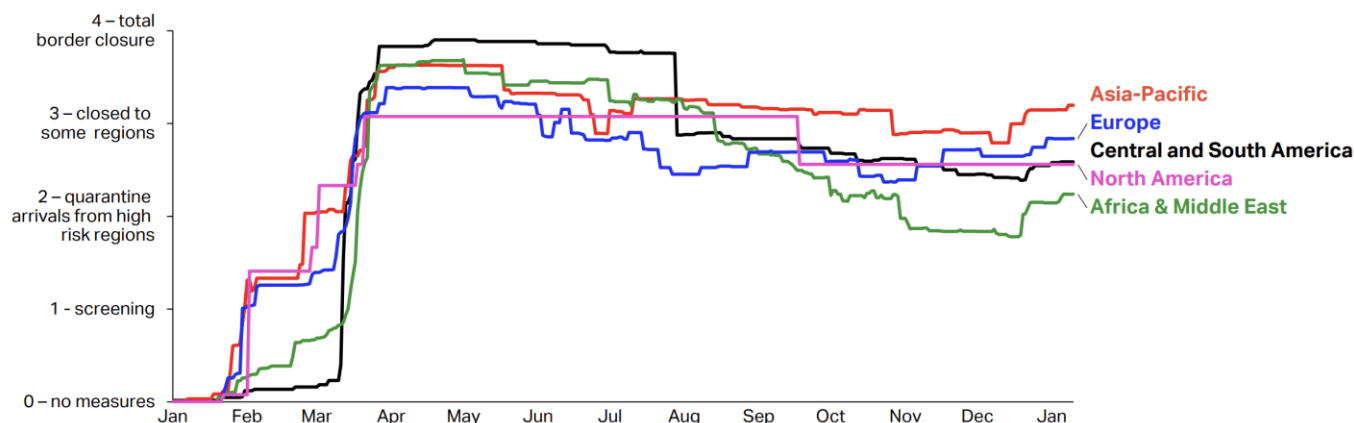
3.1.3. 国际航协预计北美地区客流量将于 2023 年全面复苏，全球范围航空客运复苏预计在 2024 年

自 2020 年下半年以来，各国对于旅行限制持续放宽。根据国际航空运输协会量化测算的全球旅行限制程度看来，各国旅行限制自 2020 年下半年开始逐渐放松。世卫组

织 2022 年 1 月发布公告，建议各国取消或者放宽旅行限制。同时，国际卫生条例紧急委员会提出，2022 年 7 月初至少实现 70% 的疫苗接种率，并将新冠疫苗接种纳入日常卫生服务中。随着各国对于旅行限制的逐步放宽以及全球范围内疫苗接种率的提升，未来全球国内及国际客流将持续增长，带动航空业回暖。

图20: 2020 年 1 月-2021 年 1 月全球旅行限制严格程度指数变动

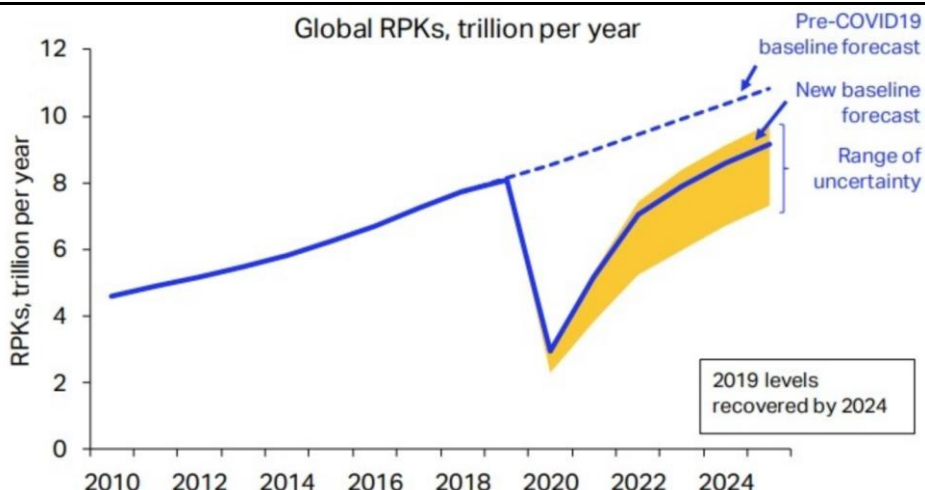
International travel stringency index weighted by population (Jan 2020-Jan 2021)



数据来源：国际航空运输协会，东吴证券（香港）

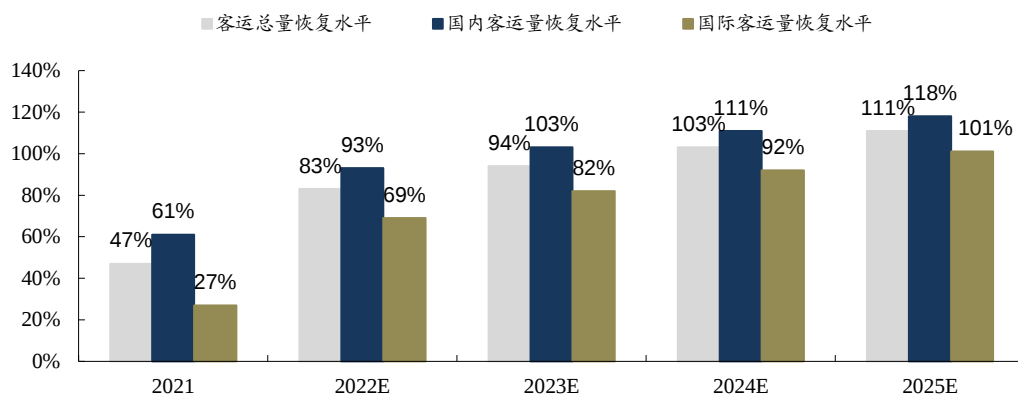
全球客流角度，国际航空运输协会（IATA）预计 2024 年客运总量或将恢复至 2019 年客运总量的 103%。2022 年以来，全球各地区正在逐步放松或取消旅行限制，带动国际旅游业的复苏。国际航空运输协会（IATA）预计 2024 年客运总量将达 40 亿人次，将超过新冠肺炎疫情前水平，达到 2019 年客运总量的 103%。分拆国内、国际客流，全球国内、国际客运量 2025 年预计分别恢复至 2019 年的 118%/101%。

图21: 国际航协预计 2024 年全球客运总量将恢复到 2019 年水平



数据来源：国际航空运输协会，东吴证券（香港）

图22: 全球疫情放开后的客流恢复水平



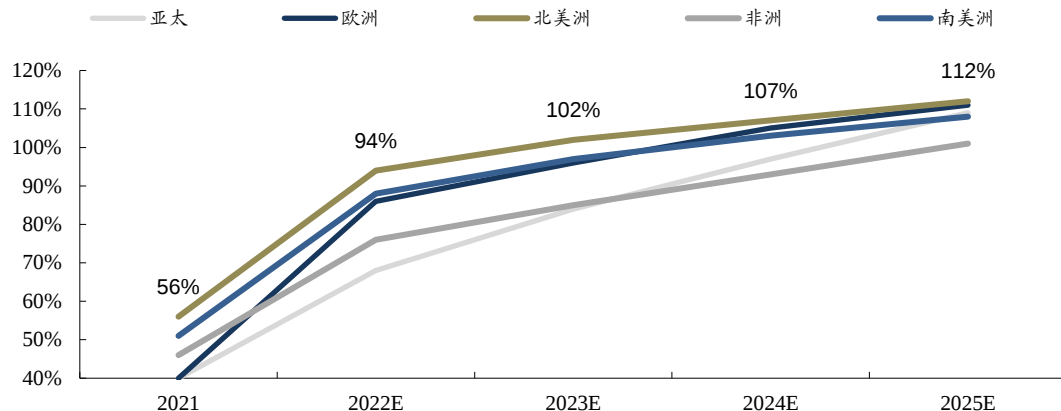
数据来源: 国际航空运输协会, 东吴证券(香港)

注: 数据以 2019 年客运量为基数

国际航协预计北美地区客流量将于 2023 年全面恢复, 达到 2019 年客流水平的 102%。

北美地区国内旅行开放较早, 叠加疫苗的全面普及, 带动客流加速恢复。达美航空预计, 美国国内休闲旅游将在 2022 年超过 2019 年的水平。同时商务旅行也将持续恢复。国际航协预计 2022 年北美地区乘客人数将达到 2019 年水平的 94%, 预计 2023 年将实现全面复苏。

图23: 全球主要地区客流恢复水平



数据来源: 国际航空运输协会, 东吴证券(香港)

注: 数据以 2019 年客运量为基数

3.2. 旅游景区: 消费回流特征明显, 本土旅行景气正当时

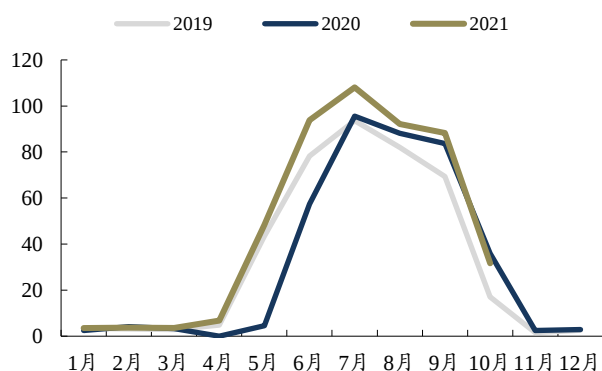
3.2.1. 景区业务数据: 景区消费呈现消费回流趋势, 休闲出行整体景气, 国际游客缓慢恢复

由于美国景区上市公司较少, 我们选取黄石、大雾山、夏威夷三个自然景区客流量数据及迪士尼、环球影城两个主题乐园相关数据, 刻画美国旅游的恢复情况:

由于自驾游景区属性, 美国黄石公园未显著受到疫情冲击。黄石公园于 2020 年 3

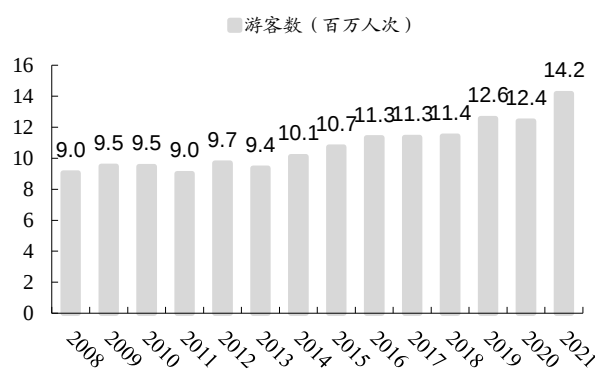
月底因疫情防控对外关闭，后于 5 月 18 日起部分重新开放。由于黄石公园的游览方式主要为自驾游，人群聚集情况相对较少，经过一个月的短暂爬坡，自 2020 年 7 月起迎来了较 2019 年更强的游客数据，并于 2021 年 7 月出现历史旅客数量高峰，达到 108.1 万人次，较 2019 年同期增长 15.5%。黄石公园旅客增长的原因在于：（1）2020 年 6 月起美国跨州出行政策限制逐渐解除，美国本土游客自驾出行需求持续释放；（2）由于国际旅行阶段性中断，一部分国际旅行需求由国内景区承接；（3）疫情下为避免人群聚集，更多游客倾向于选择自驾出行；（4）旅行禁令解除后，叠加企业居家办公的要求，出现阶段性“报复性”出行消费。

图24：2019-2021 年黄石国家公园月度游客数（万人次）



数据来源：景区官网，东吴证券（香港）

图25：2008-2021 年大雾山国家公园游客数（百万人次）

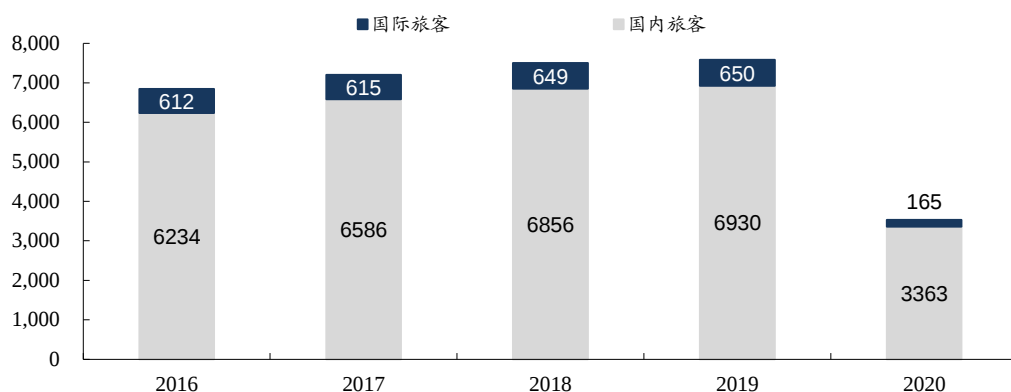


数据来源：Statista，东吴证券（香港）

2021 年大雾山到访旅客 1420 万人次，同比+15%，较 2019 年提升 13%，趋势与黄石公园基本一致。大雾山是美国每年游客较多的国家公园之一。从游客人数来看，疫情对于大雾山景区并没有造成过大的旅客流失，2020 年大雾山国家公园旅客数量同比下降 1.6%至 1240 万人次；2021 年，大雾山游客数量达到了历年最高的 1420 万人次，较 2019 年提升 13%，体现出美国休闲游需求回流的趋势与黄石公园基本一致。

作为国内长途旅行目的地，2020 年奥兰多游客数同比下降 50%，修复速度较短途旅行显著慢。美国奥兰多地区包含迪斯尼、海洋世界和环球影城等大型游乐园，是美国国内长途旅行目的地。由于疫情影响，奥兰多迪士尼于 2020 年 3 月-7 月闭园，后采取预约制分阶段开放；环球影城 2020 年 3 月开始闭园，6 月初重新开放，游客需要佩戴口罩；海洋世界于 2020 年 3 月-6 月闭园，后开放公园 30%的容量。基于以上疫情防控措施，2020 年到访奥兰多的旅客总人数同比下降 53%至 3528 万人次，其中来自美国的旅客占总体 95%，较 2019 年增加 4pct。根据奥兰多官方记者会发布，2021 年 10-11 月游客数为 3090 万人次，较 20 年同期增长 60%，2021Q3 游客总数超过疫情前水平。

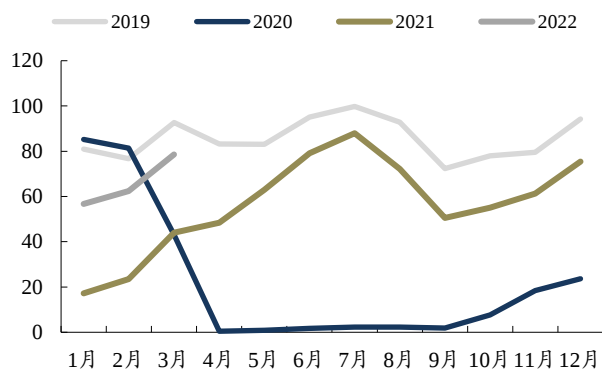
图26: 2016-2020 年奥兰多游客数 (万人次)



数据来源: 景区官网, 东吴证券 (香港)

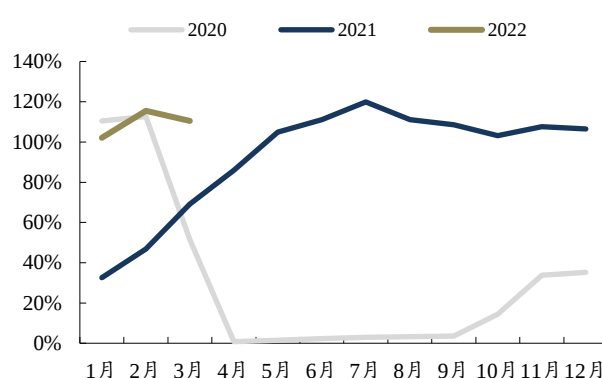
2022Q1 夏威夷旅客数量恢复到 2019 年同期的八成左右, 美国本土游客数量从 2021 年 5 月至今持续超越 2019 年同期水平。2020 年 9 月恢复向州外游客重新开放后, 旅客数量逐渐恢复。但由于当地疫情防控措施较为严格, 对于不满足疫苗接种也没有阴性检测报告的旅客采取隔离 10 日的措施, 恢复爬坡期较长。经过 8 个月的爬坡, 在 2021 年的 5 月份实现本地游客数超过疫情前水平。从旅客结构来看, 自 2020 年起, 美国本土旅客占比逐步提升至 95% 以上, 2021 年底随着美国及全球各国的入境出境政策松绑, 国际旅客数量有所提高, 2022 年 3 月国际旅客占比约为 13%, 但仍较 2019 年同期的 33% 占比相差较远。2022 年 3 月起, 夏威夷州取消了所有入境要求, 旅客将无需出示疫苗接种状态或阴性检测结果, 同时也取消了旅客隔离措施, 有望迎来国际旅客数量的进一步恢复。

图27: 2019-2022 年夏威夷月度旅客数 (万人次)



数据来源: 景区官网, 东吴证券 (香港)

图28: 夏威夷美国旅客数量较 2019 年同期恢复程度



数据来源: 景区官网, 东吴证券 (香港)

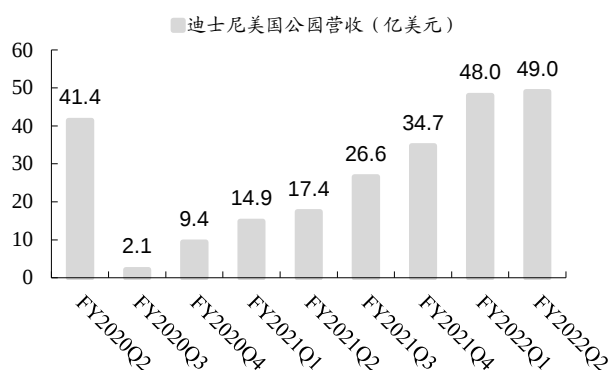
3.2.2. 景区财务数据: 美国本土旅游需求回流带动景区收入水平超过疫情前

从美国两大游乐园财务数据来看, 美国本土景区收入水平已经超过疫情前:

美国迪士尼收入在园区重新对外开放后持续增长, 于 FY2022Q2 (为 2022 年 1-3

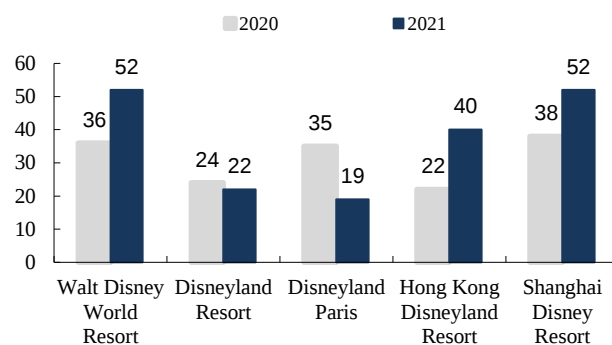
月)创下疫情来新高。疫情后,迪士尼单独披露了美国公园营业收入。迪士尼乐园业务是受疫情影响最大的业务,由于疫情高峰期的闭园影响,FY2020Q3 美国迪士尼收入为历年最低,疫后园区逐渐恢复开放,在 2021 年实现了全年运营。美国迪士尼收入逐季提升至 FY2022Q2 的 49 亿美元,创下疫情以来新高。在疫情常态化的基础上,迪士尼园区恢复营业,伴随着各国旅行限制均有所松绑,未来迪士尼也将吸引更多国际游客。

图29: FY2020Q2-FY2022Q2 迪士尼美国公园收入



数据来源: 迪士尼公告, 东吴证券(香港)

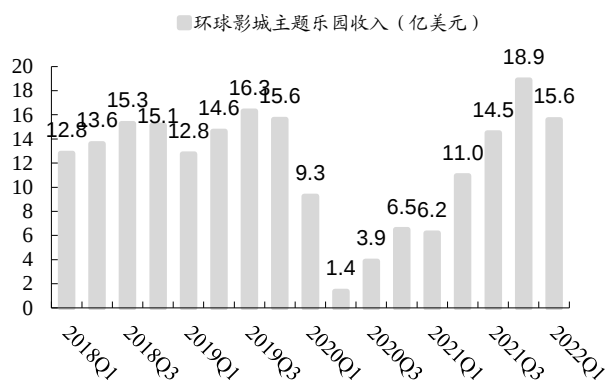
图30: 2020-2021 年迪士尼游乐园运营周数(周)



数据来源: 迪士尼公告, 东吴证券(香港)

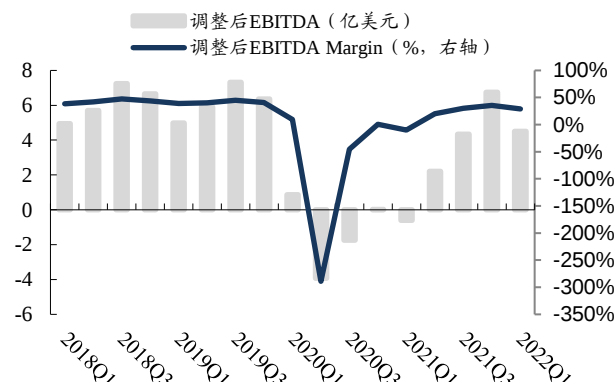
美国环球影城于 2020Q2 重新开放, 主题公园收入自 2020Q2 起逐渐恢复。奥兰多环球影城于 2020Q2 起有限制的重新开放, 并于 2021Q2 起实现无限制运营, 同时好莱坞环球影城也从 2020Q2 末开始无限制运营, 带动美国公园的游客人数和人均支出增长。2021Q4 乐园收入达到疫情以来最高的 18.9 亿美元, 较 2019Q4 增长 20.8%。2021Q4/2022Q1 经调后 EBITDA 分别为 6.74/4.51 亿美元, 绝对值超越疫情前水平。

图31: 2018-2022 年环球影城主题乐园收入



数据来源: 康卡斯特公告, 东吴证券(香港)

图32: 环球影城主题乐园经调整后 EBITDA



数据来源: 康卡斯特公告, 东吴证券(香港)

总结美国旅行消费情况, 在国内放开、国际人口流动阶段性受限的情况下, 呈现较强的消费回流特征, 带动各景区本土客流、收入均超过疫情前。美国的旅游消费由于国际人口流动的受限出现了一定的消费回流。按旅行方式拆分, 自驾休闲出行较为景气, 短途旅行受疫情影响后半年内即恢复, 较长途旅行而言恢复更快。由于不少美国企业对

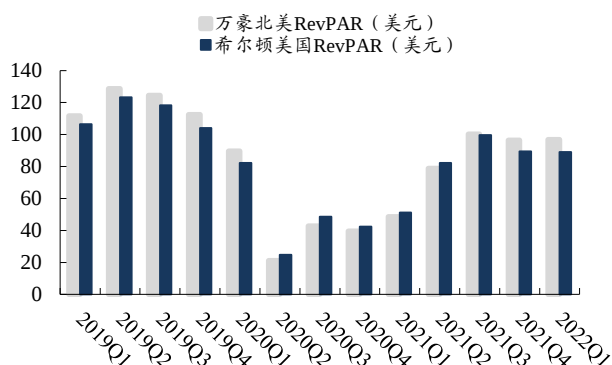
疫情期间远程办公的普及，且跨州限制完全放开，入境限制持续松绑，叠加政府从各方面刺激消费，旅游消费整体较为景气。

3.3. 酒店：房价基本回归，需求的进一步恢复有望驱动房价弹性

3.3.1. 酒店业务数据：ADR 恢复至疫情前水平，叠加入住率反弹，带动 RevPAR 增长

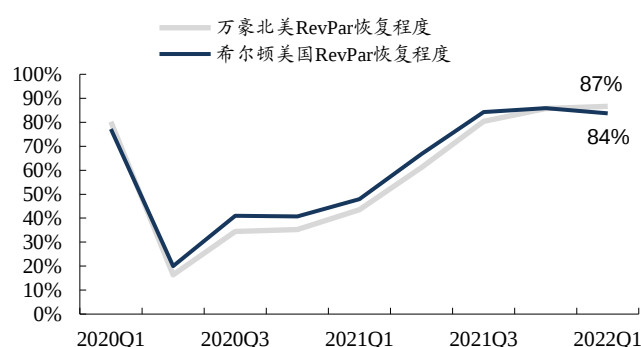
2021 年以来国际酒店集团美国/北美地区 RevPAR 持续恢复，2022Q1 恢复到 2019 年同期八成以上。2020 年上半年，受到疫情期间旅游限制影响，全球范围内各大酒店集团业务均受到重创。万豪北美地区/希尔顿美国地区 2020Q2 的 RevPAR 仅为 2019 年同期的 16%/20%，后跟随整体出行缓慢恢复同向变动。截至 2022Q1，万豪北美地区/希尔顿美国地区 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 87%/84%。

图33：万豪北美及希尔顿美国 RevPar 数据



数据来源：公司公告、东吴证券（香港）

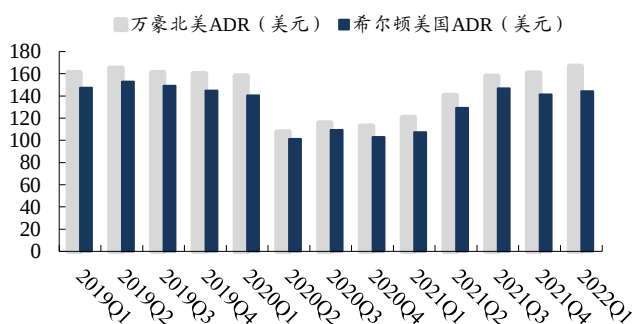
图34：万豪北美及希尔顿美国 RevPar 恢复程度



数据来源：公司公告、东吴证券（香港）测算

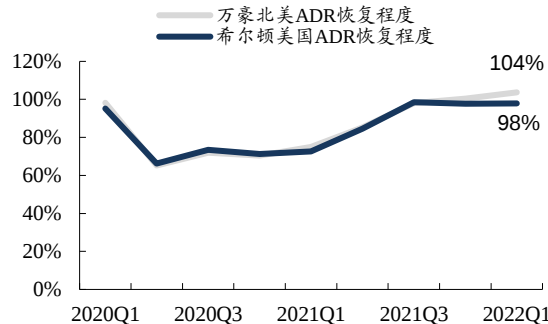
美国本土酒店 RevPAR 的修复主要来源于房价的持续提升，入住率仍未恢复到疫情前水平。2022Q1，万豪北美地区/希尔顿美国地区 ADR 分别为 167/144 美元，较 2019 年同期水平+4%/-2%，基本恢复至疫情前水平。ADR 的强势来源于美国本土休闲游的持续景气。

图35：万豪北美及希尔顿美国 ADR 数据



数据来源：公司公告、东吴证券（香港）

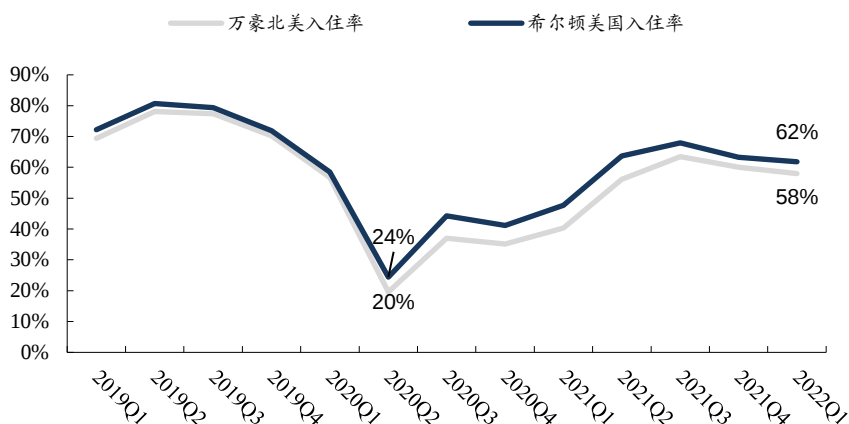
图36：万豪北美及希尔顿美国 ADR 恢复程度



数据来源：公司公告、东吴证券（香港）测算

商务及国际旅行两部分需求有望带动美国酒店入住率进一步恢复。万豪北美地区/希尔顿美国地区 OCC 分别从疫情初期 2020Q2 的 20%/24% 反弹到 2022Q1 的 58%/62%，但仍较 2019 年同期分别-11pct/-10pct。主要源于商务出行及国际旅行两部分目前尚未完全恢复，入住率还有较大提升空间。

图37: 2019Q1-2022Q1 万豪、希尔顿北美地区入住率

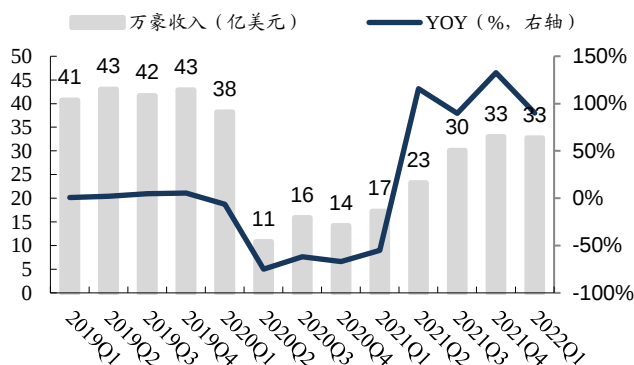


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

3.3.2. 酒店财务数据：需求回暖带动酒店业盈利能力恢复

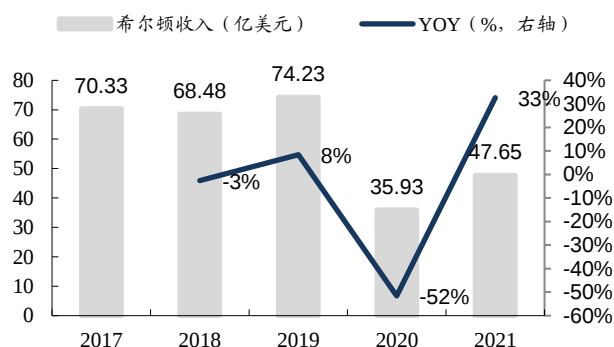
自 2021 年起，美国本土酒店业收入在逐步恢复过程中。美国本土酒店与本地及赴美出行状况强相关。2022Q1，万豪酒店收入恢复至 2019 年同期的 80%。希尔顿酒店 2021 年美国地区收入同比增长 33%，约为 2019 年收入水平的 64%。

图38: 2019Q1-2022Q1 万豪北美地区收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图39: 2017-2021 年希尔顿美国地区收入及增速

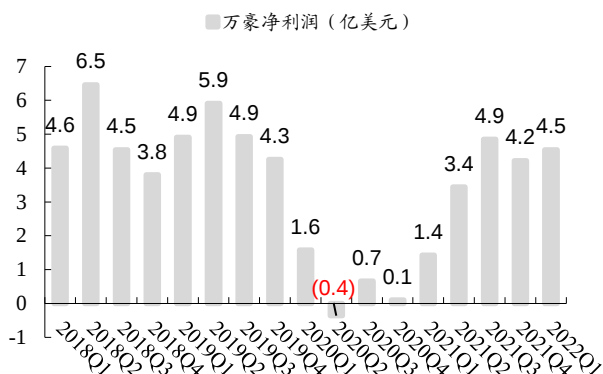


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

万豪酒店美国地区 2022 年的净利润及净利率基本恢复到 2019 年同期水平。2022Q1，万豪美国地区净利润为 4.54 亿美元，为疫情前同期的 92% 水平；净利率为 13.9%，相比 2019 年同期提升了 1.8 个百分点。由于酒店的高固定成本、低可变成本的商业模式，房价的提升带来的收入增长能够大部分转化为利润。得益于较 2019 年更高的房价，万豪盈利能力已经超过疫情前。公司预计 2022 年商务旅行的复苏将带来需求的进一步提升，

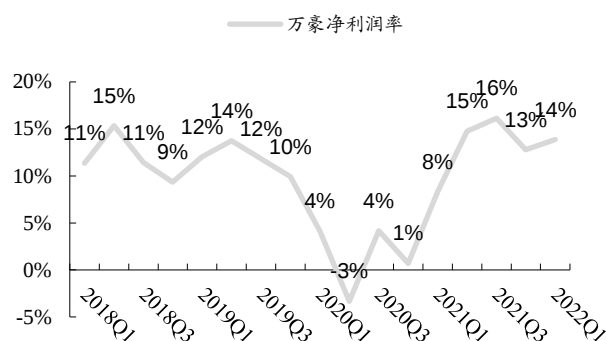
线上的盈利弹性有望释放。

图40: 2018Q1-2022Q1 万豪北美地区净利润



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图41: 2018Q1-2022Q1 万豪北美地区净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

总结美国本土酒店情况, 国内休闲游的景气带动本土房价提升, 虽然整体入住率仍较疫情前有距离, 收入恢复程度不及房价恢复程度, 但酒店行业净利率已基本恢复到疫情前水平。商务旅行和国际旅行的恢复带来需求的进一步提升, 有望释放美国本土酒店行业的盈利弹性。

3.4. 零售: 商超、杂货店等必选消费受益, 美妆、百货等可选消费零售现已恢复

3.4.1. 疫情期间商超受益于必选消费刚需及政府纾困政策

必选消费疫情下受益, 沃尔玛、Costco、Target、Kroger 四家商超美国本土销售额呈增长趋势。2021 财年及 2022 财年内, 各大商超销售额总体仍然呈现增长趋势, 主要来源于美国政府的经济刺激措施。2020 年 3 月, 美国参议院通过 2 万亿美元规模的第三轮紧急经济救助计划, 将根据不同年收入发放最高 1200 美元/人的现金支票, 稳住了可选消费的持续景气。2022 财年以来, 疫情趋于常态化, 消费者消费行为逐渐恢复到疫情前水平, 带动各商超的净销售额不断攀升。

图42: 各大超市美国本地业务销售额 (亿美元)

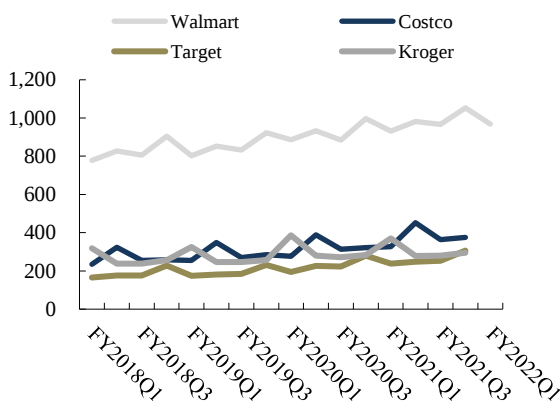
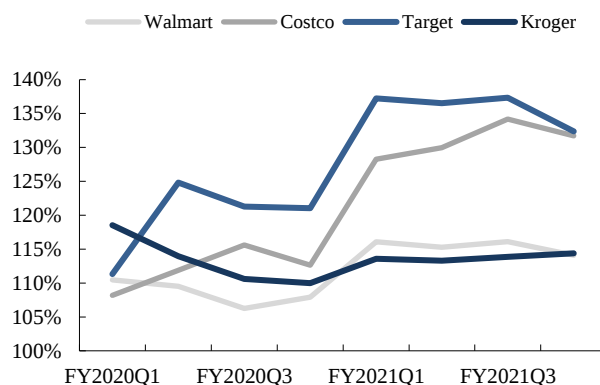


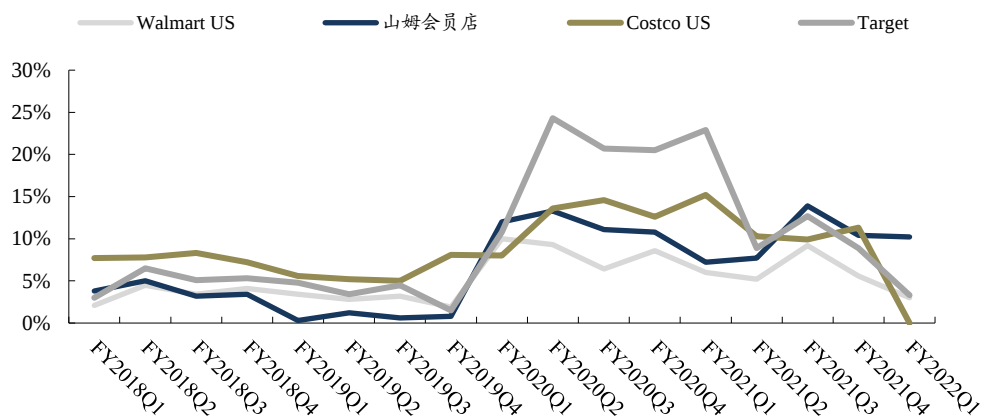
图43: 疫情后当季本土收入较疫情前同期收入均有提升



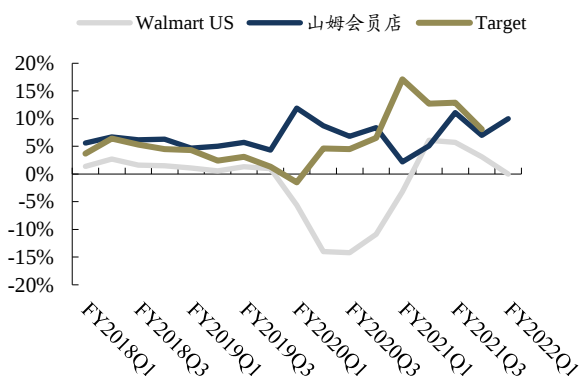
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

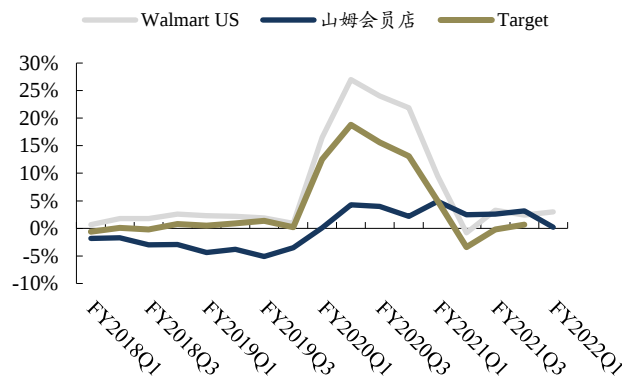
2021 财年的疫情期间，商超客单价的同比大幅提升拉动同店销售额高增。FY2020Q1 至 FY2021Q1，Walmart、山姆、Costco、Target 等大型商超的同店出现大幅抬升，其中同店涨幅最大的 Target 达到 24.3%。拆分同店交易次数及客单价来看，同店销售高增主要由更高的客单价拉动。Target 及 Walmart 整体同店交易次数增速在疫情初期收到压制的同时，同店客单价增速大幅提升，体现了疫情期间具备“囤货”倾向，减少外出次数，增大单次购买量。而这种现象在 2021 财年以来向正常状况回归。

图44：各大商超美国本地业务同店销售额同比

数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

图45：各大超市美国本地业务同店交易数量同比

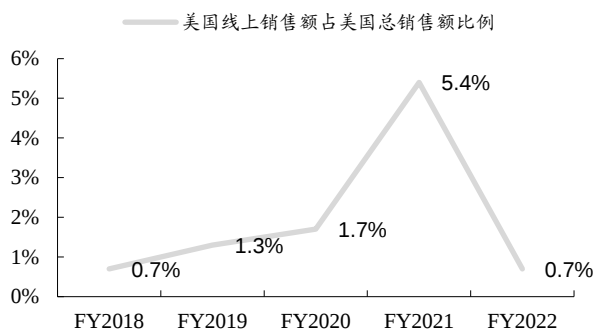
数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

图46：各大超市美国本地业务同店客单价同比

数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

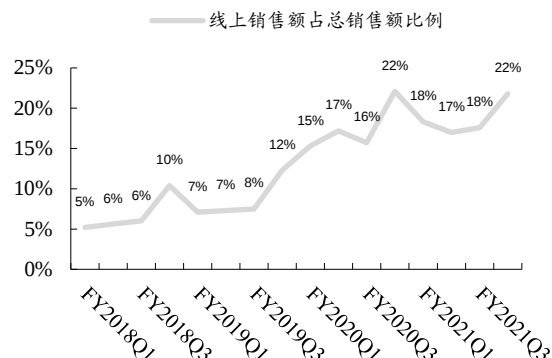
渠道角度，疫情期间商超线上渠道销售额占比提升。2021 财年沃尔玛美国业务的线上销售额对总销售额贡献达到历史最高的 5.4%。Target 的线上渗透率大幅领先沃尔玛，线上销售额占比从 FY2019Q4 的 12.3%提升到 FY2020Q4 的 22.1%，且在疫情后也保持在 17%以上，远超疫情前水平。

图47: 沃尔玛美国线上销售额占总体比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图48: Target 线上销售额占总体比例



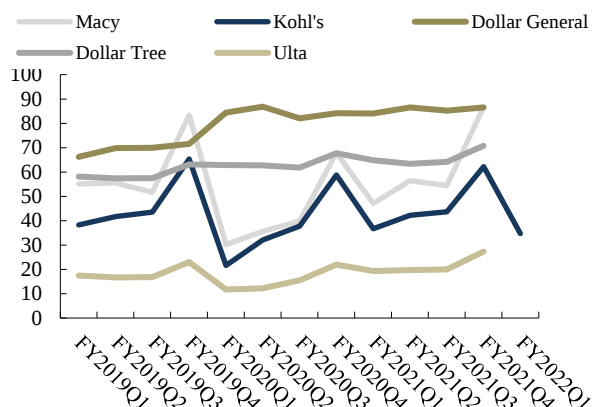
数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

3.4.2. 其他零售企业经营情况有所分化, 目前销售额及同店均恢复至疫情前水平

除了商超类上市公司, 我们进一步分析其他零售企业的业务恢复情况。我们选取以下三类不同零售企业进行分析: (1) 百货公司: Macy、Kohl's; (2) 日用杂货产品为主的零售商: Dollar General、Dollar Tree; (3) 美容零售商: Ulta。

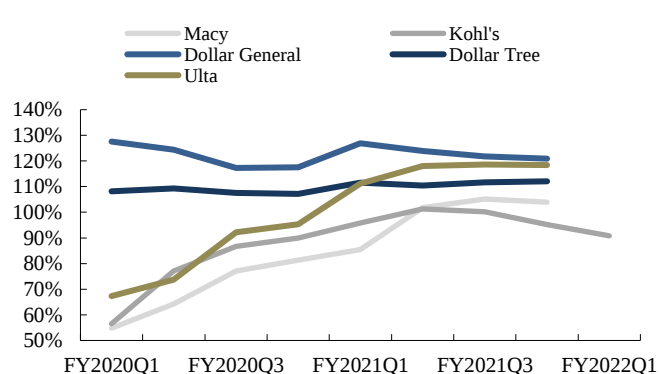
可选消费公司受疫情冲击较大, 必选消费企业受益。从销售额来看, 主打销售服饰及香化品类的 Macy、Kohl's、Ulta 在 2020Q1 的销售额分别同比-45%/-43%/-33%, 主打销售日用品及杂货的 Dollar General 和 Dollar Tree 则仍维持同比正增长。主要原因在于, 疫情冲击下, 居民对于美容、服饰类可选消费需求阶段性受到抑制。从销售恢复情况来看, 2021Q4, Macy、Kohl's、Ulta 的销售额较 2019Q4 水平相比分别+4%/-5%/+18%, 已基本恢复至疫情前水平; Dollar General、Dollar Tree 销售额则分别较疫情前同期+21%/+12%。

图49: 各零售商美国本地业务销售额(亿美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图50: 各零售商当季收入恢复程度分化

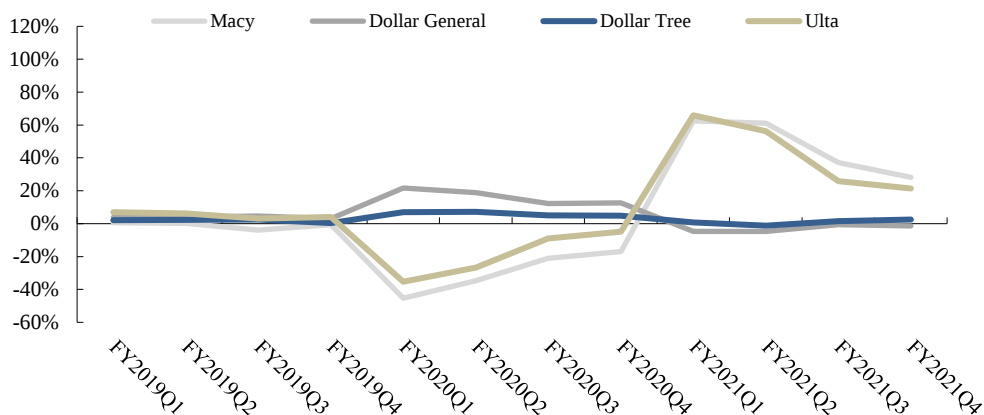


数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

疫情期间客单价提升带动刚需消费零售同店增长, 非刚需型可选消费同店下滑, 目前两者同店均恢复至疫情前水平。疫情初期, Dollar General、Dollar Tree 两家供应偏刚

需的可选消费零售企业同店分别+22%/+7%，而 Macy、Ulta 两家可选消费零售企业同店则分别-45%/-35%。

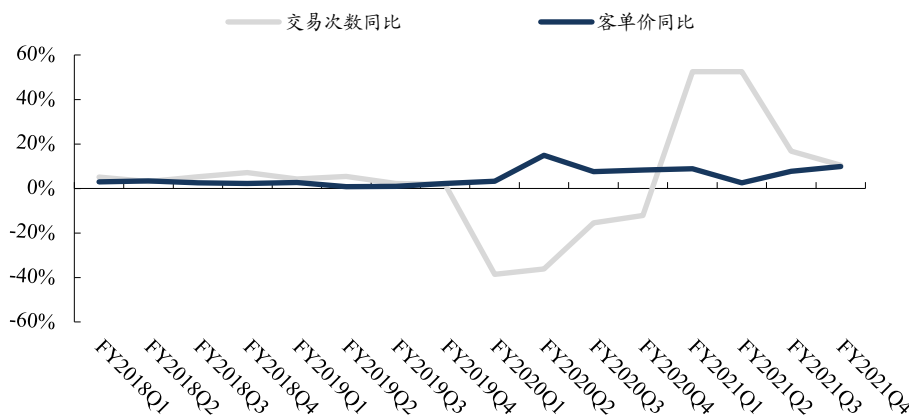
图51: 其他零售上市公司美国本地业务同店销售额同比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

疫情冲击下居民大幅缩减可选消费次数。拆分同店交易次数及同店客单价, Ulta 交易次数在疫情期间同比大幅下滑。另一方面, Dollar Tree 2021 财年客流量、客单价分别同比-12%/+20%, 但客流量的下滑程度较 Ulta 显著较低。因此综合来看, 造成可选、必选消费同店趋势不一的主要原因在于 Dollar Tree 供应的廉价日常民生商品消费需求较为刚性, 而香化、服饰等可选消费需求在疫情冲击下呈现延迟消费的倾向。2021 年起, 各大零售企业经营数据向正常状况回归。

图52: Ulta 同店交易数量及客单价同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

3.4.3. 刚需民生消费零售业态财务表现稳中有升, 香化、服饰零售业态盈利能力恢复

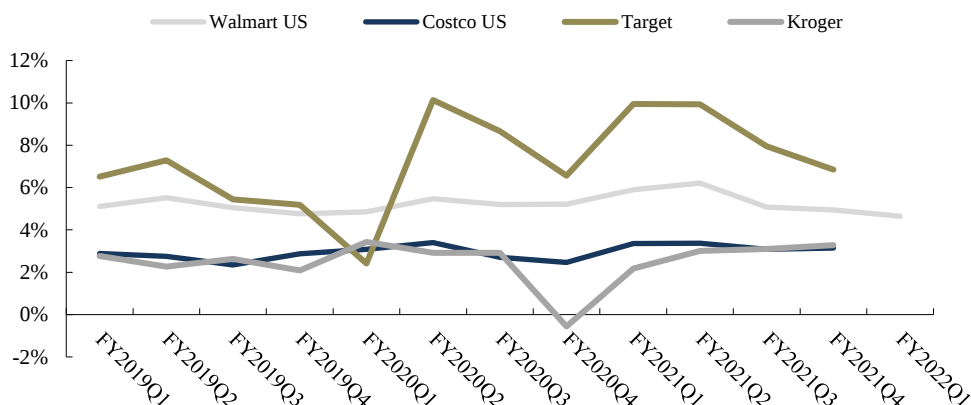
从经营利润率角度来看, 必选和可选消费零售业态的经营利润率在疫情期间呈现分化:

(1) 必选消费: 商超

受益于刚需必选消费, 商超盈利能力受疫情影响较小, 目前已有所改善。2020Q1,

Walmart US、Costco US、Target、Kroger 经营利润率分别为 4.8%/3.1%/2.4%/3.4%，分别同比 -0.3pct/+0.2pct/-4.1pct/+0.7pct。截至 2021Q4，四家商超经营利润率分别为 4.9%/3.1%/6.8%/3.3%。综合而言，商超盈利能力在疫情期间基本稳定，主要受益于疫情期间必选消费的刚需带动收入提升，目前经营利润率基本维持在疫情前正常水平。

图53：各大商超美国本地业务经营利润率

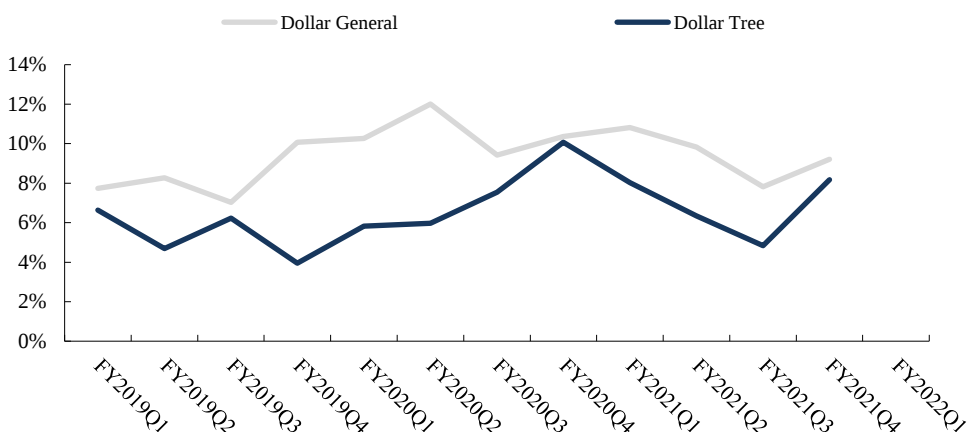


数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

（2）可选消费中的刚需：日用杂货店

作为可选消费中的刚需型业态日用杂货店，经营利润率在疫情期间及疫情后保持稳定。2020Q1，Dollar General、Dollar Tree 的经营利润率分别为 10.3%/5.8%，分别同比 +2.5pct/-0.8pct。截至 2021Q4，两家零售商经营利润率分别为 9.2%/8.2%，疫情期间保持了良好的盈利能力，整体较为稳健。

图54：日用杂货店及药品零售店美国本地业务经营利润率



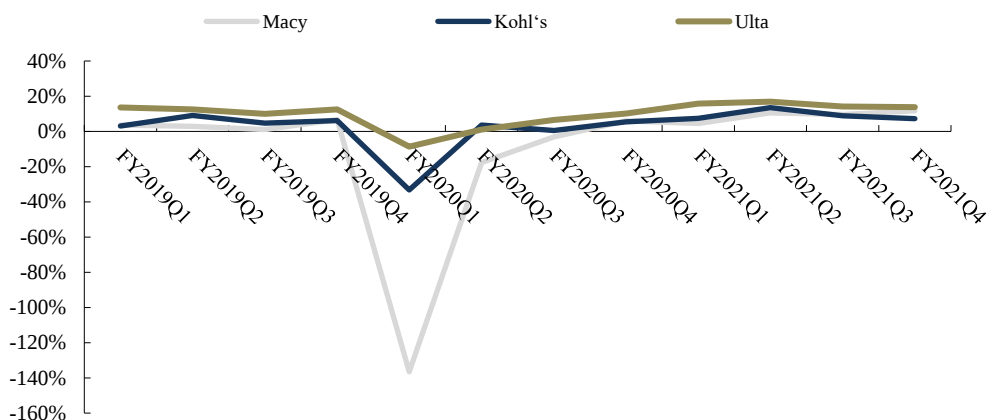
数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

（3）可选消费：百货及美容零售店

百货及美容零售店受疫情冲击较大，目前盈利能力显著改善，基本回到疫情前水平。2020Q1，Macy、Kohl's、Ulta 的经营利润率分别为 -136.5%/-33.2%/-8.7%，分别同比 -140pct/-36pct/-22pct。由于居民压缩出行限制期间的可选消费需求，百货及美容零售店的

盈利能力与整体出行恢复程度相关性较大。2021 年百货及美容零售店盈利能力基本回到疫情前水平。截至 2021Q4，三家零售商经营利润率分别为 11.7%/7.2%/13.8%。

图55: 百货及美容零售店美国本地业务经营利润率



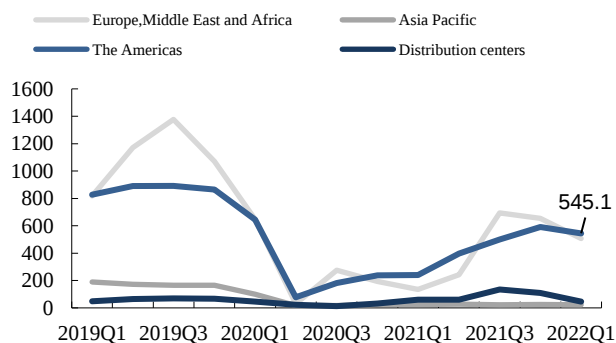
数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

总体而言, 美国零售行业线上渗透率总体偏低, 居民消费习惯重心仍然在线下, 线下必选消费业态和可选消费业态在疫情期间表现分化。以销售日用品为主的商超、杂货店、药品零售店受益于消费者疫情期间的刚性需求和消费能力提升, 而以销售服饰、美容等可选消费品为主的百货、美容零售店则因疫情原因受到持续约 1-1.5 年的负面影响。整体而言, 零售业整体的恢复态势较好, 疫情对其负面影响已几乎消弭。

3.5. 旅游零售: 随国际出行放开有序修复

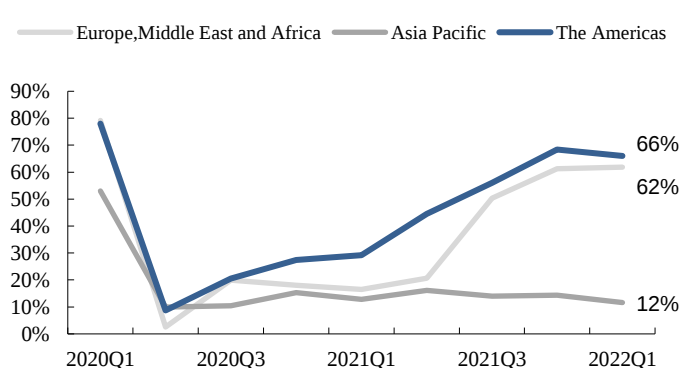
旅游零售行业在欧美的发展形态以机场免税店为主, 因此与国际航班恢复紧密相关。以零售网络遍布全球的 Dufry 披露数据为例, 国际出行基本放开的美洲、欧洲区域恢复势头较好, 但仍距 19 年同期水平有距离, 亚太地区则维持低位。截至 2022 年 Q1, 美洲、欧洲、亚太区域销售额分别恢复至 2019 年同期的 66%/62%/12%。其中美洲区实现营收 5.45 亿元瑞士法郎, 折人民币 38.1 亿元(按 1 瑞士法郎=6.984 元人民币)。

图56: Dufry 按区域销售额(单位: 百万瑞士法郎)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

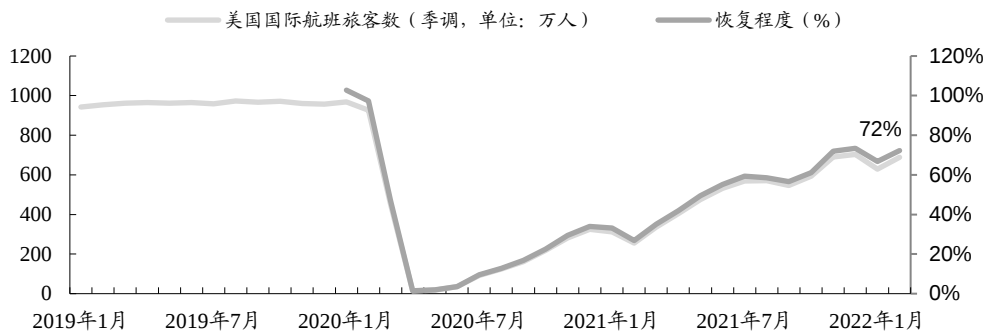
图57: Dufry 按区域营收恢复程度(%)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券(香港)

对照美国国际航线乘客数恢复程度看，机场免税店营收恢复的程度和节奏与客流基本一致。根据美国交通部数据美国国际航班旅客数（季调口径）在2020年4月疫情爆发时急剧下滑，后随着出行政策放宽逐渐回升，到2022年恢复至疫情前同期的七成左右，与Dufray美洲区数据趋势和恢复绝对值基本一致。

图58：美国国际航班旅客数（季调，左轴）及其较2019年恢复程度（右轴）

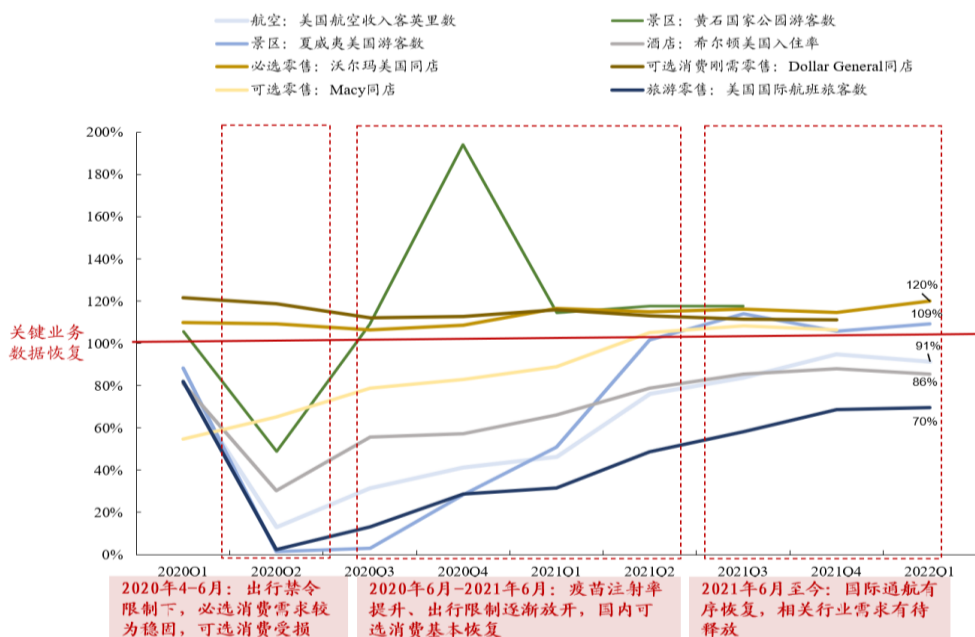


数据来源：美国交通部，东吴证券（香港）

4. 出行产业链疫后复苏总结

我们将对出行行业在美国本土经营情况有重要指示意义的关键指标汇总，进行横向比较，绘图如下：

图59：美国本土出行产业链关键业务数据恢复程度（当季度数据/2019年同期）汇总



注：Macy的2020Q1为2-4月。

数据来源：各公司公告、东吴证券（香港）

经过以上数据汇总与分析，我们总结出美国出行产业链疫后复苏的节奏与特征：

- **美国的出行相关消费的整体恢复与出行限制放开相关性更强。**新的变异病毒在短期内对出行意愿有冲击，但由于自2020年6月以来美国出行限制持续放开，出行产业链的业务数据修复基本是连续的。
- **受疫情冲击程度上看：**必选消费及部分可选刚需消费受益，以商超、日用品杂货店为代表；大部分非刚需出行相关消费受损，其中受损程度最高的为国际往来相关的出行消费。
- **从恢复节奏上来看：**部分体验型品类出现疫后报复性消费的状况，修复较快，如短途休闲游；以夏威夷赴岛游为代表的长途休闲游出现消费回流特征；其他本土可选消费在1-1.5年逐步恢复到疫情前水平；与国际通航和国际经济往来有关的出行消费需求恢复最慢，目前仍仅恢复到七成水平。
- 由于航空和酒店经营数据中无法拆出分别来自本土和国际的需求，其经营数据恢复程度介于本土可选消费及国际出行恢复程度之间。即为由于本土需求一定程度的回补，抵消了一部分国际出行受压制因素。

在此我们仍要提示，虽然美国与中国分别是世界第一大、第二大消费市场，但两国经济发展阶段、本土消费环境及消费习惯存在一定区别。具体到各行业对标分析时应注意两国产业发展环境、发展阶段和竞争格局的区别。

相关标的：推荐受益消费回流、国内出行通畅时海南赴岛旅游高景气的免税龙头中国中免；关注与海南免税销售市场繁荣程度正相关的海南发展、海汽集团、海南机场、美兰空港；关注未来国际通航预期有望出现改善的上海机场、北京首都机场、白云机场。

5. 风险提示

宏观经济恢复不及预期的风险，居民消费意愿降低的风险，疫情反复造成出行人数不及预期的风险

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告,报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点;本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来,不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证,亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督,并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写,仅供东吴证券国际的客户使用,本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告,收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发,并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求,亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估,于作出任何投资或订立任何交易前,阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源,但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示),于法律及/或法规准许情况下,东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断,并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

