海外复苏跟踪系列
海外出行产业链全景透视：政策放开后的梦想与现实

行业研究 · 专题报告

社会服务

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：曾光
0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：钟潇
0755-82132098
zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：张鲁
010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人：杨玉莹
0755-81982942
yangyuying@guosen.com.cn

联系人：白晓琦
0755-81981232
baixiaoqi@guosen.com.cn

摘要

聚焦欧美、亚太出行放开后的基本恢复节奏和股价表现，核心要点如下：

- **出行放开节奏：**美国先行，欧洲次之，再次为亚太，一般国内逐步放开后3-6个月国际出行全面放开。
- **基本面恢复：**1）国内出行政策放开后，一般3-6个月，国内餐饮、住宿等需求有望恢复到疫情前水平；

  2）经济基础、消费政策扶持、老龄化等差异带来恢复节奏分化；

  3）放开后震荡向上，阶段因确诊高峰扰动，一般Q2-Q3 趋于加速复苏，Q4-Q1阶段会略有盘整。
- **子行业恢复节奏：欧美亚太基本按出行半径依次恢复，本地周边需求>国内中长途>国际出行恢复节奏**

  1)欧美：餐饮>主题公园>OTA>酒店>国际免税；

  2)亚太：餐饮住宿1-6个月恢复至疫情前，其中餐饮略早于住宿，旅游类相对更慢，放开后半年未完全恢复；

  3)结构：餐饮（快餐）、酒店（中低端）韧性更足，波动更小；旅游收入脉冲恢复较高，但随疫情波动大。
- **股价复盘：** 1)股价修复一般领先基本面修复6-12月或以上，政策逐步放开期或相关政策博弈政期股价表现最可观；

  2)国际出行放开后，因经济、通胀、加息等压力，板块出行股价见顶后反复，本地消费子赛道相对稳健；

  3)欧美出行产业链股价表现基本延续基本面复苏顺序，亚太内部分化较大，部分复苏弹性较高标的领涨。

投资建议：综合海外复苏中政策演进、基本面、股价表现，立足国内后续政策及行业复苏预期，建议三条主线选股

1）政策演进：扩内需纲领定调，期待后续促消费系列政策下板块贝塔型机会，重点关注免税和高教政策；

2）业绩确定：关注复工复产主线下的人服职教龙头，兼顾出行恢复及估值预期差递次布局出行产业链；

3）消费变迁：“赛道格局优化+顺应消费变迁”的龙头中长线可期，建议关注免税、酒店、餐饮、OTA龙头。

风险提示：国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；促消费政策进展与效果低于预期；消费能力减弱，消费场景缺失等

目录

01 全球复苏：出行放开先国内再国际，欧美领先亚太次之

02 欧美借鉴：震荡向上，赛道分化，股价先行

03 亚太借鉴：国情不同，复苏差异，股价分化

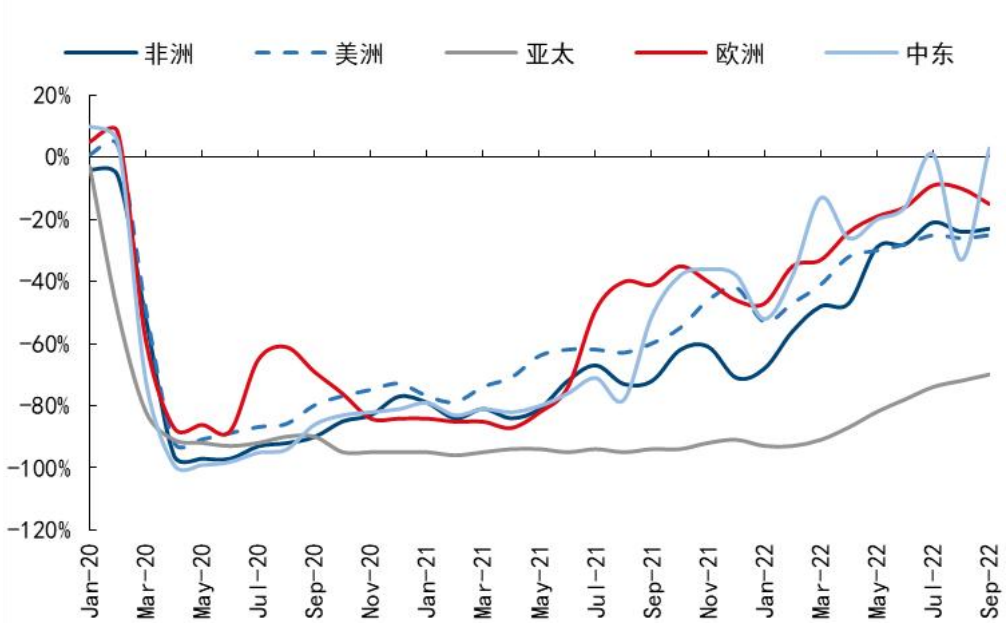
04 投资建议：关注消费政策，跟踪复苏脉搏，三条主线选股

全球复苏：出行放开先国内再国际，欧美领先亚太次之

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **出行放开：一般各国国内内部先放开，而后国际出入境逐步放开，但各国放开节奏相对分化。**
- **区域分化：欧美中东等先行，亚太次之。美国**2021H2起国内逐步放松，2022年3月起接近全面放开；**欧洲**分别于2020年爆发初期、2020年底-2021H1、2021年底-2022年初阶段收紧，2022.3起逐步逐步放开，目前放开程度较高；**中东**在2021年7月逐步放开；**亚洲**2020-2021年防控限制较严格，其中新加坡、越南2021下半年提出共存概念，韩国、日本今年3月国内逐步放开，10月起入境防控放开。
- 今年1-9月，根据联合国世界旅游组织UNWTO的数据，全球旅行恢复6-7成，其中**欧洲**恢复最快，达到8成（截止最新管制最少）；其次为**中东**，恢复77%；**美洲**恢复66%左右（美洲不同区域分化，但美国恢复相对较早）；**亚太**相对最低。伴随出行放开，国际出行开始逐步有所恢复。

图 1：2020年以来国际旅行恢复情况



资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

图 2：截止2022.11全球入境管控程度

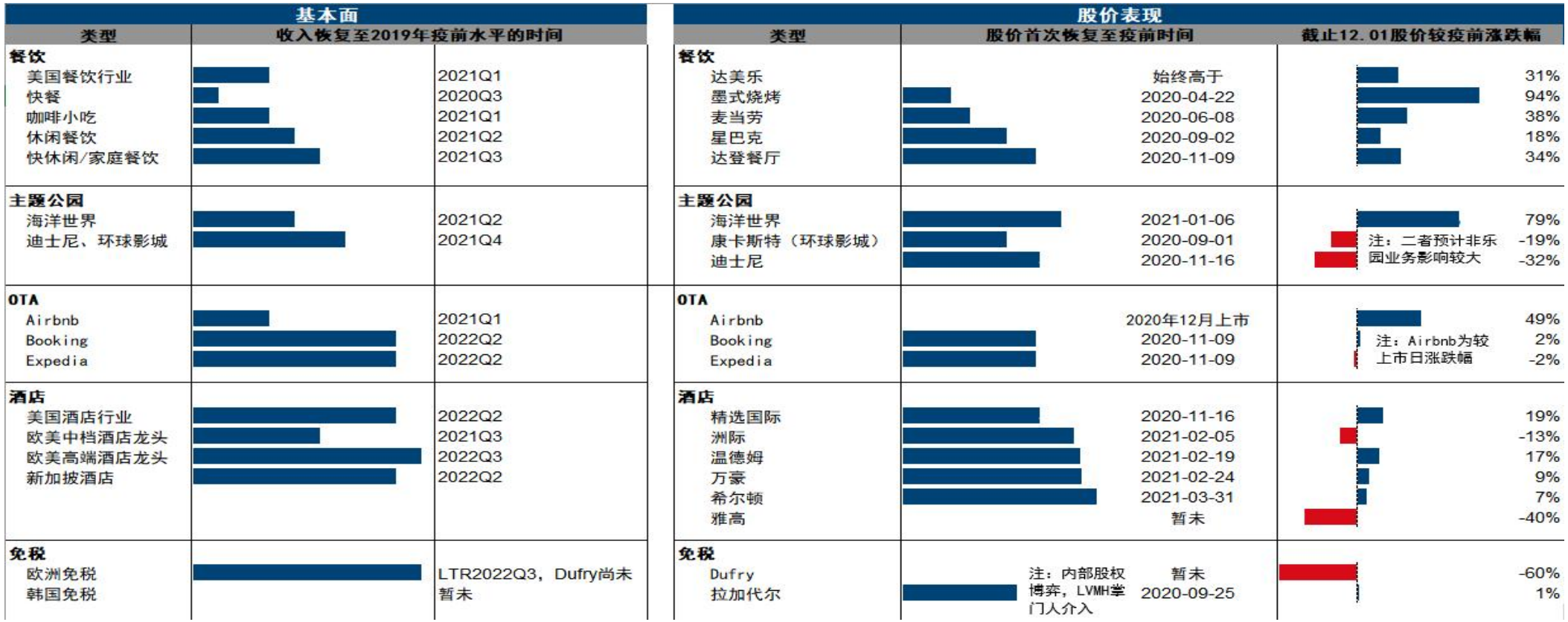


资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

欧美复苏借鉴：震荡向上，赛道分化，股价先行

- **基本面恢复：**欧美出行板块主要赛道多数在2022Q2或之前已基本恢复到疫情前水平；
- **子行业恢复：**本地需求>国内中长途>国际出行，故恢复节奏一般：餐饮>主题公园>OTA>酒店>免税；
- **股价复盘：**股价修复一般较收入修复领先6-12月以上，股价表现顺序基本延续基本面复苏顺序，出行逐步放开期股价表现最可观；
- 国际出行放开后，因通胀加息等，出行板块股价见顶后又随大盘反复，但本地消费为主的子赛道依然更为稳健，绩优股表现仍可观。

图 3：海外出行板块基本面恢复及股价复盘情况一览



资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

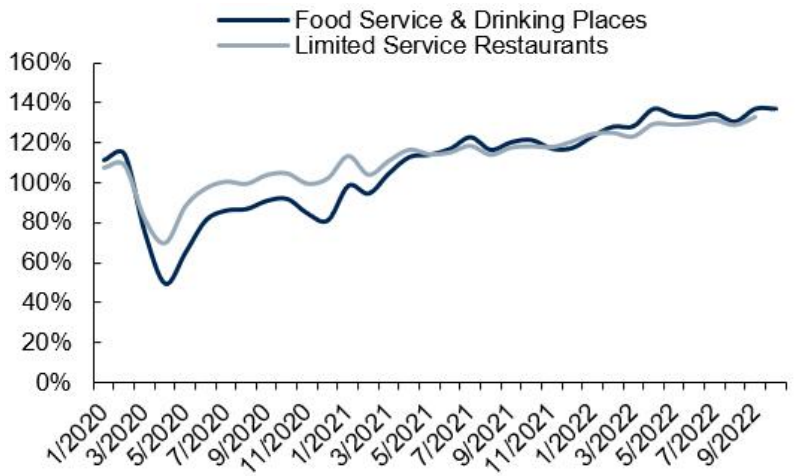
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美国餐饮：本地放开后快速恢复，赛道分化&需求演进影响复苏

国信证券 GUOSEN SECURITIES

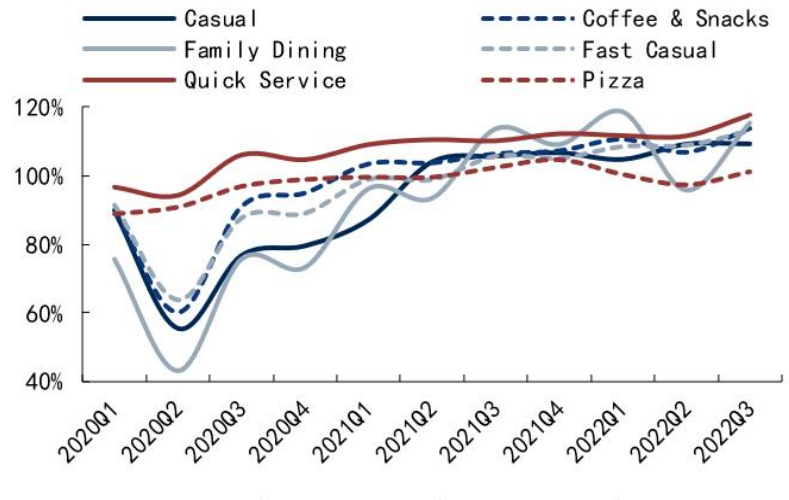
- **2020年4月美国餐饮行业经营触底，随后进入复苏通道。**U.S.CensusBureau数据显示，2020年4月美国餐饮行业实现收入312亿美元，单月同比下滑51%经营触底；进入5月后行业经营进入复苏通道；截至2022年10月，行业基本恢复至2019年的140%左右。
- **标准化程度与需求属性系赛道差异复苏的核心内生因素。**以恢复超过2019年速度作为参考基准，子赛道同店恢复节奏大致排序为快餐（2020Q3）>咖啡小吃（2021Q1）>休闲餐饮（2021Q2）>快休闲/家庭餐饮赛道（2021Q3），赛道需求属性（刚需or社交聚餐、是否外卖适配）与消费需求演变（快休闲餐饮风潮）主导赛道差异化复苏。
- **开店增速方面：**快休闲餐饮>披萨>快餐>咖啡小吃>休闲餐饮>高端餐饮>家庭聚餐；关店方面，高端餐饮>家庭聚餐>快餐>休闲餐饮>披萨>休闲快餐>咖啡小吃，其中高端餐饮、家庭聚餐和休闲餐饮赛道关店率高于开店增速。

图4：美国餐饮行业/有限服务餐饮行业较19年恢复情况



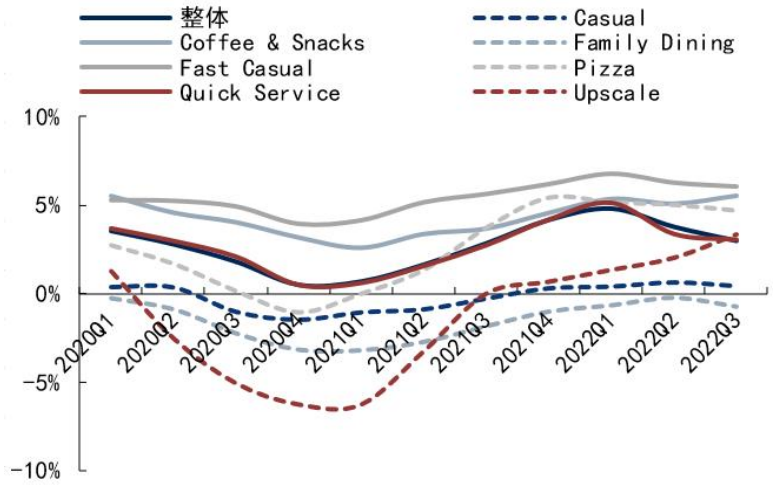
资料来源：U.S.CensusBureau，国信证券经济研究所整理

图5：美国餐饮行业不同子赛道同店恢复水平（对比19年）



资料来源：BloomBerg，国信证券经济研究所整理

图6：美国餐饮行业不同子赛道门店数同比增速



资料来源：BloomBerg，国信证券经济研究所整理

美股餐饮龙头股价复盘：疫情反复及赛道分化，总体较有韧性

国信证券 GUOSEN SECURITIES

疫情反复、赛道差异影响板块表现：

1）2020年1月至2020年3月，疫情影响下，餐饮龙头股价回调，但披萨龙头达美乐、墨氏烧烤等相对抗跌，快速反弹，正餐达登等调整较多；

2）2020年4月至2021年9月，疫情下行业出清，政府积极出台促消费政策，餐饮基本快速复苏，龙头股价抬升，休闲餐饮龙头墨氏烧烤领衔；

3）2021年9月至2022年6月，德尔塔&奥密克戎毒株震荡，此后因通胀加息等因素，餐饮龙头伴随大盘回调；

4）2022年7月以来，餐饮板块估值跌至偏低分位点，但休闲餐饮龙头墨氏烧烤相对抗跌，此后板块修复反弹，墨氏烧烤反弹较领先

图7：美国餐饮龙头股价表现



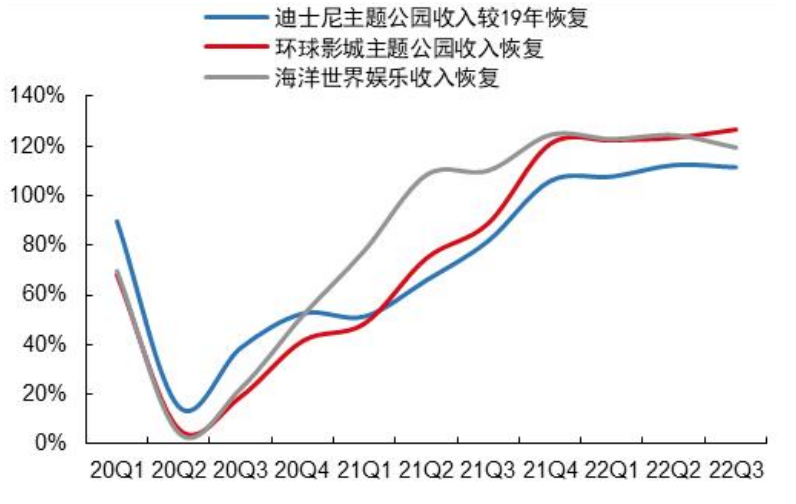
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

美国主题公园：本地客户恢复快于长途客群，今年以来稳中略升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

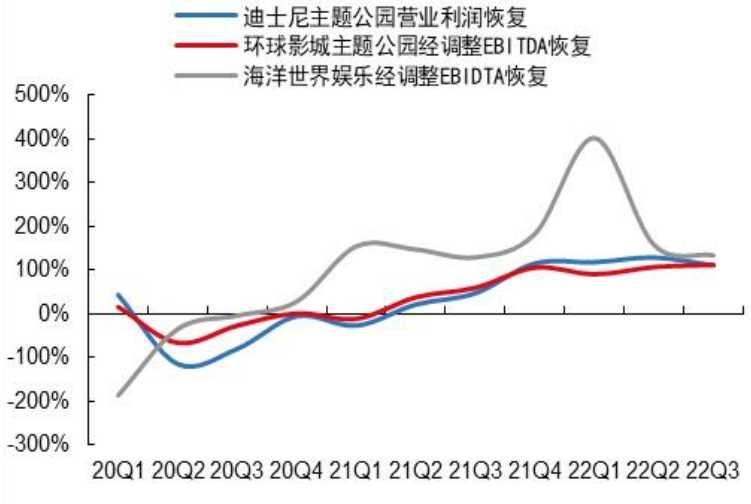
- **恢复趋势：本地客群为主的海洋世界恢复节奏快于迪士尼和环球主题公园。迪士尼**在客流恢复同时，主要通过产品升级优化，客单价提升较显著；**环球影城**则更多依靠客流的恢复带动，其客流的恢复程度预计相对好于迪士尼，同时也有北京环球影城的部分带动；**海洋世界**依托本地客群支撑，恢复最快，且产品及经营优化下，今年上半年经调整EBITDA恢复更显著。
- **股价复盘：SeaWorld股价表现超疫前，复苏节奏主导股价表现。**鉴于迪士尼与康卡斯特股价受集团其他业务影响较大，此处主要参考SeaWorld表现。公司2020Q4经调ebitda转正后，公司股价即恢复到疫情前水平，此后本地游客恢复及人均客单价增速影响股价表现；2022Q1收入较疫前增速环比放缓+外围因素影响，股价阶段承压；2022Q2-3因基本面持续强劲恢复超疫情前，支撑股价抬升，整体表现较突出。

图8：迪士尼和环球影城主题公园收入恢复情况



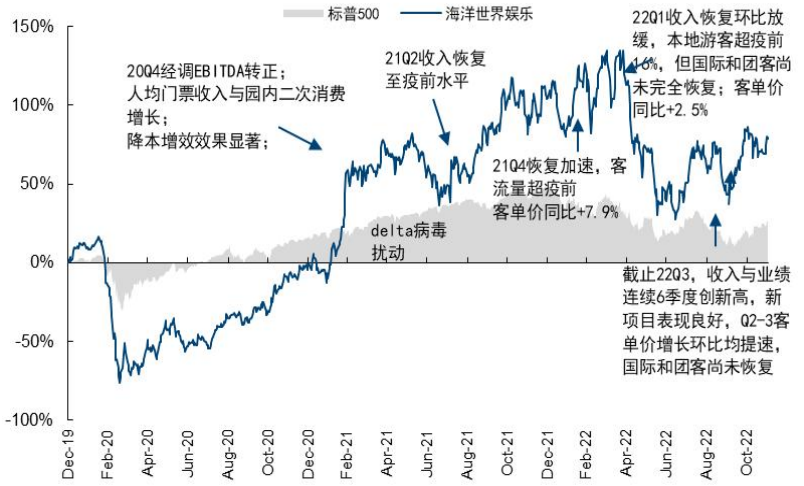
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理注：迪士尼财年为每年10月初至次年9月底，为了与环球影城统一，上述按实际经营时间对应季度测算。

图9：迪士尼和环球影城主题公园经营业绩恢复情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理注：迪士尼财年为每年10月初至次年9月底，为了与环球影城统一，上述按实际经营时间对应季度测算。

图10：Seaworld股价复盘



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

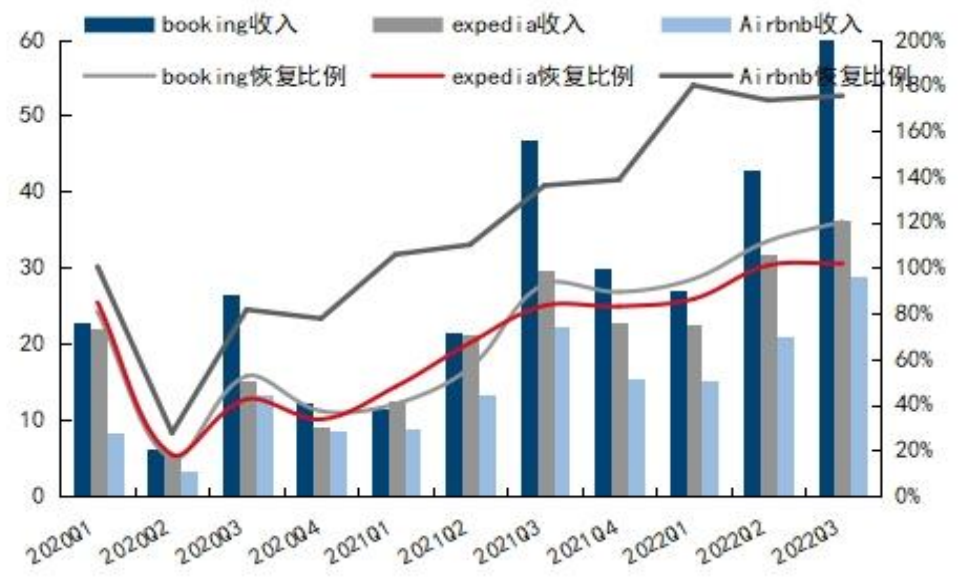
欧美OTA：去年下半年加速复苏，今年超疫情前，新模式领衔

国信证券 GUOSEN SECURITIES

Booking、Expedia、Airbnb三大龙头预订量和酒店间夜数趋势类似，并呈现以下特点：

- 季节性规律：Q2-Q3复苏明显提速，但Q4冬季往往恢复节奏趋缓（或与冬季疫情反复明显相关）。
- 政策边际放松最显著的阶段，龙头复苏提速最明显。
- 龙头发展阶段不同带来分化，共享住宿新模式增速恢复领衔。
- 2022Q3恢复节奏略有所放缓，预计与宏观经济环境等相关。

图11：三大OTA平台季度营业收入（亿美元）及恢复



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：Booking与Expedia季度归母净利（亿美元）及恢复



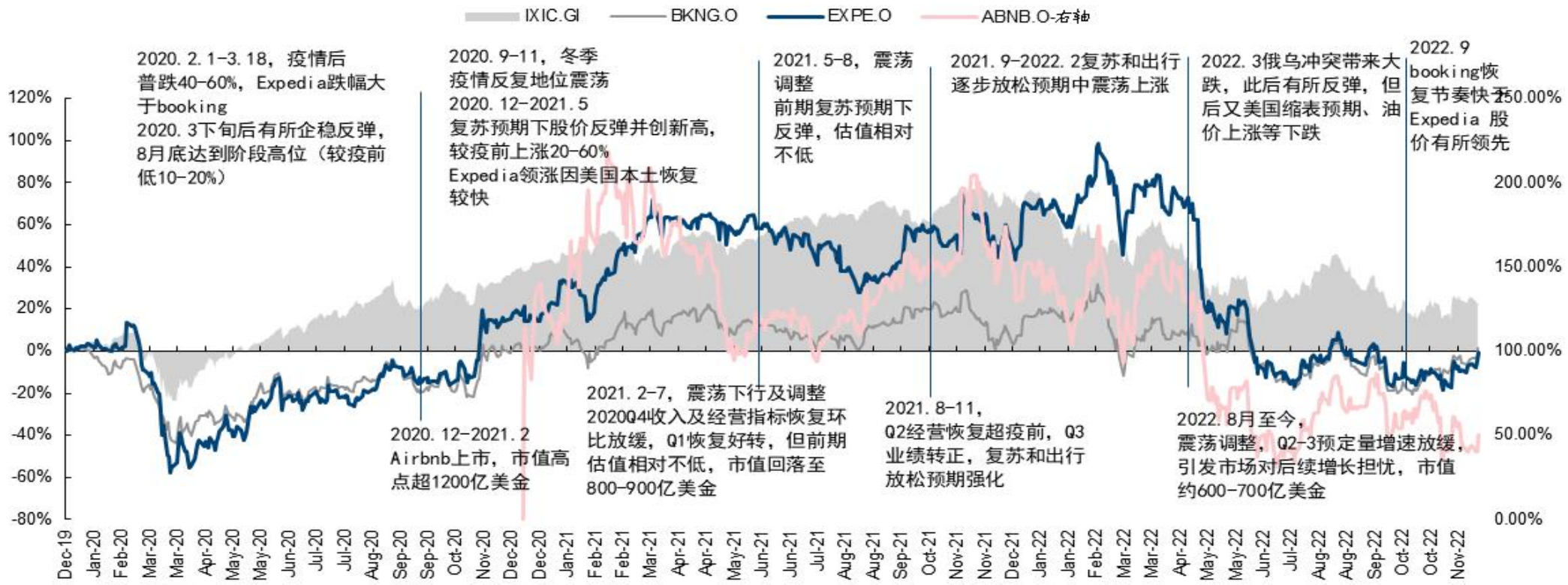
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海外OTA龙头股价复盘：先行复苏者反弹更高，成长预期主导当前股价

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **出行放松驱动复苏，带动OTA龙头反弹，先行复苏者反弹更高。**受益于美国先行放开，Expedia在复苏期相对领涨。
- **出行放松下的复苏兑现期，OTA龙头股价不仅可跑赢大盘，且较疫情前可再创新高，复苏相对较快的较疫情前上涨达30-90%。**
- **全面放开后，伴随疫后线上化率提升，市场关注点回归至OTA龙头未来进一步的成长性。**

图13：海外OTA龙头股价复盘

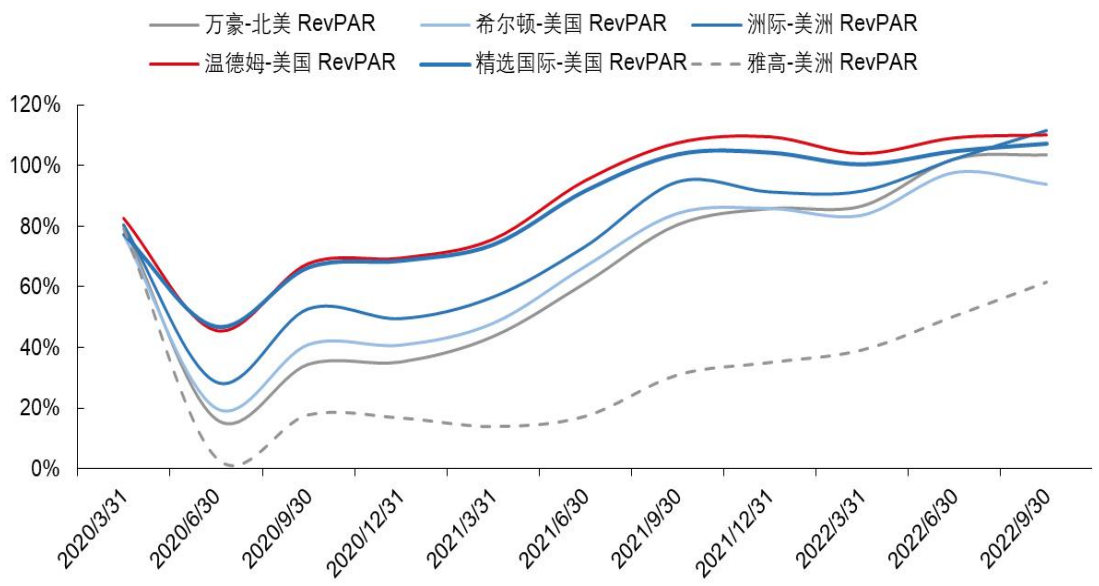


资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

欧美酒店：出行放开复苏较快，通胀影响带动房价上行

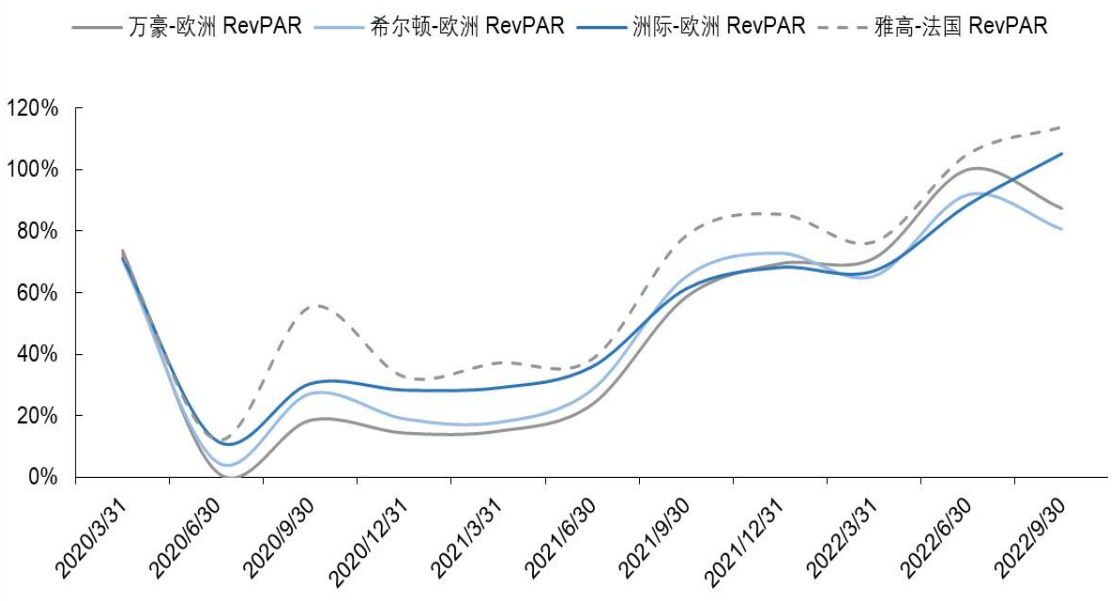
- **欧美酒店复苏：**欧美出行放开后，酒店龙头**先量价齐升，此后价格驱动为主。**一般国内放开后6个月，出租率由疫前6-7成恢复到8-9成，价格持续上行，对应RevPAR由4-5成快速恢复至9成+；此后OCC在90%左右震荡，房价提升助力，2022美国酒店行业RevPAR恢复超疫情前。
- 具体**分地区看，**北美、欧洲分别自2020年底、2021Q2开启需求端（OCC）的快速修复。今年6月，欧美酒店行业OCC已基本恢复至疫前；而通胀影响下，ADR较疫前增长16%+；综合看酒店行业RevPAR较疫前提升15%左右，其中美国经通胀调整后的RevPAR今年9月首次超疫前。
- **休闲度假恢复快于商旅，中端和低端恢复高于高端奢华。由**于个人旅行、中小商旅住宿需求有韧性、恢复较快，而核心城市国际会展或国内大型会议需求对应酒店需求恢复较慢，故相关高端奢华定位酒店恢复相对更慢。但全面放开后，部分高端龙头通胀下提价弹性更可观。
- 季节性角度：一般Q2-Q3恢复加速更显著。

图14：海外酒店龙头北美RevPAR恢复节奏



资料来源：Wind，各公司官网、STR、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图15：海外酒店龙头欧洲RevPAR恢复节奏

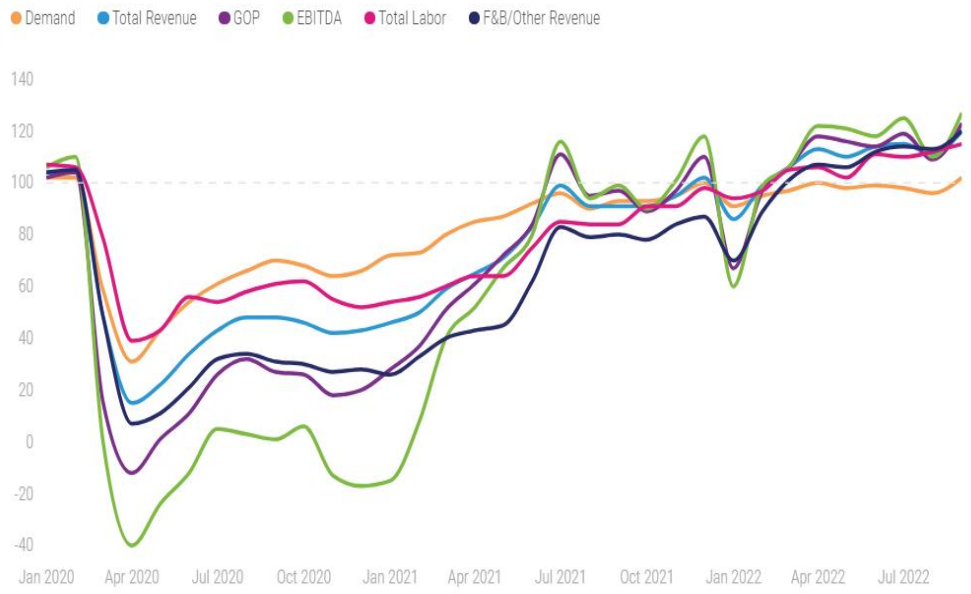


资料来源：Wind，各公司官网、STR、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

欧美酒店：通胀压力下，部分龙头盈利能力仍超疫情前

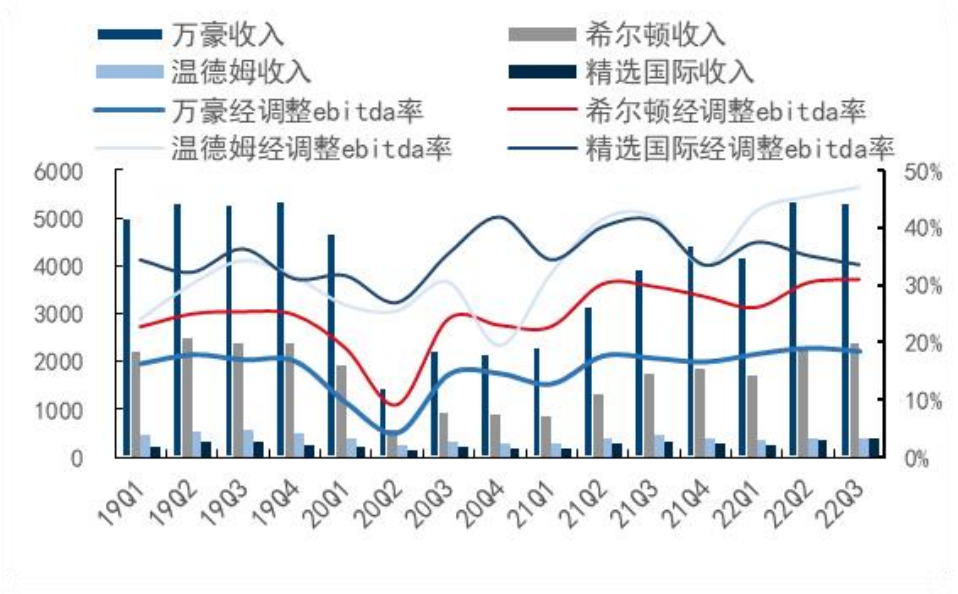
- **盈利水平：成本优化+提价积极应对通胀，部分龙头收入、盈利均改善。**受通胀因素影响，海外酒店运营的能源、人工等成本相对高企，但美国酒店龙头通过提价、轻资产扩张、成本费用优化，在其出租率尚未完全恢复时，其收入及EBITDA已超疫前。
- 以国际酒店龙头为例，2022Q3万豪、希尔顿、温德姆等酒店龙头盈利能力均提升。不过，不同龙头盈利恢复仍有差异，卢浮盈利恢复相对不及收入汇丰相对放缓，与直营占比高（直营门店占比23%），通胀、利息、人工等成本压力相关。

图16：美国酒店盈利和成本指标



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图17：各酒店龙头收入及经调ebitda率变动



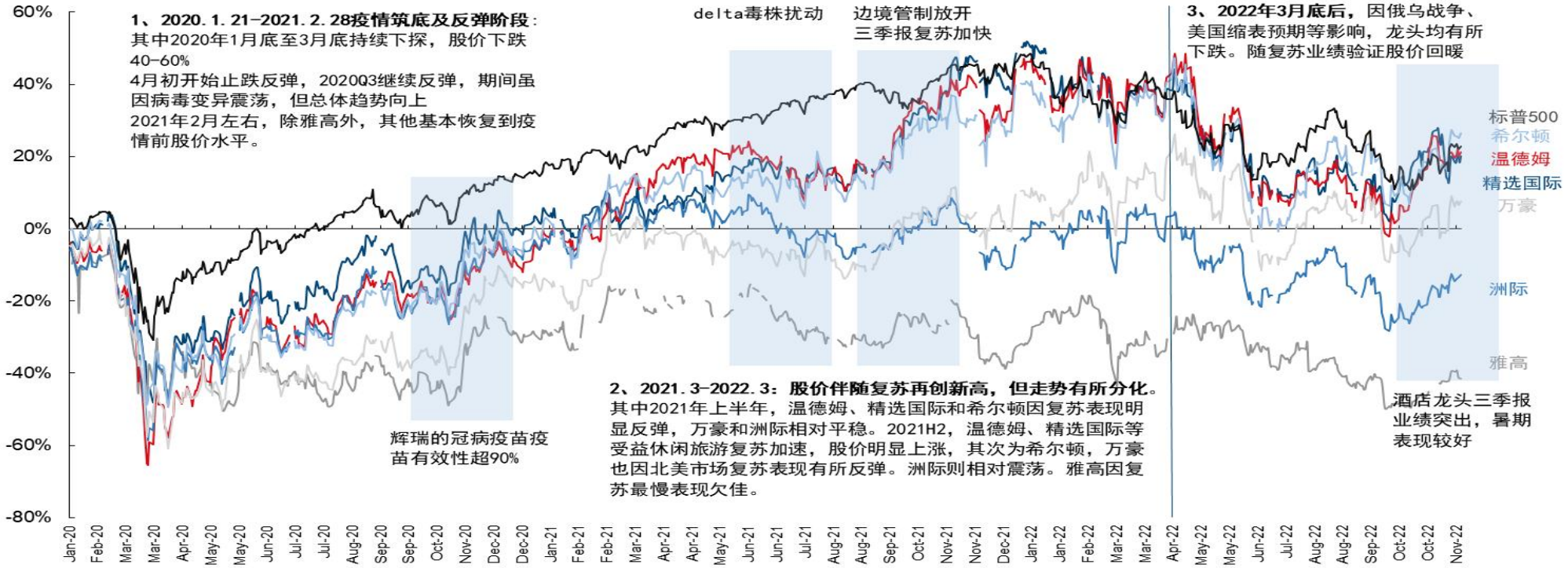
资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

欧美酒店股价复盘：出行逐步放开期表现靓丽，全面放开后分化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **货币政策宽松+出行逐步放开阶段，欧美酒店股价表现最靓丽：**2020年3月到2022年1月，海外酒店龙头经历了从触底到回顶的周期，在国内出行逐步放开期股价表现最可观，估值提升显著，而政策出入境大幅放开阶段，股价达到最高点，期间虽有扰动，但趋势向上；
- **出行全面放开后，因经济环境变化，酒店龙头趋于调整，业绩验证带来股价表现分化：伴随出行**全面放开+短期恢复节奏阶段趋缓+外围不确定性加剧（持续加息预期、俄乌冲突），龙头股价阶段随大盘回调震荡下行，但此后业绩兑现支撑部分龙头股价反弹。

图18：欧美酒店龙头股价表现



资料来源：Wind，各公司官网、STR、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

国际免税：依赖国际旅行复苏较慢，龙头积极外延及加码中国

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **欧美免税主要以出入境免税为主，其恢复相对依赖国际旅行的恢复**，故恢复节奏相对慢于餐饮、酒店等（本地或本国需求占主导的业务）。
- **Dufry**2020Q2触底以来持续复苏，2022Q3收入已恢复至疫前约8成，按固定汇率计则恢复约9成；**拉格代尔旅游零售**2022Q3收入基本恢复至疫前水平，与主要市场欧美全面管制放开后跨境活动恢复有关，预计亚太地区仍相对承压。
- 后疫情下战略：一是积极加码中国市场，Dufry、拉格代尔积极寻求发展中国市场的免税零售业务，与海发控、海旅免税合作进军海南，DFS继续优化中国港澳布局，挖掘国内旅客的消费潜力。二是积极多业务协同发展，优化整合。

图19：杜福瑞2020Q1-2022Q3收入及同比增速



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图20：拉格代尔2020Q1-2022Q3收入及同比增速

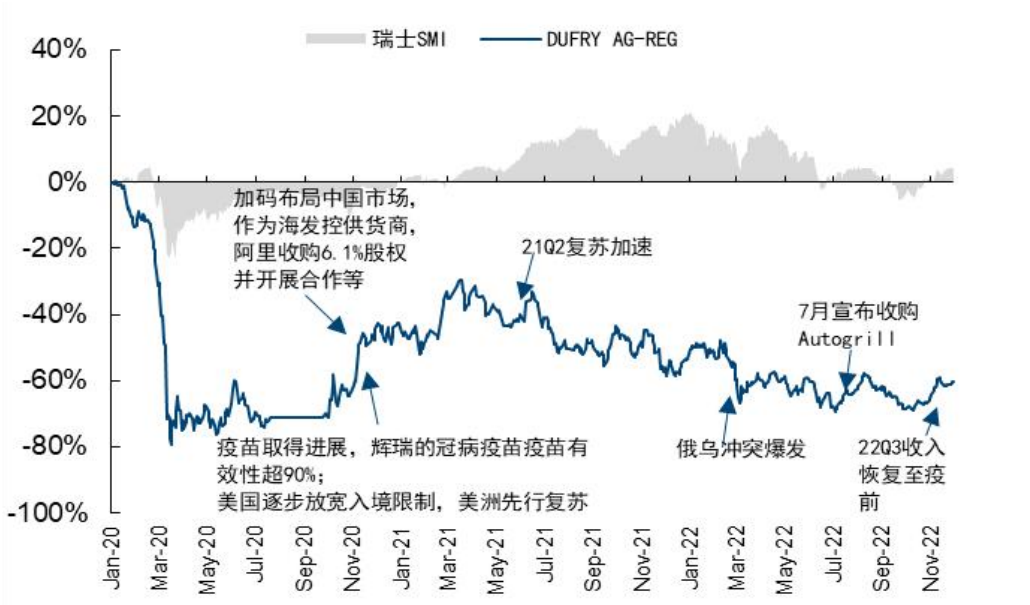


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

国际免税龙头股价复盘：全球免税竞争格局重塑，股价趋于调整

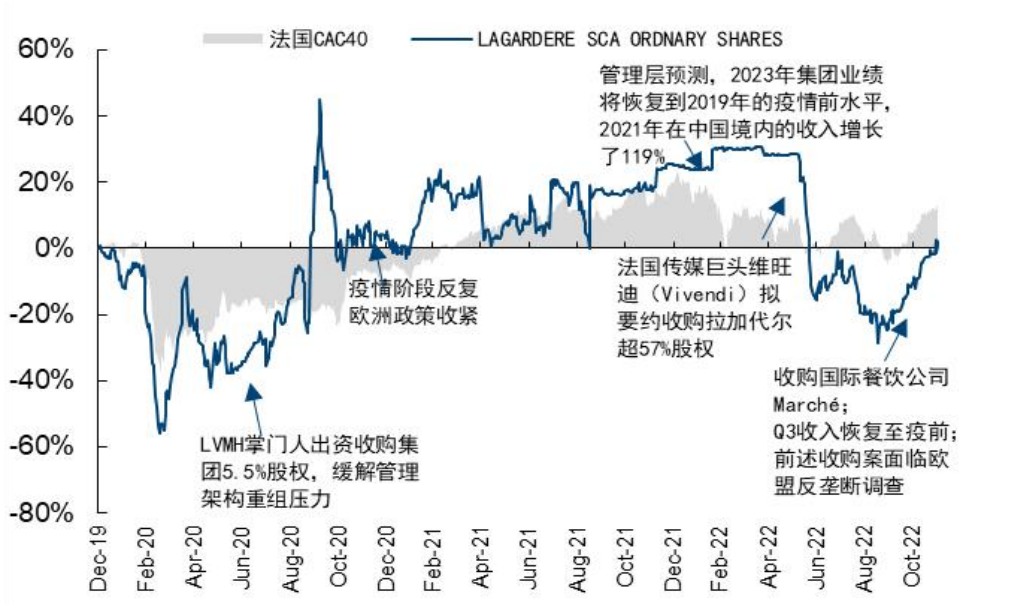
- **杜福瑞Dufry：**疫情下，公司股价阶段下行，此后伴随加码中国等股价反弹，但此后随国际经济局势等仍下探，目前股价仍大幅低于疫前。核心来看，主要系疫情下公司业务恢复主要依赖国际旅行恢复节奏，恢复相对较慢，其全球竞争地位也受到多方面的挑战。
- **拉格代尔：**股价表现2020Q4即首次恢复至疫前，主要系LVMH入股预期及国际出行放开预期强化，但此后因病毒变异疫情反复持续震荡，但伴随复苏及公司中国业务成长，2021年下半年表现仍可观，仍超疫情前。今年上半年因俄乌冲突等外部环境影响及法国维旺迪拟要约收购，公司股价调整，此后伴随后续Q3收入恢复至疫情前，股价再次反弹。

图21：杜福瑞疫后股价复盘



资料来源：公司公告，彭博、国信证券经济研究所整理

图22：拉格代尔疫后股价复盘



资料来源：公司公告，彭博、国信证券经济研究所整理

亚太借鉴：国情不同，复苏差异，股价分化

- **亚太放开后恢复节奏：**出行限制放开后，其餐饮和住宿大概在**3-6月左右基本开始恢复到疫情前水平；**
- **各子行业节奏：本地需求仍先恢复，餐饮>酒店>国内旅游>出入境；**此外商品恢复相对好于服务业恢复；餐饮住宿目前多数恢复至疫情前或者较接近，而旅游收入均尚未完全恢复，且随确诊高峰波动更明显；
- **不同国家分化较大：越南、韩国恢复较快，新加坡相对次之，日本，中国台湾、中国香港则恢复较慢。**预计与经济情况、老龄化结构、居民疫苗接种、消费政策支持力度、通胀、居民消费习惯等情况相关。
- **股价复盘：**各国投资者结构不同带来股价表现差异较大；出行逐步放开期阶段表现相对可观，复苏弹性预期较高的标的阶段领衔；全面放开后部分回调，整体分化较大。

图23：亚太出行板块基本面恢复及股价复盘情况一览

基本面		股价表现			
国家	收入恢复至2019年疫前水平的时间	类型	股价首次恢复至疫前时间	截止12.12股价较疫前涨跌幅	
越南		越南			
酒店	2022Q2	胡志明指数	2020-10-23		9%
餐饮	2022Q2				
旅游	暂未				
韩国		韩国			
酒店	2022Q2	LOTTE TOUR（旅游）	2020-07-17		-11%
餐饮	2022Q2	HANATOUR SERVICE（旅游）	2020-11-26		9%
旅游	暂未	SF（餐饮）	2021-03-15		-30%
免税	暂未	HTL SHILLA（免税）	2021-05-07		-13%
新加坡		YP（度假村）	2021-10-15		-37%
餐饮	2022Q3	KANGWON LAND，INC.（赌场）	暂未		-17%
酒店	2022Q3	新加坡			
旅游	暂未	消费者服务板块	2020-12-30		1%
日本		日本			
餐饮	2022Q4	ORIENTAL LAND（主题公园）	2020-05-19		34%
酒店	暂未	ZENSHO HOLDINGS（餐饮）	2020-09-04		40%
旅游	暂未	TORIDOLL HOLDINGS（餐饮）	2020-09-08		92%
中国台湾		RECRUIT（人服）	2020-09-28		6%
酒店	暂未	CREATE RESTAURANTS HOLDINGS	2021-07-01		1%
餐饮	暂未	FUJITA KANKO（酒店）	2022-06-10		6%
旅游	暂未	中国台湾			
中国香港		观光指数	2021-02-22		16%
酒店	暂未	中国香港			
餐饮	暂未	消费者服务指数	2020-08-21		-30.72%

资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

促消费政策对出行板块有提振作用，但不同国家/地区表现分化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

● 疫后各经济体在采用发放消费券、现金补贴、减税的形式进行纾困及拉动消费，如下表所示。整体来看，越南、韩国、新加坡、中国香港、中国台湾、日本促消费政策对当月出行基本面均有一定促进效果，其中针对个人的消费券或现金发放的促进作用更为明显。

表1：各国及地区2020年以来促消费政策

	2020年4月	2021年12月	2022年1月		
越南	特殊人群每月可领取180万越盾救济金	提出一项21.3万亿越南盾（约59亿元）的减税方案，包括对受疫情影响地区生产的个体工商户和生产性个人免征个人所得税和增值税	颁布《经济社会复苏和发展计划》，明确在2022－2023年两年期间为受疫情影响的民众等提供支持		
	2020年10月	2022年5月	2022年12月		
韩国	启动提振内需的政策，发放涉及住宿、旅游、演出、餐饮等行业在内的8类消费券	将花费59.4万亿韩元给受疫情重创的小工商业者和个体户以及低收入家庭提供补助	《第六次观光振兴基本计划（2023年至2027年）》，提出吸引3千万外国游客；旅游业收入300亿美元；外国游客在韩旅游15天；境内旅游消费50万亿韩元等5大目标		
	2020年4月	2020年6月	2021年12月	2022年5月	2022年6月
新加坡	每个成年人发放600新元	中低收入家庭额外获得300-600新元	100元消费券	100元消费券	价值15亿的补贴援助配套，个人最高可获700元的现金补助
	2020年4月	2020年7月	2021年11月	2022年10月	2022年12月
日本	为促进旅游、运输、住宿、餐饮等商业消费拉升经济拨款 1.85 万亿日元	推出“Go To Campaign”的补助政策，涉及旅行观光业，运输业，餐饮业，娱乐业等	家庭补贴、困难学生补贴、企业补贴	“大型综合经济对策”，提出4.4万日元的旅游住宿优惠以及主题公园8折优惠	宣布将于2023年1月10日后重启并加大支援力度
	2020年3月	2020年7月	2021年9月	2021年10月	
中国台湾	拟发放23亿元的“振兴抵用券”，随旅游住宿发放，使用范围包括餐饮、商圈、夜市和艺文消费	发放三倍券，每名居民可用1000元现金换取3000元消费券	向每名居民发放5000元消费券，范围涵盖餐厅等	第二波振兴经济措施，向每名居民派发5千元消费券	
	2020年2月	2020年4月	2021年2月	2022年2月	
中国香港	发放第一轮抗疫基金，向零售商户和各类持牌食肆发放津贴	第二轮抗疫基金，涉及客运业、旅游业、航空业及食肆等16个行业	2021-2022年度财政预算，分期发放5千港元的消费券	2022-2023年度财政预算，将分两期发放1万元的消费券	

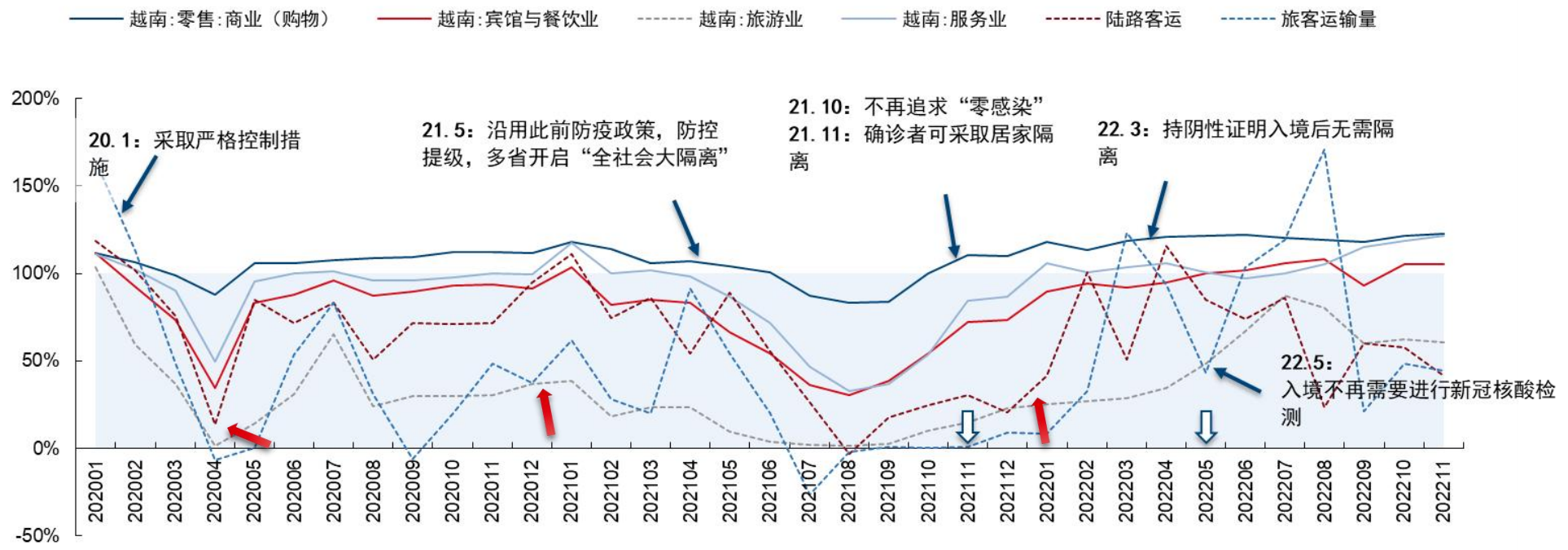
资料来源：韩联社、新浪财经、腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

越南：2021年10月放开，今年5月餐饮住宿恢复至疫前

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **越南防疫特点：**前期管控严格，2021.10境内防控大幅转向，国内出行基本放开；2022.3出入境防控大幅放松。
- **整体看，越南出行产业链基本面于2020.4筑底，并迅速反弹，2021.8再次筑底，疫情扰动+政策放宽下恢复时间较上周期延长。**
- **从子行业节奏上看，商业零售>本地周边餐饮住宿>中长途流动。**2021.10政策放松后，**商业零售**快速恢复超疫情前，**本地周边类餐饮住宿**开启修复，今年5月恢复至疫情前水平，此后疫情波动但振幅相对较小；**中长途人员流动**（参考陆路和航空客运）在22Q1开始逐步加速，阶段超疫情前但随确诊波动；**旅游业收入**尚未恢复至疫情前，5-8月旺季阶段恢复较快，旅客吞吐量阶段脉冲明显，但此后也因疫情扰动略有回落。

图24：越南2020年以来社会服务业相关恢复表现

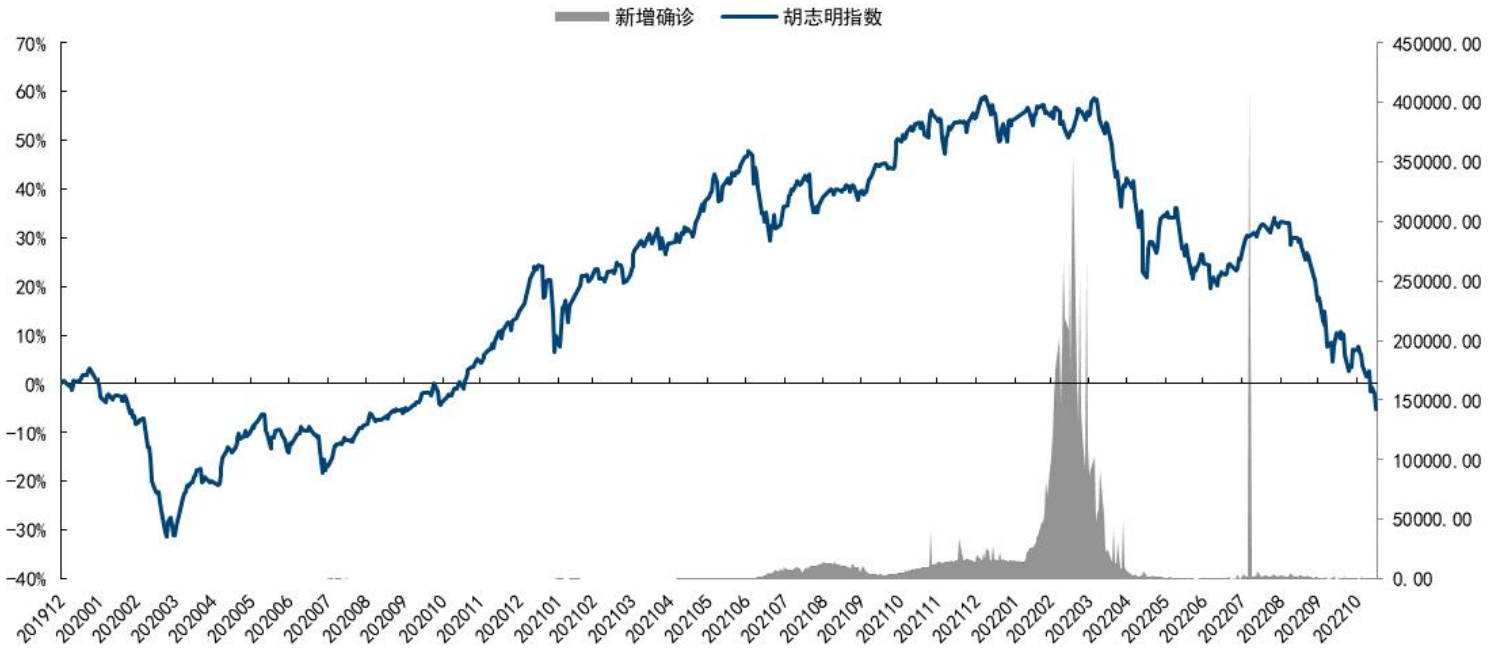


资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理 蓝色箭头为防疫政策调整，红色箭头为促消费政策

越南股价：整体趋势与美股较为接近，目前低于疫前

- **越南整体股价走势复盘：外资结构占比较高，整体与美股表现相对接近，目前已回落至低于疫前水平。**胡志明指数整体与美股表现相对一致，2020.3股价筑底，此后逐步反弹并于2020.10-11首次恢复至疫前，2022.3股价见顶后受外围因素影响大幅回落，预计与其投资者结构中外资占比较高所致（超20%）；其中，疫情或管控仅阶段带来扰动。2022.9以来，整个板块相对承压下行，目前跌至低于疫前。

图25：越南胡志明指数2020年以来涨跌幅表现



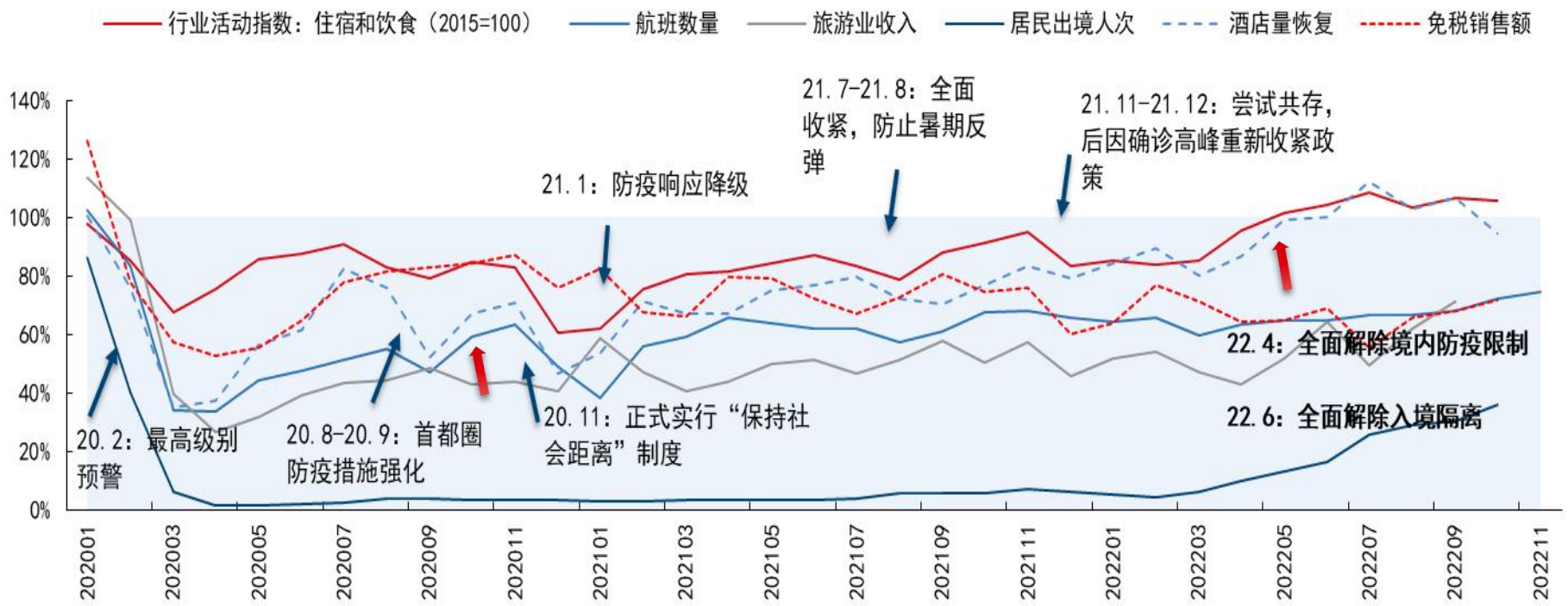
资料来源：wind，彭博等，国信证券经济研究所整理

韩国：今年4月全面放开，5月餐饮住宿恢复超过疫前

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **韩国出行放开节奏：**2021年11月曾尝试共存，但此后2021年12月因确诊高峰阶段收紧，此后逐步优化，直至今年4月全面放开。
- **子行业：餐饮住宿>旅游业。餐饮与住宿在2021年初降级防控管理后持续波动向上复苏，**韧性较强，在接近全面放开前长期在8成恢复波动，而全面放开后1个月（即今年5月）开始恢复超过疫情前。**旅游收入**持续处于低位震荡，**国民境内游**目前尚未恢复到疫情前，在6成恢复左右调整，且波动较住宿餐饮更显著；**免税**收入受制于中国客源缺位，目前恢复相对平平。

图26：韩国2020年以来社会服务业相关恢复表现

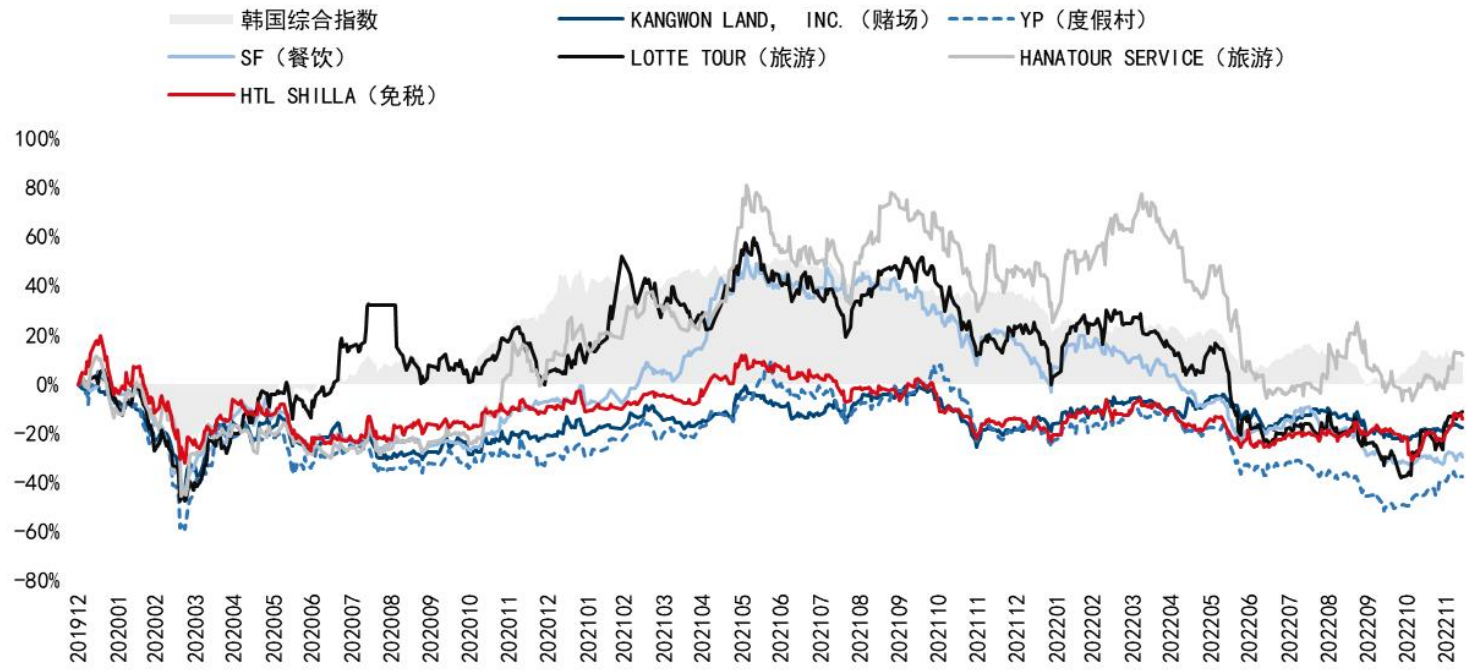


资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理 蓝色箭头为防疫政策调整，红色箭头为促消费政策

韩国股价：出行逐步放开期表现最可观，旅行社龙头领衔

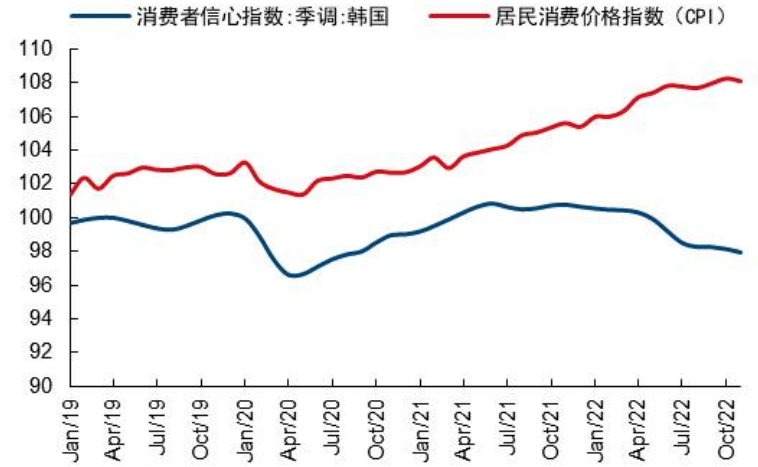
- **整体趋势：韩国出行板块在国内出行逐步放开期股价表现较突出，但全面放开后因通胀及经济担忧等反而回调。**
- **韩国出行板块复盘：旅行社>餐饮>免税/酒店>度假村/赌场。**虽然韩国国内游恢复相对平平，但其旅行社龙头Hana、Lotte等龙头基于复苏预期股价表现突出，明显领先其他出行龙头，其中Hana2020年底即跟随酒店量恢复股价率先涨回疫前，此后持续创新高，2021年7-8月因防控阶段趋严回调，此后在2022年4月全面放开后阶段触底。
- **完全放开后，对经济的后续担忧扰动股价表现。**今年4-6月境内及出入境政策全面放开，尽管基本面继续回暖至接近疫前，但持续高通胀下消费者信心指数环比持续下行，叠加外围环境不利因素，出行板块各股票均有所承压，近期在Q3业绩验证支撑下又有企稳反弹。

图27：韩国2020年以来社会服务业相关股票恢复表现



资料来源：wind，彭博等，国信证券经济研究所整理

图28：韩国2020年以来社会服务业相关恢复表现



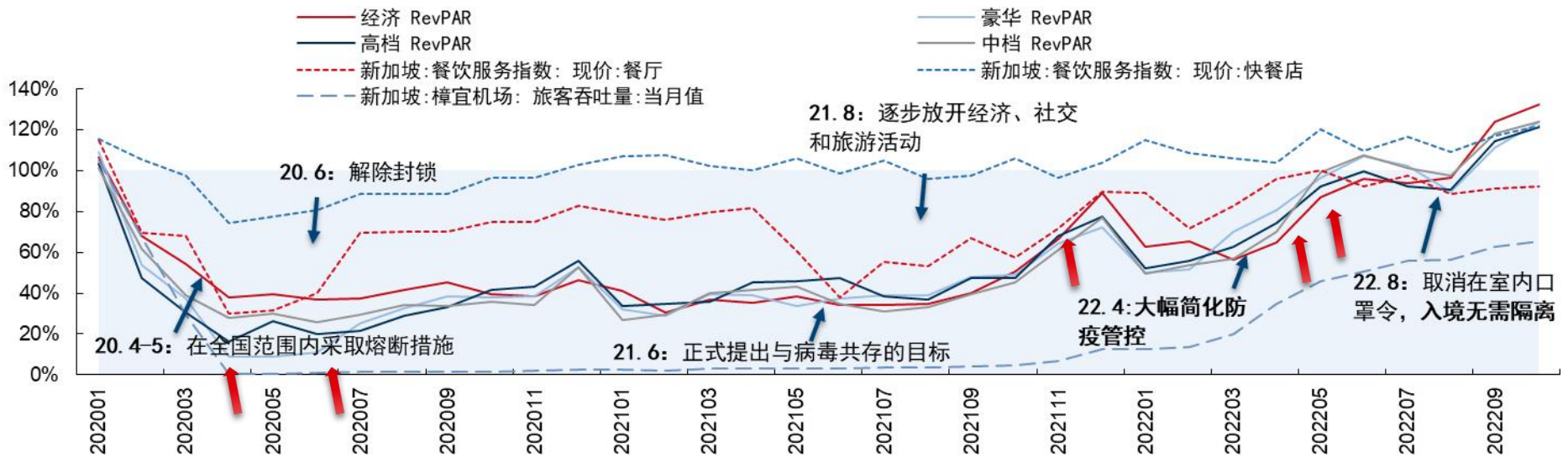
资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理

新加坡：较早共存，经济型酒店与快餐彰显韧性，其余仍承压

国信证券 GUOSEN SECURITIES

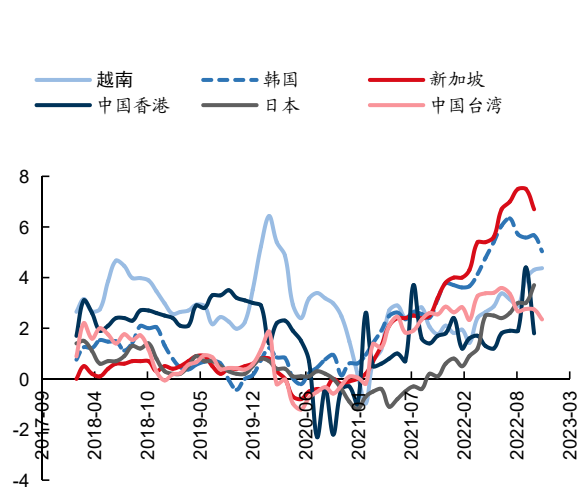
- **新加坡防疫特点：**疫情企稳期管控较松，较早于21年6月提出“共存”目标，此后相机调整防控力度，目前已接近全面解除防控措施。
- 整体上，**出行产业链基本面受疫情影响逐渐减弱且趋势上行，第一、二、三波疫情扰动后的低点逐步上移。**从子行业看，今年4月全面放开后，以现价计5-6月餐饮住宿在开始接近疫情前水平，但**通胀因素也有影响。**
- **剔除通胀影响，经济型酒店入住率与快餐彰显韧性，其余则仍承压。 酒店：**9-10月受益国际出行酒店RevPAR恢复超疫情前，其中主要系ADR超疫前20%+带动，除经济型外其余档次OCC恢复约9成。**餐饮：**2022.5-10餐饮基本在疫前水平上下波动，若以不变价计仅恢复至8-9成，其中快餐相对韧性，2020年底不变价恢复至疫前后基本维持；**机场：**樟宜机场旅客吞吐量在22.4后明显改善，最新9月已恢复约6成。

图29：新加坡2020年以来社会服务业相关恢复表现



资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理蓝色箭头为防疫政策调整，红色箭头为促消费政策

图30：CPI同比增长（%）



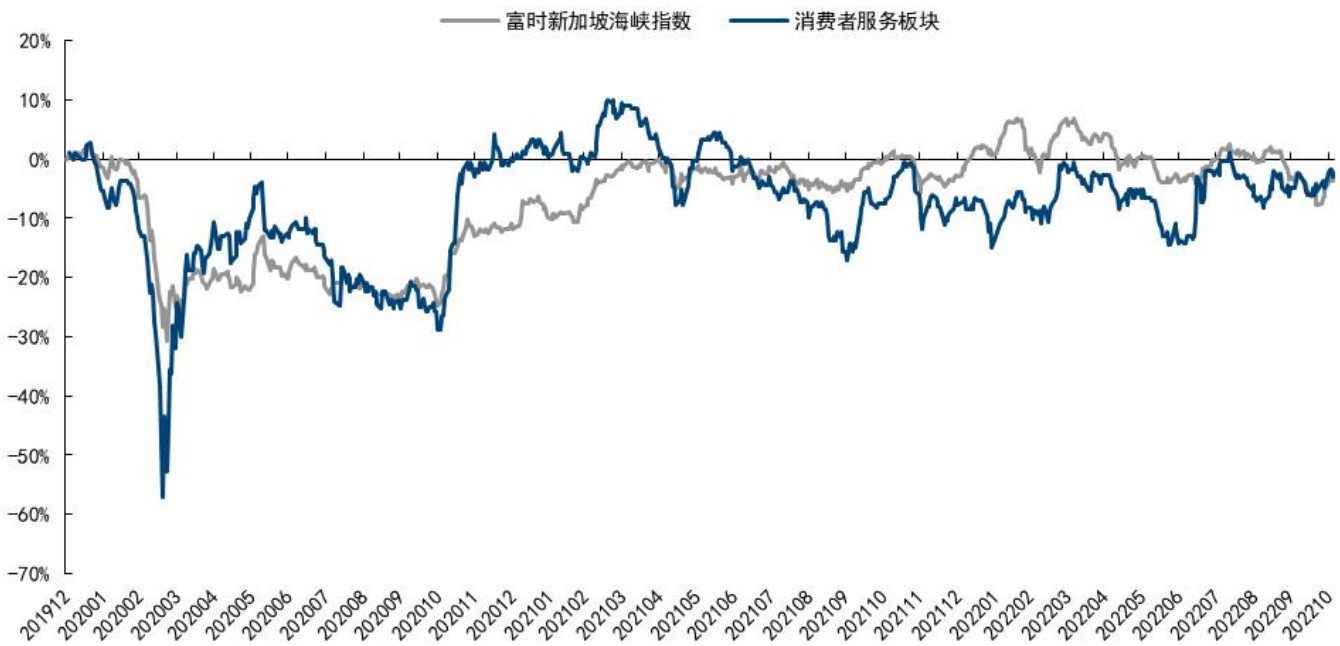
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新加坡股价：通胀水平高企，货币政策多次收紧，股价低位震荡

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **新加坡消费者服务板块复盘**整体上可分为五个阶段：1）2020.1-2020.3**大幅回撤**；2）2020.4-2021.6**管控逐步放松的企稳期阶段跑赢大盘**，如2020.4-6、2020.11-2021.2；3）**2021.6“共存”概念后，板块整体回撤较大，跑输大盘**；4）**此后出行基本面大幅改善和防疫简化仍促进股价小幅表现**，如2021.9-11、2022.4，**疫情反复后又有震荡**；5）**今年8月再次简化政策后股价反应减弱，目前未回至疫前。**
- **通胀水平高企，货币政策多次收紧，居民消费信心承压，股价地位震荡。**自去年10月以来，新加坡曾五次收紧货币政策应对高企的通胀。同时，结合联合早报，约35%新加坡受访者过去6个月减少在外用餐，为6个东南亚国家中最高，由于居民消费信心受制，故消费者服务板块去年下半年以来表现平平，持续低位震荡。

图31：新加坡2020年以来社会服务业相关恢复表现



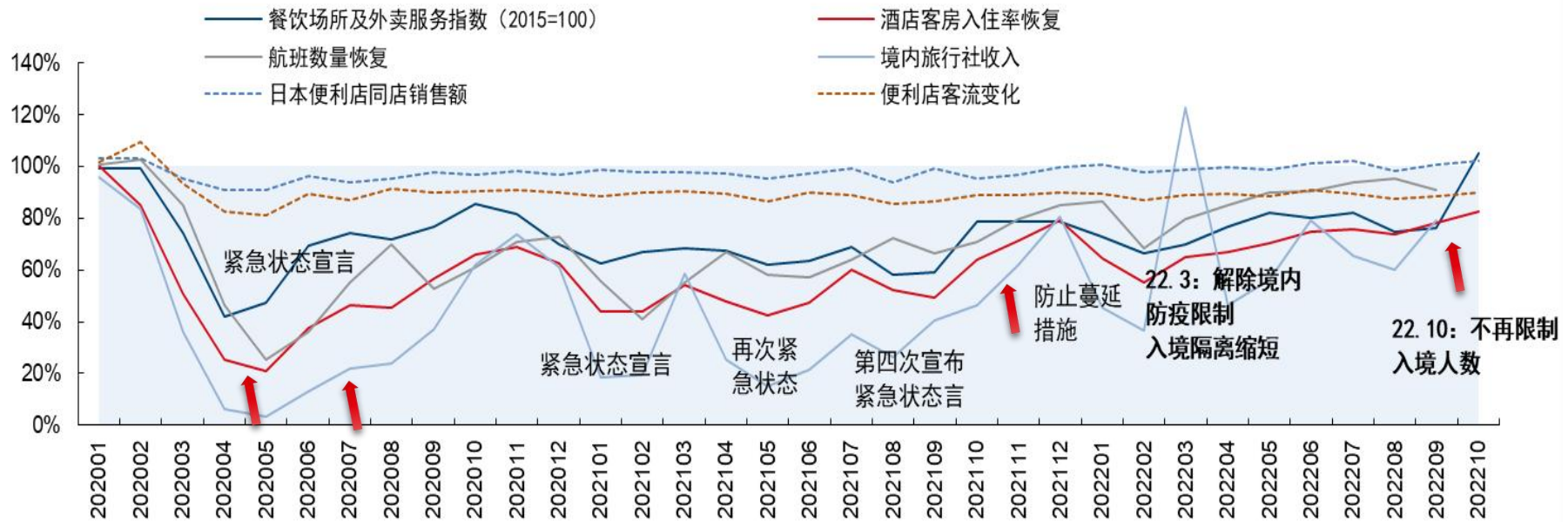
资料来源：wind，彭博等，国信证券经济研究所整理 注：此处消费者服务板块选取自彭博

日本：今年3月逐步放开，10月餐饮收入恢复超疫情前

国信证券 GUOSEN SECURITIES

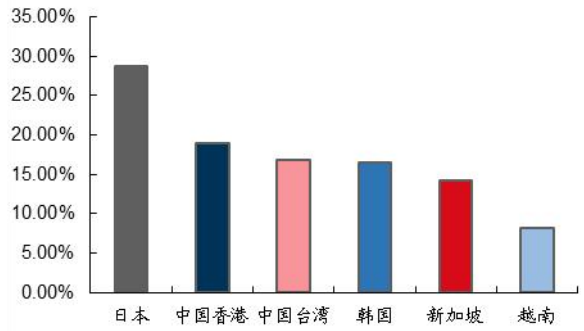
- **日本防疫政策特点：**多次启动紧急状态，整体防控较为严格，2022.3起境内出行限制基本取消，今年10月出入境逐步放开。
- **从趋势上看，**由于日本此前防控趋严，故日本放开前出行板块各指标在低位波动，每次紧急状态均带来不同程度的压力。2022.3境内限制放开后，由于老龄化等人口占比较高，价值消费者信心处于低位，整体恢复较慢。
- **分行业看，餐饮>酒店>旅游收入。**2020年4月各板块均有承压，其中餐饮更具韧性、旅游相对筑底。餐饮恢复降至4成，此后保持在6-8成恢复度，今年10月才首次恢复超疫情前（主要靠快餐推动，其他餐饮则仍有承压）；而酒店入住率10月仅恢复8成。

图32：日本2020年以来社会服务业相关恢复表现



资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理 蓝色箭头为防疫政策调整，红色箭头为促消费政策

图33：65岁以上老龄人口占比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

日本股价：刚需属性个股率先修复，高端消费相对承压

- **股价复盘：快餐>主题公园>人服>正餐>豪华度假酒店。**整体看，**日本快餐、主题公园、人服龙头表现相对较好，而正餐和豪华酒店龙头股价表现相对平平。**从复苏节奏来看，主题公园龙头股价最早恢复到疫情前，此后系快餐龙头，但在2021Q3，日本解除第四次紧急状态宣言后，快餐和人服龙头伴随基本面复苏股价表现最为突出；此后有所分化，快餐龙头于2022.10解除入境限制人数后股价再创新高，但人服龙头因顺周期属性则在经济承压背景下持续回调；**主题公园**在出行全面放开后股价表现更加突出。目前快餐、主题公园龙头股价表现优于疫前，其他则恢复至疫前水平。

图34：日本2020年以来社会服务业相关恢复表现



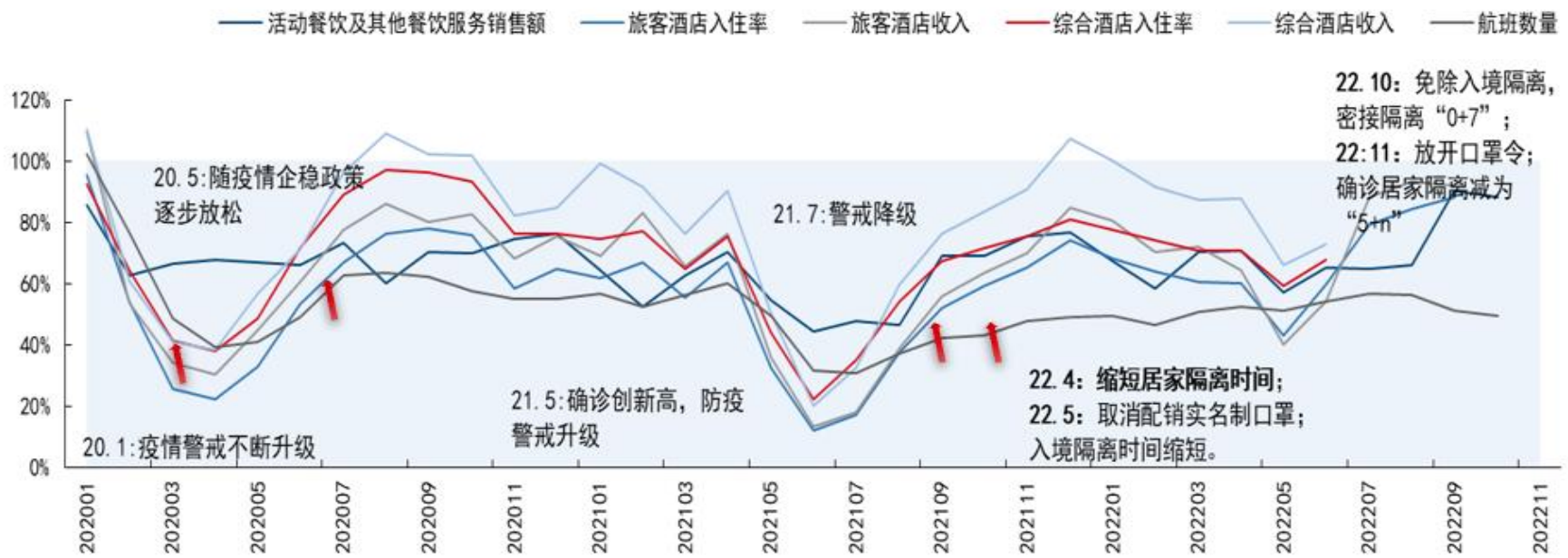
资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理

中国台湾：今年4-5月渐进放开，目前酒店餐饮恢复至疫前约9成

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **中国台湾：**出行政策整体较为严格，直至今年4-5月开始逐步放松，今年10月-11月出入境进一步有所放开
- 整体上看，中国台湾出行板块恢复相对较慢，阶段疫情企稳期逐步复苏，但随防疫升级又有所回落，目前整体仍然未恢复到疫情前。
- 分行业看，**酒店>餐饮**。酒店复苏相对较快，其中综合酒店入住率快于旅客入住率，前者在筑底（恢复约4成）6个月后恢复至接近疫前，后者仅恢复至约7-8成。今年4-5月渐进放开，但放开节奏相对较慢，餐饮酒店目前暂未恢复至疫情前，8-10月逐步恢复至9成上下。

图35：中国台湾2020年以来社会服务业相关恢复表现



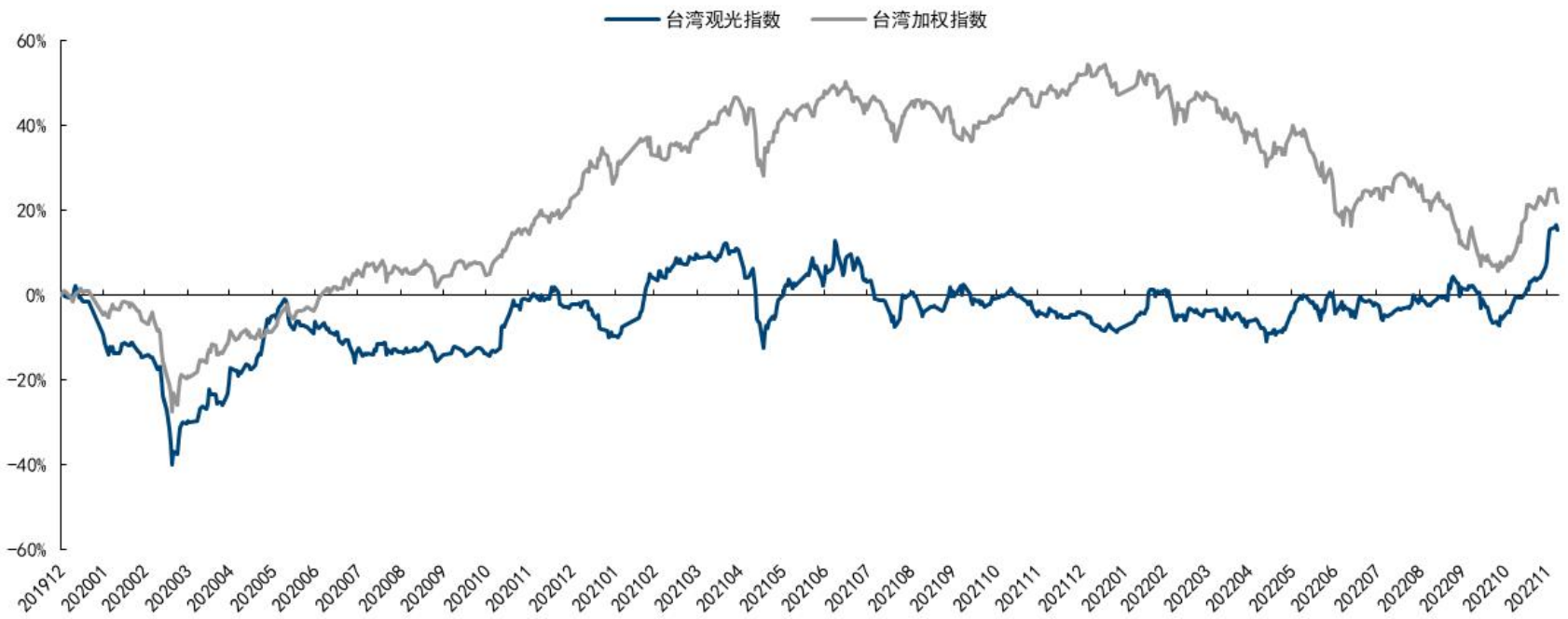
资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理 蓝色箭头为防疫政策调整，红色箭头为促消费政策

中国台湾股价：近两年低位震荡，近期出入境放开后迅速反弹

国信证券 GUOSEN SECURITIES

● **股价复盘：疫情反复与政策管控力度影响观光板块整体走势，近两年整体低位震荡，但今年10-11月伴随出入境逐步放开明显反弹。**1）2020.01-2020.03中国台湾观光指数超跌，整体跑输大盘；2）随疫情阶段企稳、防疫政策有所放松，板块整体上涨并于2020.05接近疫前水平，此后确诊阶段创新高后震荡波动，主要系出行板块疫情企稳期恢复不足疫情前；3）2022.10后大幅放开入境政策，板块上行跑赢大盘。

图36：中国台湾2020年以来社会服务业相关恢复表现

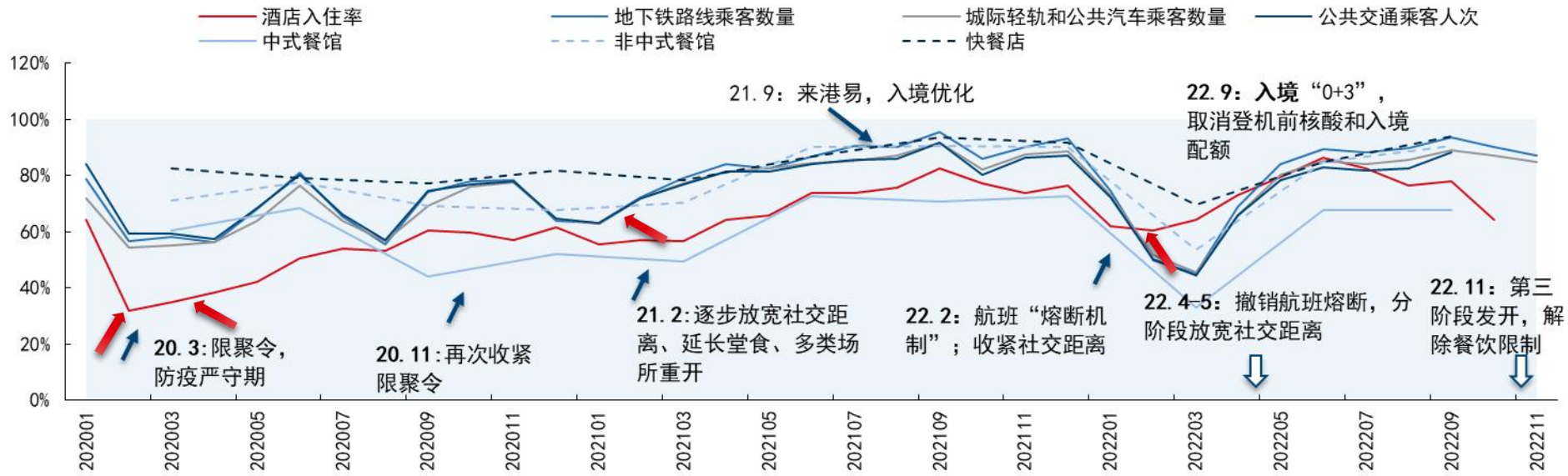


资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理

中国香港：今年4-5月全面放开，出行板块渐进复苏

- **中国香港防疫政策特点：前期整体管控偏严格，2022年4月起逐步分阶段放松。**
- **考虑2019年下半年中国香港出行板块特殊原因带来低基数影响，故本文6-12月复苏主要参考2018年数据为基数**
- **出行基本面从冲击到恢复的时间周期逐步缩短，但目前尚未完全恢复至2018年水平。**2020.1-2022.1逐步恢复，2022.3奥密克戎扰动下基本面再承压，此后随4-5月大幅放宽，酒店餐饮等恢复节奏缩短，仅2-3月即恢复到此前高点，但尚未完全恢复到2018年同期水平。
- **分行业看，快餐>酒店>中式餐馆。**酒店入住率从2020年2月的3成，达到2021年8月的8成，2022年3月阶段受制后于2022年5月重返8成恢复，此后又有承压。餐饮中，快餐韧性彰显，2022年3月扰动期阶段降至7成，2-3个月重返9成；中式餐馆最为承压，目前仅恢复至6成。

图37：中国香港2020年以来社会服务业相关恢复表现



资料来源：wind，CEIC，国信证券经济研究所整理 注：2019年下半年中国香港出行板块下行，6-12月恢复情况均以2018年为基数 蓝色箭头为防疫政策调整，红色箭头为促消费政策

港股出行板块复盘：2021年以来持续承压，近期开始反弹

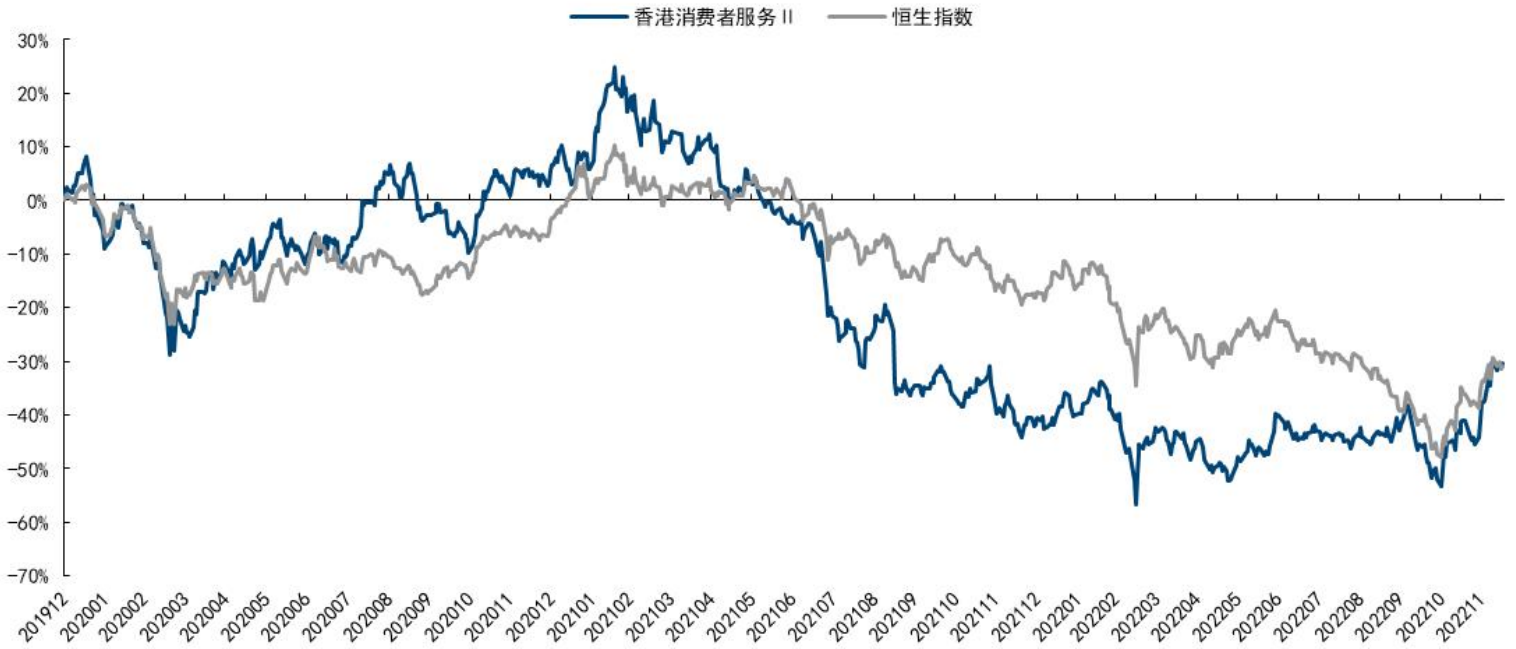
- **港股股价走势复盘：2021年以来持续承压，近期开始反弹，多数时期基本面影响>政策预期因素**

1）2020.03-2021.01部分餐饮龙头权重股逆势拓店，胜者为王终局思维主导下板块整体跑赢大盘；

2）此后疫情持续反复，叠加资金面等因素影响，恒生指数持续回调，同时餐饮权重股拓展受阻、博彩权重股则受政策及牌照持续性不确定的影响，综合带动港股出行板块指数大幅下调；

3）2022年以来，板块维持低估值震荡运行，11月以来伴随国内出行管控持续放松、且博彩牌照担忧解除，板块阶段反弹明显。

图38：中国香港2020年以来社会服务业相关恢复表现



资料来源：wind，CEIC，WHO等，国信证券经济研究所整理

欧美亚太复苏小结：递次复苏，股价先行

聚焦欧美、亚太出行放开后的基本恢复节奏和股价表现，核心要点如下：

- **出行放开节奏：**美国先行，欧洲次之，再次为亚太，一般国内逐步放开后3-6个月国际出行全面放开；
- **基本面恢复：**1）国内出行政策放开后，一般3-6个月，国内餐饮、住宿等需求有望恢复到疫情前水平；

  2）经济基础、消费政策扶持、老龄化等差异带来恢复节奏分化；

  3）放开后震荡向上，阶段因确诊高峰扰动，一般Q2-Q3 趋于加速复苏，Q4-Q1阶段会略有盘整。
- **子行业恢复节奏：欧美亚太基本按出行半径依次恢复，本地周边需求>国内中长途>国际出行恢复节奏。**

  1)欧美：餐饮>主题公园>OTA>酒店>国际免税；

  2)亚太：餐饮住宿1-6个月恢复至疫情前，其中餐饮略早于住宿，旅游类相对更慢，放开后半年未完全恢复；

  3)结构：餐饮（快餐）、酒店（中低端）韧性更足，波动更小；旅游收入脉冲恢复较高，但随疫情波动大；
- **股价复盘：** 1)股价修复一般领先基本面修复6-12月或以上，政策逐步放开期或相关政策博弈政期股价表现最可观；

  2)国际出行放开后，因经济、通胀、加息等压力，板块出行股价见顶后反复，本地消费子赛道相对稳健

  3)欧美出行产业链股价表现基本延续基本面复苏顺序，亚太内部分化较大，部分复苏弹性较高标的领涨

投资建议：关注消费政策，跟踪复苏脉搏，三条主线选股

- **2022年11-12月，国内出行限制逐步放开。**国内来看，2022年11月11日，二十条优化措施出台，此后出行政策持续调整，2022年12月以来，伴随取消大范围核酸检测，允许阳性病例居家隔离等，国内出行限制目前基本已全面放开。未来出入境也不排除逐步放开。
- **展望未来，从出行政策博弈到期待消费政策再到基本面验证。**出行逐步放开后，国内政策重点聚焦稳增长，扩内需，促消费。12月14日，国务院颁布《扩大内需战略规划纲要（2022－2035年）》首先强调“全面促进消费，加快消费提质升级”；12月16日，中央经济工作会议强调**“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”、“增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景”、“多渠道增加城乡居民收入”。未来国内消费板块持续利好政策可期。**
- 立足当下，虽然部分市场投资者担忧确诊高峰可能对出行消费的短期压制，但后续若持续消费利好政策出台，有望改善预期，助力复苏。其中除整体促消费政策外，**免税和教育等行业政策值得重点关注**。中线来看，伴随出行放开、政策利好，出行产业链复苏可期，而板块龙头疫情大考三年下的经营优化，也助力其未来复苏与成长。综合来看，我们沿袭2023年投资策略，继续建议沿着**政策演进、业绩确定、消费变迁**三条主线选股。

表2：近期顶层促消费政策汇总

政策	主题	内容
扩大内需战略规划纲要（2022－2035年）	全面促进消费，加快消费提质升级	**顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。** **更好满足中高端消费品消费需求。促进免税业健康有序发展。**促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。 **扩大文化和旅游消费。提升教育服务质量。**健全国民教育体系，促进教育公平。完善职业技术教育和培训体系，增强职业技术教育适应性。鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展，全面规范校外教育培训行为，稳步推进民办教育分类管理改革，开展高水平中外合作办学。
中央经济工作会议	改善预期、提振信心	**着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。**多渠道增加城乡居民收入。**要充分挖掘国内市场潜力，提升内需对经济增长的拉动作用。**围绕经济发展和民生急需，推动补短板重大项目建设，着力消除制约居民消费的不利因素。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注消费政策，跟踪复苏脉搏，三条主线选股

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表3：2023年社服板块投资策略

投资主线	投资逻辑	推荐板块	重点标的
政策演进带来基本面边际改善	关注未来疫情防控政策&促消费政策	出行板块相关	整体板块受益
	出境游放开下国人离境市内免税政策预期	免税板块	重点关注**王府井、中国中免**等
	关注海南自贸港政策机遇	免税产业链	重点关注**海南机场**等
	关注民办高教营利性选择的落地	高教板块	重点关注**中教控股、新高教集团**等
寻找业绩的相对确定性	推进复工复产下业绩	人服、职教板块	重点推荐**北京城乡（FESCO）、科锐国际、BOSS直聘**、同道猎聘、外服控股
	经营与疫情关联度较低	高教板块	重点推荐**中教控股、新高教集团**、希望教育、中国科培、中国东方教育、新东方在线
	出行各子板块复苏递次演进	本地及周边>中长途>出境	港股餐饮（呷哺呷哺、九毛九、海伦司、奈雪的茶、海底捞等），A股同庆楼、天目湖、君亭酒店等
寻找中长线“顺应消费变迁+格局&模式优良”的核心龙头	顺应消费变迁方向 细分赛道格局优化 经营效率持续提升	出行板块龙头	重点关注**中国中免、锦江酒店、华住集团-s、九毛九、携程集团-S、海伦司，君亭酒店**等

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

一、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；

二、国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；

三、消费意愿不足，消费能力减弱，消费场景缺失风险；

四、促消费政策落地低于预期；

五、不同市场投资者结构、投资风格差异较大。

重点公司盈利预测及估值

国信证券 GUOSEN SECURITIES

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS				PE				PB
			22-12-16	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021
601888.SH	中国中免	买入	221.70	4.67	3.39	6.30	8.31	48	65	35	27	10
600859.SH	王府井	增持	30.21	1.18	0.54	0.94	1.24	26	56	32	24	2
600515.SH	海南机场	增持	4.96	0.04	0.15	0.09	0.14	122	32	52	36	3
600754.SH	锦江酒店	买入	57.93	0.09	0.03	1.51	2.13	614	1823	38	27	4
600258.SH	首旅酒店	买入	25.10	0.05	-0.34	0.73	1.10	501	-	34	23	3
1179.HK	华住集团-S	增持	31.22	-0.08	-0.41	0.58	0.90	-	-	54	35	11
301073.SZ	君亭酒店	增持	72.25	0.31	0.33	1.04	1.52	236	218	69	47	18
605108.SH	同庆楼	增持	36.80	0.55	0.53	0.96	1.27	66	69	38	29	5
603043.SH	广州酒家	买入	25.74	0.98	1.12	1.41	1.63	26	23	18	16	4
9922.HK	九毛九	买入	17.34	0.23	0.22	0.49	0.70	74	77	36	25	8
0520.HK	呷哺呷哺	增持	7.50	-0.27	-0.10	0.30	0.61	-	-	25	12	5
6862.HK	海底捞	增持	19.10	-0.75	0.09	0.40	0.57	-	206	48	34	13
9869.HK	海伦司	买入	13.37	-0.18	0.12	0.42	0.61	-	107	32	22	6
9987.HK	百胜中国-S	增持	400.37	2.37	1.41	1.99	2.31	169	284	201	173	4
2150.HK	奈雪的茶	增持	6.48	-2.64	-0.10	0.04	0.13	-	-	156	50	2
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.91	0.12	0.05	0.37	0.54	124	289	40	28	5
603136.SH	天目湖	买入	29.01	0.28	0.06	0.70	0.92	104	491	42	32	5
600138.SH	中青旅	买入	16.28	0.03	-0.22	0.46	0.75	561	-	35	22	2
002033.SZ	丽江股份	增持	11.27	-0.07	0.03	0.20	0.34	-	346	55	33	3
000888.SZ	峨眉山A	增持	9.35	0.03	0.02	0.33	0.44	274	493	28	21	2
600054.SH	黄山旅游	增持	12.73	0.06	-0.16	0.28	0.43	214	-	46	30	2
002707.SZ	众信旅游	增持	10.62	-0.48	-0.30	0.00	0.02	-	-	10210	511	44
000978.SZ	桂林旅游	增持	8.99	-0.45	-0.43	-0.12	-	-	-	-	-	3
9961.HK	携程集团-S	增持	256.20	2.11	0.99	5.67	10.35	121	258	45	25	1
0780.HK	同程旅行	增持	16.57	0.58	0.25	0.61	0.86	29	66	27	19	2
300662.SZ	科锐国际	增持	48.80	1.29	1.41	1.82	2.33	38	35	27	21	4
600861.SH	北京城乡	增持	21.61	1.94	2.26	2.78	3.35	11	10	8	6	3
0839.HK	中教控股	买入	8.39	0.61	0.77	0.89	1.03	14	11	9	8	1
003032.SZ	传智教育	增持	16.21	0.19	0.48	0.59	0.71	85	34	28	23	5

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032