



Research and
Development Center

从日本放开疫情管控经验，看我国消费复苏路径

社服&零售行业

2022年12月21日

证券研究报告

行业研究

行业深度报告

社服零售 行业

投资评级 看好

上次评级

范欣悦 社服零售行业首席分析师
执业编号: S1500521080001
联系电话: 15201927096
邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

从日本放开疫情防控经验，看我国消费复苏路径

2022年12月21日

本期内容提要:

- **日本国内疫情防控政策、出入境政策全面放开。**防控政策方面，“防疫重点措施”于22年3月21日结束，标志着日本国内疫情管控的放开。出入境政策方面，22年6月10日开始放开境外旅行团入境，且无需入境检和居家隔离，标志着日本出入境的真正放开，从9月7日开始放开个人旅行入境，10月11日开始不再限制入境人数。
- **餐饮业收入已经超过疫前水平。**10月餐饮业收入水平超过19年同期的水平，达到105.5%。即使在疫情单日新增达到峰值的8月，收入恢复情况也远好于之前几波疫情峰值的月份，可见在疫情管控解除后，疫情爆发及反复对餐饮消费的影响较小。日本餐饮客流10月恢复超过9成，客单价不断提升。
- **零售业收入超过疫前水平。**日本便利店的营业收入从22年6月开始超过疫前水平，在疫情峰值的8月，营业收入也恢复至19年同期的97.9%。10月，收入达到19年同期的103%。便利店客流情况变化不大，为19年同期的85~90%。从客单价来看，呈现逐步提升的趋势。
- **国内旅游及住宿恢复情况良好。**22年3月底放开疫情管控后，日本国内旅游人次和消费额恢复至19年同期的60%以上；特别是7月人次恢复至19年同期的80.0%，消费额恢复至95.6%。22年3月底出租率较19年的降幅开始逐步收窄，10月已收窄至-11.0pct。
- **出入境恢复显著。**访日人数从22年3月开始恢复，个人旅游放开后恢复明显提速；而其中访日游客数从7月开始恢复。从22年3月开始，入境隔离时间的缩短带来日本人出国意愿的提升，从22年4月开始，日本出境人数恢复显著，22年10月已经恢复至19年同期的21.0%。
- **总结：**从日本放开疫情管控和出入境的经验来看，日本在22年3月底放开国内疫情管控，出入境无论是从隔离政策，还是限额都是逐步放松的。出入境放开的1~2个月后出现新冠疫情的集中爆发，并出现频繁的医疗崩溃事件。日本政府为了刺激旅游等消费复苏，发布了一系列针对餐饮、交通、住宿等补贴措施，成效十分显著。管控放开后，即使在新冠疫情集中爆发的月份，餐饮、零售、住宿、旅游的数据表现都显著好于放开前，且回撤较小；10月基本已经超过19年同期水平。
- **投资建议：**随着我国防疫政策不断调整优化，建议重点关注社服、零售行业的投资机会，虽然短期会有疫情集中爆发的扰动，但从日本的经验来看，放开后消费的数据表现回撤较小，叠加消费券等刺激消费政策带来的催化，餐饮、旅游、酒店的恢复情况有望持续向好，有望超过19年同期的水平。
- **风险因素：**宏观经济下行的风险、政策不确定性的风险。

投资聚焦	5
日本放开疫情管控的路径及经验	6
日本国内疫情管控在3月底放开	6
日本出入境在6月底放开	6
发放补贴刺激旅游消费	8
出入境放开后的第2个月，日本新冠疫情达到峰值	8
放开后日本医疗系统崩溃事件显著增加	9
深度数据解析：日本放开疫情管控前后，消费各板块的修复水平	11
餐饮：已超过疫前水平，客单价带动显著	11
零售：受益于消费激励政策，量稳价增	14
国内旅游及住宿：旅游恢复至7~8成，出租率逐步修复	18
出入境：人数恢复至19年同期的20%左右	20
总结和投资建议	23
总结	23
投资建议	23
风险因素	23
重点公司	24

表目录

表 1 日本国内防疫措施分类	6
表 2 新冠疫情发生后日本的3次“紧急事态宣言”和2次防疫重点措施	6
表 3 新冠疫情发生后日本出入境政策演变梳理	7
表 4 日本刺激旅游和消费的激励计划和具体内容	8
表 5 日本8波疫情划分及病例数据	9
表 6 日本医疗系统崩溃梳理	10
表 7 重点公司盈利预测及估值	24

图目录

图 1 日本20年1月16日~21年6月21日单日新增阳性病例数	8
图 2 日本21年6月22日~22年12月4日单日新增阳性病例数	9
图 3 日本餐饮营业收入恢复至19年同期情况	11
图 4 日本餐饮营业收入同比增速	11
图 5 日本餐饮店数恢复至19年同期情况	12
图 6 日本餐饮店数同比增速	12
图 7 日本餐饮客流恢复至19年同期的情况	13
图 8 日本餐饮客流同比增速	13
图 9 日本餐饮客单价恢复至19年同期的情况	14
图 10 日本餐饮客单价同比增速	14
图 11 日本便利店的营业收入恢复至19年同期的情况	15
图 12 日本便利店的同店同比增速	15
图 13 日本便利店分产品的同店同比增速	16
图 14 日本便利店门店数恢复情况	16
图 15 日本便利店客流恢复至19年同期情况	17
图 16 日本便利店客流同店同比增速	17
图 17 日本便利店客单价恢复至19年同期情况	18
图 18 日本便利店客单价同店同比增速	18
图 19 日本国内旅行人次恢复至19年同期情况	19

图 20 日本国内旅游消费额恢复至 19 年同期情况	19
图 21 日本住宿业出租率相比 19 年同期增减	20
图 22 日本住宿业分行业出租率相比 19 年同期增减	20
图 23 访日人数恢复至 19 年同期情况	21
图 24 访日游客恢复至 19 年同期情况	21
图 25 日本出境人数恢复至 19 年同期情况	22

投资聚焦

报告亮点:

日本疫情政策于今年全面放开，日本政策放开历程及社服零售行业修复数据为我国疫后修复提供了较好的参考蓝本。报告详细梳理了日本疫情防控措施及出入境政策，以及日本餐饮、零售、住宿、旅游的同店收入、客流量、客单价等数据，作为我国疫后修复路径的参考。

投资逻辑:

日本国内疫情防控在3月底放开。新冠疫情期间，日本政府在20~21年发布过3次“紧急事态宣言”，在21~22年发布过2次“重点防疫措施”。这两类措施均对实体经营、餐厅防控、人员外出活动做出管控。“紧急事态宣言”可以看作是“重点防疫措施”的升级版，防控的范围更大，以都道府县为单位。第二次“防疫重点措施”于22年3月21日结束，标志着日本国内疫情管控的放开。

日本出入境在6月底放开。22年3月开始，针对不同风险等级的国家制定不同的隔离要求，并逐步放松，单日入境人数限额逐步提升，最终从6月10日开始放开境外旅行团入境，且无需入境检和居家隔离，标志着日本出入境的真正放开，从9月7日开始放开个人旅行入境，10月11日开始不再限制入境人数。

餐饮业收入已经超过疫前水平。10月餐饮业收入水平超过19年同期的水平，达到105.5%。即使在疫情单日新增达到峰值的8月，收入恢复情况也远好于之前几波疫情峰值的月份，可见在疫情管控解除后，疫情爆发及反复对餐饮消费的影响较小。日本餐饮客流10月恢复超过9成，客单价不断提升。

零售业收入超过疫前水平。日本便利店的营业收入从22年6月开始超过疫前水平，在疫情峰值的8月，营业收入也恢复至19年同期的97.9%。10月，收入达到19年同期的103%。便利店客流情况变化不大，为19年同期的85~90%。从客单价来看，呈现逐步提升的趋势。

国内旅游及住宿恢复情况良好。22年3月底放开疫情管控后，日本国内旅游人次和消费额恢复至19年同期的60%以上；特别是7月人次恢复至19年同期的80.0%，消费额恢复至95.6%。22年3月底出租率较19年的降幅开始逐步收窄，10月已收窄至-11.0pct。

出入境恢复显著。访日人数从22年3月开始恢复，个人旅游放开后恢复明显提速；而其中访日游客数从7月开始恢复。从22年3月开始，入境隔离时间的缩短带来日本人出国意愿的提升，从22年4月开始，日本出境人数恢复显著，22年10月已经恢复至19年同期的21.0%。

日本放开疫情管控的路径及经验

日本国内疫情管控在 3 月底放开

第六波新冠疫情向好，日本国内疫情管控在今年 3 月底放开。新冠疫情期间，日本政府在 20~21 年发布过 3 次“紧急事态宣言”，在 21~22 年发布过 2 次“重点防疫措施”。这两类措施均对实体经营、餐厅防控、人员外出活动做出管控。“紧急事态宣言”可以看作是“重点防疫措施”的升级版，防控的范围更大，以都道府县为单位。伴随着第六波新冠疫情的向好，第二次“防疫重点措施”于 22 年 3 月 21 日结束，标志着日本国内疫情管控的放开。

表 1 日本国内防疫措施分类

措施	主要内容	目标
紧急事态措施——减缓全国疫情快速蔓延的应对措施	1、以都道府县为单位 2、采取的措施：要求经营者缩短经营时间或者停业（如违反政策罚款（300,000 日元））；餐厅需要设置亚克力板，确保人际距离、服务人员需要戴口罩、进行手部消毒、对餐厅通风；要求居民尽量减少外出；限制/暂停活动等 3、应对爆发性的感染和严重的医疗服务体系失灵的情况	病床使用率 50%，住院率 25%；新报告人数 25 人/10 万人
防疫重点措施等——控制特定区域传播的措施	1、以区划、市町、村为单位 2、采取的措施：要求经营者缩短营业时间或者停业（如违反政策罚款（200,000 日元））；餐厅需要设置亚克力板，确保人际距离、服务人员需要戴口罩、进行手部消毒、对餐厅通风；要求居民尽量减少外出；限制/暂停活动等 3、应对剧增的感染者和避免医疗体制失灵的情况	病床使用率 20%，住院率 40%；新报告人数 15 人/10 万人

资料来源：厚生劳动省官网，信达证券研发中心

表 2 新冠疫情发生后日本的 3 次“紧急事态宣言”和 2 次防疫重点措施

措施名称	时间	防控措施
第一次新冠“紧急事态宣言”	2020 年 4 月 7 日- 2020 年 5 月 25 日	紧急状态地区：4 月 7 日对埼玉县、千叶县等 7 县发布“紧急事态宣言”，4 月 16 日紧急状态扩大至全国，5 月 4 日宣布紧急状态延长，5 月 14 日提前解除大部分地区紧急状态，5 月 25 日全部解除 防控措施：学校停课、开设临时医疗设施、对居民进行基本疫情防控措施的教育（如佩戴口罩、保持社交距离、保持通风等）、要求民众避免不必要的外出、商家停业
第二次新冠“紧急事态宣言”	2021 年 1 月 7 日- 2021 年 3 月 18 日	紧急状态地区：1 月 7 日对埼玉县、千叶县等 4 地发布“紧急事态宣言”，1 月 13 日紧急状态扩大至 11 个地区，2 月 2 日宣布紧急状态延长，3 月 18 日全国解除紧急状态 防控措施：要求民众 20 时以后尽量避免外出，餐厅到 20 时结束营业，但不会“封城”，也不要求学校停课
第三次新冠“紧急事态宣言”	2021 年 4 月 23 日- 2021 年 9 月 28 日	紧急状态地区：4 月 23 日对东京等 6 地发布“紧急事态宣言”，5 月 21 日紧急状态扩大至 10 个地区，8 月 25 日扩大至几乎全国，9 月 28 日全部解除 防控措施：民众尽量避免外出；公司等机构将居家办公人员扩大到 70%；大型商业设施、提供酒类的餐厅等停业；体育比赛等大型活动原则上不能有现场观众。政府将对停业和缩短营业时间的店铺等提供补贴，但不要求学校停课
第一次防疫重点措施	2021 年 4 月 5 日- 2021 年 9 月 30 日	4 月 5 日，规定防止蔓延等重点措施的期限为 4 月 5 日至 5 月 5 日，实施防止蔓延等重点措施的区域：宫城县、大阪府及兵库县区域。9 月 30 日，防止蔓延等重点措施宣布结束。期间，15 次变更区域以及时间。
第二次防疫重点措施	2022 年 1 月 7 日- 2022 年 3 月 21 日	1 月 7 日，实施防止蔓延等重点措施的期限为 1 月 9 日至 1 月 31 日，应实施防止蔓延等重点措施的区域为广岛县、山口县及冲绳县区域。3 月 21 日，防止蔓延等重点措施宣布结束。期间，6 次变更区域以及时间。

资料来源：厚生劳动省官网，信达证券研发中心

日本出入境在 6 月底放开

日本在 6 月放开境外旅行团入境，9 月放开个人旅行入境。在 22 年之前，日本政府会根据国内疫情的状态调整出入境政策，但总体来看，管控是很严格的，有疫苗接种、集中隔离和居家隔离等要求，同时单日入境人数限制

在较少名额，并在21年11月5日~22年2月末暂停所有国家和地区的外国人新入境。22年3月开始，针对不同风险等级的国家制定不同的隔离要求，并逐步放松，单日入境人数限额逐步提升，最终从6月10日开始放境外旅行团入境，且无需入境检和居家隔离，标志着日本出入境的真正放开，从9月7日开始放开个人旅行入境，10月11日开始不再限制入境人数。

表 3 新冠疫情发生后日本出入境政策演变梳理

时间	主要政策	入境人数限制
20年6月18日起分阶段实施	恢复目标国家/地区商务人员的双向交通，需入境检+14日指定地隔离	
20年12月23日起	禁止英国公民入境	
20年12月25日起	禁止南非公民入境	
21年1月13日起	暂停所有国家/地区的新入境	
21年3月1日起		单日入境人员的总数控制在2000人以内，包括日本人和拥有在留资格的外国人
21年3月5日起	对于来自变异株流行国家和地区的入境者， 入境后集中隔离3天 ，且核酸/抗原异常则可解除隔离	
21年7月6日起	对部分国家放开出入境，单独划定的国家和地区的入境人员和归国人员 集中隔离10天+4次抗原/核酸检查+14天居家隔离	
2021年8月16日	放宽作为新冠疫情口岸防控措施而实施的对入境人数的限制	单日入境人数的上限升至3500人
21年9月27日起	从单独划定的国家或地区入境的人员，需持有有效的疫苗接种证明书，入境后14天居家隔离； 其他国家或地区的入境人员且持有厚生劳动省确认有效的疫苗接种证书者，无需隔离。	
21年11月5日实施	暂停所有国家和地区的外国人新入境至22年2月末	
21年11月29日发布	自11月30日起至12月31日止，拒绝外国人通过持有有效疫苗接种证书申请新入境。 入境前需要日本国内的接受机构在厚生劳动省的入国者健康确认系统(ERFS)申请，入境需要准备出发前72小时以内的阴性证明书。 对于从疫情高风险国家或地区入境的入境人员：1. 尚未接种完3针疫苗，入境时集中隔离3天；3天后，检测为阴性者无需再居家隔离。2. 已接种完第3针新冠疫苗，需要进行居家隔离7天，如果在隔离3天后，检测为阴性者可以无需隔离。 对于从疫情低风险以外的国家或地区入境的入境人员：1. 尚未接种完第3针疫苗，要居家隔离7天，隔离3天后检测呈阴性，则无需隔离。2. 如若已经接种完官方认可的第3针疫苗，通过疫苗接种证书等则可以免除隔离。 放宽外国人入境（商务人士、技能实习生、留学生可入境）。	
22年3月1日实施		单日入境人数上限提高至5000
22年5月20日发布，6月1日实施	“红色”国家/地区的归国/入境人员：入境检；若无预防接种证明书， 3天集中隔离 ；若有预防接种证明书，7天居家隔离+3次核酸/抗原检测。 “黄色”国家/地区的归国/入境人员：入境检； 7天居家隔离+3次核酸/抗原检测 ；若第2、3天抗原检测为阴性则无需继续隔离。 “蓝色”国家/地区的归国/入境人员： 无需入境检；无需居家隔离。	单日入境人数限制升至2万
22年5月26日发布，6月10日实施	放开境外旅行团入境，无需入境检；无需居家隔离。	
22年8月25日发布，9月7日实施	所有 Omicron 为主要流行株国家的人员，如有疫苗接种证明，即可出境，不要求72小时内阴性证明。	
22年9月1日发布，9月7日实施	允许来自“蓝色”国家/地区且以观光为目的的人员短期停留入境， 个人游客也可入境。	单日入境人数限制升至5万
22年9月13日发布，9月14日实施	“红色”国家/地区的归国/入境人员：入境检；若无预防接种证明书， 3天集中隔离 ；若有预防接种证明书， 5天居家隔离+3次核酸/抗原检测 。 “黄色”国家/地区的归国/入境人员：入境检； 5天居家隔离+3次核酸/抗原检测 ；若第2、3天抗原检测为阴性则无需继续隔离。 “蓝色”国家/地区的归国/入境人员： 无需入境检；无需居家隔离。	
22年9月26日发布，10月11日实施	1.以下新入境的外国人无需通过移民健康检查系统(ERFS)进行申请：1)商务短期逗留(3个月以下)；2)新入境旅游短期停留；3)长期逗留。 2.所有自 Omicron 为主要流行株的国家回国/入境人员 不会进行入境检查，不要求隔离 ，允许使用交通工具。	不再限制入境人数

资料来源：厚生劳动省官网，信达证券研发中心

发放补贴刺激旅游消费

日本在放开国内疫情管控后，于6月推出“县民折扣”、10月推出“全国旅游支援”来刺激旅游消费，其中主要内容包括向游客提供餐饮、住宿、交通、旅游等相关的补贴，刺激消费的修复。

表 4 日本刺激旅游和消费的激励计划和具体内容

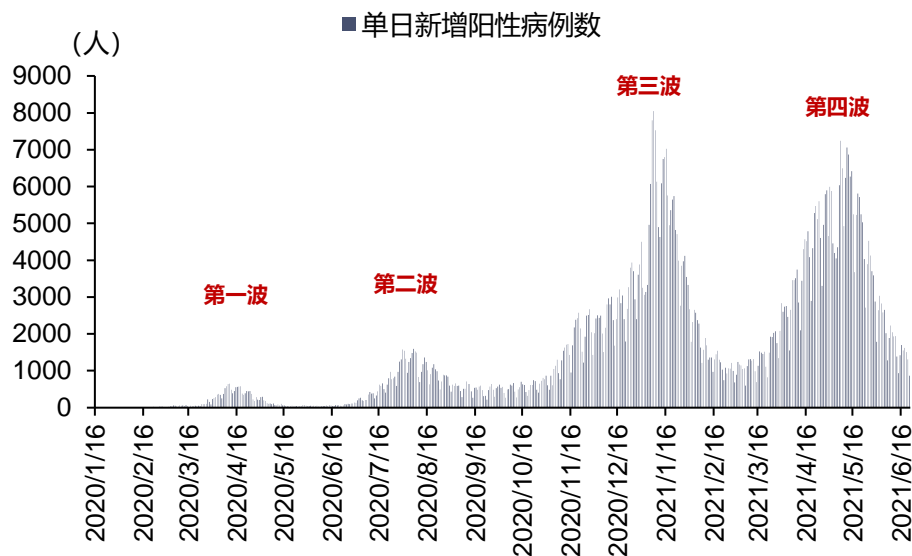
时间	激励计划	内容
2022年6月15日	“县民折扣”	为国内游客提供旅游补助，每人每晚最多补助7000日元（约合人民币349元），形式包括向民众发放餐饮店折扣券等。
2022年10月11日	“全国旅游支援”	对于包括住宿和使用公共交通在内的旅游套餐商品，每人每晚最多可获8000日元的补贴；如果仅住宿或一日游，每人最多可获5000日元的补贴。此外，每人还将获赠平日3000日元、节假日1000日元的可在土特产商店等处使用的优惠券。

资料来源：贸促会，澎湃新闻，信达证券研发中心

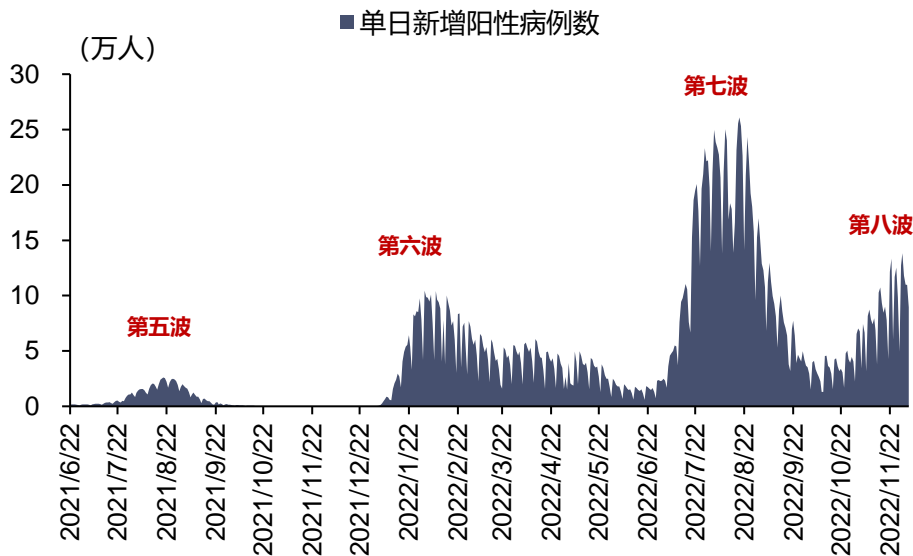
出入境放开后的第2个月，日本新冠疫情达到峰值

日本国内疫情管控和出入境放开后，8月迎来第六波新冠疫情峰值。根据厚生劳动省的数据，日本正在经历第八波新冠疫情的反复。从前七波的单日新增病例数来看，峰值越来越高，特别是在3月底放开国内疫情管控、6月底放开出入境后第七波新冠疫情，单日新增病例峰值达到26万，死亡人数达到1.5万人。

图 1 日本 20 年 1 月 16 日~21 年 6 月 21 日单日新增阳性病例数



资料来源：厚生劳动省官网，信达证券研发中心

图 2 日本 21 年 6 月 22 日~22 年 12 月 4 日单日新增阳性病例数


资料来源：厚生劳动省官网，信达证券研发中心

表 5 日本 8 波疫情划分及病例数据

新冠疫情	时间	单日新增病例峰值 (人)	单日新增病例峰值日期	死亡人数 (人)
第一波	2020 年 1 月 16 日~5 月 31 日	644	2020/4/11	900
第二波	2020 年 6 月 1 日~8 月 19 日	1597	2020/8/7	219
第三波	2020 年 10 月~2021 年 2 月	8045	2021/1/8	365
第四波	2021 年 5 月~6 月	7059	2021/5/12	2752
第五波	2021 年 7 月~9 月	25975	2021/8/20	2844
第六波	2022 年 1~3 月	104520	2022/2/1	9796
第七波	2022 年 7~10 月	261004	2022/8/19	15370
第八波	2022 年 11 月至今			

资料来源：信达证券研发中心整理

放开后日本医疗系统崩溃事件显著增加

放开后日本医疗系统崩溃事件远超放开之前。日本国内疫情管控放开后，医疗系统崩溃事件数量急剧增加，20 年疫情爆发到 22 年 3 月 21 日之前，仅有 4 次医疗系统崩溃事件，而 3 月 21 日至今发生了 8 次，主要是因为新冠疫情造成医疗资源的相对短缺。

表 6 日本医疗系统崩溃梳理

时间	具体内容
2020 年 12 月 10 日	东京都杉医院新冠患者的专用病床已经达到医院的负荷极限，接收重症患者的重点医院也处于紧张状态
2021 年 5 月 22 日	大阪约 1 万 5 千名新冠病患，但仅约 12% 患者能入院接受治疗，重症病床已满，症状较轻但仍须住院的患者不得不在家中或旅馆等待
2021 年 8 月 18 日	东京重症患者人数为 274 人，专用病床数使用率已高达 70%。首都圈（东京都、千叶县、神奈川县、埼玉县）共有近 6 万名患者在家疗养
2022 年 2 月 16 日	护理人员短缺、来就诊医生的数量短缺、医疗用品不足、病床不足，导致老年人感染之后只能继续留在疗养院
2022 年 8 月 15 日	14 家京都府内接收新冠重症患者的医疗机构联合发布《关于已达到灾难级别的“第七波”新冠疫情——接收重症患者的医疗机构的请求》，警告第七波新冠疫情蔓延已达“灾害级别”，医疗系统正在陷入崩溃
2022 年 8 月 25 日	新型感染第 7 波，病床紧逼“超越极限”，家庭疗养者危机
2022 年 10 月 10 日	随着新型感染的扩大，横滨市医疗机构发烧患者和希望接种疫苗的人迅速增加
2022 年 11 月 14 日	长野县于 14 日宣布进入“医疗紧急状态”，理由是担心医疗供应系统紧张
2022 年 11 月 24 日	东京针对新型冠状病毒感染情况，需维持医疗提供系统的警戒水平，也“有必要进一步扩大医疗提供系统”
2022 年 11 月 25 日	随着感染浪潮的席卷，各地的医疗系统都面临着危机，不同的地区在病床数量上存在差异
2022 年 11 月 26 日	随着新型冠状病毒感染者人数呈上升趋势，去东京北区一家诊所就诊的发烧门诊患者的数量急剧增加，医生们认为，“为了防止医疗崩溃，迫切需要进一步提高自我检查意识”
2022 年 12 月 1 日	东京由于新冠专用病床的使用率增加，医疗供应系统的警戒级别提高了一级

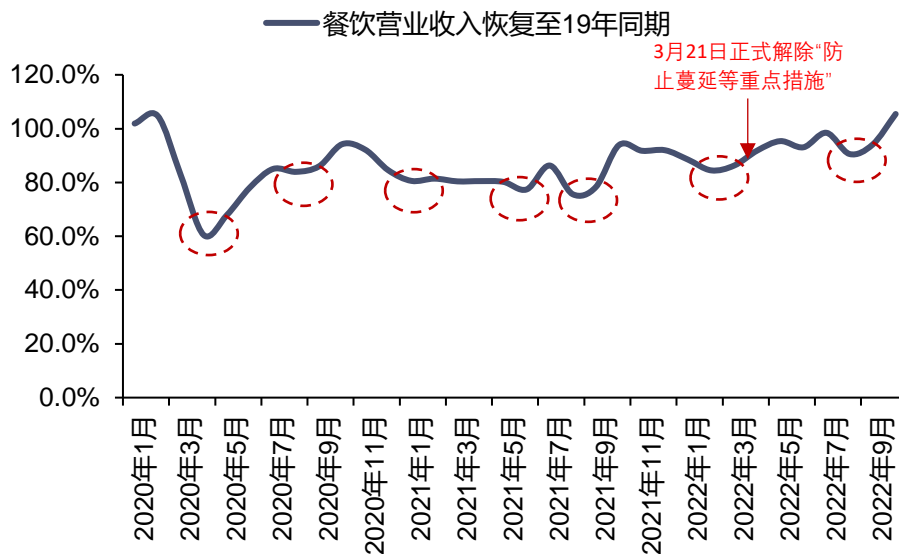
资料来源：信达证券研发中心整理

深度数据解析：日本放开疫情管控前后，消费各板块的修复水平

餐饮：已超过疫前水平，客单价带动显著

10月餐饮营业收入已经超过疫前水平。日本国内从3月底宣布解除疫情管控，从22年4月开始，餐饮的营业收入恢复至19年同期的90%以上；6月底出入境放开后更加显著，7月恢复至19年同期的98.5%，10月更是超过19年同期的水平，达到105.5%。即使是在第七波新冠疫情单日新增病例达到峰值的8月，营业收入的恢复情况也远好于之前几波新冠疫情峰值的月份，可见在疫情管控解除后，疫情爆发及反复对餐饮消费的影响较小。

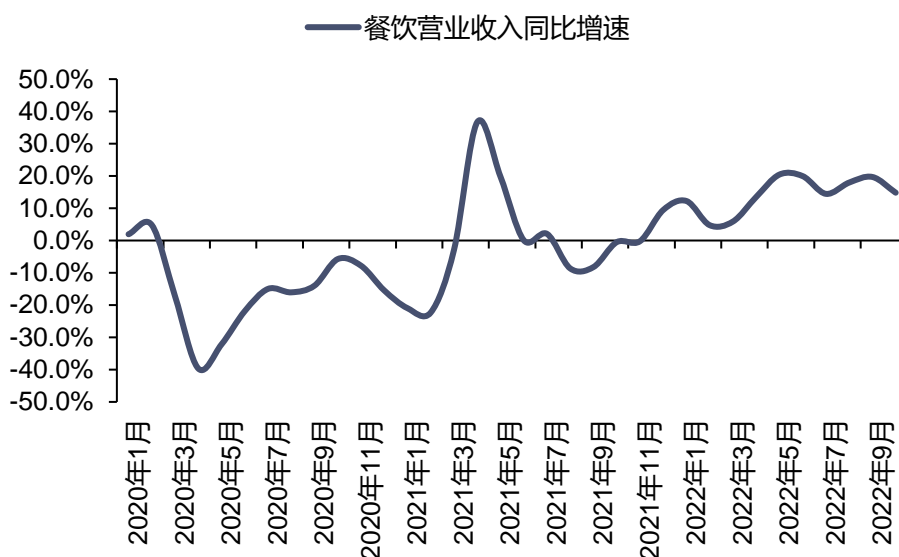
图3 日本餐饮营业收入恢复至19年同期情况



资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

图4 日本餐饮营业收入同比增速

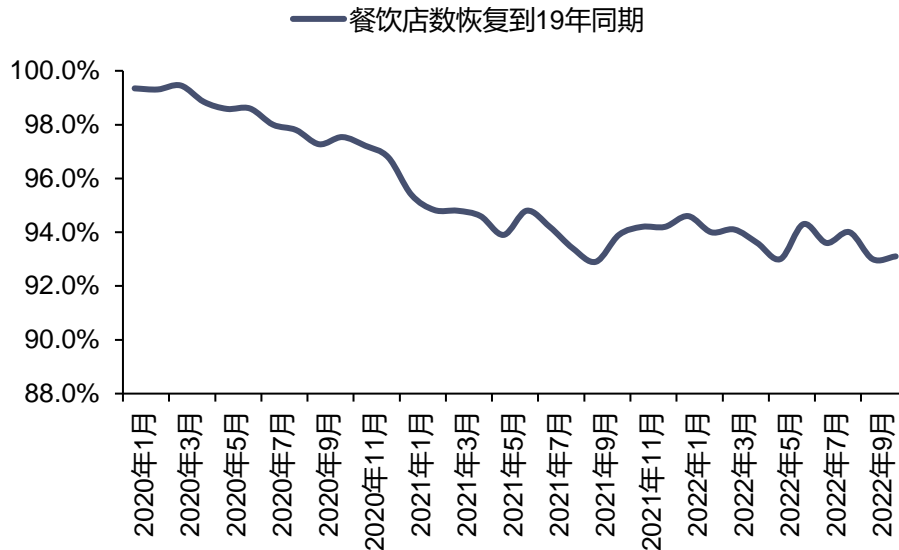


资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

从日本餐饮门店数来看，疫情期间出现了一定程度的供给侧出清。在管控解除后的几个月，依然稳定在恢复至 19 年同期的 93%左右，并没有出现门店数量显著增加的趋势。

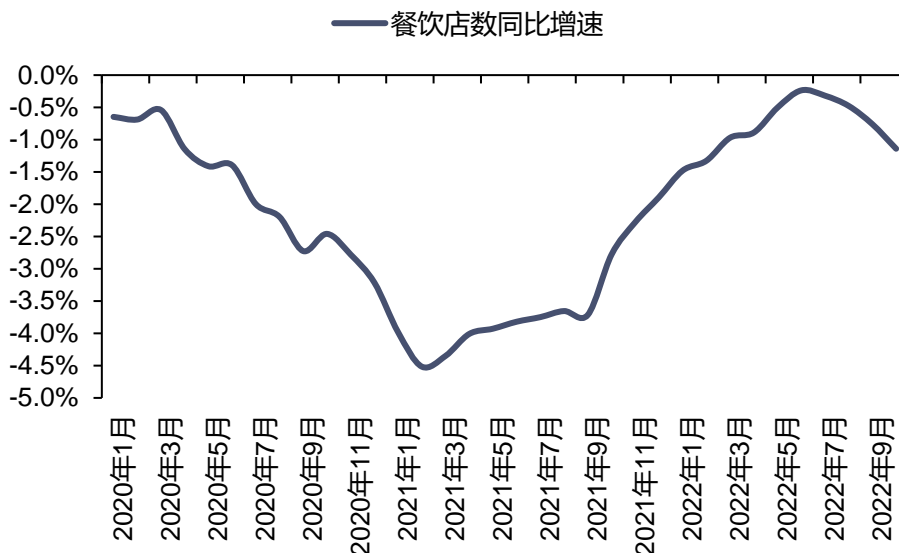
图 5 日本餐饮店数恢复至 19 年同期情况



资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

图 6 日本餐饮店数同比增速

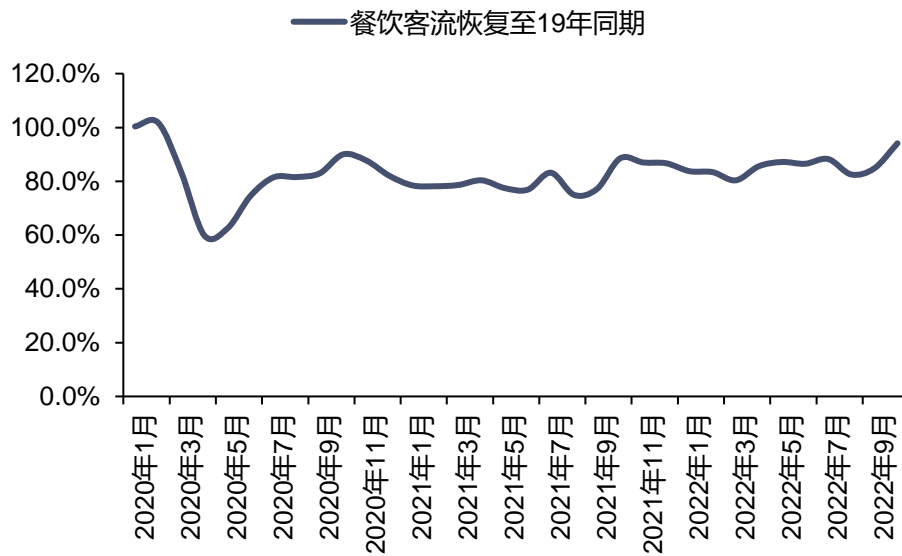


资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

客流与疫情反复紧密对应，客单价不断提升。从日本餐饮的客流恢复情况来看，基本与疫情几波反复的情况对应，在集中爆发的月份（即单日新增病例峰值的月份），客流恢复情况较弱。日本国内疫情管控解除后，客流恢复至 8 成以上，22 年 10 月恢复超过 9 成。从客单价的趋势来看，基本呈现不断提升的趋势。

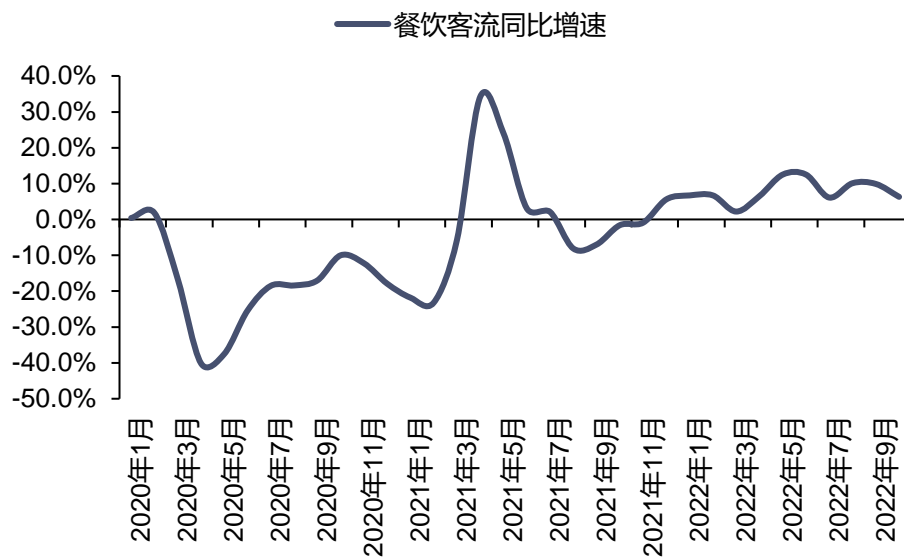
图 7 日本餐饮客流恢复至 19 年同期的情况



资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

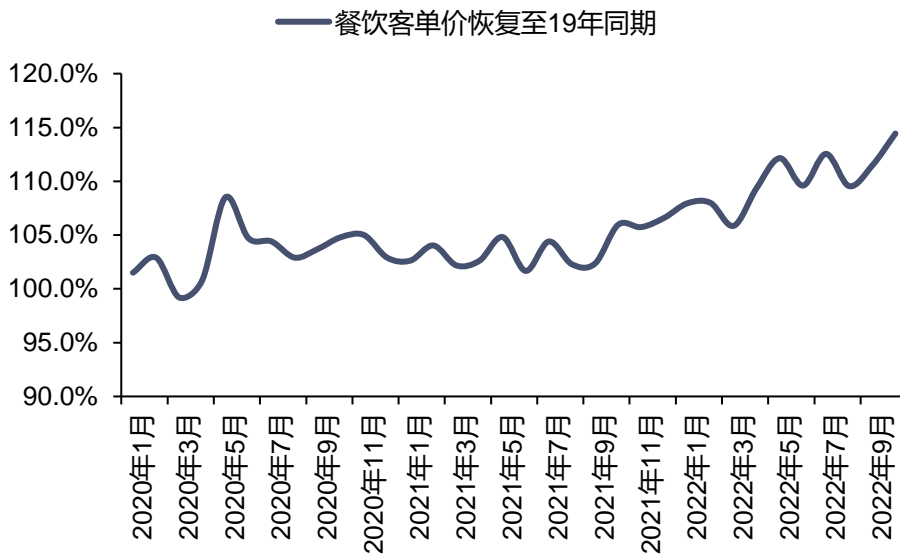
注：为全店数据恢复情况。

图 8 日本餐饮客流同比增速



资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据恢复情况。

图 9 日本餐饮客单价恢复至 19 年同期的情况


资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

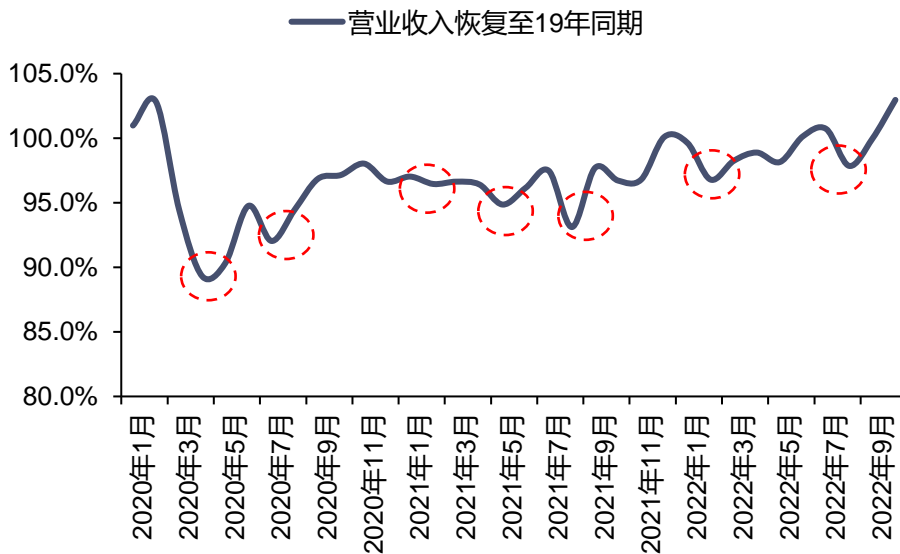
图 10 日本餐饮客单价同比增速


资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

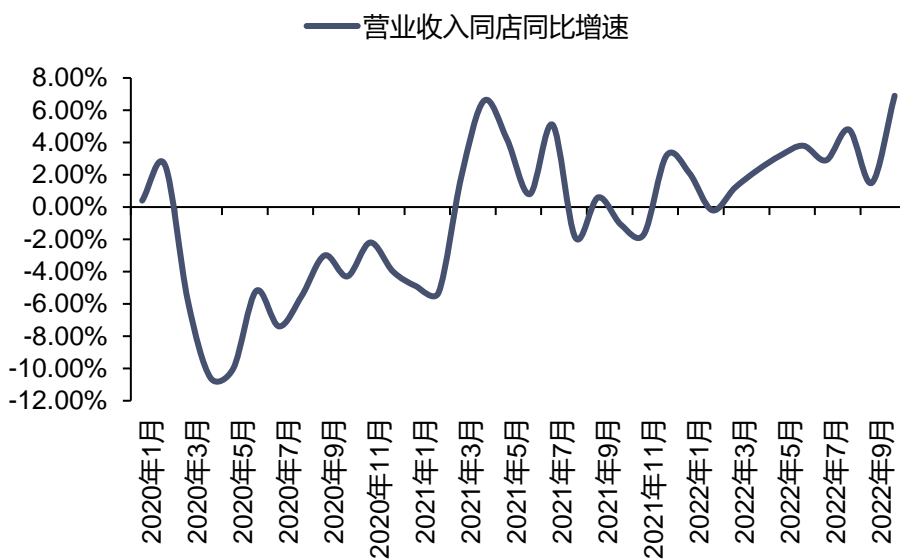
零售：受益于消费激励政策，量稳价增

受益于消费激励政策，便利店收入 10 月超过 19 年同期。随着日本国内疫情管控和出入境的放开，便利店的营业收入从 22 年 6 月开始超过疫前水平，在第七波新冠疫情峰值的 8 月，营业收入也恢复至 19 年同期的 97.9%。10 月，在“全国旅游支援计划”的推动下，饭团、便当、油炸食品、软饮料销售良好，带来收入达到 19 年同期的 103%。

图 11 日本便利店的营业收入恢复至 19 年同期的情况


资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

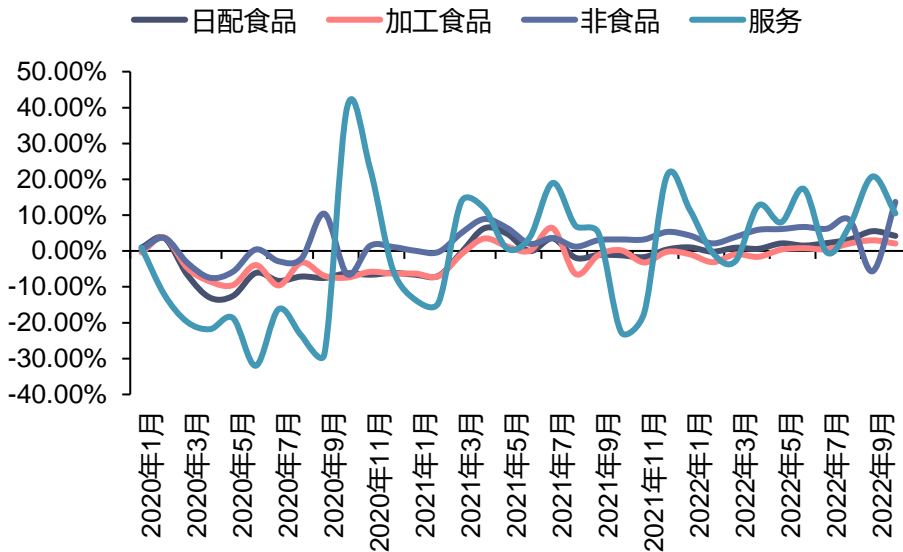
注：为全店数据。

图 12 日本便利店的同店同比增速


资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

注：为同店同比增速。

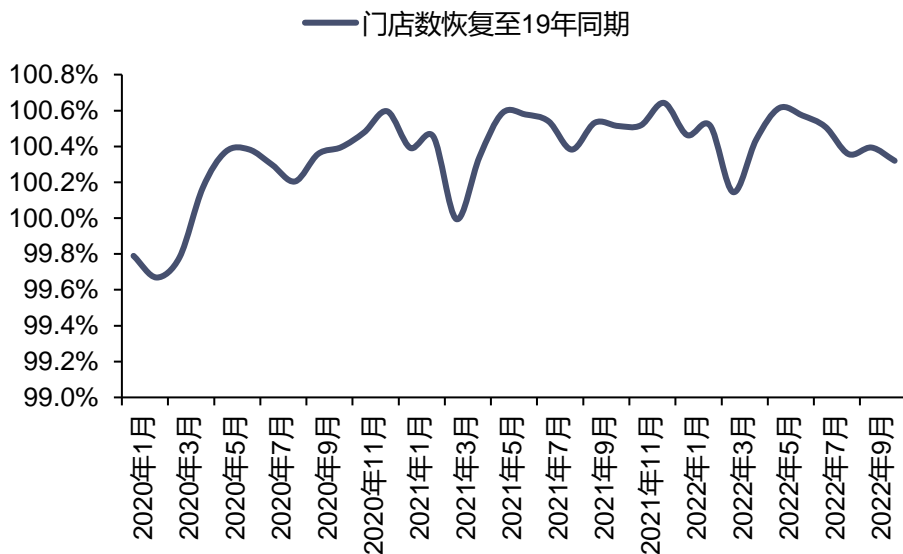
日配食品、加工食品、非食品类波动较小，服务类波动显著。分品类来看，日配食品（如饭团、面包）、加工食品（如软饮料、调味料）、非食品（如服装、文具）受疫情反复影响的波动较小，服务（如复印、传真、快递、商品券、礼品券、彩票、车票、机票）的波动更加明显，且呈现一定程度的滞后。

图 13 日本便利店分产品的同店同比增速


资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

注：为同店同比增速。

便利店数量基本稳定，变动较小。无论是处于新冠疫情期间，还是放开管控后，日本便利店数量基本稳定，变动较小，基本跟 19 年同期数量一致。

图 14 日本便利店门店数恢复情况


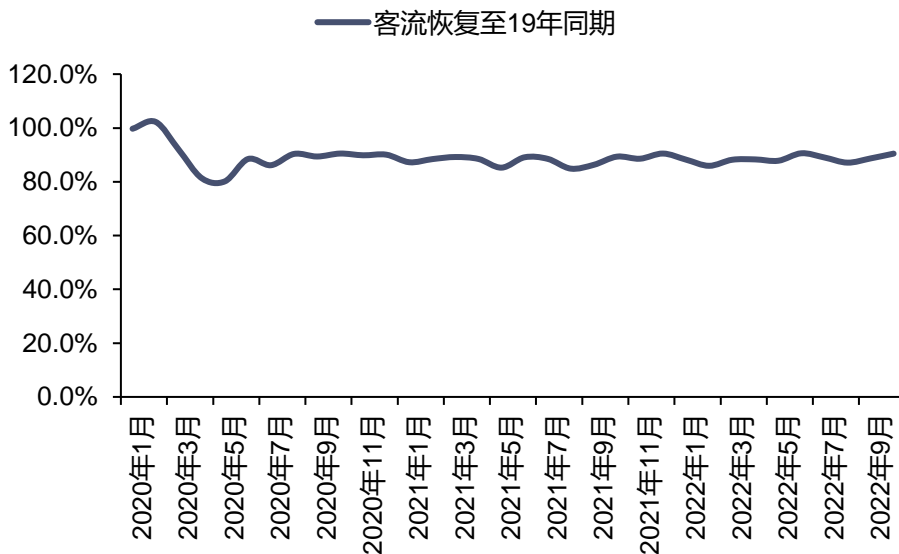
资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

客流稳定在 19 年同期的 85~90%，客单价呈上升趋势。疫情管控放开前后，便利店的客流情况变化不大，为 19 年同期的 85~90%，疫情峰值的几个月份，恢复情况会略差，但波动在 2pct 之内。从客单价来看，呈现逐步提

升的趋势。

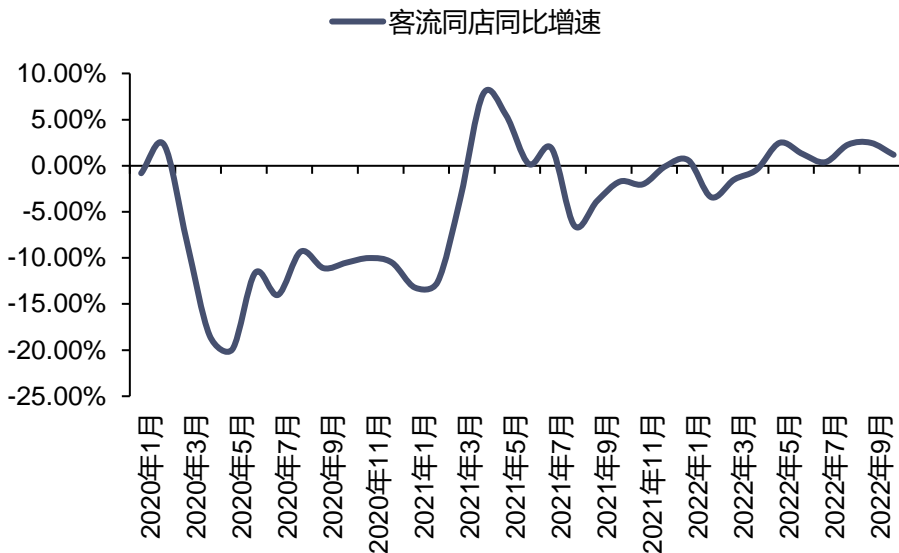
图 15 日本便利店客流恢复至 19 年同期情况



资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

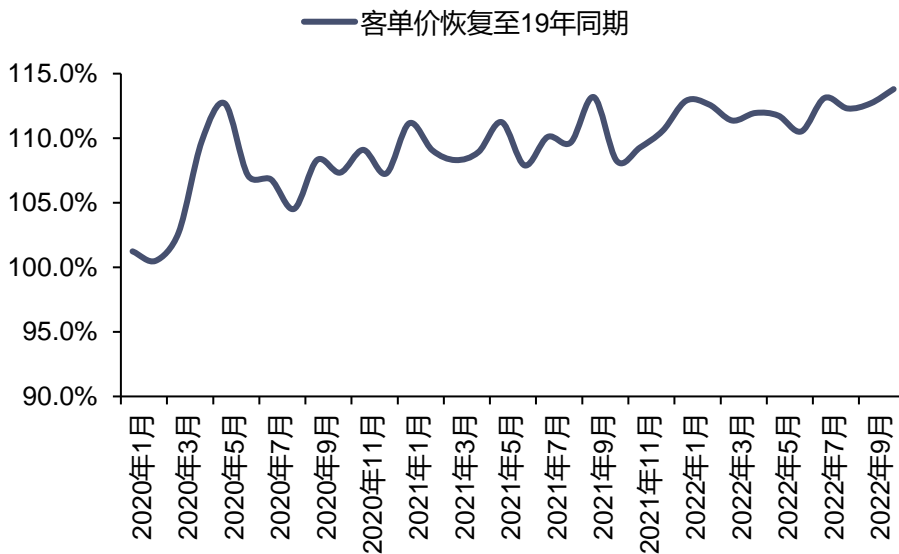
注：为全店数据。

图 16 日本便利店客流同店同比增速



资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

注：为同店同比增速。

图 17 日本便利店客单价恢复至 19 年同期情况


资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

注：为全店数据。

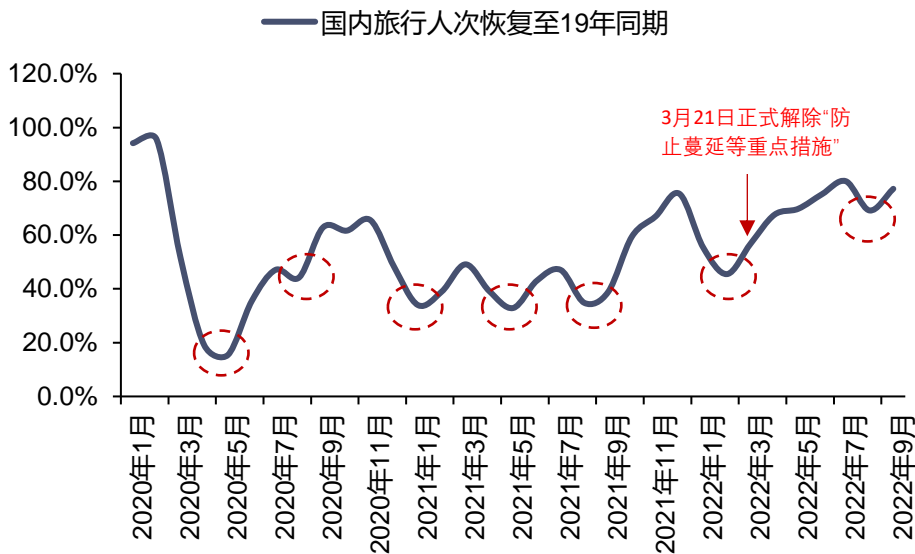
图 18 日本便利店客单价同店同比增速


资料来源：日本 JFA 协会，信达证券研发中心

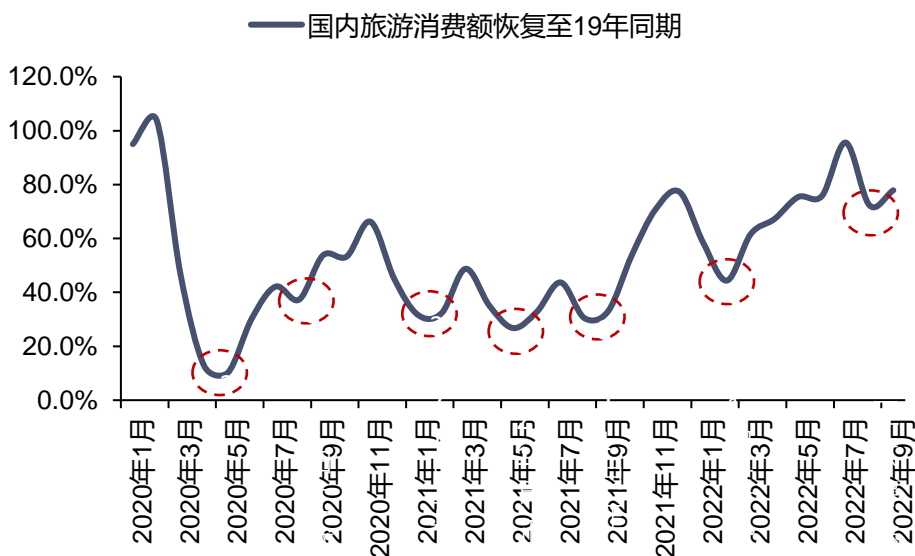
注：为同店同比增速。

国内旅游及住宿：旅游恢复至 7~8 成，出租率逐步修复

日本防疫放开后旅游数据受疫情扰动减弱。日本国内旅游人次和消费额在疫情集中爆发的月份恢复情况较差，仅恢复至 19 年同期的 30~40%，其他疫情反复不严重的月份，恢复至 19 年同期的 50~70%。22 年 3 月底放开疫情管控后，日本国内旅游人次和消费额恢复至 19 年同期的 60% 以上；特别是 7 月人次恢复至 19 年同期的 80.0%，消费额恢复至 95.6%。即使在 22 年 8 月（新冠疫情第七波单日新增病例峰值的月份），恢复情况也没有回撤至之前疫情峰值时的 30~40%，人次恢复至 19 年同期的 69.2%，消费额恢复至 19 年同期的 72.3%。

图 19 日本国内旅行人次恢复至 19 年同期情况


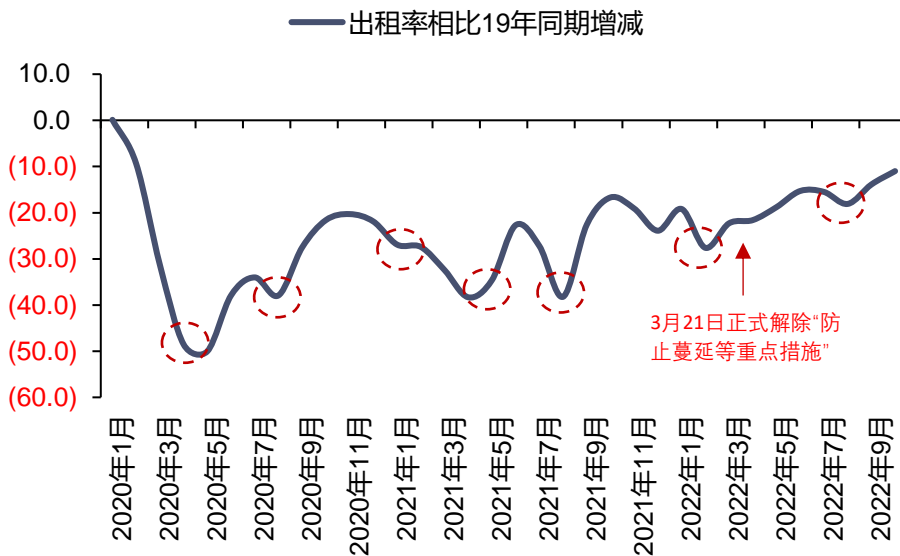
资料来源：日本观光厅，信达证券研发中心

图 20 日本国内旅游消费额恢复至 19 年同期情况


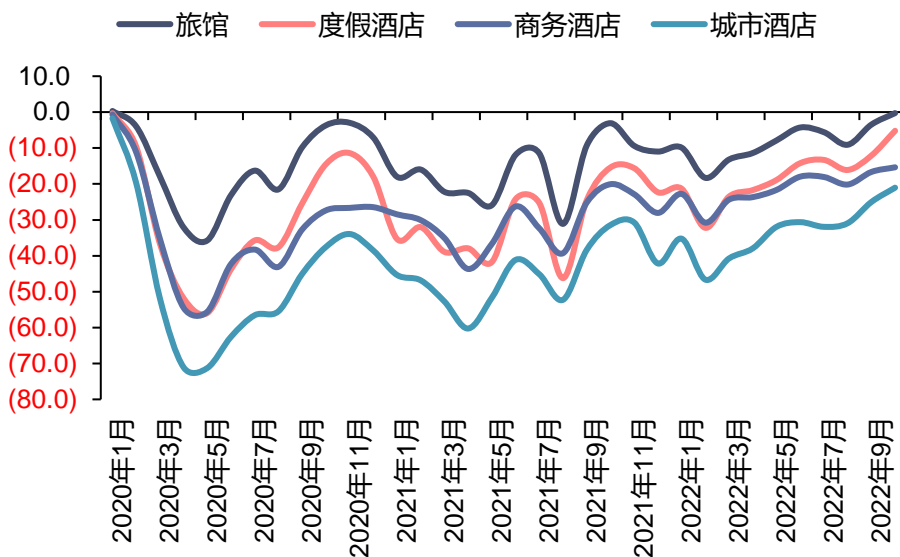
资料来源：日本观光厅，信达证券研发中心

住宿出租率降幅不断收窄，10月收窄至-11pct。从日本国内住宿业来看，出租率与疫情反复的情况相关度很高，疫情集中爆发的月份，出租率较 19 年同期降幅较大。22 年 3 月底日本国内疫情管控放开后，出租率较 19 年的降幅开始逐步收窄，10 月已收窄至-11.0pct。8 月，虽然第七波新冠疫情达到峰值，出租率较 19 年的降幅仅为 18.1pct。

度假酒店较商务酒店更快修复。日本各类住宿类型出租率的波动节奏大致相似，但幅度不同。旅馆（类似经济型）的降幅是最小的，体现出较强的韧性；度假酒店和商务酒店的降幅相似，但在解除国内疫情管控后，度假酒店的恢复更快；城市酒店（偏高端）的降幅是最显著的，受影响最大。

图 21 日本住宿业出租率相比 19 年同期增减


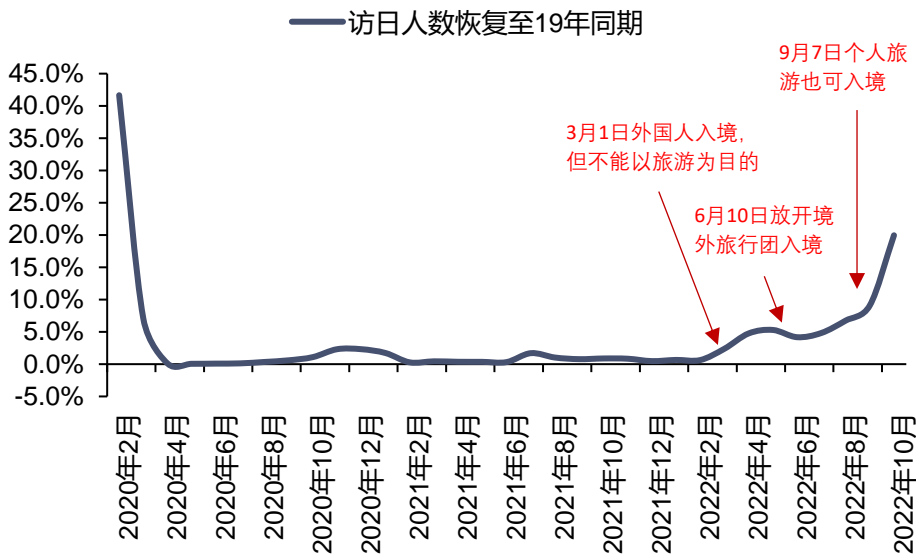
资料来源：日本观光厅，信达证券研发中心

图 22 日本住宿业分行业出租率相比 19 年同期增减


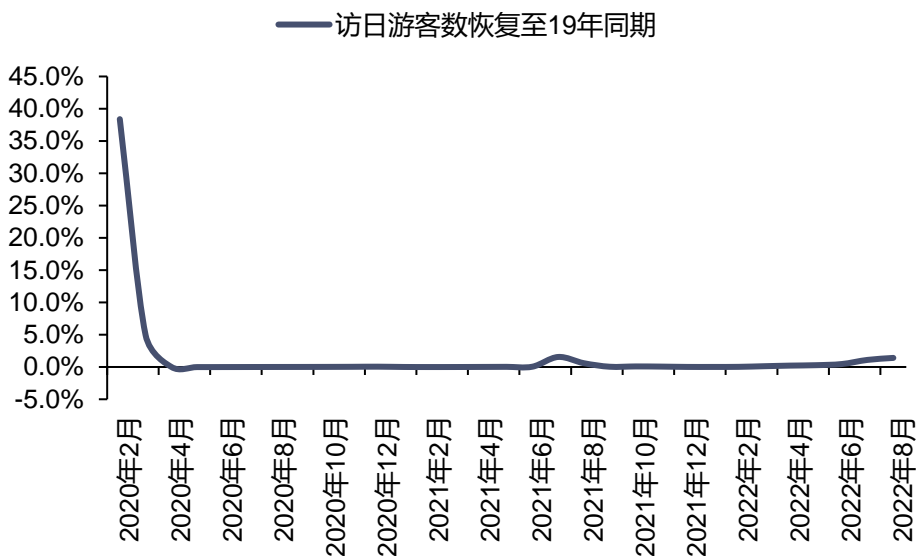
资料来源：日本观光厅，信达证券研发中心

出入境：人数恢复至 19 年同期的 20%左右

日本入境恢复至 19 年同期的 20%。日本从 22 年 3 月 1 日放开外国人入境，但不能以旅游为目的；6 月 10 日开始放开境外旅行团入境，9 月 7 日开始个人旅游也可入境。因此，访日人数从 22 年 3 月开始恢复，个人旅游放开后恢复明显提速；而其中访日游客数从 7 月开始恢复。22 年 10 月，访日人数已恢复至 19 年同期的 20.0%。

图 23 访日人数恢复至 19 年同期情况


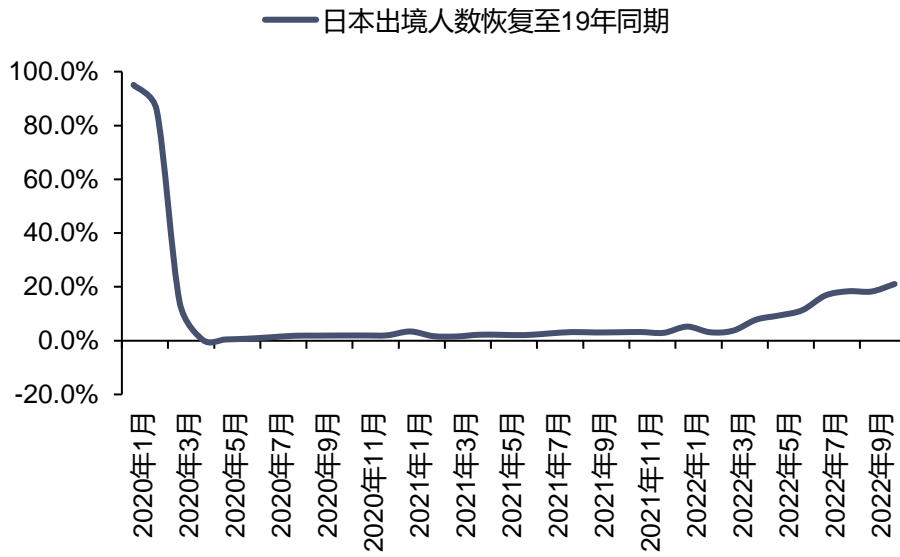
资料来源：日本国家旅游局，信达证券研发中心

图 24 访日游客恢复至 19 年同期情况


资料来源：日本国家旅游局，信达证券研发中心

日本出境人数恢复至 19 年同期的 21%。从 22 年 3 月开始，日本开始全面放宽口岸防疫政策，无论是外国人还是日本人，“对于已接种第 3 针疫苗并且是从疫情没有扩大的国家入境日本的人员，将免除观察；从疫情扩大的国家入境日本的人员，观察将一律缩短到 3 天”。日本入境隔离时间的缩短也带来日本人出国意愿的提升，从 22 年 4 月开始，日本出境人数恢复显著，22 年 10 月已经恢复至 19 年同期的 21.0%。

图 25 日本出境人数恢复至 19 年同期情况



资料来源：日本国家旅游局，信达证券研发中心

总结和投资建议

总结

从日本放开国内疫情管控和出入境的经验来看，日本在 22 年 3 月底放开国内疫情管控，出入境无论是从隔离政策，还是限额都是逐步放松的。出入境放开的 1~2 个月后出现新冠疫情的集中爆发，并出现频繁的医疗崩溃事件。日本政府为了刺激旅游等消费复苏，发布了一系列针对餐饮、交通、住宿等补贴措施，成效是十分显著的。管控放开后，即使在新冠疫情集中爆发的月份，餐饮、零售、住宿、旅游的数据表现都显著好于放开前，且回撤较小；10 月基本已经超过 19 年同期水平。

投资建议

随着我国防疫政策不断调整优化，建议重点关注社服、零售行业的投资机会，虽然短期会有疫情集中爆发的扰动，但从日本的经验来看，放开后消费的数据表现回撤较小，叠加消费券等刺激消费政策带来的催化，餐饮、旅游、酒店的恢复情况有望持续向好，有望超过 19 年同期的水平。

风险因素

宏观经济下行的风险：目前全球主要经济体经济增长下滑，具有经济下行的不确定性风险。

政策不确定性风险：政策仍然具有不确定性。

重点公司

表 7 重点公司盈利预测及估值

代码	公司	股价(元)	EPS(元)			PE			市值(亿元)
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
000524.SZ	岭南控股	12.31	-0.19	0.10	0.25	-	124.97	50.00	82.50
000888.SZ	峨眉山 A	9.02	0.03	-0.02	0.35	262.97	-	25.61	47.53
000978.SZ	桂林旅游	9.08	-0.59	-0.43	-0.12	-	-	-	42.51
002033.SZ	丽江股份	10.24	-0.07	0.05	0.20	-	225.03	50.84	56.26
002159.SZ	三特索道	12.06	-0.98	-0.23	0.39	-	-	30.79	21.38
002186.SZ	全聚德	14.74	-0.51	-0.67	0.28	-	-	52.27	45.47
002707.SZ	众信旅游	9.37	-0.46	-0.30	0.00	-	-	-	90.04
300144.SZ	宋城演艺	13.17	0.12	0.05	0.35	109.27	258.17	37.43	344.27
301073.SZ	君亭酒店	71.33	0.56	0.42	1.90	127.38	171.88	37.54	86.17
600054.SH	黄山旅游	12.33	0.06	-0.07	0.34	205.50	-	36.09	75.25
600138.SH	中青旅	14.19	0.03	-0.18	0.47	484.45	-	30.47	102.74
600258.SH	首旅酒店	22.73	0.06	-0.13	0.96	405.94	-	23.68	254.35
600706.SH	曲江文旅	10.46	0.03	0.07	0.31	348.57	156.78	33.33	26.67
600754.SH	锦江酒店	56.80	0.10	0.21	1.77	568.00	270.48	32.09	540.70
601007.SH	金陵饭店	10.73	0.07	0.15	0.38	149.03	69.58	28.13	41.85
603099.SH	长白山	9.56	-0.19	-0.16	0.24	-	-	39.56	25.49
603136.SH	天目湖	25.35	0.28	0.19	0.75	90.54	136.45	33.67	47.23
605108.SH	同庆楼	34.64	0.55	0.55	0.98	62.99	62.80	35.20	99.06

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 除首旅酒店、锦江酒店外其余 EPS 为 Wind 一致预期, 股价、市值为 12 月 21 日收盘价

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡浩颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。