

疫后放开“二次冲击”下，消费修复如何演绎？ ——世界各国经验复盘

作者：东吴商社团队



吴劲草
东吴商社
首席证券分析师
S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn



石旖瑄
东吴商社
证券分析师
S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn



张家璇
东吴商社
证券分析师
S0600520120002



谭志干
东吴商社
证券分析师
S0600522120001



阳靖
东吴商社
研究助理

2022 年 12月22日



1. 总体观点

2. 世界各国“二次冲击”数据复盘

3. 中国疫后消费出行修复展望及投资建议

一、总体观点

- 我们初步观察到近期各地居民大规模感染后出行意愿走低的情况：北京、上海、广州、深圳截至12月18日当周地铁客流恢复至2019年同期的14%/63%/36%/88%，有下行趋势。
- 我们对国内“二次冲击”的范围和节奏判断如下：
- **冲击后出行消费恢复状态进一步回升，走势呈现先抑后扬：**根据各国经验，“二次冲击”后出行随着经济秩序的修复均出现了消费数据的进一步回升。
- **时间周期上看，有望在2023年2月前走出底部：**考虑我国整体疫苗接种率较高，参考北京情况，全国受到病毒传播冲击影响有望在2-3个月周期内完成。见底时间预计在2023年1月。
- **冲击程度判断：**由于各城市进展程度有先后，市内短途出行（以地铁为代表）可能受到冲击回撤到的底部区间在疫情前同期20%-35%区间；长途出行数据底部区间可能在20-30%；消费数据（社零）底部或在疫情前同期的90%。
- **回升节奏判断：**短途出行有望在2023年3月恢复至疫情前100%以上，创出新高；长途出行重要关注节点为2023年4月除清明节小长假，有望回升至疫情前80%以上恢复程度。消费恢复（以社零数据体现）有望在2023年5月恢复程度创新高。
- **国内“二次冲击”可能呈现“先一二线、后下沉”的节奏：**根据观察，人口密集的一二线大城市疫情传播更为迅速，因而整体可能呈现“先一二线、后下沉”的地域推进节奏。
- **风险提示：**疫情反复带来居民出行意愿恢复不及预期的风险，居民消费意愿下滑的风险。

- 在疫后放开“二次冲击”恢复后，消费板块会呈现分化的态势，我们认为有两条主线值得关注：
 - 一条“成长线”：即消费行业中，除了恢复属性外，还有相当成长属性的领域，包括渗透率提升，龙头市占率提升，需求市场成长等逻辑，在疫后恢复后，多方业绩有望持续创出新高，典型领域包括：**免税，酒店，化妆品，医美，产业B2B贸易等。**
 - 另一条线“价值线”：即消费行业中，商业模式优秀，公司竞争壁垒突出，但估值仍处于较低，市场预期没有完全体现价值的板块，有望迎来价值回归，典型的领域包括：**黄金珠宝，机场，职业教育等。**
- 重点关注：中国中免，爱美客，首旅酒店，厦门象屿，小商品城，迪阿股份，中教控股等
- 建议关注：王府井，海汽集团，东方时尚，朗姿股份，天目湖，盛通股份等
- 风险提示：疫情反复带来居民出行意愿恢复不及预期的风险，居民消费意愿下滑的风险。

- 2020年疫情以来各国均经历过管控政策收紧到放开的过程，但由于各国疫情发展状况不同、自身政治经济等方面条件不同、国民消费意愿不同，各国使用的管控政策很难横比，且疫后放开路径大相径庭，因而在多数国家复盘中，很难将出行链业务数据的恢复归因完全。**本文试图将各国管控政策统一归纳为几个阶段并明确时间轴：**
 - **(1) 出行管控阶段：**包含全国静默、阳性病例所处区域静默、及阳性集中管理（或有），出行管控阶段以对居民出行行为进行管控的措施终止（后标识为关键政策时间节点①）为结束。
 - **(2) 陆续放开阶段：**包含逐步放开聚集场所客流限制及取消入境隔离。其中逐步放开聚集场所客流限制后，国内出行所有限制可以说是完全放开（标识为关键政策节点②）。
 - **(3) 完全放开阶段：**包含撤销口罩令及放开所有旅行限制（主要指入境检测完全免除），标志着国内外出行限制完全放开（标识为关键政策节点③）。
- 在划分清楚疫后放开政策阶段后，进行消费和出行数据的复盘，将国内出行管控初步放开后经受的全国疫情大范围演绎定义为“二次冲击”，以剔除疫情影响中的政策管控变量，给我们参考政策放开后，实际受到疫情冲击时，消费（剔除通胀因素）和出行如何表现。经过8个国家（美国、英国、德国、新加坡、日本、韩国、澳大利亚）的政策变化及消费出行恢复时间线对照来看，我们得到以下共性结论：
 - 各国在出行初步放开后的第一波疫情大范围传播均带来对出行消费的“二次冲击”。
 - 冲击存在时间根据各国国情不同2-6个月不等。
 - “二次冲击”期间社零数据的恢复程度最大回撤普遍在5-10个百分点区间，出行数据的恢复程度各异，短途受冲击小，长途受冲击大，长途出行恢复程度普遍在10-20个百分点区间
 - 经历“二次冲击”后，出行及消费数据均有进一步恢复，若仍有疫情反复，对消费的冲击程度有明显衰减。

世界各国疫后放开“二次冲击”大消费复苏横向比较

	国家	放开国内出行时间节点	当时社零恢复状况	国内彻底放开时间节点	当时社零恢复状况	国际彻底放开时间节点	截至最新数据社零恢复状况	放开后受到疫情二次冲击次数	消费恢复情况在冲击下最大回撤
	美国	2020年5-6月	88%	2021年4-6月	117%	2022年6月	98%	3次	10pct
	英国	2021年2月左右	100%	2021年7月	103%	2022年3月	99%	1次	1pct
	德国	2021年2月	100%	2022年2月	111%	2022年6月	100%	1次	0pct
	澳大利亚	2021年4-6月	105%	2021年10-12月	110%	2022年7-9月	95%	2次	7pct
	新加坡	2022年2月	104%	2022年4月	108%	2022年8月	111%	2次	10pct
	越南	2021年8-9月	78%	2022年2月	105%	2022年5月	113%	2次	44pct
	日本	2021年9月	97%	2022年3月	97%	2022年10月	106%	2次	5pct
	韩国	2022年2月	111%	2022年5月	111%	2022年9月	112%	2次	5pct

数据来源：各国统计局、Wind、东吴证券研究所

注：本表社零恢复状况计算方式为当月值/2019年同期值，已剔除通胀因素。

世界各国疫后放开“二次冲击”出行复苏横向比较

	国家	放开国内出行时间节点	当时出行恢复状况	国内彻底放开时间节点	当时出行恢复状况	国际彻底放开时间节点	截至最新数据出行恢复状况	放开后受到疫情二次冲击次数	出行恢复情况在冲击下最大回撤
	美国	2020年5-6月	0-50%	2021年4-6月	30-100%	2022年6月	80-100%	3次	30pct
	英国	2021年2月左右	0-70%	2021年7月	10-92%	2022年3月	75-94%	1次	20pct
	德国	2021年2月	25-67%	2022年2月	53-81%	2022年6月	72-100%	1次	13pct
	澳大利亚	2021年4-6月	10-50%	2021年10-12月	10-40%	2022年7-9月	60-90%	2次	55pct
	新加坡	2022年2月	-	2022年4月	-	2022年8月	-	2次	-
	越南	2021年8-9月	-	2022年2月	-	2022年5月	-	2次	-
	日本	2021年9月	10-70%	2022年3月	10-75%	2022年10月	30-80%	2次	36pct
	韩国	2022年2月	55-108%	2022年5月	55-108%	2022年9月	70-110%	2次	12pct

数据来源：各国统计局、Wind、东吴证券研究所

注：本表出行恢复状况计算方式为当月值/2019年同期值，均为人次或车次、架次等数量口径，不包含价格因素。

二、世界各国“二次冲击”数据复盘

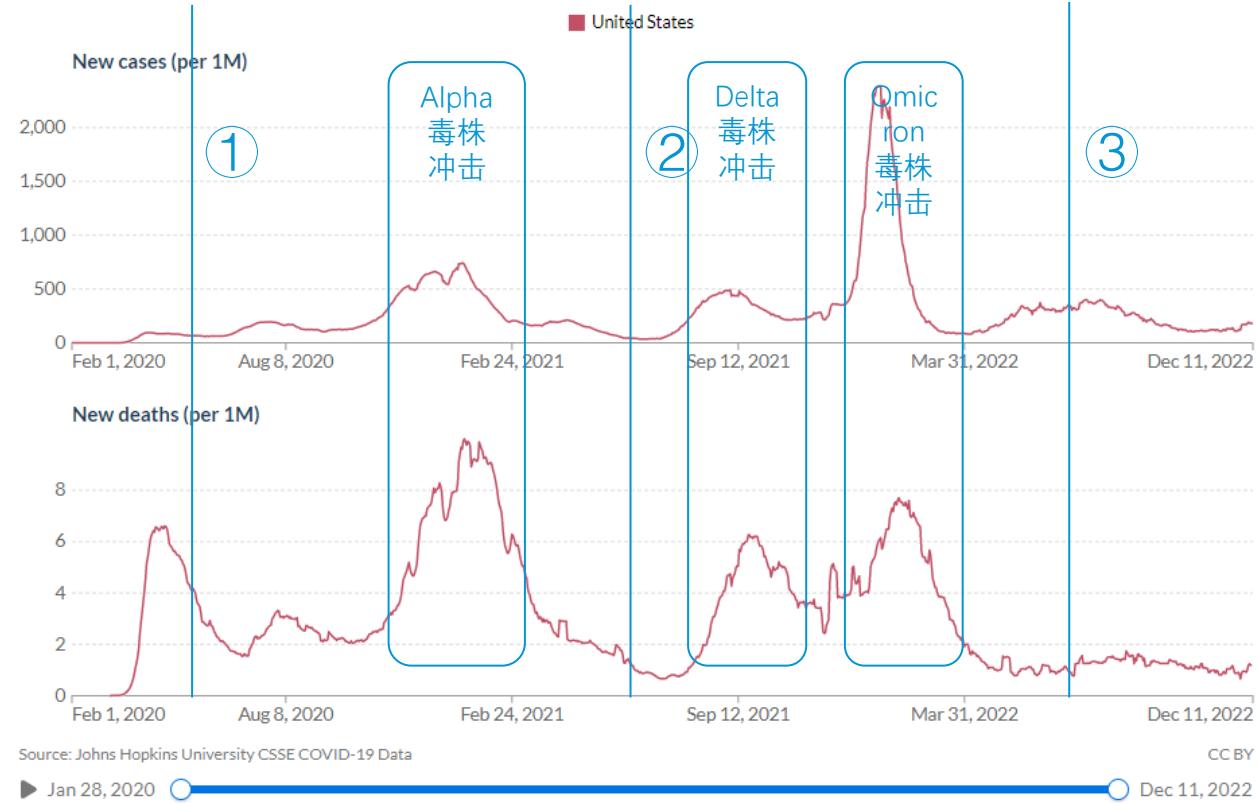


美国疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
全国静默：												
阳性病例所处区域静默：												
放开聚集活动限制：												
免除入境隔离：												
口罩令撤销：												
放开所有旅行限制（含入境检测）：												

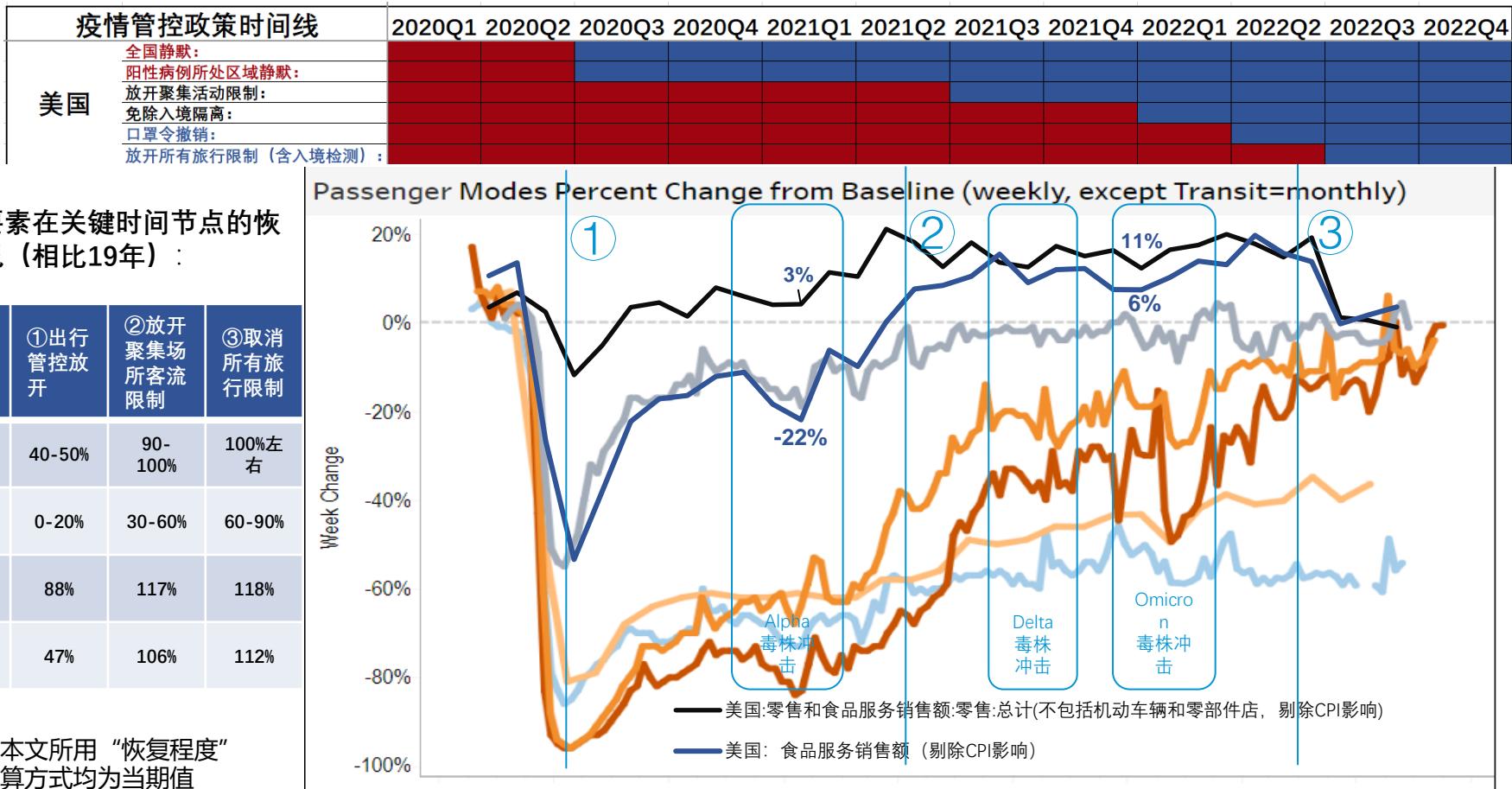
关键政策时间节点：

- ① 2020年5-6月：各州陆续放开出行管控政策
- ② 2021年4-6月：各州陆续放开聚集场所客流限制
- ③ 2022年6月：取消所有旅行限制（包括入境检测）





美国管控政策及消费出行恢复时间线一图览



注：本文所用“恢复程度”的计算方式均为当期值/2019年同期值算得。

本页恢复图纵轴使用2019年同期值为基准线，-20%表示恢复程度为80%。



- 开始放开后经历三次“二次冲击”，一次为国内完全放开前，两次为国内完全放开后：
 - (1) **Alpha毒株**：虽然对出行管控行放较早，但关键政策节点①与②（即从出行放开到国内完全放开）中间间隔时间较长，迎接了一轮2021年初Alpha毒株的“二次冲击”，过程中，零售消费恢复程度从107%回撤至最低103%，餐饮消费恢复程度从88%回撤至78%，即整体消费回撤4-10个百分点区间。
 - (2) **Delta毒株**：2021年三季度左右，为国内完全放开后经历，彼时消费已经完全回到水上，零售消费恢复程度从117%回撤至111%，餐饮消费从114%到108%，均回撤6个百分点。
 - (3) **Omicron毒株**：2022年初受到Omicron毒株冲击，零售消费恢复程度从115%回撤至111%，餐饮消费从111%到106%，回撤4-6个百分点。

- 美国的出行消费数据可总结出以下特点：
 - **底部逐步抬升**：放开后第一次疫情高峰对消费冲击程度相对大，后逐波减轻。出行消费数据底部逐步抬升。
 - **冲击程度逐步钝化**：Omicron疫情波及人数显著超过Delta，但对消费的冲击程度未显著增高。
 - **有管控时冲击比没管控时大**：当国内出行还存在管控政策时，疫情波峰来临时餐饮消费回撤相对较大。国内完全放开后，两波疫情冲击影响均比之前小。
 - **居民消费意愿强**：当国内出行完全放开后，国内消费几乎完全恢复。
 - **冲击时间长度**：2-3个月。

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	40-50%	90-100%	100%左右
长途出行	0-20%	30-60%	60-90%
零售消费	88%	117%	118%
餐饮消费	47%	106%	112%

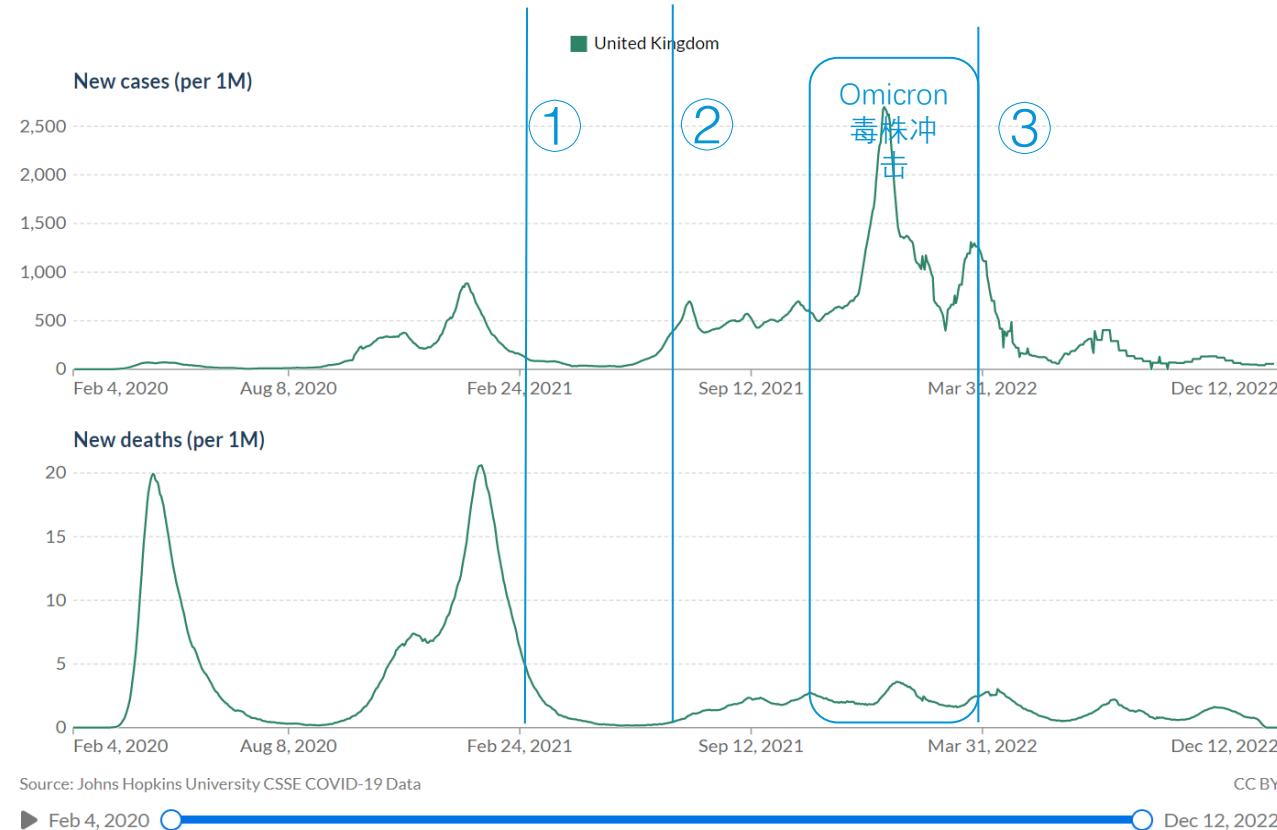


英国疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
英国	全国静默：											
	阳性病例所处区域静默：											
	放开聚集活动限制：											
	免除入境隔离：											
	口罩令撤销：											
	放开所有旅行限制（含入境检测）：											

关键时间节点：

- ① 2021年2月左右：
全国及高风险地区
静默陆续结束
- ② 2021年7月：所有
社交限制放开
- ③ 2022年3月：取消
所有旅行限制（包括
入境检测）





英国消费出行数据：Omicron毒株对消费数据冲击不明显

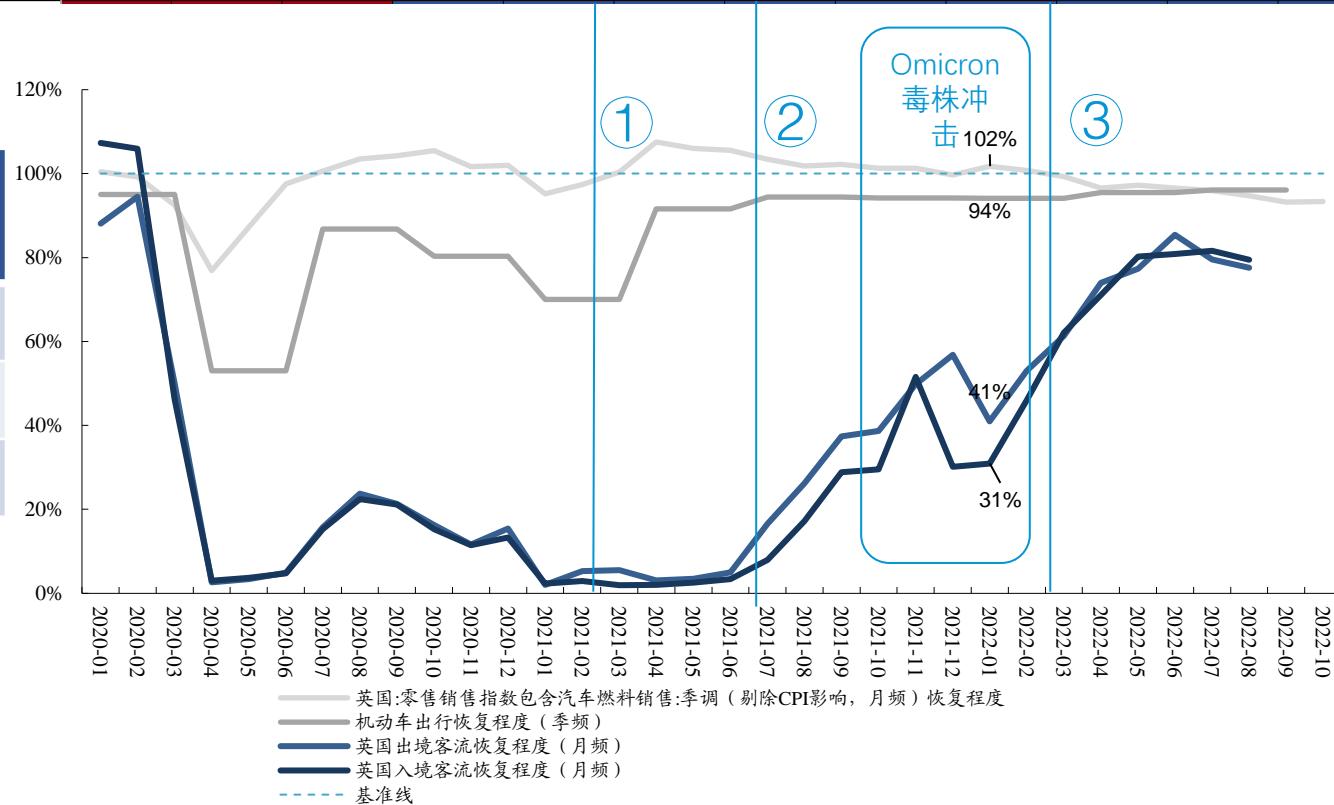
东吴证券
SCS SOOCHOW SECURITIES

英国管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
英国		全国静默：		阳性病例所处区域静默：		放开聚集活动限制：		免除入境隔离：		口罩令撤销：		放开所有旅行限制（含入境检测）：	

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①各地区静默陆续结束	②所有社交限制放开	③取消所有旅行限制
短途出行	70%	92%	94%
长途出行	0-10%	10-20%	60-65%
零售	100%	103%	99%



Omicron毒株冲击期间消费数据未出现大幅回落。

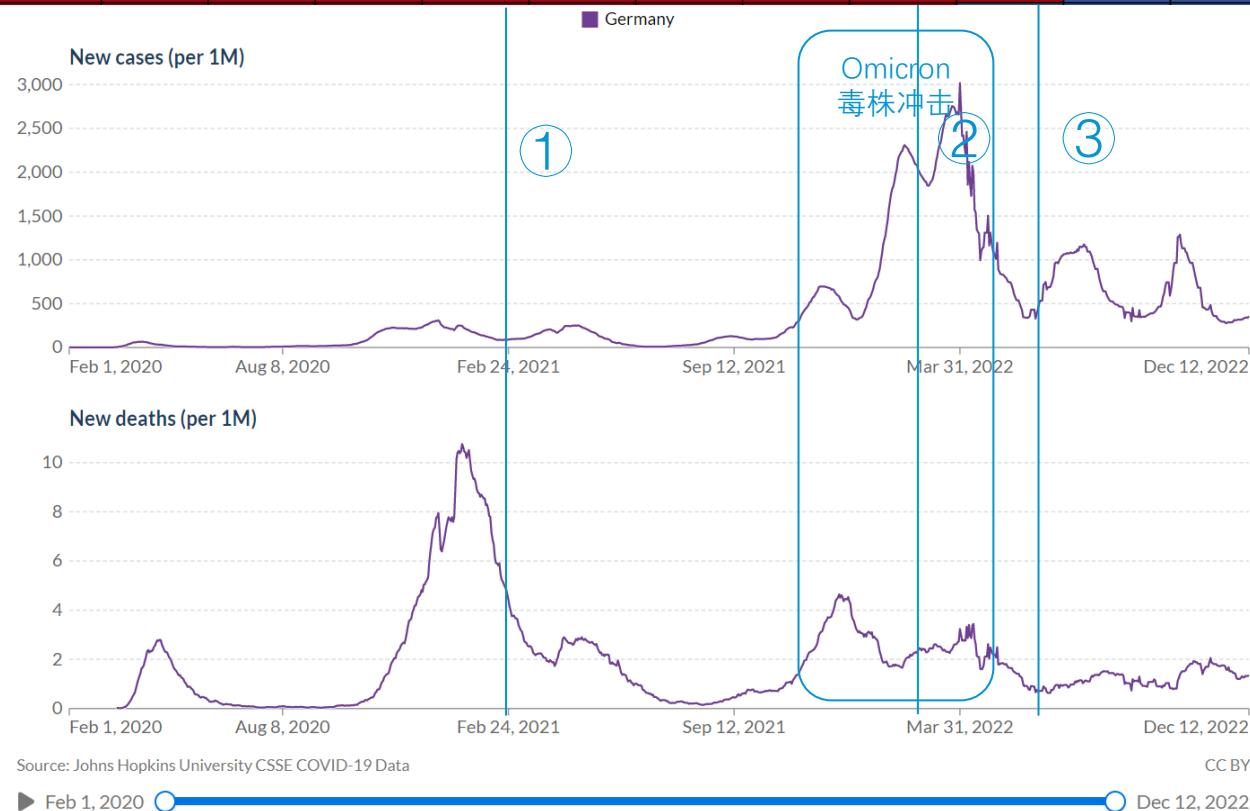


德国疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
德国		全国静默:											
阳性病例所处区域静默:													
放开聚集活动限制:													
免除入境隔离:													
口罩令撤销:													
放开所有旅行限制(含入境检测):													

关键时间节点：

- ① 2021年2月：“封城”管控政策退出
- ② 2022年2月：对聚集场所活动限制完全取消
- ③ 2022年6月：撤销所有旅行限制（包括入境检测）





德国消费出行数据：Omicron毒株对消费数据冲击不明显

东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

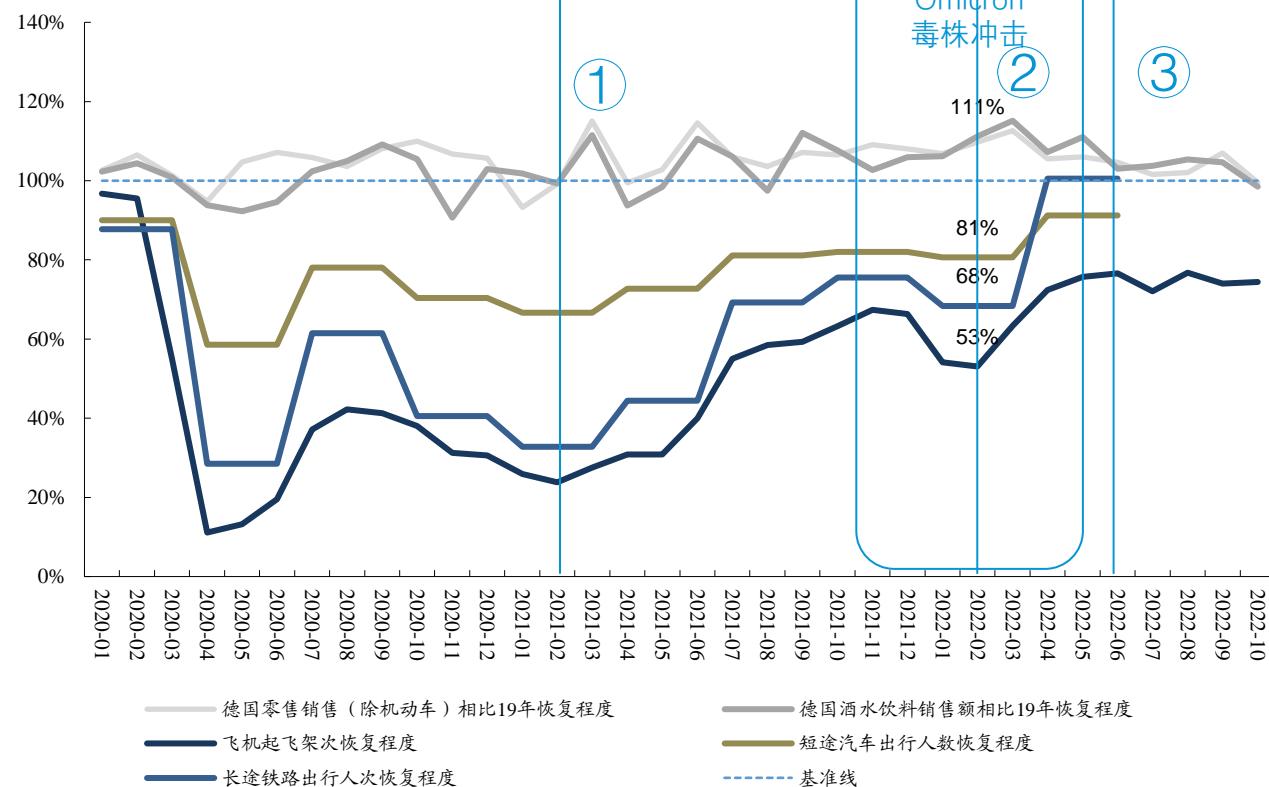
德国管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
德国		全国静默：											
阳性病例所处区域静默：													
放开聚集活动限制：													
免除入境隔离：													
口罩令撤销：													
放开所有旅行限制（含入境检测）：													

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	67%	81%	91%
长途出行	25-35%	53-68%	72%-100%
零售消费	100%	111%左右	103%左右

注：本文所用“恢复程度”的计算方式均为当期值 /2019年同期值算得



Omicron毒株冲击期间消费数据未出现大幅回落。



英德“二次冲击”情况总结

- 开始放开后经历一次“二次冲击”，均为2021年底至2022年初的Omicron毒株，虽然两国放开时间有前后差别，但放开后第一波均出现大范围感染：
 - **对出行冲击明显：**英国长途出行恢复程度从50-60%回撤到30-40%，回撤幅度15-20个百分点；德国长途出行恢复程度从66-76%回撤到53-68%，回撤幅度8-13个百分点；但两国短途的恢复程度分别回撤0%（英国）和1%（德国），受疫情冲击不明显。
 - **但对消费的冲击不明显：**两国Omicron毒株冲击期间消费数据均未出现大幅回落。
 - **可能的原因是：**英德的管控放开过程伴随着较高的疫苗接种率和冲击过程中较低的超额死亡率，对居民消费意愿没有大幅打压；英德的经济产出统计方法存在平滑机制，从可得的数据口径上未能看到大幅回撤。
-
- 英德的出行消费数据可总结出以下特点：
 - “群体免疫”后放开后第一波的大范围感染对居民消费意愿影响不明显。
 - 整体出行底部逐步抬升：出行数据底部随政策放开逐步抬升。
 - 对出行的冲击时间长度：2-3个月。

英国各项要素恢复程度	①各地区静默陆续结束	②所有社交限制放开	③取消所有旅行限制
短途出行	70%	92%	94%
长途出行	0-10%	10-20%	60-65%
零售	100%	103%	99%

德国各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	67%	81%	91%
长途出行	25-35%	53-68%	72-100%
零售消费	93-100%	111%左右	103%左右



澳大利亚疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
全国静默:												
阳性病例所处区域静默:												
澳大利亚												
放开聚集活动限制:												
免除入境隔离:												
口罩令撤销:												
放开所有旅行限制（含入境检测）:												

关键时间节点：

- ① 2021年4-6月：陆续放开出行管控政策
- ① 2021年10-12月：陆续放开聚集场所客流限制
- ② 2022年7-9月：取消所有旅行限制（包括入境检测）





澳大利亚消费出行数据：首次放开后“冲击”显著

东吴证券
SCS SOOCHOW SECURITIES

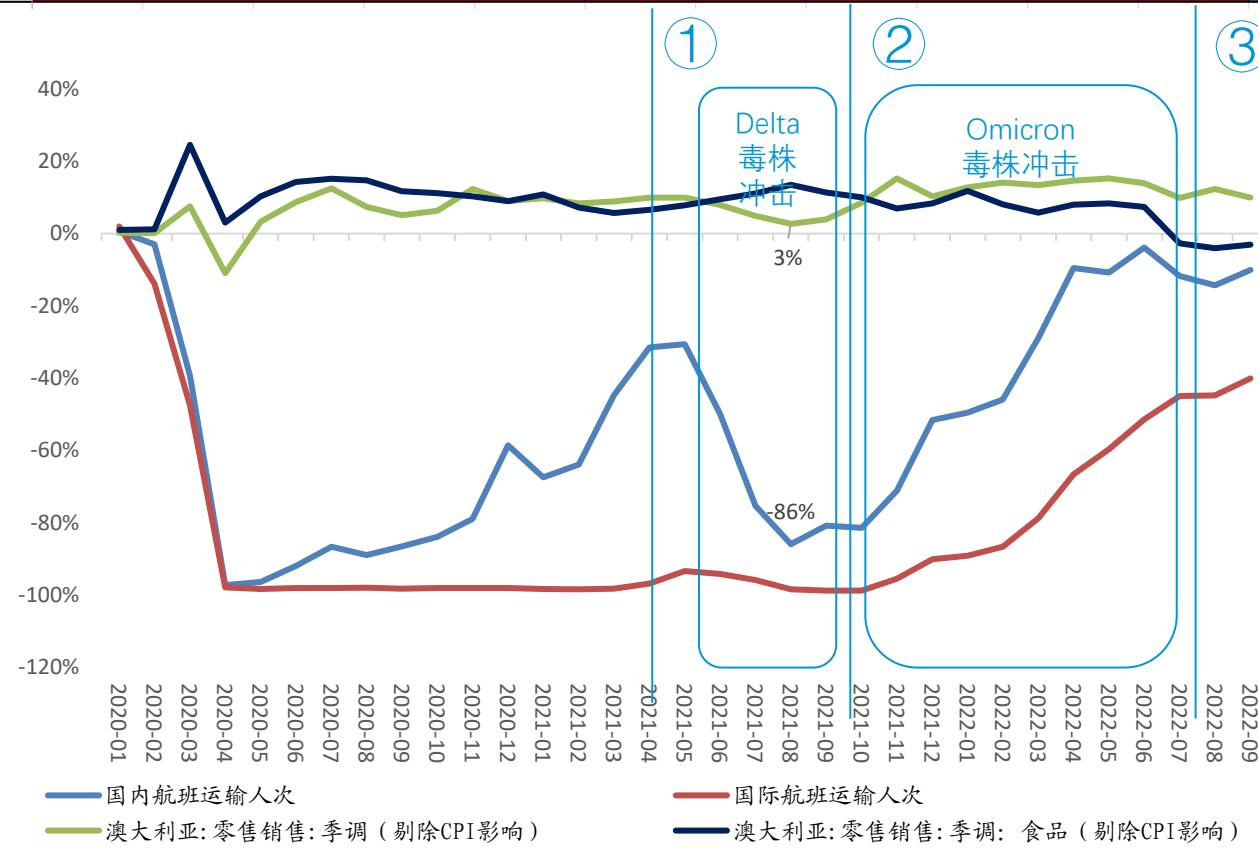
澳大利亚管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
澳大利亚	全国静默:												
	阳性病例所处区域静默:												
	放开聚集活动限制:												
	免除入境隔离:												
	口罩令撤销:												
	放开所有旅行限制(含入境检测):												

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
长途出行	10-50%	10-40%	60-90%
零售消费	105%-110%	110%	110%
餐饮消费	105%-110%	110%	95%

注：本文所用“恢复程度”的计算方式均为当期值/2019年同期值算得



Delta期间国内零售额恢复程度从110%回撤至103%，回撤幅度7个百分点，但仍然在基准线上。



- 澳大利亚放开后经历两波疫情冲击，其中第一波Delta发生在节点①和②之间，感染范围较小，第二波Omicron发生在国内完全放开之后，持续影响时间长、范围大：
 - **对出行冲击边际减弱：**Delta毒株冲击使得国内航班客流从69%回撤至14%，回撤幅度较大，后续随着国内管控措施完全放开，持续恢复。
 - **但对消费的冲击不明显：**两次毒株冲击期间消费数据均未出现大幅回落，Delta期间国内零售额恢复程度从110%回撤至103%，回撤幅度7个百分点，但仍然在基准线上。
 - **可能的原因是：**澳大利亚管控放开过程伴随着较高的疫苗接种率和冲击过程中较低的超额死亡率，对居民消费意愿没有大幅打压；澳大利亚经济产出统计方法存在平滑机制，从可得的数据口径上未能看到大幅回撤。
-
- 澳大利亚的出行消费数据可总结出以下特点：
 - **放开后第一波的大范围感染对出行影响较大，对居民消费意愿影响不明显。**
 - **第一波大范围感染形成的出行数据底部未破前低：**出行数据先抑后扬。
 - **对出行的冲击时间长度：**4-6个月。

各项要素 恢复程度	①出行管 控放开	②放开聚 集场所客 流限制	③取消所 有旅行限 制
长途出行	10-50%	10-40%	60-90%
零售消费	105%-110%	110%	110%
餐饮消费	105%-110%	110%	95%

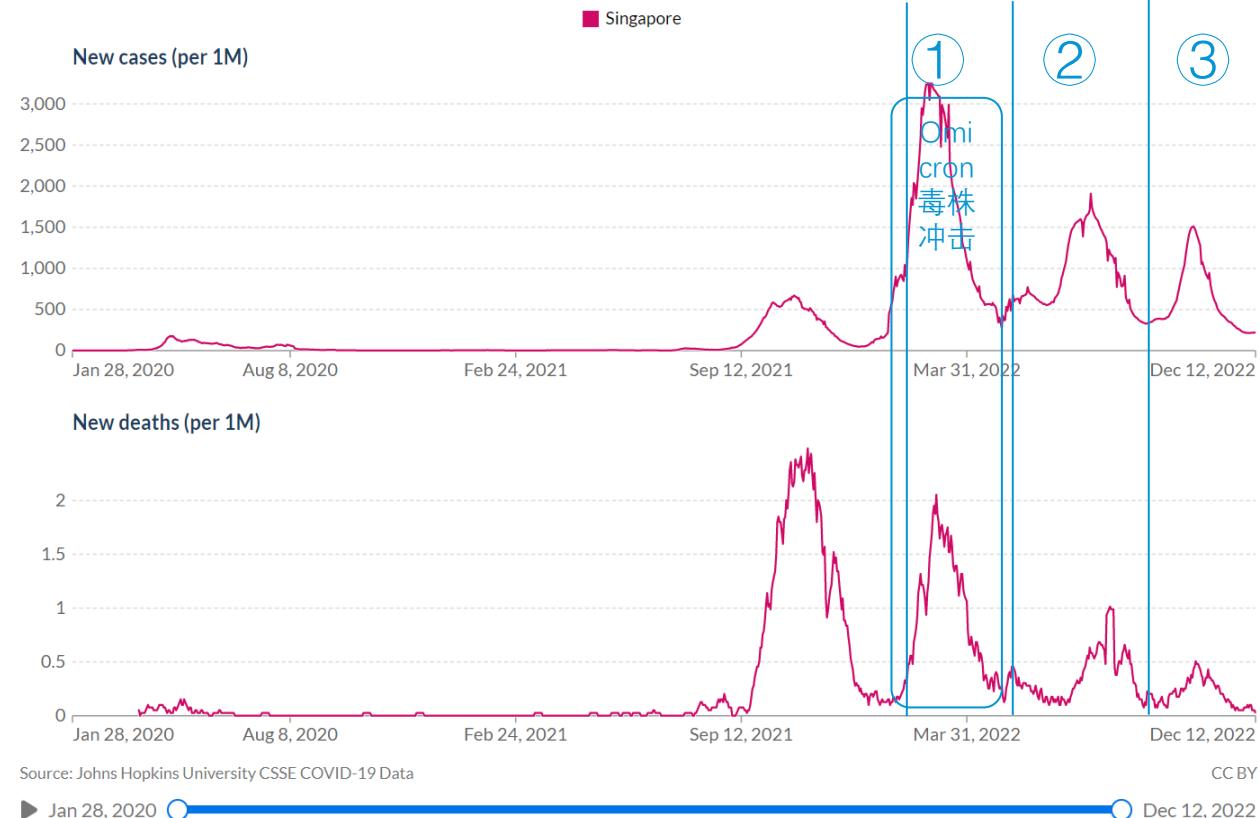


新加坡疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
全国静默：												
阳性病例所处区域静默：												
放开聚集活动限制：												
免除入境隔离：												
口罩令撤销：												
放开所有旅行限制（含入境检测）：												

关键时间节点：

- ① 2022年2月：提出共存，复工复产
- ② 2021年4月：放开聚集场所客流限制
- ③ 2022年8月：取消大多数旅行限制（包括入境检测）





新加坡消费出行数据：放开后持续回升

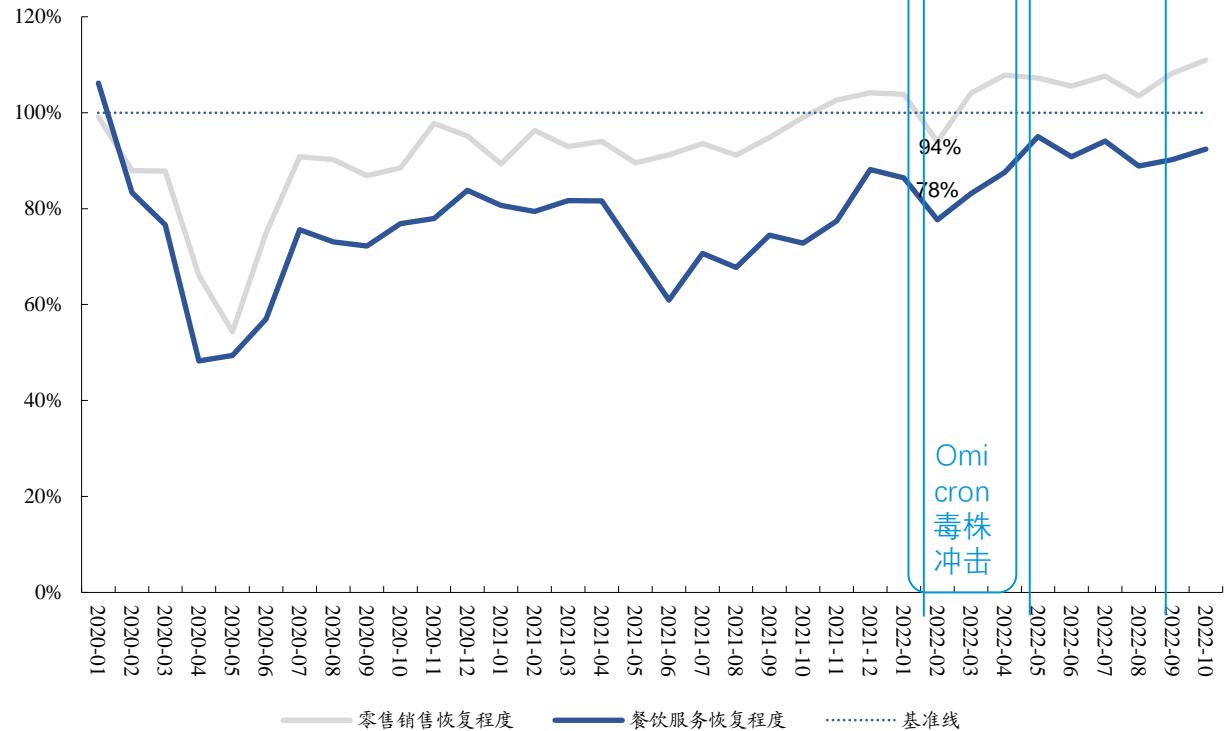
新加坡管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
新加坡		全国静默：											
阳性病例所处区域静默：													
放开聚集活动限制：													
免除入境隔离：													
口罩令撤销：													
放开所有旅行限制（含入境检测）：													

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
零售消费	104%	108%	104%
餐饮消费	88%	88%	89%

注：本文所用“恢复程度”的计算方式均为当期值 /2019年同期值算得



零售/餐饮恢复程度从104%/86%回撤至94%/78%，回撤幅度8-10个百分点，影响时间约3个月。

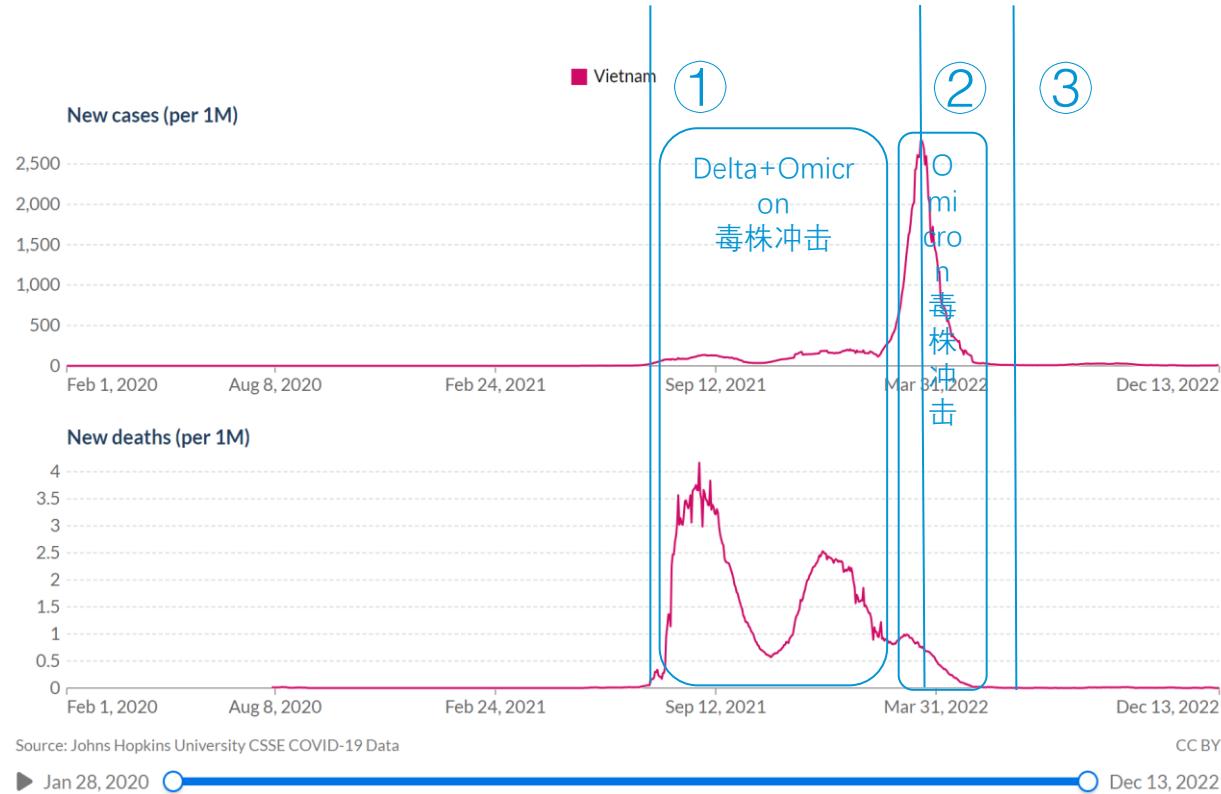


越南疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
全国静默：												
阳性病例所处区域静默：												
放开聚集活动限制：												
免除入境隔离：												
口罩令撤销：												
放开所有旅行限制（含入境检测）：												

关键时间节点：

- ① 2021年8-9月：各地区管控政策逐步放松
- ① 2022年2月：放开聚集场所客流限制
- ② 2022年5月：取消所有旅行限制（包括入境检测）





越南消费出行数据：管控放开后首次冲击巨大

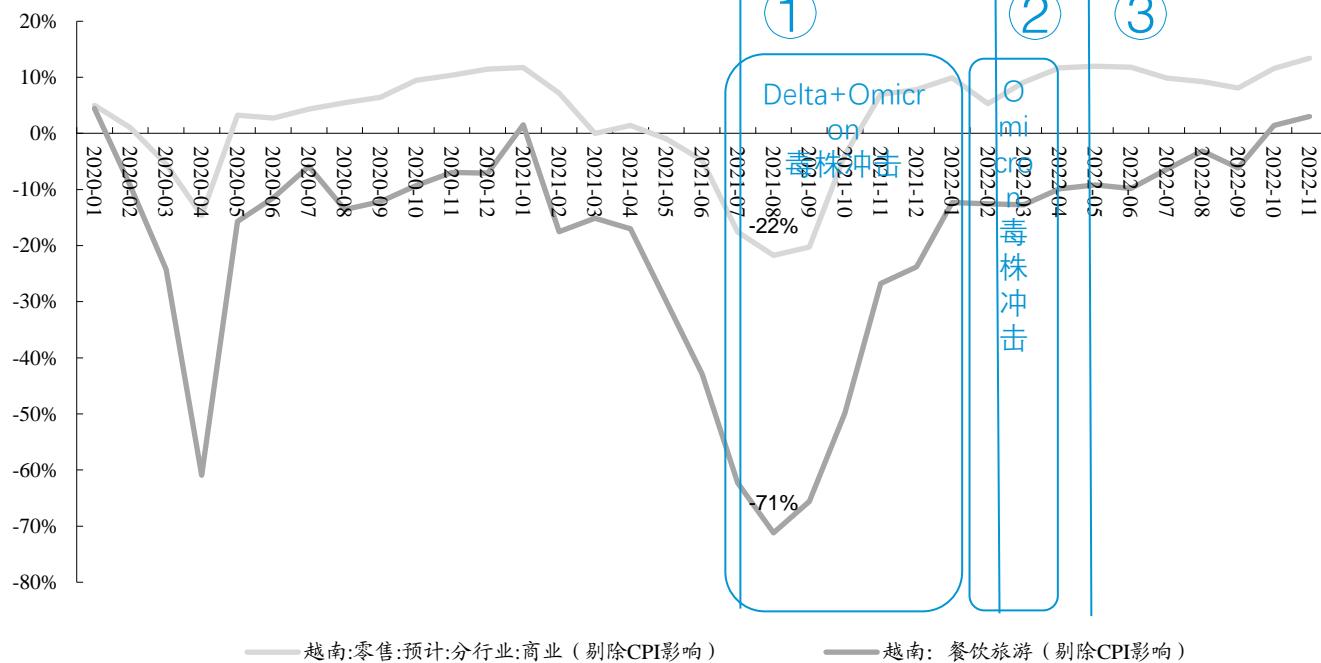
东吴证券
SCS SOOCHOW SECURITIES

越南管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
越南		全国静默：											
阳性病例所处区域静默：													
放开聚集活动限制：													
免除入境隔离：													
口罩令撤销：													
放开所有旅行限制（含入境检测）：													

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
零售消费	78%	105%	115%
餐饮消费	48%	85%	90%



零售/餐饮恢复程度从101%/83%回撤至88%/39%，回撤幅度23-44个百分点，影响时间约6个月。



日本疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
日本	全国静默：											
	阳性病例所处区域静默：											
	放开聚集活动限制：											
	免除入境隔离：											
	口罩令撤销：											
	放开所有旅行限制（含入境检测）：											

关键时间节点：

- ① 2021年9月：取消全国多地紧急事态宣言
- ② 2022年3月：取消餐厅营业限制
- ③ 2022年10月：取消所有旅行限制（包括入境检测）





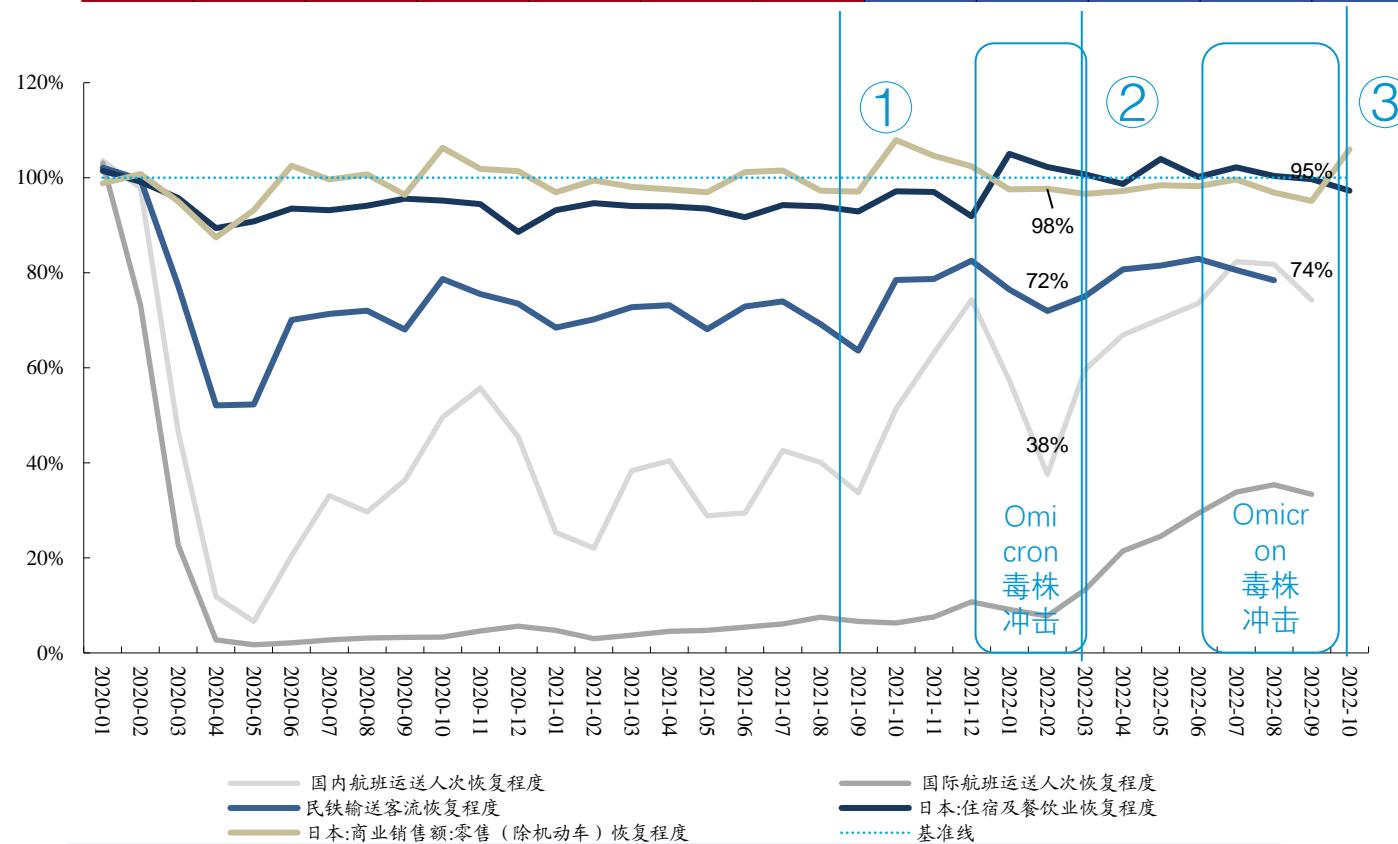
日本管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
日本		全国静默:											
阳性病例所处区域静默:													
放开聚集活动限制:													
免除入境隔离:													
口罩令撤销:													
放开所有旅行限制(含入境检测):													

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	70%左右	75%左右	-
长途出行	10-40%	10-60%	30-70%
零售消费	97%	97%	106%
餐饮消费	93%	101%	97%

注：本文所用“恢复程度”的计算方式均为当期值 /2019年同期值算得



零售/餐饮恢复程度从100%/105%到98%/100%，回撤幅度2-5个百分点，影响时间约2个月。

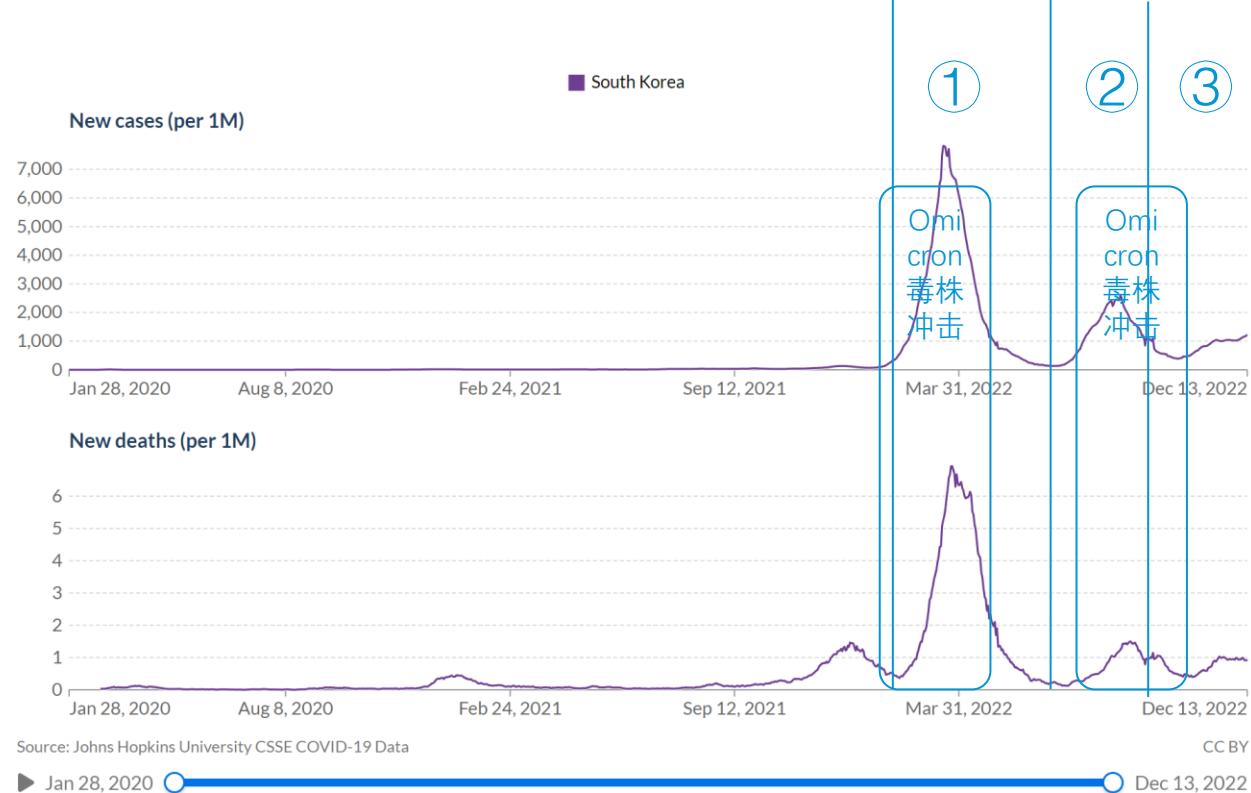


韩国疫情发展及管控政策变化时间线

疫情管控政策时间线	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
韩国	全国静默：											
	阳性病例所处区域静默：											
	放开聚集活动限制：											
	免除入境隔离：											
	口罩令撤销：											
	放开所有旅行限制（含入境检测）：											

关键时间节点：

- ① 2022年2月：取消阳性强制隔离措施
- ② 2022年5月：放开聚集场所客流限制
- ③ 2022年9月：取消所有旅行限制（包括入境检测）





韩国消费出行数据：放开后受两次冲击，影响减弱

东吴证券
SCS SOOCHOW SECURITIES

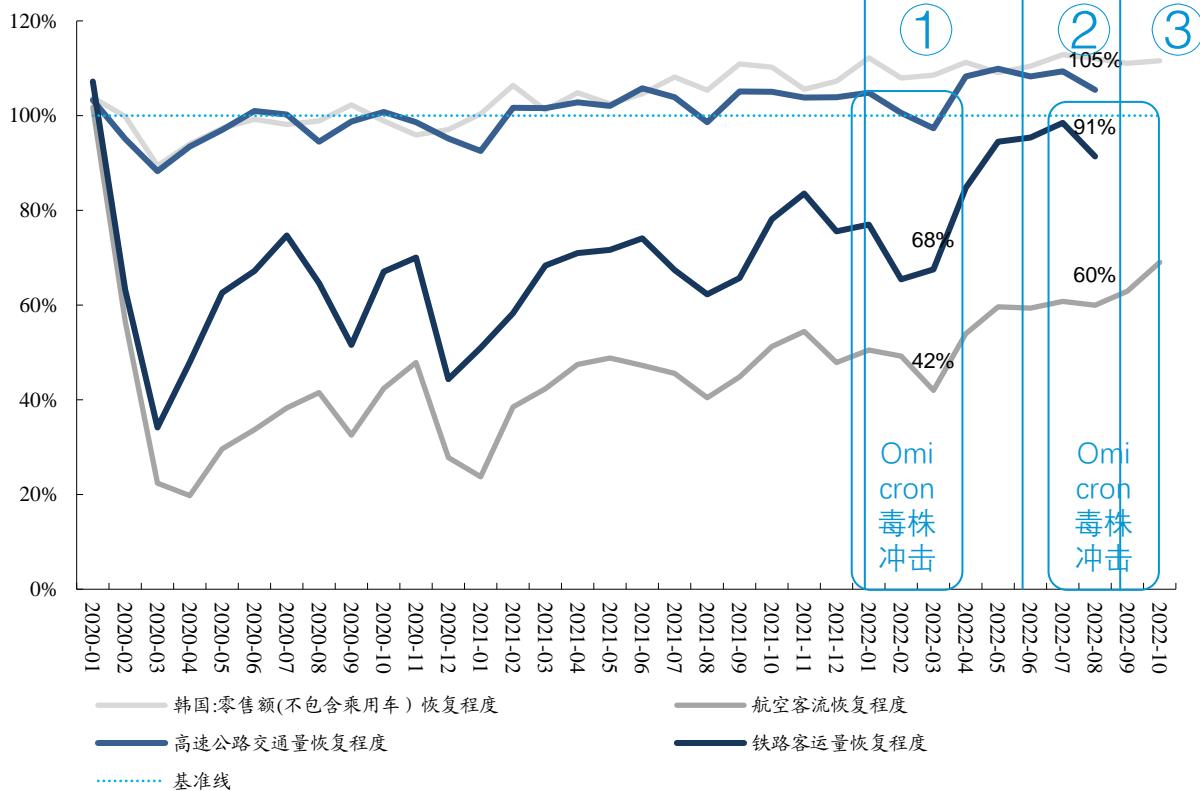
韩国管控政策及消费出行恢复时间线一图览

疫情管控政策时间线		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
韩国		全国静默:											
阳性病例所处区域静默:													
放开聚集活动限制:													
免除入境隔离:													
口罩令撤销:													
放开所有旅行限制(含入境检测):													

各项要素在关键时间节点的恢复状况（相比19年）：

各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	108%	108%	-
长途出行	55-85%	55-85%	70%-100%
零售消费	111%	111%	112%

注：本文所用“恢复程度”的计算方式均为当期值 /2019年同期值算得



零售恢复程度从105%到100%，回撤幅度5个百分点，影响时间约2-3个月。



新日韩越“二次冲击”情况总结

- 亚洲四国呈现的状态与欧美有较大区别，由于普遍放松国内出行时间在2021年下半年至2022年，放开后普遍受到了一次疫情大范围冲击，均对出行和消费数据产生较大影响，后续冲击影响减弱：
- **新加坡：**零售/餐饮恢复程度从104%/86%回撤至94%/78%，回撤幅度8-10个百分点，影响时间约3个月。
- **越南：**零售/餐饮恢复程度从101%/83%回撤至88%/39%，回撤幅度23-44个百分点，影响时间约6个月。
- **日本：**零售/餐饮恢复程度从100%/105%到98%/100%，回撤幅度2-5个百分点，影响时间约2个月。
- **韩国：**零售恢复程度从105%到100%，回撤幅度5个百分点，影响时间约2-3个月。
- **亚洲四国的出行消费数据可总结出以下特点：**
- 国内放开后第一波的大范围感染对出行影响较大，对居民消费同样有负面影响。
- “二次冲击”后各项数据持续恢复至疫情后新高。
- 后续若还出现疫情冲击，影响程度衰减明显。

新加坡各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
零售消费	104%	108%	104%
餐饮消费	88%	88%	89%

日本各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	70%左右	75%左右	-
长途出行	10-40%	10-60%	30-70%
零售消费	97%	97%	106%
餐饮消费	93%	101%	97%

越南各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
零售消费	75-80%	105%	115%
餐饮消费	30-35%	85%	90%

韩国各项要素恢复程度	①出行管控放开	②放开聚集场所客流限制	③取消所有旅行限制
短途出行	108%	108%	-
长途出行	55-85%	55-85%	70%-100%
零售消费	111%	111%	112%

世界各国疫后放开“二次冲击”大消费复苏横向比较

	国家	放开国内出行时间节点	当时社零恢复状况	国内彻底放开时间节点	当时社零恢复状况	国际彻底放开时间节点	截至最新数据社零恢复状况	放开后受到疫情二次冲击次数	消费恢复情况在冲击下最大回撤
	美国	2020年5-6月	88%	2021年4-6月	117%	2022年6月	98%	3次	10pct
	英国	2021年2月左右	100%	2021年7月	103%	2022年3月	99%	1次	1pct
	德国	2021年2月	100%	2022年2月	111%	2022年6月	100%	1次	0pct
	澳大利亚	2021年4-6月	105%	2021年10-12月	110%	2022年7-9月	95%	2次	7pct
	新加坡	2022年2月	104%	2022年4月	108%	2022年8月	111%	2次	10pct
	越南	2021年8-9月	78%	2022年2月	105%	2022年5月	113%	2次	44pct
	日本	2021年9月	97%	2022年3月	97%	2022年10月	106%	2次	5pct
	韩国	2022年2月	111%	2022年5月	111%	2022年9月	112%	2次	5pct

数据来源：各国统计局、Wind、东吴证券研究所

注：本表社零恢复状况计算方式为当月值/2019年同期值，已剔除通胀因素。

世界各国疫后放开“二次冲击”出行复苏横向比较

	国家	放开国内出行时间节点	当时出行恢复状况	国内彻底放开时间节点	当时出行恢复状况	国际彻底放开时间节点	截至最新数据出行恢复状况	放开后受到疫情二次冲击次数	出行恢复情况在冲击下最大回撤
	美国	2020年5-6月	0-50%	2021年4-6月	30-100%	2022年6月	80-100%	3次	30pct
	英国	2021年2月左右	0-70%	2021年7月	10-92%	2022年3月	75-94%	1次	20pct
	德国	2021年2月	25-67%	2022年2月	53-81%	2022年6月	72-100%	1次	13pct
	澳大利亚	2021年4-6月	10-50%	2021年10-12月	10-40%	2022年7-9月	60-90%	2次	55pct
	新加坡	2022年2月	-	2022年4月	-	2022年8月	-	2次	-
	越南	2021年8-9月	-	2022年2月	-	2022年5月	-	2次	-
	日本	2021年9月	10-70%	2022年3月	10-75%	2022年10月	30-80%	2次	36pct
	韩国	2022年2月	55-108%	2022年5月	55-108%	2022年9月	70-110%	2次	12pct

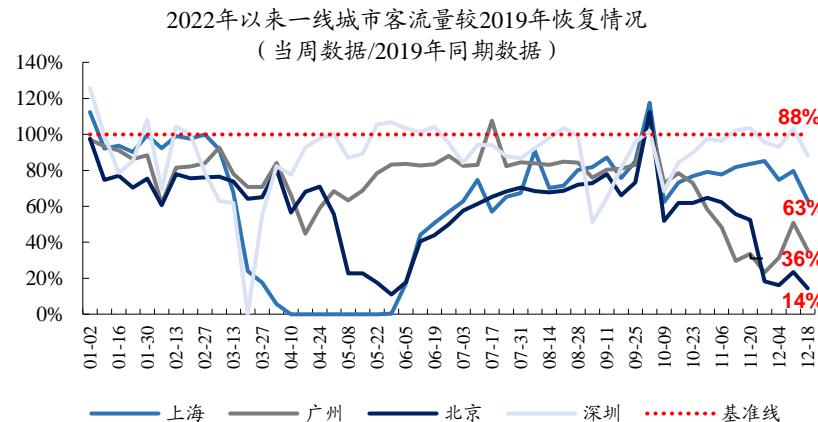
数据来源：各国统计局、Wind、东吴证券研究所

注：本表出行恢复状况计算方式为当月值/2019年同期值，均为人次或车次、架次等数量口径，不包含价格因素。

三、中国疫后消费出行修复展望及投资建议

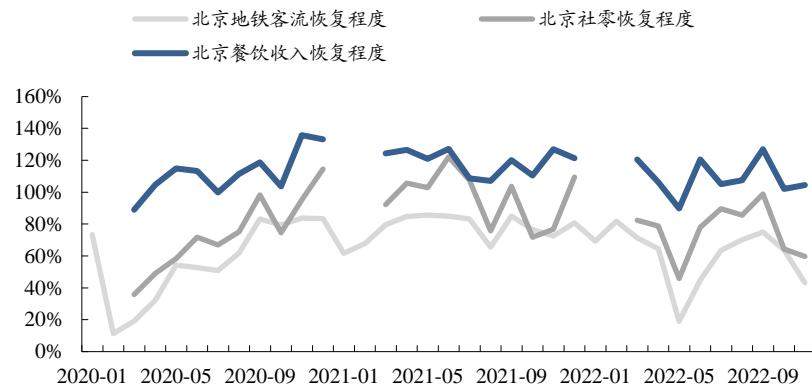
- 我们初步观察到近期各地居民大规模感染后出行意愿走低的情况：北京、上海、广州、深圳截至12月18日当周地铁客流恢复至2019年同期的14%/63%/36%/88%，有下行趋势。
- 我们认为国内的“二次冲击”正在演绎：经过历史数据的比对，对以地铁为主要市内出行交通工具的一二线城市来说，地铁出行数据与零售餐饮恢复程度具有同向性。且由于地铁数据更为高频，对预测线下消费走向有一定的先导性。因而近期周度地铁数据的下探可能提示了国内“二次冲击”的到来。

近期观察各一线城市客流有下行趋势（周频）



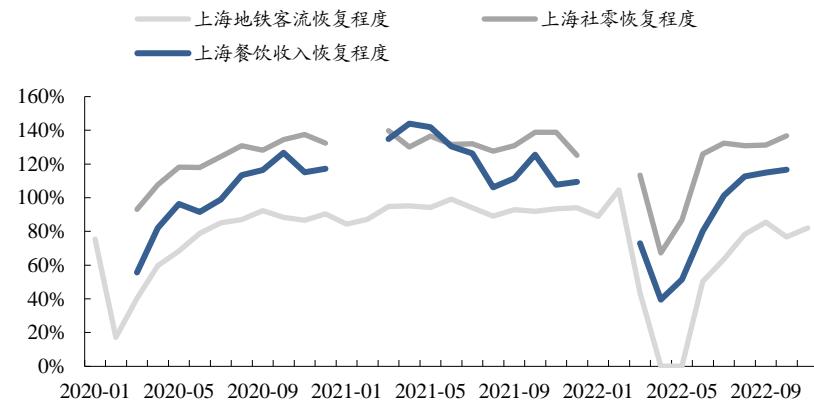
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

北京地铁数据与零售餐饮恢复程度有同向性（月频）



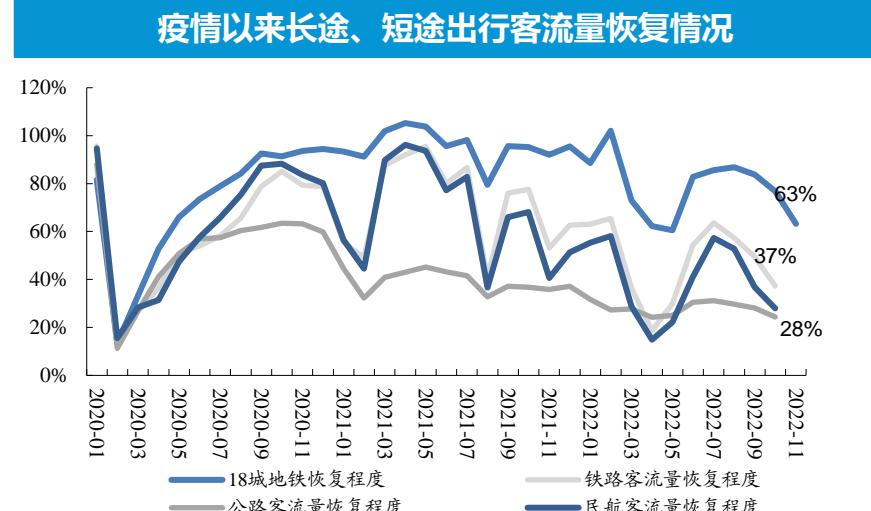
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

上海地铁数据与零售餐饮恢复程度有同向性（月频）

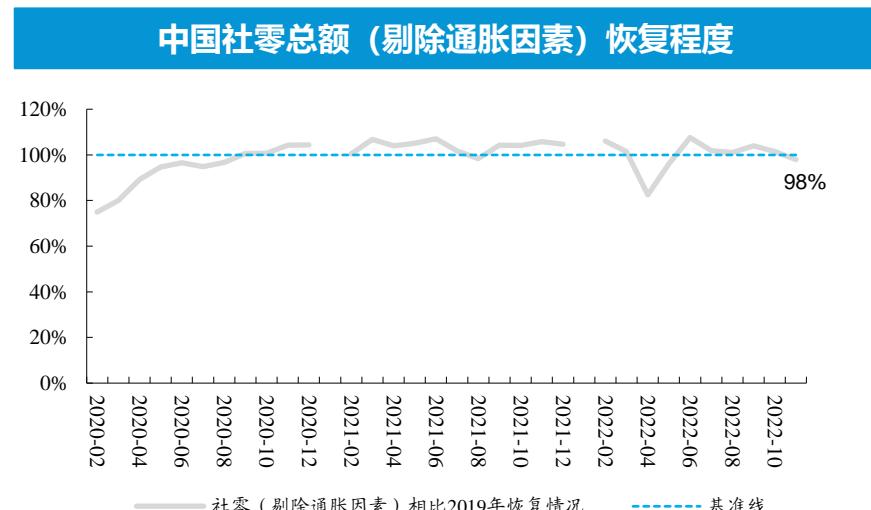


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

- 冲击后出行消费恢复状态进一步回升，走势呈现先抑后扬：**根据各国经验，“二次冲击”后出行随着经济秩序的修复均出现了消费数据的进一步回升。
- 时间周期上看，有望在2023年2月前走出底部：**考虑我国整体疫苗接种率较高，参考北京情况，全国受到病毒传播冲击影响有望在2-3个月周期内完成。见底时间预计在2023年1月。
- 冲击程度判断：**由于各城市进展程度有先后，市内短途出行（以地铁为代表）可能受到冲击回撤到的底部区间在疫情前同期20%-35%区间；长途出行数据底部区间可能在20-30%；消费数据（社零）底部或在疫情前同期的90%。
- 回升节奏判断：**短途出行有望在2023年3月恢复至疫情前100%以上，创出新高；长途出行重要关注节点为2023年4月除清明节小长假，有望回升至疫情前80%以上恢复程度。消费恢复（以社零数据体现）有望在2023年5月恢复程度创新高。
- 国内“二次冲击”可能呈现“先一二线、后下沉”的节奏：**根据观察，人口密集的一二线城市疫情传播更为迅速，因而整体可能呈现“先一二线、后下沉”的地域推进节奏。



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

- 在疫后放开“二次冲击”恢复后，消费板块会呈现分化的态势，我们认为主要有两条主线值得重点关注：
- 一条“成长线”：即消费行业中，除了恢复属性外，还有相当成长属性的领域，包括渗透率提升，龙头市占率提升，需求市场成长等逻辑，在疫后恢复后，多方业绩有望持续创出新高，典型领域包括：**免税，酒店，化妆品，医美，产业B2B贸易等。**
- 另一条线“价值线”：即消费行业中，商业模式优秀，公司竞争壁垒突出，但估值仍处于较低，市场预期没有完全体现价值的板块，有望迎来价值回归，典型的领域包括：**黄金珠宝，机场，职业教育等。**
- **重点关注：**中国中免，爱美客，首旅酒店，厦门象屿，小商品城，迪阿股份，中教控股等，
- **建议关注：**王府井，海汽集团，东方时尚，朗姿股份，天目湖，盛通股份等
- **风险提示：**疫情反复带来居民出行意愿恢复不及预期的风险，居民消费意愿下滑的风险。

出行疫后修复标的弹性打分“藏宝图”

疫后修复基本面+估值弹性由弱到强（还需综合考虑公司能力）

细分行业	0-3分档	4-6分档	7-10分档
免税	王府井 海南机场 中国中免	海汽集团 海南发展	
机场交通	深圳机场 白云机场 海峡股份	厦门空港 上海机场	
酒店		天目湖 锦江酒店 首旅酒店 君亭酒店 金陵饭店	
医美		青松股份 朗姿股份 丸美股份 贝泰妮 科思股份 爱美客 珀莱雅 华熙生物	
教育	盛通教育	中公教育	
人力资源	外服控股 科锐国际	北京城乡	
黄金珠宝	迪阿股份 中国黄金	曼卡龙	菜绅通灵 金一文化
专业连锁	明月镜片 孩子王 华致酒行 小商品城	爱婴室	
旅游景区		宋城演艺	众信旅游 大连圣亚 兰生股份
商超百货		永辉超市	南宁百货 欧亚集团 友好集团
产业B2B		厦门象屿	

数据来源：东吴证券研究所

注：量化打分存在主观因素，且受制于因子数量，仅给出初步方向，投资者需结合公司和行业基本面综合判断。

- 建议重点关注旅游景区、酒店、机场交通等板块的疫后修复弹性，同样提示关注免税、医美、黄金珠宝、人力资源、专业连锁等细分领域深度受益出行复苏的板块性机会。

表 1：重点公司估值

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	4,449.91	215.09	4.94	3.50	6.83	43.50	61.45	31.49	买入
600515	海南机场	549.56	4.81	0.04	0.14	0.10	118.77	34.36	48.10	增持
600009	上海机场	1,481.64	59.54	-0.89	-1.06	0.76	-	-	78.34	增持
600258	首旅酒店	279.71	25.00	0.06	-0.27	0.74	446.43	-	33.78	增持
300896	爱美客	1,118.34	516.89	4.43	6.62	9.77	116.68	78.08	52.91	买入
603605	珀莱雅	445.83	157.25	2.87	2.64	3.26	54.79	59.56	48.24	买入
688363	华熙生物	597.51	124.20	1.63	2.04	2.56	76.20	60.88	48.52	买入
300957	贝泰妮	548.35	129.45	2.12	2.80	3.86	61.06	46.23	33.54	买入
300856	科思股份	81.10	47.90	1.18	2.24	2.82	40.69	21.38	16.99	买入
301177	迪阿股份	214.41	53.60	3.62	2.81	4.02	14.81	19.07	13.33	买入
600916	中国黄金	207.14	12.33	0.48	0.54	0.66	25.69	22.83	18.68	买入
301101	明月镜片	76.64	57.05	0.81	0.88	1.19	70.02	64.83	47.94	买入
601933	永辉超市	322.16	3.55	-0.43	0.01	0.13	-	355.00	27.31	增持
600415	小商品城	288.02	5.25	0.25	0.23	0.37	21.00	22.83	14.19	买入
600057	厦门象屿	233.07	10.34	0.93	1.20	1.56	11.17	8.62	6.63	买入

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：本表公司预测数据为基于东吴证券研究所给出的盈利预测及最新股价计算得出。

- 风险提示：疫情反复带来居民出行意愿恢复不及预期的风险，居民消费意愿下滑的风险。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园