消费者服务

2023 年社会服务行业年度策略 同步大市-A(维持)

复苏回暖正当时，把握边际改善、消费场景修复主线

2023 年 1 月 17 日

行业研究/行业年度策略

消费者服务板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
601888.SH	中国中免	增持-B
600754.SH	锦江酒店	增持-B
600258.SH	首旅酒店	增持-B
603136.SH	天 目 湖	增持-B
605108.SH	同 庆 楼	增持-B
09922.HK	九毛九	买入-A

相关报告：

【山证社服】社服行业 2022 年中期投资策略：把握高成长赛道，关注疫情影响行业供需边际改善（2022-6-30）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

- **2022 年社会服务行业整体表现：复苏预期改善明显。**2022 全年（数据统计截至 2022 年 12 月 28 日）沪深 300 指数下跌 22.46%，申万社会服务行业下跌 4.3%，跑赢大盘 18.16pct，在 A 股 31 个行业中涨跌幅位列第 4。11 月以来防疫政策优化调整、出行链消费场景边际改善明显带动社服板块持续走强。
- **管控政策放开后社服子板块复苏次序。**从空间看，大多数国家和地区疫情管控政策放松后消费领域恢复进度：餐饮>酒店>国内旅游>出境游。餐饮行业刚需属性在历次消费回暖中居于前列，如美国餐饮和购物已经超过疫情前水平；其次是与出行相关的酒店和交运行业，美国出行整体恢复至疫情前 98%水平、日本跨市人口流程恢复到 95%水平；旅游方面，多国国内游进入稳态，跨境、远距离旅游修复仍需要时间积累。
- **国内社会服务子板块复苏趋势展望。**国内防疫政策逐渐优化调整、消费场景逐渐恢复、消费信心进一步提振。**客流出行：**主要城市约 20 天完成感染人数达峰、过峰；入境政策调整利好国际航班有序恢复。**餐饮：**线下消费场景复苏，连锁餐饮风险中彰显强大经营韧性。**酒店：**竞争格局改变，连锁酒店保持高速扩张趋势，下沉市场将成为品牌主要争夺市场。**免税：**口岸免税消费有望逐步回暖，主要经营主体盈利能力有望进一步提升。
- **投资建议：**参考海外国家疫后复苏特点：1）必选消费在疫情后受影响波动较小，整体保持平稳增速。2）本地需求：消费者外出就餐频次增加，餐饮、团膳等需求将率先恢复；跨区消费：压抑三年的出行需求将逐渐得到释放，交运、酒店、旅游细分板块将受益。3）外出消费呈现餐饮>酒店>国内旅游>出境游次序恢复。主要城市感染潮回落后，社服板块直接受益于社交重启，差旅和本地化需求有望率先回补，偏长线的休闲游有所滞后，整体需求有望迎来释放。我们建议关注：1、短期看需求弹性恢复，酒店、景区等相关标的在过去时点受疫情防控政策影响较大，随着更加精准防疫政策和需求释放有望率先反弹。行业磨底后有望深度出清，品牌韧性更强，产品、控制成本等综合能力更优的龙头将享受供需格局红利。2、低估值标的投资性价比提升，餐饮在历次回暖中表现回弹居前，基本面及政策边际变化推动消费范围和场景修复，大众消费需求释放带动业绩回暖。3、长期追求美好生活的消费需求未变呈现结构性分化，利好提供场景、服务价值品牌。
- **重点公司关注：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、天目湖、宋城演艺、同庆楼、九毛九。

风险提示：居民消费意愿恢复不及预期风险；疫情对旅游行业影响超预期风险。

目录

1. 社会服务行业整体表现：复苏预期改善明显 7

2. 海外疫情复盘与疫后旅游业恢复情况 9

2.1 美国 9

2.1.1 感染人数居前，率先放宽疫情防控措施 9

2.1.2 餐饮、酒店、航空疫后全面回暖，头部企业受益于行业供给出清 10

2.2 日本 13

2.2.1 历经 8 轮感染人数高峰，管控政策严格谨慎 13

2.2.2 服务型消费修复确定性较高，出境游复苏空间较大 14

2.3 新加坡 17

2.3.1 防疫思路较为平稳安全，逐渐过渡为对新冠具有适应力国家 17

2.3.2 消费数据随防疫政策阶段性回暖 18

2.4 中国香港 21

2.4.1 不完全封控，疫情时有反复 21

2.4.2 疫后复苏稍显平淡，与内地恢复通关有望刺激消费增长 21

2.5 管控政策放开后社服子板块复苏次序 24

3. 国内社会服务子板块复苏趋势展望 25

3.1 客流出行：旅游城市客流迅速回升，政策频出带动出入境游复苏 26

3.2 餐饮：线下消费场景复苏，刚性需求领跑消费子板块 28

3.3 酒店：连锁酒店或受益于疫情带来的行业供给出清 30

3.4 免税：疫后复苏正当时，口岸免税消费有望逐步回暖 33

4. 投资建议及重点关注标的 34

4.1 投资建议 34

4.2 重点推荐标的 35

4.2.1 中国中免：海口国际免税城开业完善海南免税业务布局 35

4.2.2 锦江酒店：境外酒店已恢复至疫前水平，境内环比修复 35

4.2.3 首旅酒店：逆势开店进程提速，持续扩展中高端酒店体量 35

4.2.4 天目湖：一站式旅游休闲目的地承接疫后度假需求 35

4.2.5 同庆楼：大众需求回暖，公司经营韧性较强 36

4.2.6 九毛九：多品牌助力平台型公司持续高增长 36

5. 风险提示 36

图表目录

图 1： 2022 年初至今社会服务行业下跌 4.3%，涨跌幅位列申万行业第四 7
图 2： 社会服务行业整体估值自 22Q3 有所抬升 7
图 3： 社会服务行业相对沪深 300 估值 10.65 7
图 4： 年内社服各子板块涨幅情况 8
图 5： 年内社服各子板块估值情况 8
图 6： 年内社服板块涨幅居前公司 8
图 7： 年内社服板块跌幅居前、涨幅居后公司 8
图 8： 美国每周新冠肺炎确诊病例数（例）与疫情冲击复盘 9
图 9： 疫情以来美国防疫政策变化情况 9
图 10： 美国主要个人消费支出与 2019 年同期相比 10
图 11： 美国餐饮食品百货零售额与 2019 同期相比 10
图 12： 麦当劳美国门店数量情况（单位：家） 11
图 13： 百胜餐饮美国门店数量情况（单位：家） 11
图 14： 2022Q2、Q3 美国酒店业复苏强劲 11
图 15： 纽约等中心城市几乎恢复至疫前水平 11
图 16： 美国主要城市酒店平均房价（单位：美元） 12
图 17： 与 2019 年同期相比旅游城市 ADR 恢复较快 12
图 18： 北美航线客座率 2022.7 恢复至 90.3% 12
图 19： 美国国内航线客座率 2022.6 恢复至 89.8% 12
图 20： 疫情以来美国国内/国际航班起降架次 13
图 21： 美国主要机场旅客恢复情况（单位：万人次） 13
图 22： 日本每周新冠肺炎确诊病例数（例）与 8 轮疫情冲击情况 14
图 23： 日本餐饮和咖啡厅销售额情况 15

图 24： 日本家庭相关活动前景指数.....15
图 25： 日本国内航运客座率情况.....15
图 26： 日本国际航运客座率情况.....15
图 27： 日本入境旅客恢复至 2019 年同期 38.3%.....16
图 28： 日本出境旅客恢复至 2019 年同期 23.1%.....16
图 29： 东京酒店平均价格（单位：人民币/晚）.....16
图 30： 日本住宿服务活动 GDP 贡献.....16
图 31： 新加坡疫情放松“四步走”政策.....17
图 32： 新加坡每周新冠肺炎确诊病例数（例）与防疫政策变化.....18
图 33： 防疫措施放宽餐饮服务指数快速回弹.....19
图 34： 2022 年 10 月新加坡零售销售指数提升至 102.....19
图 35： 2022.11 新加坡入境游人次为疫前 53.22%.....19
图 36： 2020 年以来新加坡旅游收入（百万美元）.....19
图 37： 2022.10 新加坡酒店平均入住率为 84.8%.....20
图 38： 2022.12 新加坡酒店 ADR 较疫前增长 20%.....20
图 39： 2022.10 新加坡航空离境旅客为疫前 65.32%.....20
图 40： 2022.10 新加坡航空入境旅客为疫前 65.43%.....20
图 41： 中国香港每周新冠肺炎确诊病例数（例）与防疫政策变化.....21
图 42： 2022.10 香港零售业销货恢复至疫前 106.27%.....22
图 43： 2022.10 香港百货业销货恢复至疫前 98.05%.....22
图 44： 香港餐饮业收益变动情况.....22
图 45： 2022.9 香港餐饮收益恢复至疫前同期 91.5%.....22
图 46： 香港酒店整体入住率及平均房价.....23
图 47： 香港酒店分类型入住率情况.....23
图 48： 香港酒店分类型 ADR 情况（单位：港元）.....23
图 49： 香港酒店分类型酒店数量变化情况.....23

图 50： 香港国际机场旅客吞吐量 24
图 51： 2022.11 香港国际机场航班架次至疫前 4 成 24
图 52： 2022.11 赴港游客回升至 11.37 万人次 24
图 53： 内地赴港游客自 2022 年 5 月起快速增加 24
图 54： 2022 年下半年国内防疫政策持续优化调整 25
图 55： 高德交通拥堵延时指数 27
图 56： 国内主要城市地铁客运情况（万人次） 27
图 57： 海口三亚机场旅客量与 2019 月均值对比 27
图 58： 海口三亚机场航班起降架次 27
图 59： 2022.12 月海口美兰机场日进出港航班数量 28
图 60： 三亚航空市场景气度快速回暖 28
图 61： 国内民航客运量和客座率情况 28
图 62： 美、日、中航班客座率情况 28
图 63： 2022.12 月第一周餐饮行业营收恢复情况 29
图 64： 强社交属性餐饮业态增长迅速 29
图 65： 星巴克全球经营店铺情况（单位：家） 29
图 66： 百胜中国经营情况（分品牌门店数） 29
图 67： 九毛九、太二经营情况（单位：亿元） 30
图 68： 呷哺呷哺经营情况（分品牌新开门店数） 30
图 69： 海底捞不同线级城市门店数量同比变化 30
图 70： 海底捞不同线级城市同店销售（亿元） 30
图 71： 华住酒店成熟酒店数量情况（单位：家） 31
图 72： 华住酒店各层级酒店客房数量（单位：间） 31
图 73： 各品牌下沉三线城市酒店数量（单位：家） 31
图 74： 各品牌酒店下沉三线以下城市酒店覆盖率 31
图 75： 三亚度假酒店平均房价（单位：元/晚） 31

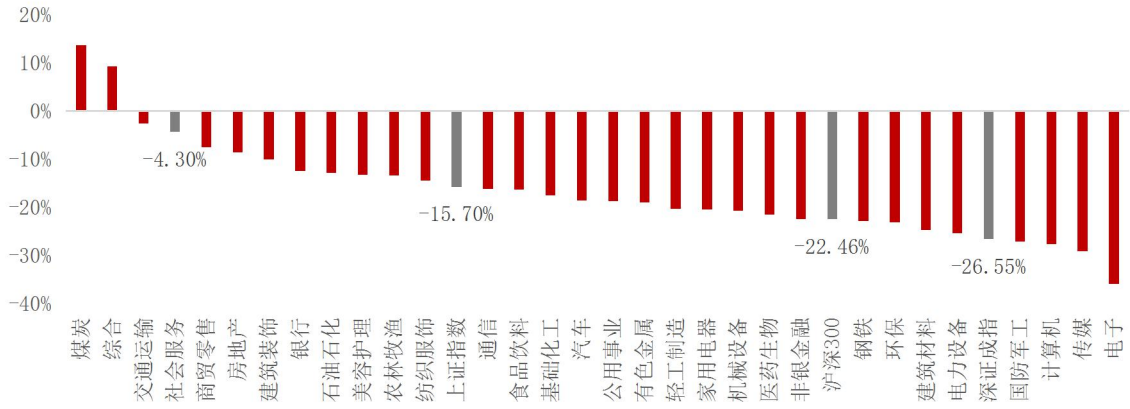
图 76： 三亚度假酒店入住率.....31
图 77： 国内主要目的地市场入住率、平均房价指数.....32
图 78： 海南旅游消费价格指数.....32
图 79： 中国中免季度毛利率情况.....33
图 80： 2022.11 海南省旅游人次恢复至疫前 47.13%.....33

表 1： 疫情管控政策放开后各国/地区出行相关恢复进度.....25
表 2： 目前拥有免税品经营牌照公司概览.....33
表 3： 重点推荐公司盈利预测.....36

1. 社会服务行业整体表现：复苏预期改善明显

2022 全年（数据统计截至 2022 年 12 月 28 日，下同），沪深 300 指数下跌 22.46%，申万社会服务行业下跌 4.3%，跑赢大盘 18.16pct，在 A 股 31 个行业中涨跌幅位列第 4。整体来看，上半年受国内接连疫情反弹影响，多地采取长时间较为严格防疫政策，消费行业趋势走弱；11 月以来防疫政策不断优化调整、出行链消费场景边际改善明显带动社服板块持续走强。

图 1：2022 年初至今社会服务行业下跌 4.3%，涨跌幅位列申万行业第四



资料来源：wind，山西证券研究所

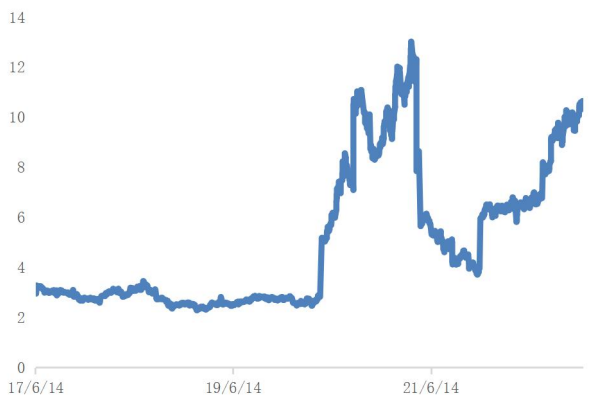
年内疫情反复影响公司整体经营情况，估值有所回升。21 年多数公司盈利能力提升兑现高估值，以及受局部疫情影响股价回落，行业整体估值基本回到历史均值，21Q4 最低达到 48.83 倍。22Q3 疫情反复继续影响行业盈利情况，目前社会服务行业市盈率 120.38 倍（TTM，整体法），高于近五年行业历史平均值 67.12 倍。社服行业相对沪深 300 估值 10.65，高于 21 年四季度 3.7。

图 2：社会服务行业整体估值自 22Q3 有所抬升



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：社会服务行业相对沪深 300 估值 10.65

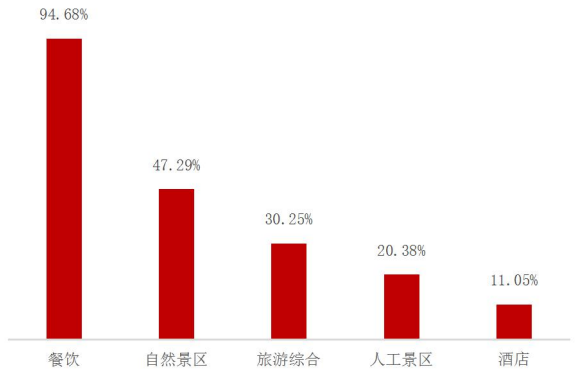


资料来源：wind，山西证券研究所

受益于 11 月起防疫政策变化，社服行业各子板块 11-12 月涨幅居前。年初至今，各子板块涨幅由高到

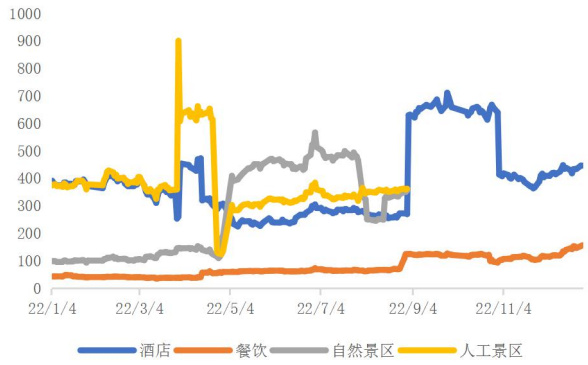
低分别为：餐饮（+94.68%）、自然景区（+47.29%）、旅游综合（+30.25%）、人工景区（+20.38%）、酒店（+11.05%）。估值方面，受年内持续疫情扰动影响，多数公司经营情况持续承压，子板块估值持续偏离正常范围。各子板块估值由高到低分为别：酒店（447.18X）、人工景区（362.31X）、自然景区（+355.54X）、餐饮（156.43X）。

图 4：年内社服各子板块涨幅情况



资料来源：wind，山西证券研究所

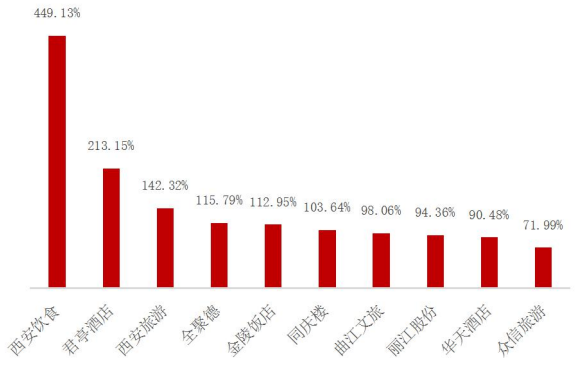
图 5：年内社服各子板块估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

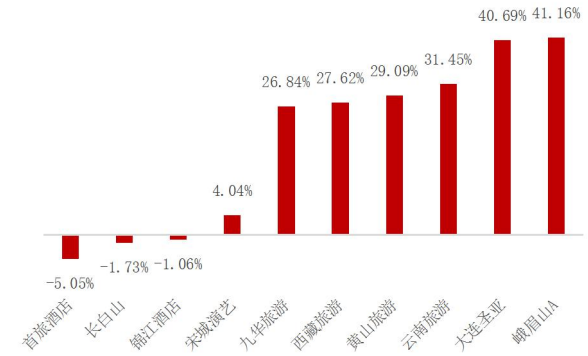
行业内龙头标的疫情影响下抗压能力较强，盈利能力自 22Q3 持续提升。受限于前期防控政策对市场情绪影响较大，其中首旅酒店（-5.05%）、锦江酒店（-1.06%）、宋城演艺（+4.04%）年内股价有所回落或实现微增。优质成长标的股价回调、估值逐渐回到合理区间，投资性价比较高。

图 6：年内社服板块涨幅居前公司



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：年内社服板块跌幅居前、涨幅居后公司



资料来源：wind，山西证券研究所

2. 海外疫情复盘与疫后旅游业恢复情况

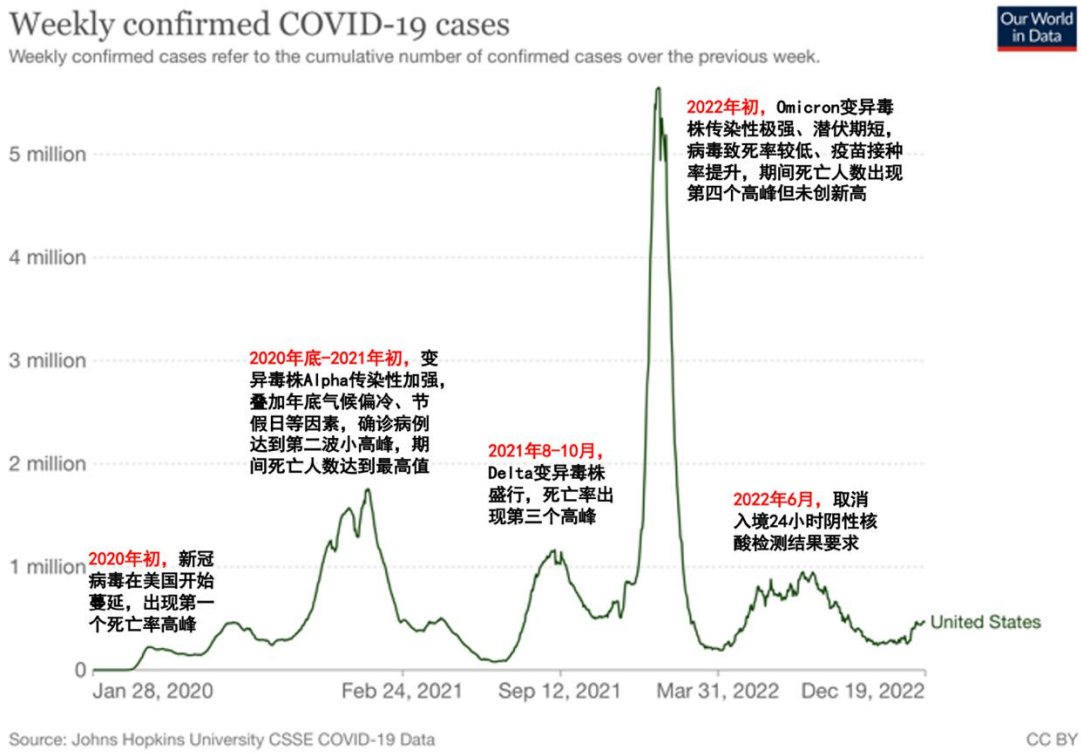
2.1 美国

2.1.1 感染人数居前，率先放宽疫情防控措施

我们以美国、日本、新加坡、中国香港为例探索疫情防控政策逐步解除后，消费市场复苏情况。上述国家和地区从 2021 年四季度逐步放开防疫政策，并在今年二季度基本解除常态化防控。

美国在过去三年经历 5 轮疫情感染高峰，分别为疫情初期传播蔓延/Alpha/Delta/Omicron/取消入境 24 小时核酸阴性证明。其中奥密克戎因其毒株传染性强、潜伏期短，于 2021 年末开始快速在世界范围内蔓延，感染人数在短期快速突破 500 万人。

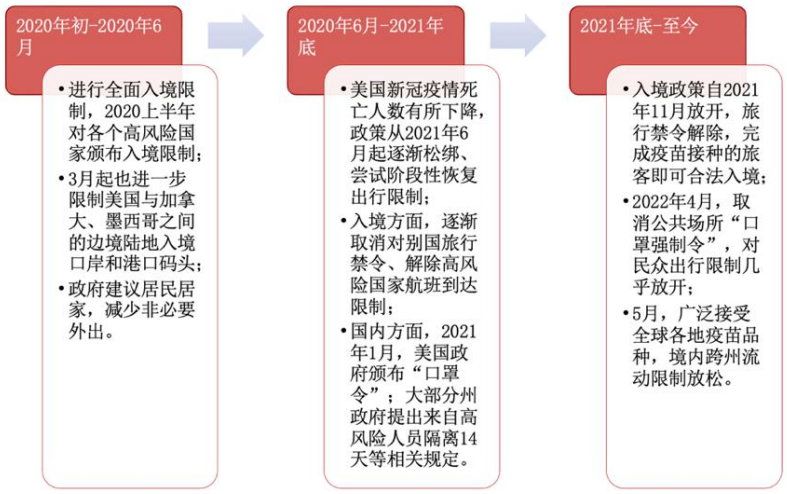
图 8：美国每周新冠肺炎确诊病例数（例）与疫情冲击复盘



资料来源：约翰霍普金斯大学、Our World in Data，山西证券研究所

美国于 2021 年 11 月放宽入境限制，完全接种疫苗旅客免隔离。2021 年 11 月 8 日，美国取消对国际旅客禁令，入境只需出示疫苗接种证明和新冠检测阴性证明即可。2022 年 5 月起接受世卫组织批准紧急使用的任何新冠疫苗，包括辉瑞、Moderna、强盛、阿利斯康、国药集团、科兴等。

图 9：疫情以来美国防疫政策变化情况

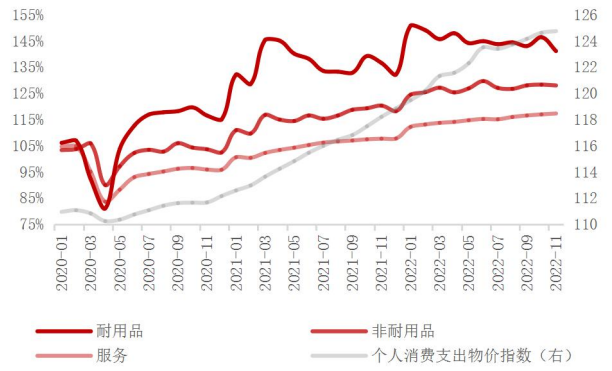


资料来源：CDC，山西证券研究所

2.1.2 餐饮、酒店、航空疫后全面回暖，头部企业受益于行业供给出清

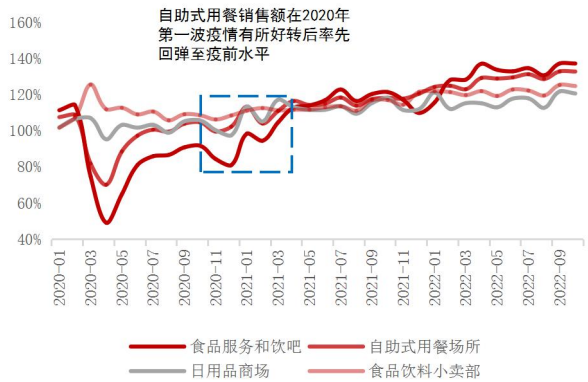
受益于财政刺激，商品消费在疫情期间持续恢复，疫情管控政策放开后服务消费开始回暖。2022 年 3-10 月，美国个人实际消费环比连续增长，其中服务消费在美国全面开放后的三个月中分别增长 0.6%、0.2%、0.4%，远超疫情前服务消费平均增速。分行业来看，休闲餐饮业、酒店和航空运输业显著受益于全面放开带来的消费回暖。从疫情对消费行业影响来看，服务消费恢复进程略慢于耐用品、非耐用品等商品消费。

图 10：美国主要个人消费支出与 2019 年同期相比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：美国餐饮食品百货零售额与 2019 同期相比



资料来源：wind，山西证券研究所

目前餐饮相关服务销售额较 2019 年同期增长 30%。US Census Bureau 数据显示，随着疫情管控进入持续放松阶段，2021 年 3 月起，美国餐饮恢复已超疫情前水平。2022 年 9 月底，美国餐饮行业规模达 872.8 亿美元，同比增长 14%，相较 2019 年增长 37%。从餐饮、食品、百货零售额来看，食品服务和饮吧受疫情影响弹性较大，在疫情快速蔓延时期因外出受限等因素影响堂食就餐客流、销售额快速回落，此后

随着防疫政策宽松调整销售额提升显著。

需求复苏、头部企业受益于供给出清。餐饮作为刚需代表，在疫情时期消费需求被管控措施抑制，疫情后快速恢复。2022 年 9 月，美国外出就餐人数已经完全恢复至疫前水平，星巴克和麦当劳同店销售额已经恢复至疫前 118%、119%。供给出清为头部企业销售额快速复苏提供行业发展环境。疫情造成美国近 1/6 餐企倒闭，众多头部企业在疫情期间开展“逆周期投资”，其中麦当劳在疫情爆发快速蔓延的 2020 年新增门店 500 家。2021 年麦当劳营收同比增长 20%、较 2019 年增长 10%；百胜餐饮疫情 3 年新增门店近 10%。

图 12：麦当劳美国门店数量情况（单位：家）



资料来源：公司财报，山西证券研究所

图 13：百胜餐饮美国门店数量情况（单位：家）



资料来源：公司财报，山西证券研究所

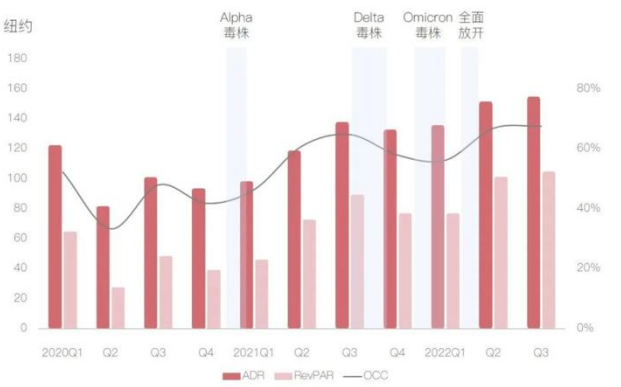
疫情管控政策放开后，酒店行业回弹明显，平均房价率先启动。2022 年 4 月美国国内出行限制全面放开之后，酒店市场开始复苏。2022Q2 全美酒店出租率环比 Q1 增长 19%，恢复至 2019 年同期水平 95%；平均房价环比 Q1 增长 12%，较 2019 年同期增长 14%；RevPAR 环比 Q1 增长 32%，较 2019 年同期增长 9%。2022 年 9 月底，美国酒店行业平均 RevPAR/ADR/OCC 恢复至 2019 年同期 116%/117%/99%。

图 14：2022Q2、Q3 美国酒店业复苏强劲



资料来源：STR，山西证券研究所

图 15：纽约等中心城市几乎恢复至疫前水平

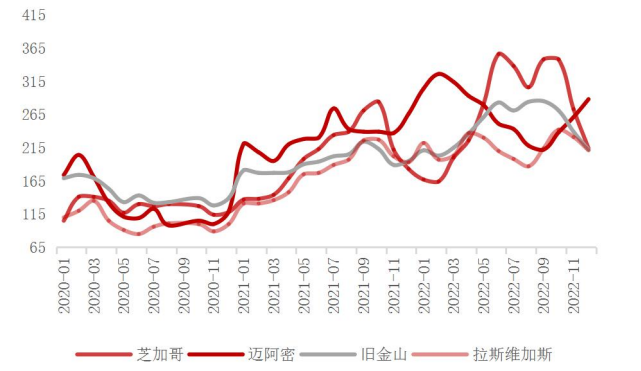


资料来源：STR，山西证券研究所

酒店行业恢复进程：国内旅游城市>中心城市>国际旅游城市>普通城市。美国国内旅行目的地恢复快于国际旅行。受制于国际疫情和各国边境政策，美国疫情管控政策放松后，本国游客受限大量涌入迈阿密、

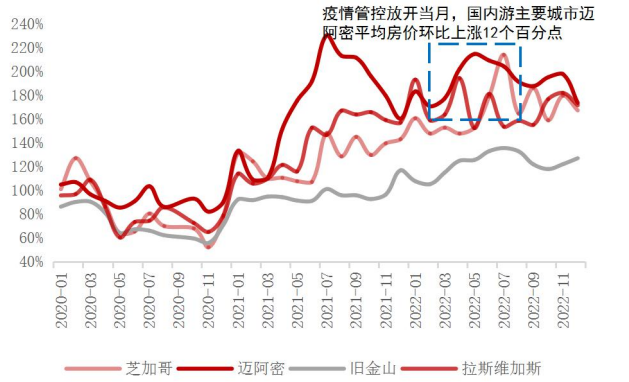
夏威夷、拉斯维加斯等国内旅行目的地。2022 年 5 月（管控放开一个月），迈阿密酒店平均房价达 2019 年同期 214%，拉斯维加斯平均房价达 2019 年同期 152%，夏威夷 RevPAR 达 2019 年同期 128%；中心城市如纽约，RevPAR 恢复至 2019 年同期 95%；国际旅游目的地如旧金山，5 月 RevPAR 恢复至 2019 年同期 70%左右，平均房价达 2019 年同期 125%。

图 16：美国主要城市酒店平均房价（单位：美元）



资料来源：Trivago，山西证券研究所

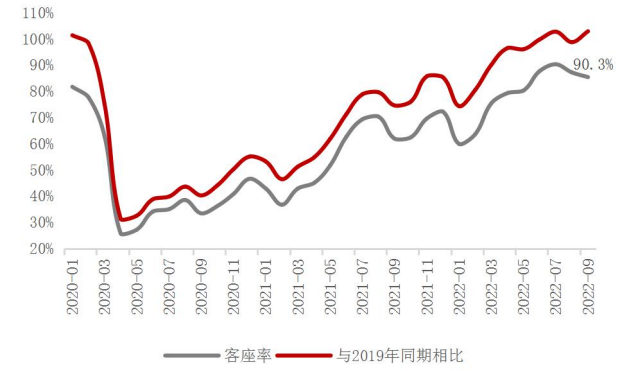
图 17：与 2019 年同期相比旅游城市 ADR 恢复较快



资料来源：Trivago，山西证券研究所

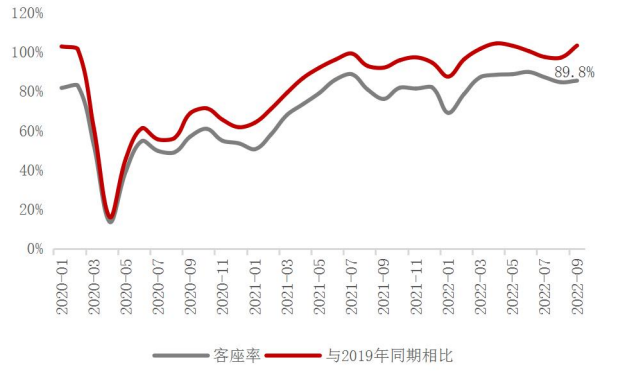
2021 年下半年起，美国民航业开始企稳回升，单月客运量从年初 2000 万人次增长至 7 月 7000 万人次。进入 2022 年，民航业继续加快复苏。其中暑运旺季 7 月客运量超 8000 万人次（国内/国际航线分别运输 6942 万人次/1095 万人次），达到 2019 年 8 月以来客运新高。从恢复进程来看，国内航线在疫情蔓延时期基本保持 55%以上客座率，在 2022 年 6 月达到近三年峰值 89.8%；国际航线受边境管控政策影响，近三年客座率在 35%-45%波动，随着管控放开恢复迅速，于 2022 年 7 月达到峰值 90.3%。截至 2022 年第三季度，美国四大航空公司客座率均保持 85%以上，超过 2019 年同期水平。

图 18：北美航线客座率 2022.7 恢复至 90.3%



资料来源：IATA，山西证券研究所

图 19：美国国内航线客座率 2022.6 恢复至 89.8%

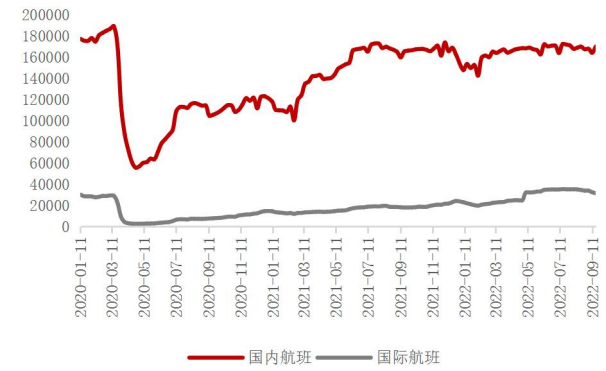


资料来源：IATA，山西证券研究所

机场运输客流基本恢复至疫前水平，国内航班快于国际航班。疫情爆发后，美国国内航班单月起降架

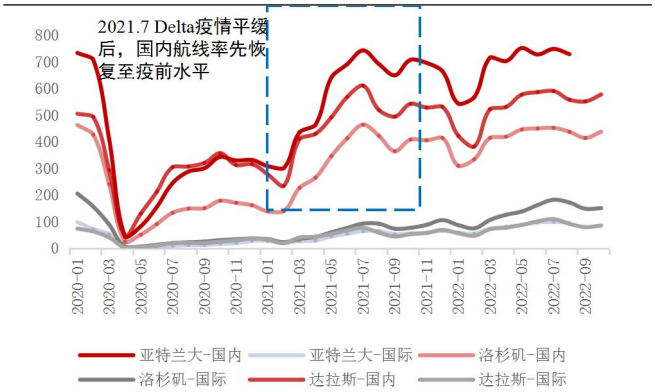
次迅速跌落至 6 万架次左右，此后阶段性恢复至 10 万架次以上；国际航班经历较长爬坡期恢复至 3 万架次左右疫前水平。从主要机场旅客运输情况来看，目前机场仍以国内旅客为主、占比 80%左右。

图 20：疫情以来美国国内/国际航班起降架次



资料来源：IATA，山西证券研究所

图 21：美国主要机场旅客恢复情况（单位：万人次）



资料来源：各机场官网，山西证券研究所

2.2 日本

2.2.1 历经 8 轮感染人数高峰，管控政策严格谨慎

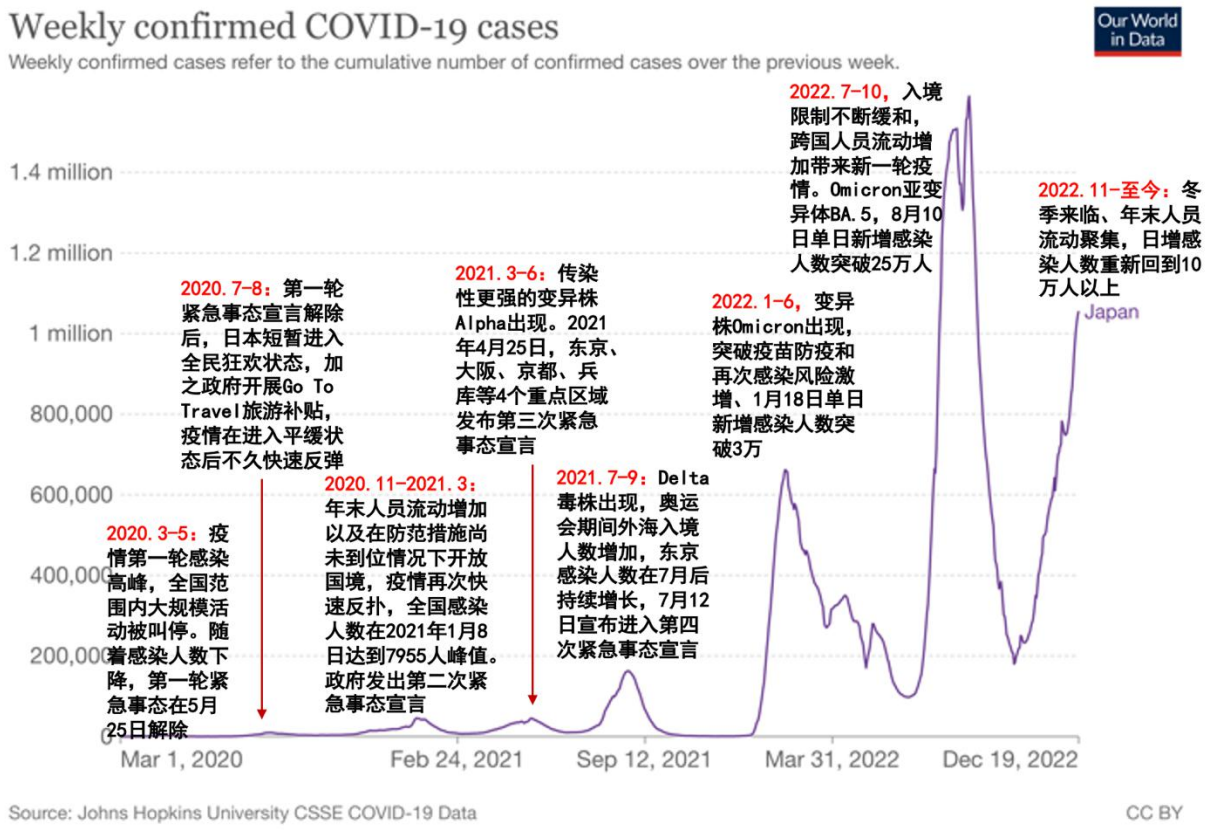
疫情爆发至今，日本共经历 8 轮疫情感染人数峰值，期间政府发布四次紧急事态宣言。2022 年 4 月，日本进入“共存”阶段，边境防控政策逐步放松，逐渐回归至疫情前正常生活状态。我们根据新冠死亡率降日本疫情大致分为三个阶段。

第一阶段（2019 年冬-2020 年冬）：疫情爆发初期，新冠死亡率高达 5%-10%，日本进行严格管控措施，强力限制人员流动和接触。2020 年二季度餐饮住宿业活动指数下滑至 47.9，环比一季度下滑 50%。

第二阶段（2021 年夏-2021 年秋）：这一阶段感染人数、重症人数死亡人数伴随疫苗普及大幅降低，死亡率降至 0.2%以下。但由于德尔塔毒株传染性、致病性增强、管制手段不断减少，大范围传染带来一定程度医疗挤兑。德尔塔疫情过后，日本国内每日新增感染人数不足 1000 例，2021 年四季度餐饮消费表现良好，餐饮住宿业活动指数回升至 79.2。

第三阶段（2021 年冬至今）：受到奥密克戎以及 BA.2、BA.5、BA.7 为代表的高穿透性毒株持续传播。这一阶段，疫苗防感染、防传染作用大幅下滑，但防止重症感染作用仍在。新冠疫情死亡率降至 0.1%，但由于总体传染能力增强以及放开政策，医疗资源挤兑频发，新冠后遗症 Long-Covid 影响逐渐增强。

图 22：日本每周新冠肺炎确诊病例数（例）与 8 轮疫情冲击情况



资料来源：约翰霍普金斯大学、Our World in Data，山西证券研究所

2.2.2 服务型消费修复确定性较高，出境游复苏空间较大

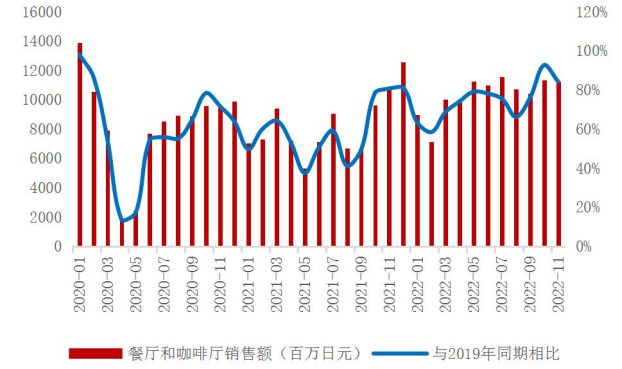
从日本疫后放开步伐和路径来看，服务型消费修复确定性较高。政策放开后，疫情反复对出行活动有所扰动，但整体影响程度有限。2022 年 7-10 月、11 月这两波感染人数峰值可以被看作为政策放开后的“快速感染潮”，第 7 波新增感染人数与疫情在 2020 年初蔓延程度基本相同。在感染高峰中，人流虽然出现短期下滑，但与管控时期相比，感染人数和外出意愿之间的关联程度明显弱化。

从回暖次序来看，出行链整体呈现短途快于长途、国内快于国际、入境快于出境。本土及短途出行及其关联程度较高的餐饮、休闲娱乐恢复居前，中长途出行相关的酒店板块居中，出入境相关板块居后。

疫情管控政策放开后，餐饮业收入已超疫前水平。日本 2022 年 10 月餐饮营业收入较上年同期增长 14.8%，受菜品提价等推动客单价提高影响，与 2019 年同月相比增长 5.5%，首次超过疫情前水平，复苏势头强势。由于出行限制放宽，堂食全面复苏。从业态情况来看，小酒馆和居酒屋 10 月销售额环比增长 49.7%居前，家庭餐厅增长 20.3%、快餐增长 9.9%。从经济观察家调查指数来看，家庭活动相关活动中旅

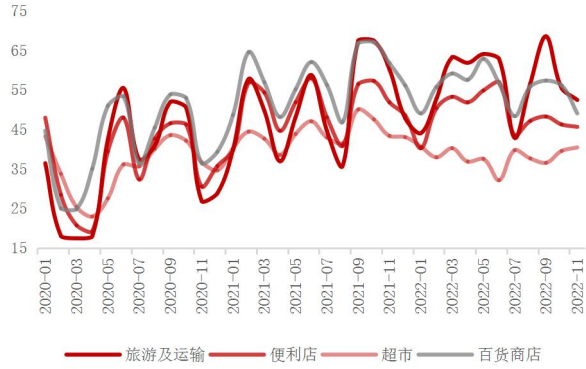
游及运输前景指数在 2022 年 2 月率先回到 50 荣枯线以上，7 月受 BA.2/BA.5 毒株影响感染人数有所回升、前景指数经过短暂回落继续领跑家庭相关活动。

图 23：日本餐饮和咖啡厅销售额情况



资料来源：日本经济产业省，山西证券研究所

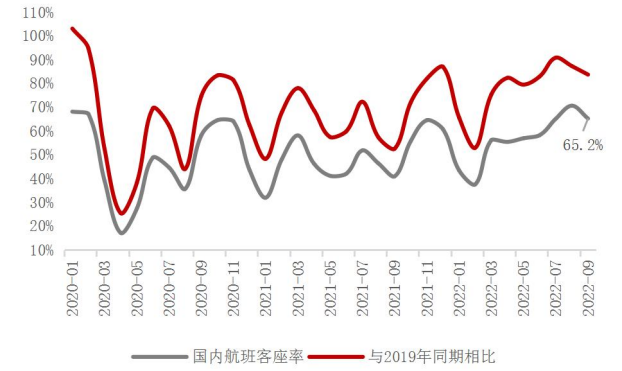
图 24：日本家庭相关活动前景指数



资料来源：经济观察家调查指数，山西证券研究所
注：指数在 50 以上表示乐观、50 以下表示悲观

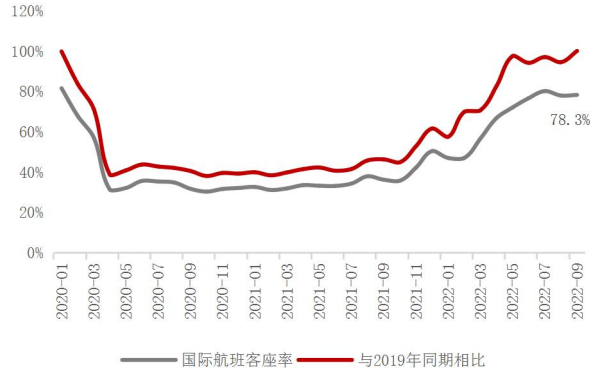
国内快于国际。2022 年 4-10 月，日本国内和国际航线客流量回升明显，其中国内航线客流量已接近疫情前水平。成田机场国内航班起降 2.63 万架次（+75%），国际航班为 5.67 万架次（+15%）。国内航运客座率基本随管控政策变化波动，过去三年长期高于国际航运客座率，并在 2021 年 12 月率先提升至 60%以上；国际航班自疫情蔓延以来客座率长期处于 30%左右较低水平，在边境政策变化后快速抬升至 70%以上。日本航空协会预测 2022 年四季度，日本国内航班将恢复至疫前 95%，国际航班将恢复至 60%，销售额较去年同期有望增长 2 倍。从中日国际航线航班数、机票量、价格情况来看，上海-东京经济舱机票价格回落至 5000-8000 元价格区间，机票价格较管控措施放开前降幅超 50%。

图 25：日本国内航运客座率情况



资料来源：IATA，山西证券研究所

图 26：日本国际航运客座率情况



资料来源：IATA，山西证券研究所

入境快于出境。2022 年 10 月 11 日解除个人游禁令、取消单日入境人数 5 万限制后，日本重启针对部分国家短期免签证入境制度。受出行限制措施解除和冬季滑雪旺季到来，日本入境游客快速复苏，11 月入

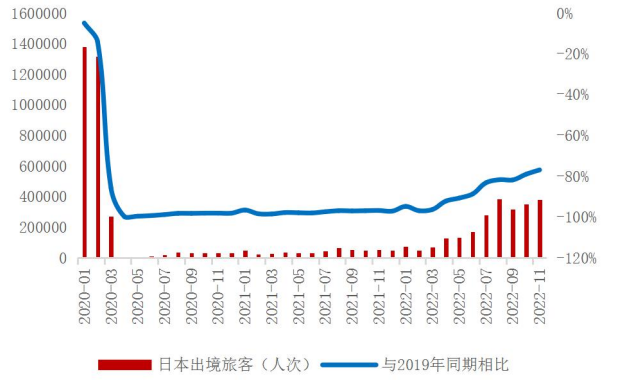
境游客达 93.45 万人次，同比增长 44.18 倍、环比 10 月增长 87.24%、恢复至 2019 年同期 38.3%。其中韩国游客已经恢复至疫前 6 成、东南亚和欧美游客数量增长较快。出境游客复苏进程慢于入境， 11 月本国出境游客攀升至 37.92 万人次，同比增长 6.32 倍、环比 10 月增长 8.48%、恢复至 2019 年同期 23.1%。

图 27：日本入境旅客恢复至 2019 年同期 38.3%



资料来源：日本政府观光局，山西证券研究所

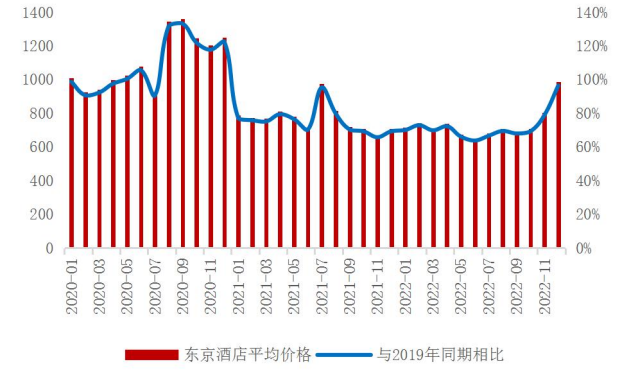
图 28：日本出境旅客恢复至 2019 年同期 23.1%



资料来源：日本政府观光局，山西证券研究所

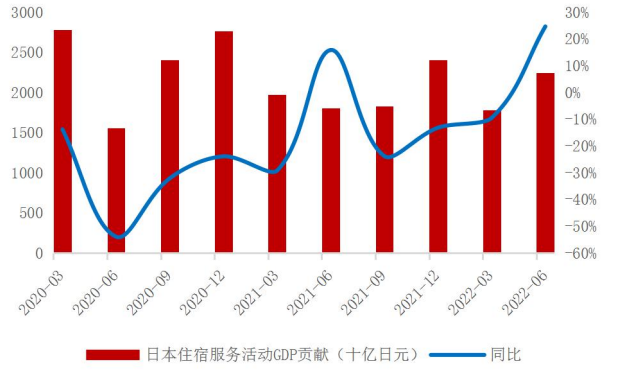
访日游客数量增加外，日本政府推出的旅游促进措施“全国旅行支援”10 月启动，刺激外出和游玩需求增加。2022 年 10 月，日本酒店住宿人次同比增长 38%至 4426 万，国内游客入住情况已超过 2019 年 10 月同期水平。受需求回升影响，酒店平均价格有所增长。东京酒店平均价格从 6 月 651 人民币一晚增长至 12 月 985 人民币一晚，恢复至 2019 年同期 96.37%。入住率方面，10 月日本国内酒店平均入住率达 69.9%、环比提升 5.2 个百分点，创疫情后最高水平。

图 29：东京酒店平均价格（单位：人民币/晚）



资料来源：日本观光厅，山西证券研究所

图 30：日本住宿服务活动 GDP 贡献



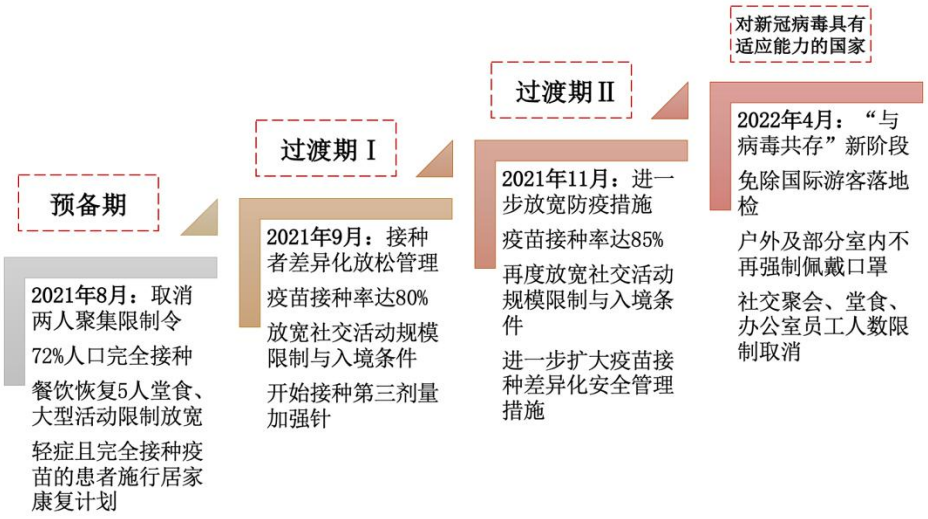
资料来源：日本统计局，山西证券研究所

2.3 新加坡

2.3.1 防疫思路较为平稳安全，逐渐过渡为对新冠具有适应力国家

相较于其他经济体，新加坡放开疫情管控的思路和措施更加凸显平稳和安全。按照新加坡政府防疫思路，从“清零”到“共存”大致可以分为四个阶段：预备阶段、第一过渡阶段、第二过渡阶段、最终成为对新冠病毒具有适应力的国家。前期通过扩大疫苗接种率、渐进式放开经济、社交和旅游活动，实现社会管控的逐步放开，根据目标推进情况来判断是否进入放松政策下一阶段。

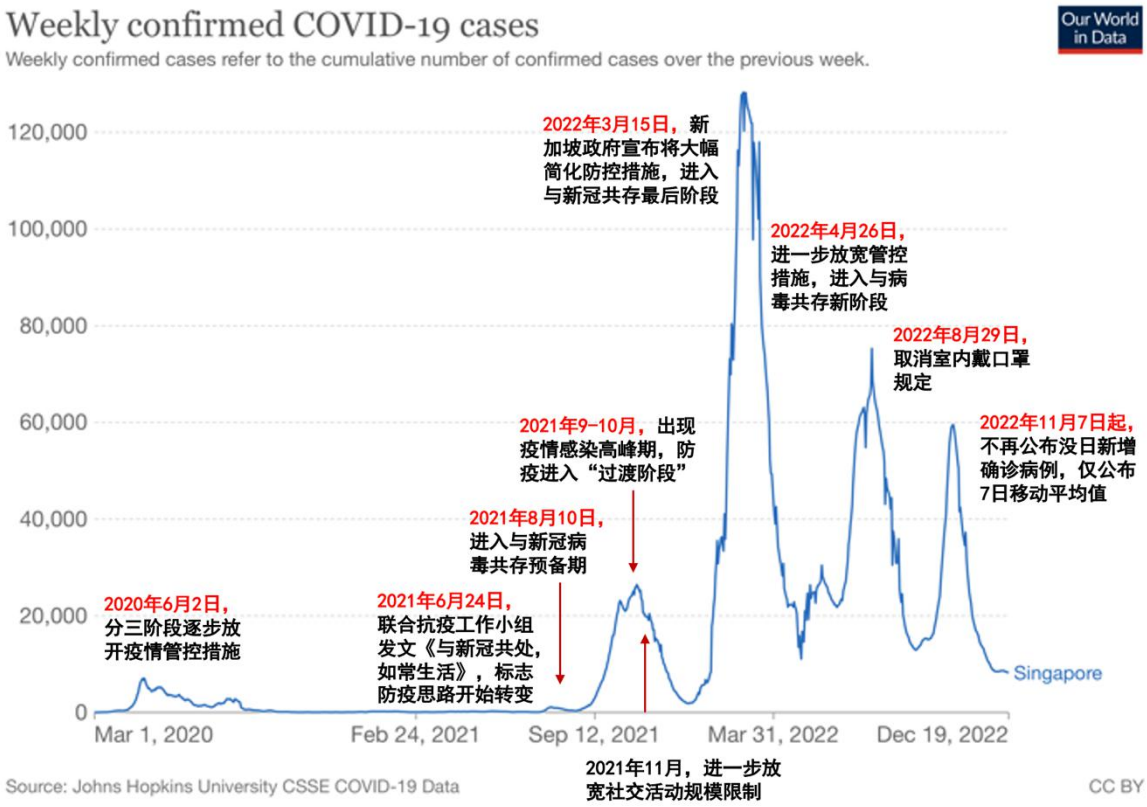
图 31：新加坡疫情放松“四步走”政策



资料来源：新加坡卫生部，山西证券研究所

2021 年 8 月 10 日，新加坡宣布开始进入与新冠病毒共存的“预备期”，并开始逐步放开经济、社交和旅游活动，在民众中大规模普及第三针加强针接种。之后由于德尔塔和奥密克戎病毒相继流行，使得新加坡防疫政策一度出现反复，原计划与 2021 年底实现的“与病毒共存”也一度被延迟。2022 年 3 月底，随着各项疫情数据逐步平稳，新加坡开始尝试向最终与疫情共存阶段过渡。到 2022 年 4 月 26 日，新加坡宣布大幅放宽一系列疫情管制政策，开始进入“与病毒共存”阶段。

图 32：新加坡每周新冠肺炎确诊病例数（例）与防疫政策变化



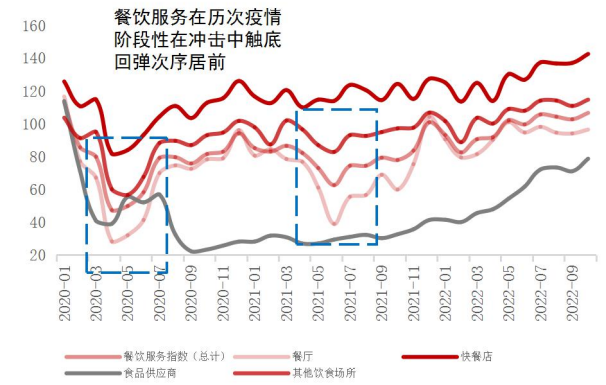
资料来源：约翰霍普金斯大学、Our World in Data，山西证券研究所

2.3.2 消费数据随防疫政策阶段性回暖

快餐店领跑餐饮细分领域，网络订餐占比持续下滑。自新加坡 2021 年 6 月宣布“与新冠共处”以来，消费数据呈现逐步恢复态势。2022 年 3 月 29 日，新加坡放宽堂食限制，从就餐最多 5 人放宽至 10 人；4 月 26 日全面放开堂食，对就餐人数再无限制。3 月餐饮销售额增长 4.6%，4 月继续增长 11.4%，5 月激增 40.1%、零售额达 9.1 亿新元。餐饮领域表现不一，其中餐饮酒楼 4 月销售额同比增长 17.2%、5 月同比增长 66%；快餐店 4 月同比增长 3.3%、5 月同比增长 13.8%；咖啡座和食阁 4 月同比增长 3.3%、5 月同比增长 25%。网络订餐连续三个月滑落。由于堂食解禁，网购订餐销售额比例从 3 月 30.3%降至 4 月 27%、5 月再降至 24.4%。

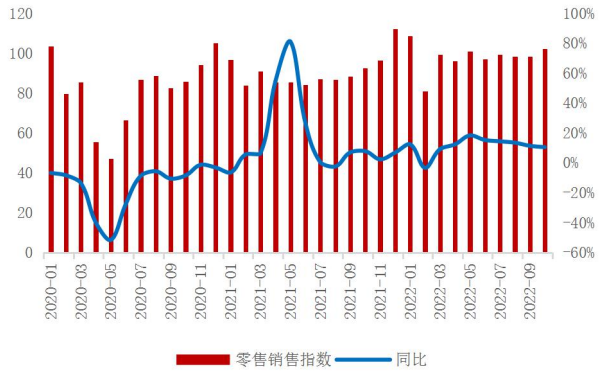
2022 年 5 月新加坡餐饮服务指数同比增长 40%，零售销售指数同比增长 18.1%。2022 年 4-9 月，新加坡零售销售指数同比增速持续双位数高增长。

图 33：防疫措施放宽餐饮服务指数快速回弹



资料来源：新加坡统计局，山西证券研究所
注：2017 年=100

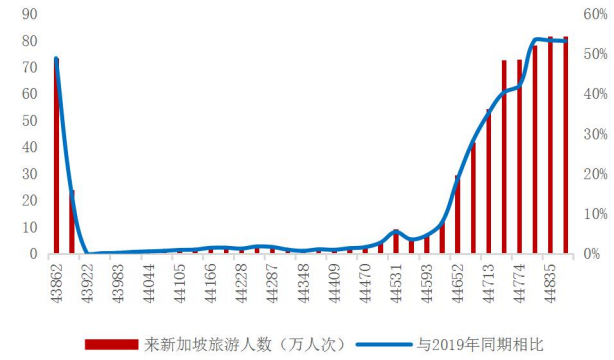
图 34：2022.10 新加坡零售销售指数提升至 102



资料来源：新加坡统计局，山西证券研究所
注：2017 年=100

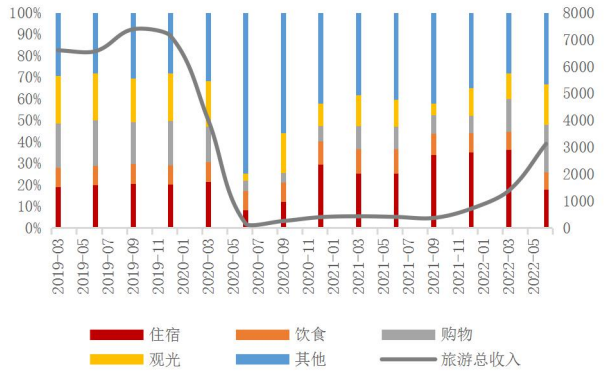
放宽入境限制、恢复会展活动带动酒店客房平均房价、入住率全线增长。随着新加坡重新开放边境和放宽入境限制，F1 赛事和会展活动随之恢复，带动游客重返新加坡。2022 年 11 月，新加坡入境游 81.62 万人次（+18.82 倍），恢复至 2019 年同期 53.22%。10 月酒店平均入住率 84.8%，为疫情以来最好水平。

图 35：2022.11 新加坡入境游人次为疫前 53.22%



资料来源：新加坡统计局，山西证券研究所

图 36：2020 年以来新加坡旅游收入（百万美元）



资料来源：新加坡统计局，山西证券研究所

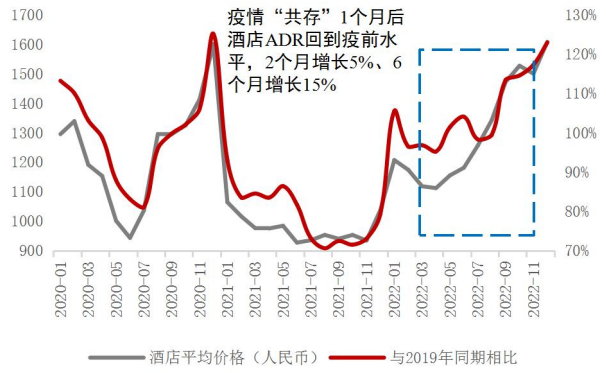
目前新加坡酒店日均客房平均房价 ADR 已超过疫前水平，带动酒店 RevPAR 取得显著增长。截至今年 10 月底，新加坡酒店日均平均房价同比增长 51.5%至 229.6 新加坡元，酒店客房日均 RevPAR 同比增长 106.8%至 169.6 新加坡元，酒店平均入住率提升至 84.8%，高于 2022 上半年 66.8%和 2021 全年 54%。各类酒店表现中，中档酒店表现最好，RevPAR 同比增长 173%；经济型酒店、高档酒店和奢华酒店 RevPAR 分别增长 162%、157%、152%。

图 37：2022.10 新加坡酒店平均入住率为 84.8%



资料来源：新加坡旅游局，山西证券研究所

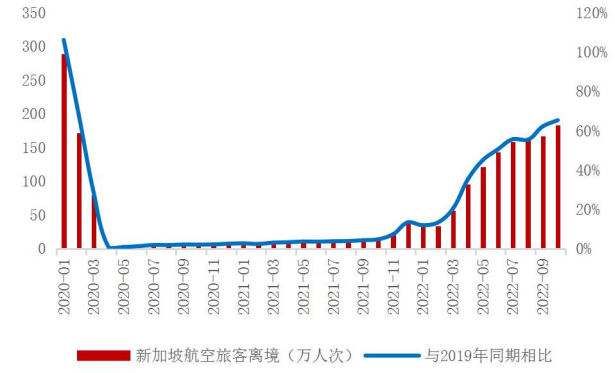
图 38：2022.12 新加坡酒店 ADR 较疫前增长 20%



资料来源：新加坡旅游局，山西证券研究所

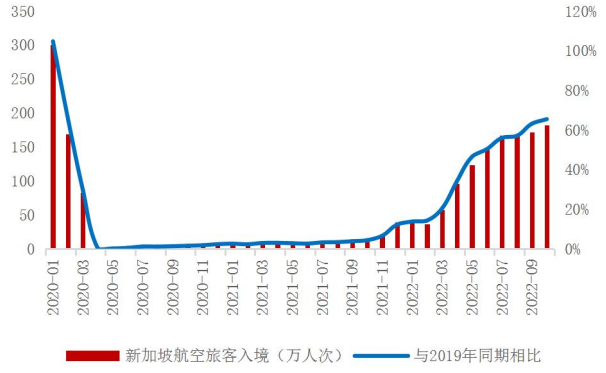
2022 年 11 月新加坡航空入境/出境旅客数量恢复至 2019 年同期 65%。新加坡旅游业占 GDP 的比重超过 3%，是外汇主要来源之一。为推动旅游业加快复苏，新加坡在今年 4 月起允许全球各国家及地区已完成新冠疫苗接种的旅客入境，并自 4 月 26 日起游客不必再接受行前核酸检测或隔离，此外新民航局取消抵达配额和指定航线航班。预计今年年底航空出入境客流将进一步攀升至疫前 80%以上。

图 39：2022.10 新加坡航空离境旅客为疫前 65.32%



资料来源：新加坡统计局，山西证券研究所

图 40：2022.10 新加坡航空入境旅客为疫前 65.43%



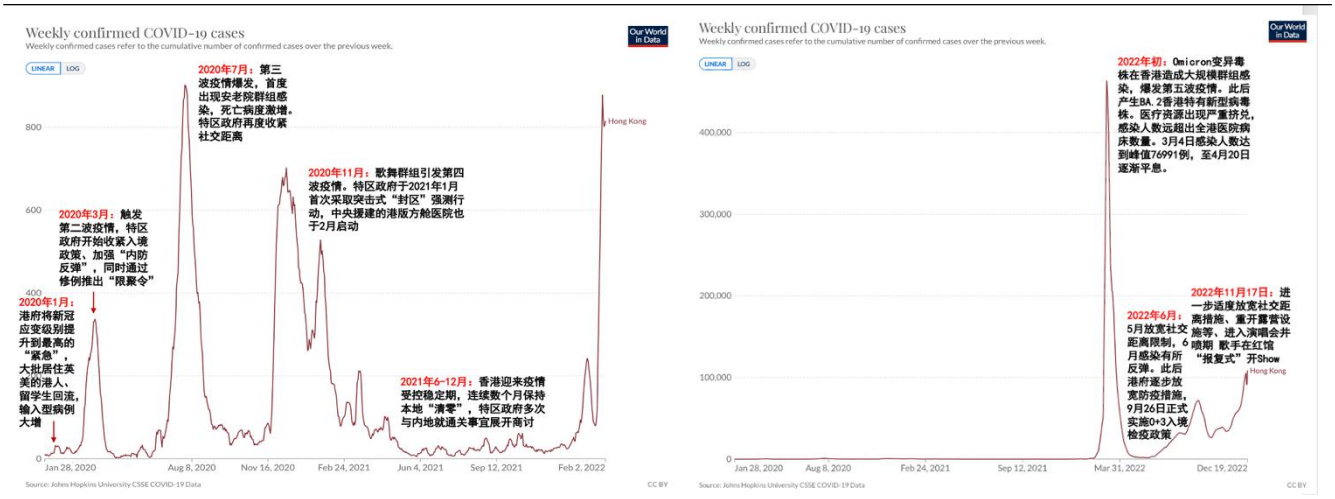
资料来源：新加坡统计局，山西证券研究所

2.4 中国香港

2.4.1 不完全封控，疫情时有反复

香港在过去三年经历 5 次疫情爆发。作为国际港口，人员流动、商贸活动等特点使得不能将香港完全封控，中间防疫措施时紧时松。前 3 次疫情中，单日最高感染人数在一百人左右，持续时间通常为 1-2 个月。2021 年末再次爆发的第四轮疫情前后延续将近半年，2022 年 2 月 25 日，单日确诊首次破万例，之后确诊数字缩短至每 2 天约增加一倍，至 3 月 3 日峰值出现，约有 1.04%港人在当日被感染。2022 年 10 月起，由于入境限制放宽、境外带来新毒株（BQ1.1、BA2.75、XBD 等），此后当日感染人数继续上升至 5000 多例，在 12 月 1 日再次达到 10000 多例。

图 41：中国香港每周新冠肺炎确诊病例数（例）与防疫政策变化



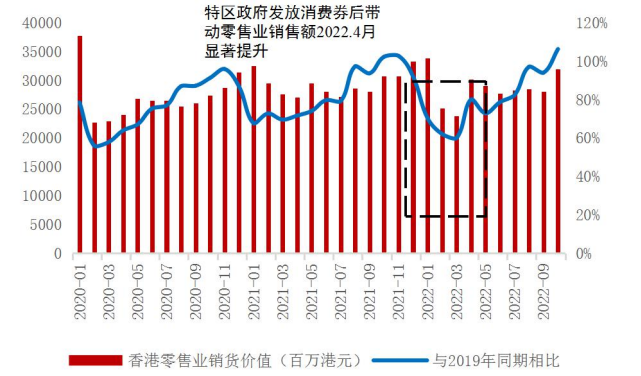
资料来源：约翰霍普金斯大学、Our World in Data，山西证券研究所
注：2022 年 3 月 4 日感染病例激增改变坐标轴距

2.4.2 疫后复苏稍显平淡，与内地恢复通关有望刺激消费增长

随着内地推出新十条，特区政府加快步伐放宽多项入境及防疫政策。其中主要包括：1）撤销黄码，自 12 月 14 日起，不再向入境人员发出黄码，0+3 调整为 0+0，可以自由进出餐厅、酒吧等各类型活动场所和主题公园等；2）撤销强制扫描安心出行，只需持疫苗通行证即可进入各种场所。

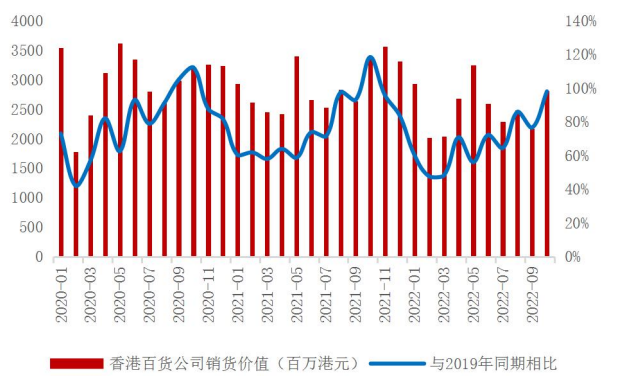
2022 年 4 月疫情有所缓解，特区政府发布政府消费券刺激消费。4 月 7 日起，特区政府向约 630 万名符合资格的市民发放 2022 年第一阶段电子消费券，每人 5000 港元，该阶段消费券金额约 315 亿港元。在消费券发放刺激下，香港各大商圈零售额和客流大幅回升。4 月香港零售业总销货价值为 301.73 亿元，同比增长 11.68%；主要商圈人流分别较 3 月、2 月回升 20%及 30%。

图 42：2022.10 香港零售业销货至疫前 106.27%



资料来源：香港政府统计处，山西证券研究所

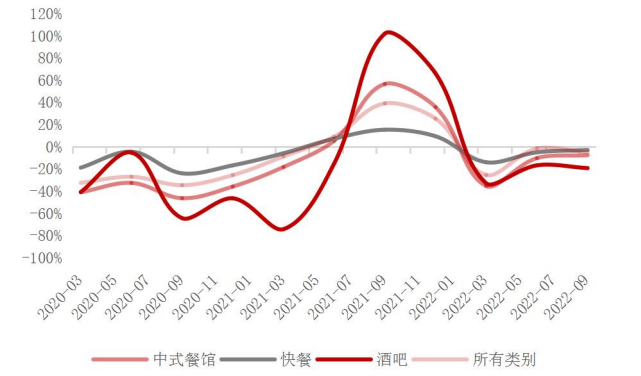
图 43：2022.10 香港百货业销货恢复至疫前 98.05%



资料来源：香港政府统计处，山西证券研究所

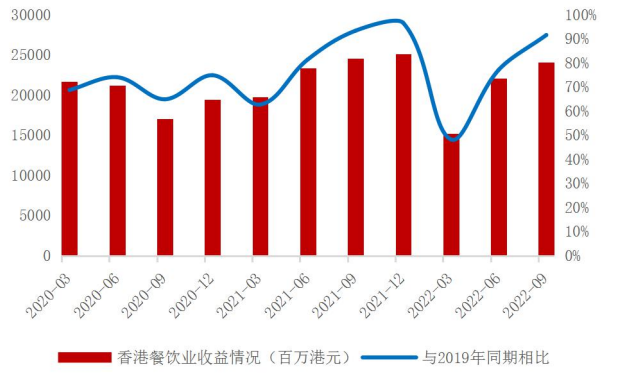
餐饮业生意逐步恢复，酒吧、中式酒楼经营情况恢复居前。4 月 21 日香港开始分阶段放宽社交距离限制措施，第一阶段包括恢复餐饮业晚间餐厅就餐、重开体育及公众娱乐场所、在公共地方进行聚集人数上限提升至 4 人等。餐饮行业经营情况从 4 月开始逐渐企稳回升。进入 12 月，受防疫措施再度放松叠加年末传统结婚、消费旺季，全港各区多家酒楼订座率达 90%，节假日、周末翻台率基本恢复至疫情前水平，营收较 2019 年同期增长一成多。

图 44：香港餐饮业收益变动情况



资料来源：香港政府统计处，山西证券研究所
注：2019 年=100

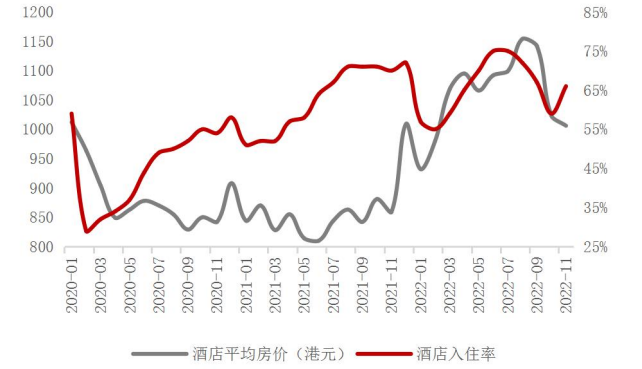
图 45：2022.9 香港餐饮收益恢复至疫前同期 91.5%



资料来源：香港政府统计处，山西证券研究所

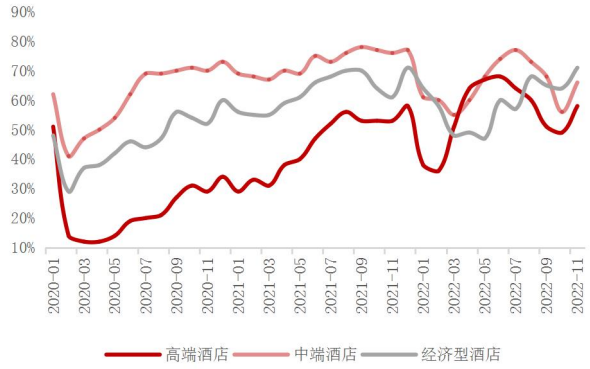
香港酒店入住率自疫情爆发以来持续改善，中端酒店表现居前。中间经历德尔塔、奥密克戎变异株阶段性影响入住率提升进程，整体从 2020 年 3 月最低 29%提升至 2022 年 7 月 75%。平均房价 10 月底 1023 港元，已经恢复至疫前水平。从酒店类型来看，中端酒店入住率持续领跑，在 2021 年 8 月率先恢复至 78%，此后基本维持 60%-75%水平；经济型酒店入住率恢复情况居中，在 50%-65%区间波动；高端酒店入住率受疫情影响下滑最深，入住率长期在 50%以下，防疫政策放松后有明显的回弹趋势，较高价格弹性影响需求。

图 46：香港酒店整体入住率及平均房价



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

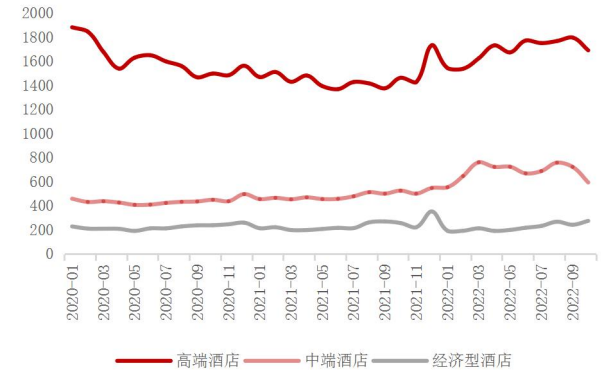
图 47：香港酒店分类型入住率情况



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

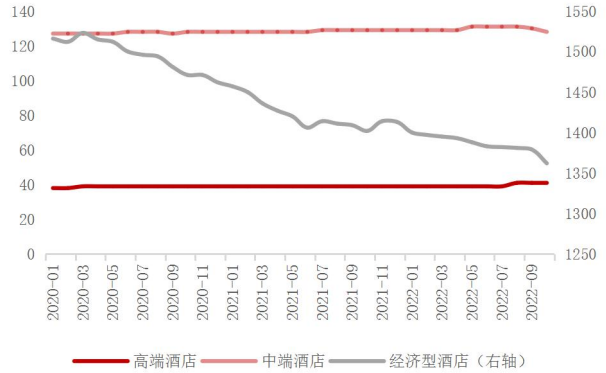
疫情影响下，经济型酒店平均房价基本平稳、整体酒店供给量持续下滑。从酒店平均房价表现来看，高端酒店平均房价受疫情变化影响波动较大、中端酒店平均房价在疫情相对平稳时期有所提升、经济型酒店平均房价处在相对稳定区间。从酒店整体供给情况来看，高端、中端酒店数量稳定，基本维持在 39-41 间、127-130 间；经济型酒店 3 年疫情期间数量持续下滑，截至 2022 年 10 月底，经济型酒店整体数量较疫情爆发初期减少 10%，同质化服务、出行需求锐减、单体酒店较弱抗风险能力使平均房价在 250 港元左右酒店产品在疫情期间持续出清、行业供需格局发生较大改变。

图 48：香港酒店分类型 ADR 情况（单位：港元）



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

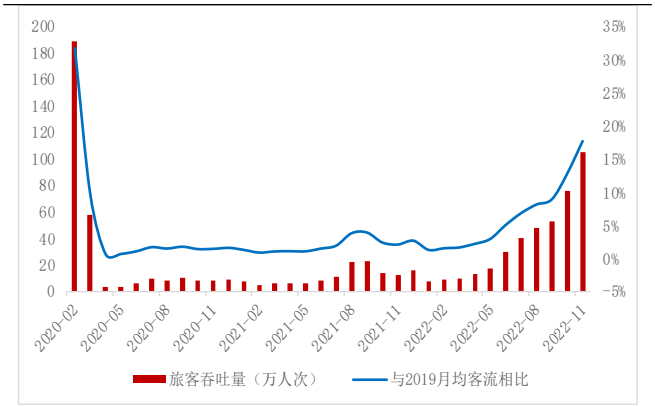
图 49：香港酒店分类型酒店数量变化情况



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

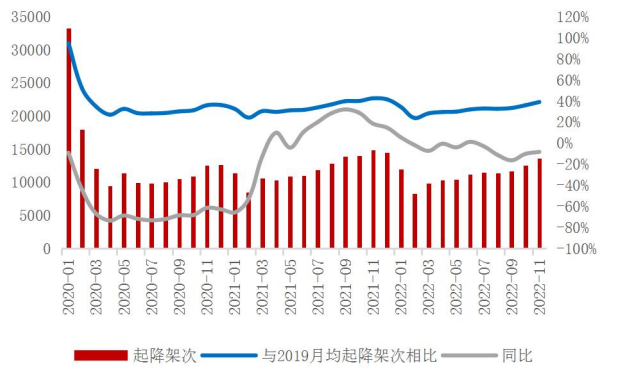
出境恢复进程较快。目前香港航空业复苏主要在于海外香港居民回港和本地居民出境游两大因素。从出境游来看，在调整入境政策后，本地居民抑制近三年外游需求开始逐步释放，香港国际机场 10 月 16 日出境达到 1.13 万人次，同比增加 4.47 倍、恢复至疫前 12.66%。同时出境游复苏一定程度与大部分海外目的地开放入境游香港。日本 10 月正式恢复境外旅客自由行入境，作为香港疫情前一大出境游目的地，香港居民对往返香港-日本航班需求激增。其中国泰航空、香港快运航空等本地航司持续增加客运班次，12 月底计划增加近 400 个航班班次。

图 50：香港国际机场旅客吞吐量



资料来源：香港国际机场，山西证券研究所

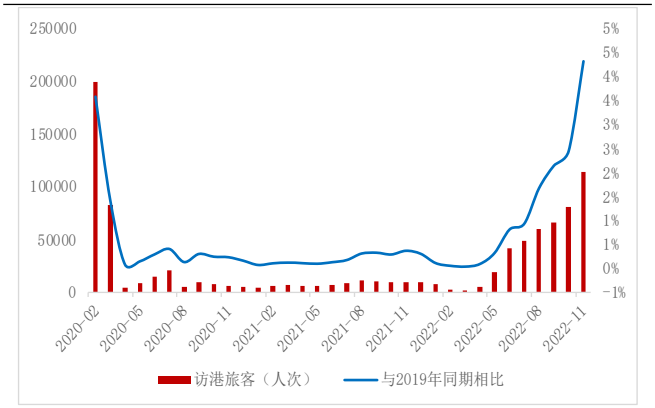
图 51：2022.11 香港国际机场航班架次至疫前 4 成



资料来源：香港国际机场，山西证券研究所

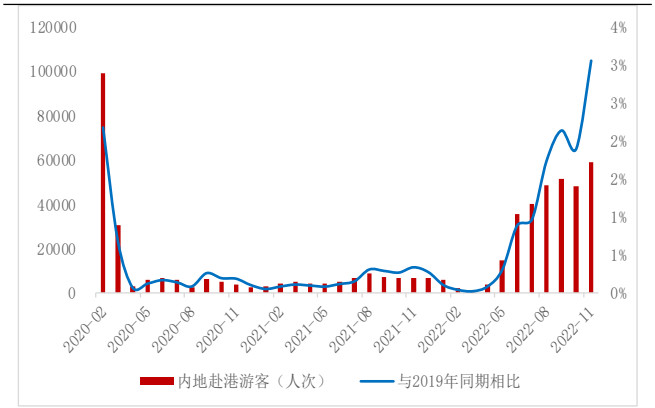
入港旅客构成以本地居民为主，展望通关后内地旅客提振旅游业。9 月 26 日，特区政府正式实施 0+3 入境政策，当月香港国际机场客运量攀升至 52.5 万人次，较 2021 年同期增长 132.7%，达到疫情以来最高单月客运量。此后每日入境旅客数量在 6000-7000 人次。11 月初访港旅客约 11.3 万人次，环比 10 月增长 40.37%。自 12 月香港出入境措施放宽至 0+0 后，单日出入境人数约为 2 万人出境/1 万人入境，恢复情况较 0+3 入境防疫措施实施时期提速。从入境旅客构成来看，大部分为香港本地居民、占比近 80%。内地游客目前恢复至疫情前 3%左右水平，每月入港近 6 万人次。随着 2023 年 1 月 8 日香港与内地恢复通关，将进一步刺激旅游及消费行业复苏。

图 52：2022.11 赴港游客回升至 11.37 万人次



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

图 53：内地赴港游客自 2022 年 5 月起快速增加



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

2.5 管控政策放开后社服子板块复苏次序

参考海外国家放开进程和行业特性，修复最充分的是餐饮行业，多数国家已经超过疫情前同期；餐饮

行业刚需属性在历次消费回暖中居于前列，如美国餐饮和购物已经超过疫情前水平。其次是与出行相关的酒店和交运行业，美国出行整体恢复至疫情前 98%水平、日本跨市人口流程恢复到 95%水平。旅游方面，多国国内游进入稳态，跨境、远距离旅游修复仍需要时间积累。

我们认为，从目前国内疫情管控政策放松后恢复进度以及达峰城市疫后复苏情况来看，国内消费行业恢复次序为：餐饮>酒店>国内旅游>出境游。

表 1：疫情管控政策放开后各国/地区出行相关恢复进度

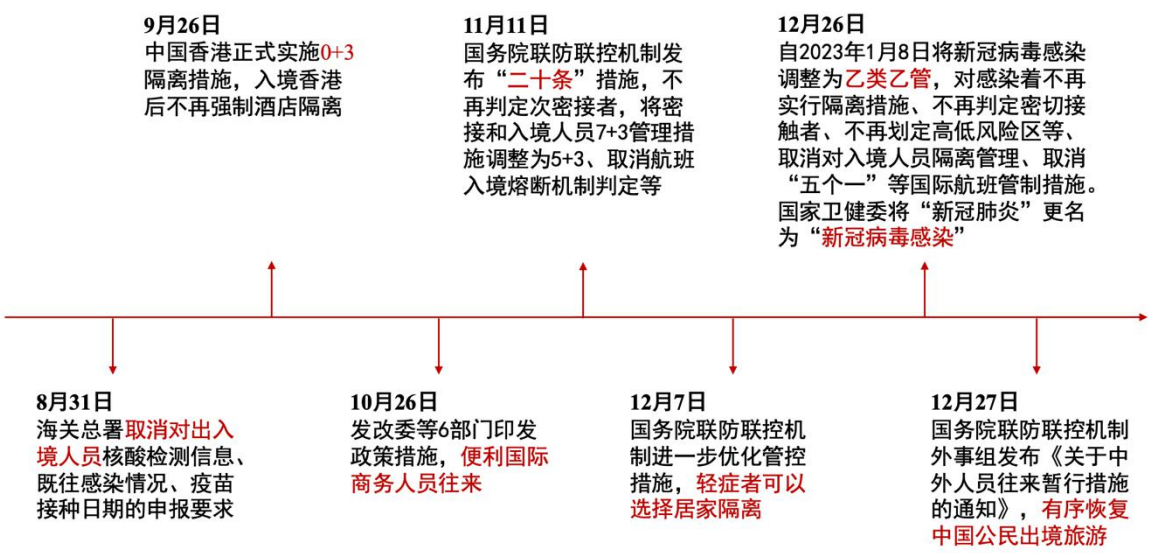
国家/地区	疫情管控政策放松节点	管控政策放开后各行业较2019年恢复情况			
		子行业	放开当月	放开1个月	放开3个月
美国	2022.5 境内跨州流动限制放松；2022.6 不再要求入境核酸阴性证明	餐饮	133.65%	132.82%	137.14%
		酒店	152.72%	178.89%	186.10%
		国际航线	96.47%	96.05%	102.89%
		国内航线	88.70%	89.80%	85.40%
日本	2022.4 进入“共存”阶段，边境防控政策放松	餐饮	74.08%	79.03%	75.42%
		酒店	72.21%	66.04%	66.53%
		国际航线	82.67%	97.58%	97.09%
		国内航线	82.32%	79.47%	70.79%
新加坡	2022.4 进一步放宽疫情管控限制，进入与病毒共存新阶段	餐饮	91.81%	102.22%	105.69%
		酒店	95.21%	101.40%	98.28%
		入境游客	34.18%	46.42%	55.98%
		出境游客	35.23%	45.04%	55.63%
中国香港	2022.9 入境政策放宽，不再要求酒店隔离	餐饮	48.17%	77.03%	91.51%
		酒店	106.35%	86.76%	100.00%
		国际航线	8.80%	12.66%	17.57%
		内地赴港	1.73%	2.13%	1.89%

资料来源：wind、公开资料整理，山西证券研究所

3. 国内社会服务子板块复苏趋势展望

国内服务性消费支出逐渐反弹。与海外其他国家表现相同，国内服务性消费支出在疫情期间经历断崖式下降，主要系娱乐、休闲、交通、餐饮等方面支出削减。自 2022 年 11 月以来，国内防疫政策逐渐优化调整、人员流动出行限制相继解除、消费场景逐渐恢复、消费信心进一步提振。从管控政策调整到消费基本恢复仍需一定周期，困境反转是这一阶段主线逻辑。参考海外国家防疫政策变化后经济修复过程，伴随流动性障碍缓解以及国内疫情管控政策利好，经济企稳复苏和信心提振逐步驱动消费板块走出困境。

图 54：2022 年下半年国内防疫政策持续优化调整



资料来源：各部委官网，山西证券研究所

从消费复苏顺序来看，我们认为国内修复将分为三个阶段。

第一阶段，感染隔离期。从美国、日本以及中国香港、台湾的经验来看，随着疫情管控措施放开，这一阶段主要表现为感染人数极速上升，人口聚集的主要城市在 2-3 周经历快速爬坡期达到峰值，居民为防范感染风险，主动减少出行频次。第一波感染高峰后 1 个月左右，服务消费出现企稳趋势。

第二阶段，愈后修复期。按照需求的迫切程度来看，这一阶段表现为全线恢复，且前期受损比较大的行业，如交运、商贸物流、娱乐修复弹性更高；贴近刚需的餐饮、出行同样表现反弹趋势。今年春节人口跨地区流动障碍解除，春运出行需求较往年同期需求改善。

第三阶段，适应期。经过一个多月适应期，居民消费开启为期半年的稳步修复。这一阶段休闲娱乐为核心的酒店、餐饮、旅游需求反弹居前。

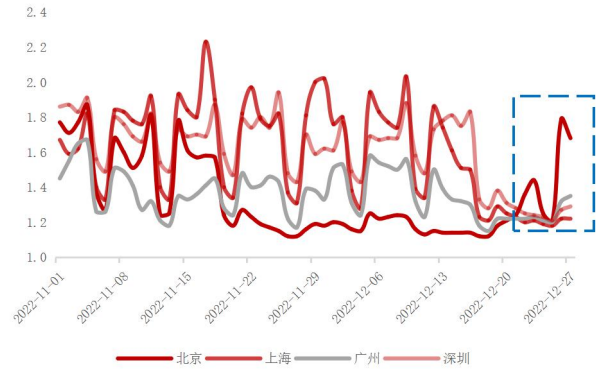
但由于国内目前各个地区疫情管控放开程度有所差异，以及居民经过 3 年防疫对放开需要适应阶段，因此我们预计消费行业全线恢复和回撤会比国外表现较为温和。同时考虑国内放开时点临近春节、各城市感染人数峰值表现时间不同，我国第一阶段感染隔离期和第二阶段愈后修复期可能会有所重合，明年 2-3 月后消费复苏趋势表现更明确。

3.1 客流出行：旅游城市客流迅速回升，政策频出带动出入境游复苏

主要城市约 20 天完成感染人数达峰、过峰。国内重点城市 2022 年 12 月 19 日-26 日城市地铁运行数据

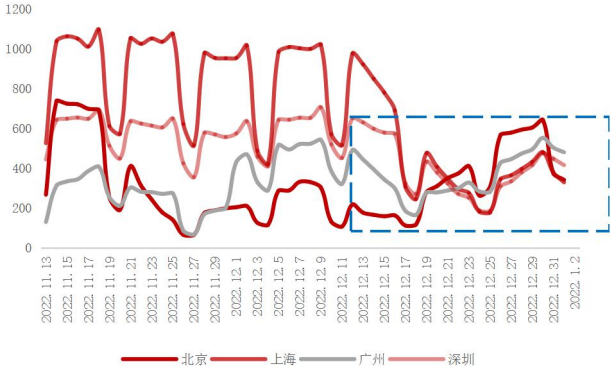
变化趋势显示，在全国经济总量排名前列的城市中，北京居民感染、达峰和过峰时间在全国居前，其次广州、成都、武汉、重庆疫情感染情况逐渐走出感染高峰期；上海、深圳、苏州、南京、杭州仍然感染高峰期。12 月 26 日（周一），北京地铁客流量达 566 万人次，环比 12 月 19 日增加 287.4 万人次，恢复至 2022 年北京地铁日均客流 91.4%，也是当日全国唯一一个客流量超过 500 万人次的城市。广州复工复产恢复迅速，12 月 26 日当天总客流为 425.9 万人次，环比前一周增加 54%，恢复至全年日均客流 65.7%。上海当天地铁总客流 334.7 万人次，环比前一周下降 27.6%，从一周数据来看每天呈十万人次递减态势。

图 55：高德交通拥堵延时指数



资料来源：高德数据，山西证券研究所

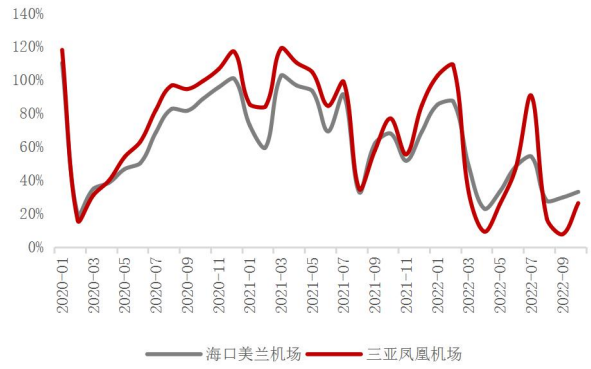
图 56：国内主要城市地铁客运情况（万人次）



资料来源：地铁客运及运输研究，山西证券研究所

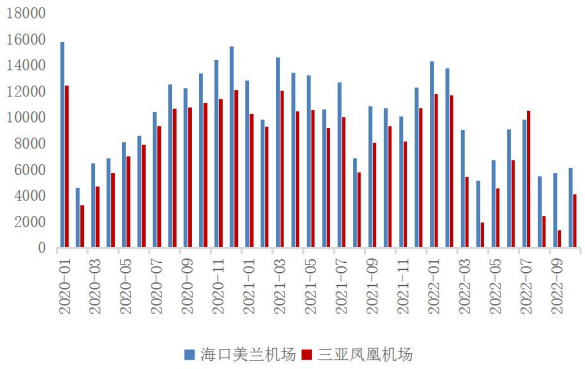
三亚率先成为旅游复苏目的地。从全国民航数据来看，12 月 7 日-20 日国内实际执行客运航班量 8.9 万班次，已恢复至去年同期近八成水平。其中 12 月 20-27 日，三亚凤凰机场攀升至全国民航客流第五名。从客源来看，以感染人数达峰、过峰城市为主，北京-三亚客流同比增幅达 30%、成都-三亚游客同比增幅达 16%、上海-三亚客流恢复至去年同期七成。

图 57：海口三亚机场旅客量与 2019 月均值对比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 58：海口三亚机场航班起降架次



资料来源：wind，山西证券研究所

传统热门旅游城市航运客流实现单周翻倍。12 月 5 日防疫政策优化以来，海口机场客流量仅用一周时间从日均 1.7 万人次翻倍攀升至 3 万余人次，约为 2019 年同期（日均约 6.4 万人次）六成；日均航班量重

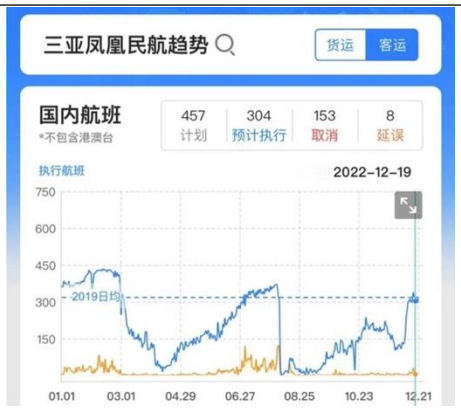
回 300 架次以上，恢复至 2019 年水平。

图 59：2022.12 月海口美兰机场日进出港航班数量



资料来源：网易新闻，山西证券研究所

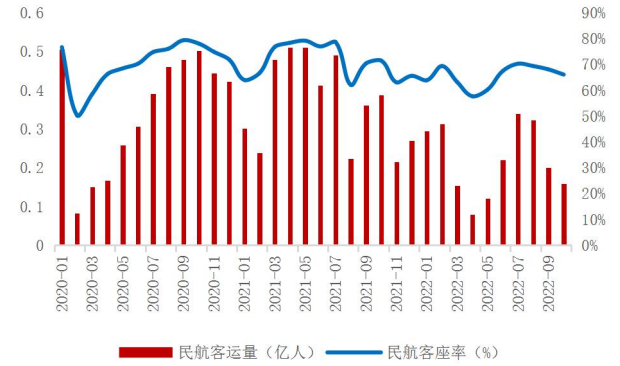
图 60：三亚航空市场景气度快速回暖



资料来源：飞常准，山西证券研究所

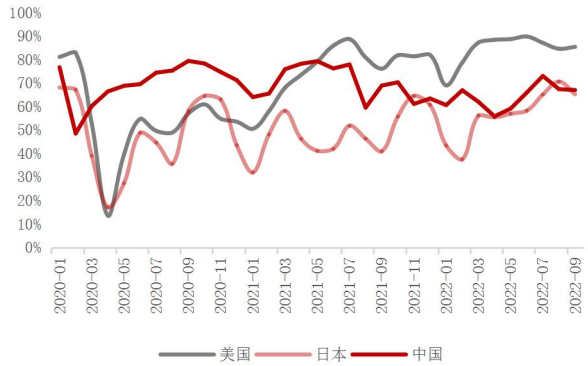
出入境政策调整利好国际航班有序恢复。随着边境政策放宽、航班熔断管控移除、出入境机票供需关系将逐步正常化，国际航线机票价格有望逐渐向低。目前相对疫情之前平均价格，国际机票价格依旧处于高位，整体国际航班仍需一定时间恢复至正常水平。从海外国家边境恢复情况来看，美国、日本等本国旅游资源丰富国家以国内游复苏次序居前，国内主要旅游城市（如迈阿密、拉斯维加斯、夏威夷、北海道等）首先迎来游客高峰，海外主要旅游目的地次序居后；新加坡等贸易流通为第三产业主要贡献国家，出境游率先复苏。随着政策落地和航司运营能力恢复，2023 年暑期国内有望迎来出入境高峰。

图 61：国内民航客运量和客座率情况



资料来源：中国民用航空局，山西证券研究所

图 62：美、日、中航班客座率情况



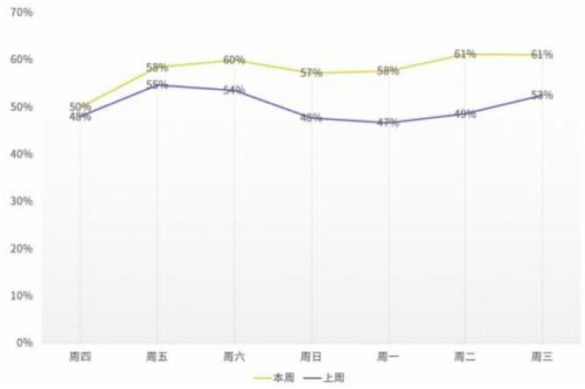
资料来源：IATA，山西证券研究所

3.2 餐饮：线下消费场景复苏，刚性需求领跑消费子板块

线下消费场景边际改善明显。目前各地基本恢复堂食正常，不再查验核酸检测阴性证明。2022 年 12 月餐饮行业恢复势头明显上扬，对比 8 月基数客流量恢复 60%、营收恢复超 50%。从业态为度来看，火锅

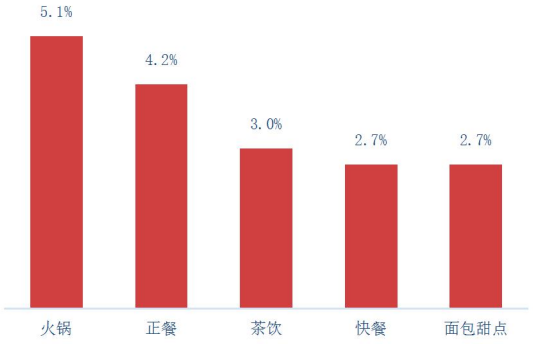
品类增长 5.1%，正餐、茶饮分别增长 4.2%、3%，堂食恢复正常后，强社交属性业态营收或迎来强势增长。

图 63：2022.12 月第一周餐饮行业营收恢复情况



资料来源：哗啦啦大数据，山西证券研究所

图 64：强社交属性餐饮业态增长迅速



资料来源：哗啦啦大数据，山西证券研究所

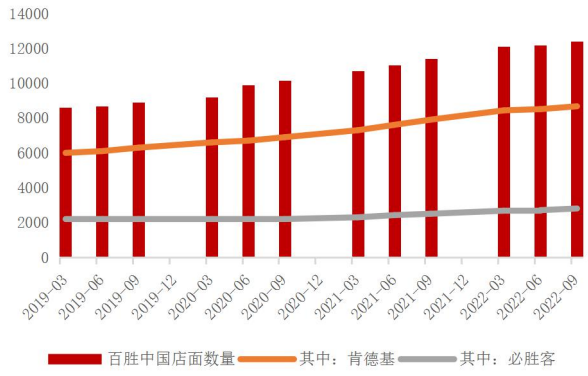
连锁餐饮风险中彰显强大韧性。2019 年百胜中国在国内布局 9000 家门店，疫情三年凭借强大客户消费粘性，截至 2022 年底，百胜中国在华门店数达 1.3 万家，盈利水平增长近 50%。疫情期间星巴克全球保持每季度 3%-5%门店增速，其中国内门店创造现金流从 2021 年 11%提升至 2022 年 25%，后续随着线下消费场景持续复苏，2023 年国内门店销售占比有望增长至 36%。与海外餐饮行业疫情中扩展进程相同，国内连锁餐饮行业在供给出清环境下持续逆势布局。餐饮作为刚性需求，在疫情蔓延时期受出行限制被抑制。疫情政策放开后，餐饮需求有望快速复苏。

图 65：星巴克全球经营店铺情况（单位：家）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

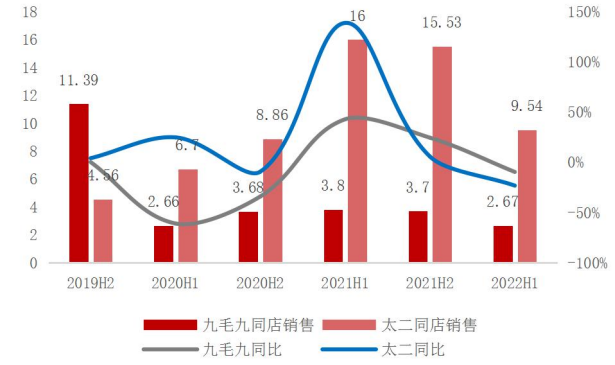
图 66：百胜中国经营情况（分品牌门店数）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

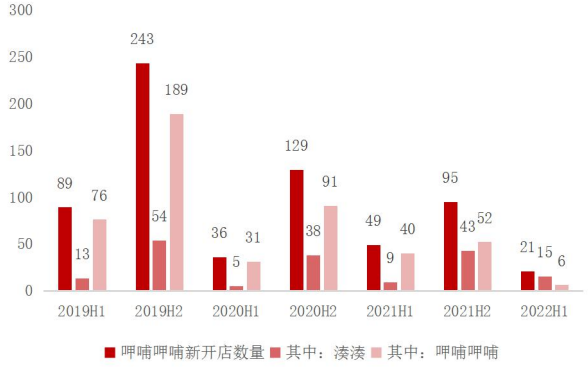
九毛九无惧疫情影响坚定扩充步伐。受疫情影响、餐厅客流减少，九毛九 22H1 营收首次下滑，九毛九餐厅和太二餐厅收入贡献分别减少 17.9%、7.4%。公司开启降本增效战略，但持续有效拓店战略。过去三年，九毛九餐厅自 2019 年持续减少，由 2019 年 149 间降至 22H177 间；同期太二餐厅数量在大幅增加，由 91 间增至 384 间。目前太二餐厅具有较高经营利润水平，公司未来将持续太二优先策略。

图 67：九毛九、太二经营情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 68：呷哺呷哺经营情况（分品牌新开门店数）

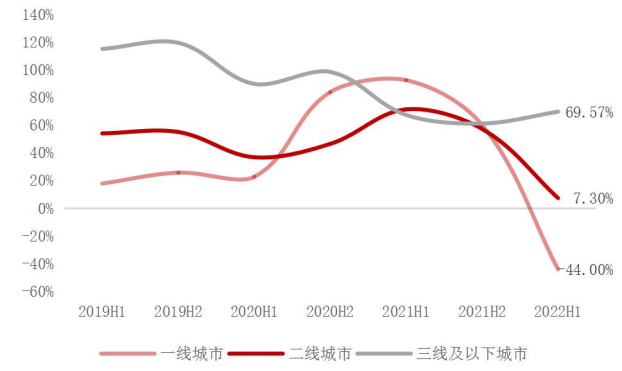


资料来源：公司公告，山西证券研究所

呷哺呷哺开拓烤肉品牌趁烧，定位年轻客群。疫情期间公司新开店速度持续放缓，定位高端餐饮消费场景的湊湊品牌表现稳定，未来新店布局仍以一线、新一线城市为主，积极进军华东、华南市场。呷哺呷哺继续定位大众化，将更多拓展门店到三线及以下城市。新烧烤品牌趁烧，上海首店月均营收超过 250 万元，全年单店营收预计超 3000 万元，明年有望多点布局一线、新一线城市，旨在未来 3 年门店数破百家，抢占年轻客群市场。

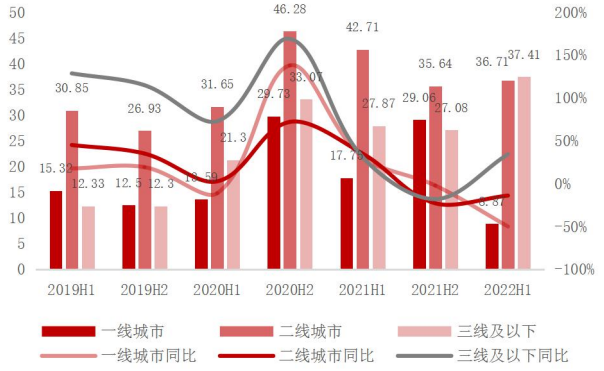
海底捞加速下沉市场布局，成熟市场经营稳定。疫情期间海底捞在三线及以下城市门店高速增长，由 2019 年底 57 家增至 2022 上半年 312 家。一线城市门店有所收缩、二线城市拓店进程放缓。从营收方面来看，高线级城市经营基本稳定，除 22H1 受疫情大范围闭店，其他经营时段持续贡献稳定同店销售增长。

图 69：海底捞不同线级城市门店数量同比变化



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 70：海底捞不同线级城市同店销售（亿元）



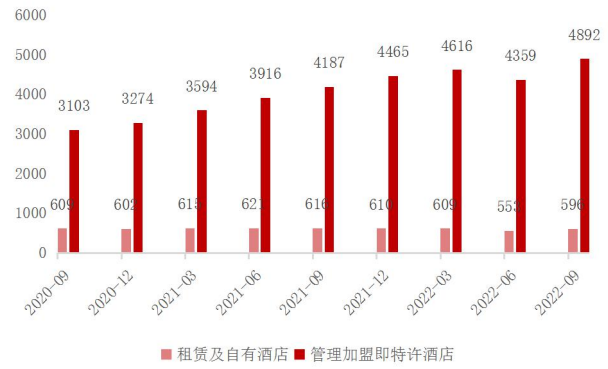
资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.3 酒店：连锁酒店或受益于疫情带来的行业供给出清

竞争格局改变，连锁酒店保持高速扩张趋势。疫情三年，国内住宿业存量的小型住宿单元近十万家倒闭，以小房量单体酒店为主；国内连锁酒店增长 2 万多家，主要集中在头部集团，多品牌和多渠道市场开

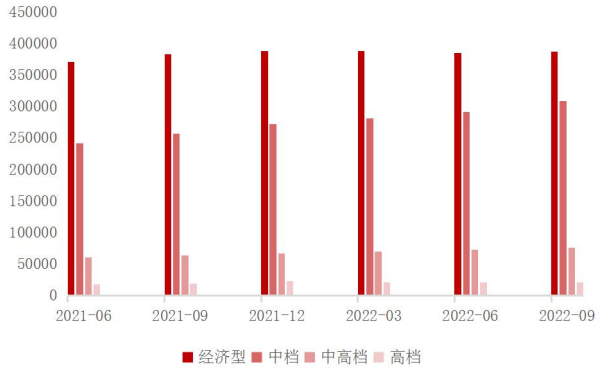
拓成为主流趋势。疫情影响下，单体酒店倒闭退出市场、行业供给出现空缺、疫后修复阶段消费需求回暖、连锁酒店市占率提升，对于需求弹性较高的商旅出行，大酒店成为疫后复苏行业主要增量。连锁酒店将继续保持高速增长，有望以每年一万家速度布局。

图 71：华住酒店成熟酒店数量情况（单位：家）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

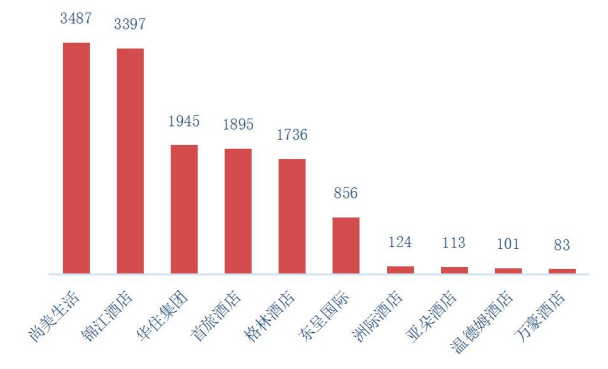
图 72：华住酒店各层级酒店客房数量（单位：间）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

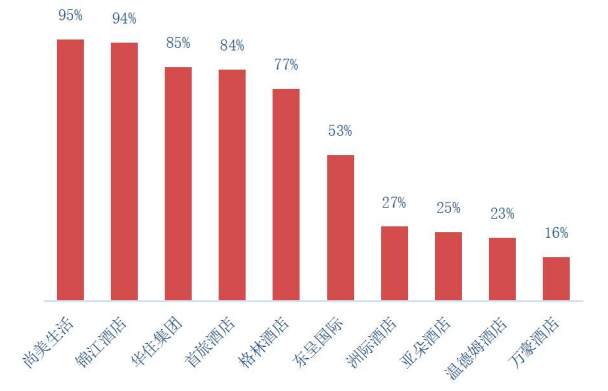
随着一二线城市连锁化逐渐进入红海市场，下沉市场是品牌主要争夺战场。目前酒店市场整体 70%新增酒店来自下沉市场，近 50%来自存量酒店升级改造。从下沉品牌酒店数量来看，尚美生活、锦江国际位列一、二，但相对三四线城市覆盖率，则相对较低；洲际酒店、温德姆酒店、亚朵商业管理、万豪国际四家企业在五线城市覆盖率均在 12%以下。未来出行稳定、商旅复苏，低线级城市酒店布局比例将继续增长。

图 73：各品牌下沉三线城市酒店数量（单位：家）



资料来源：清博智能，山西证券研究所

图 74：各品牌酒店下沉三线以下城市酒店覆盖率

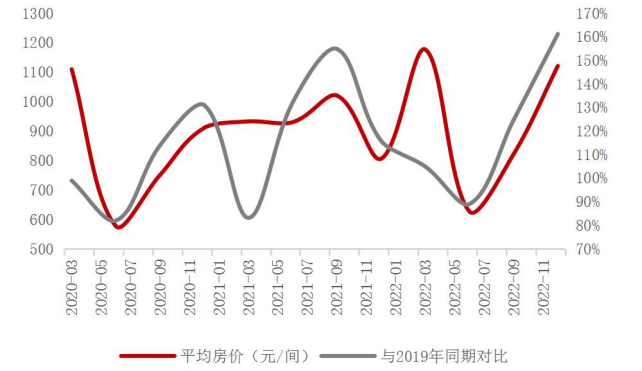


资料来源：清博智能，山西证券研究所

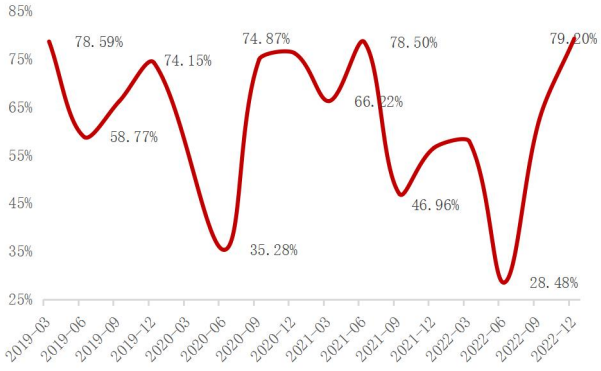
度假酒店有望成为市场新增长点。疫情背景下度假酒店主要围绕大城市周边布局，管控政策放开后，国际游、跨省游、周边游等多种形式度假需求将促进度假酒店及度假产业链发展。

图 75：三亚度假酒店平均房价（单位：元/晚）

图 76：三亚度假酒店入住率



资料来源：海南省统计局，山西证券研究所

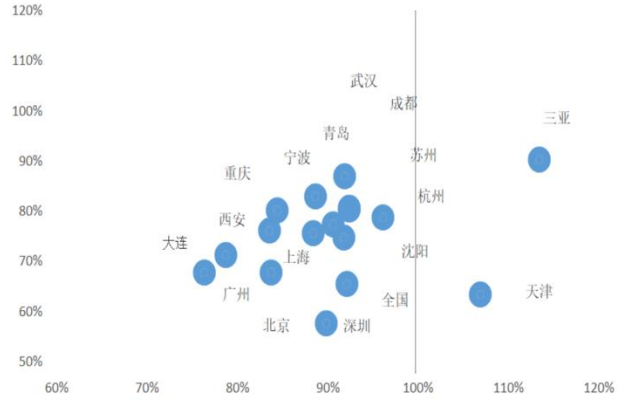


资料来源：海南省统计局，山西证券研究所

度假酒店先于城市商务型酒店全面复苏。疫情以来，高品质度假酒店成为中高收入群体休闲度假主要选择，其中配备高品质亲子乐园、特色餐厅、温泉、泳池等服务的度假度假型酒店受益旅游内循环承接主要出行需求。以休闲游客源为主的三亚酒店市场为例，相较 2019 年表现，2022 年三亚度假酒店入住率指数和平均房价指数，在全国整体表现不太乐观背景下，领跑国内旅游目的地。

三亚旅游推广局显示，2023 年元旦以来，三亚旅游饭店平均入住率超过 75%，环比提高近 9 个百分点。其中，五星级酒店聚集的海棠湾及亚龙湾，酒店平均入住率保持在 85%左右，环比均提高 7 个百分点以上。

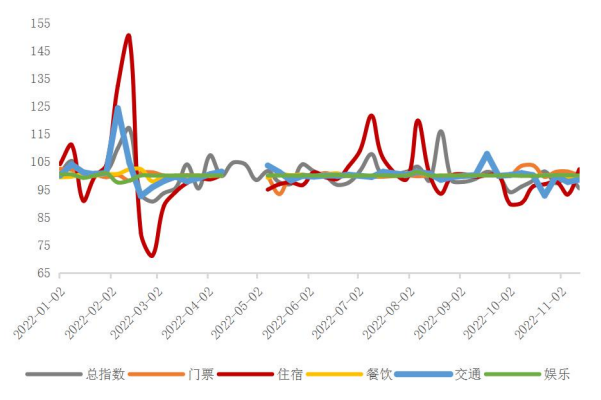
图 77：国内主要目的地市场入住率、平均房价指数



资料来源：文旅部，山西证券研究所

注：横轴：与 2019 年相比平均房价指数；纵轴：与 2019 年相比入住率指数

图 78：海南旅游消费价格指数

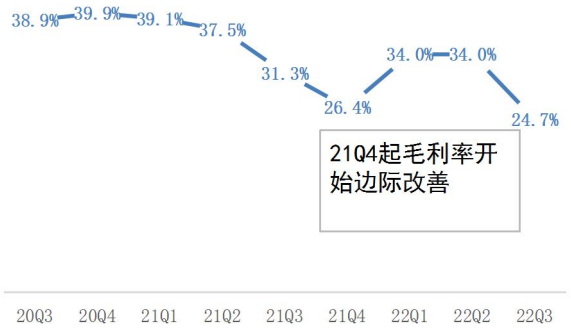


资料来源：海南省物价局，山西证券研究所

3.4 免税：疫后复苏正当时，口岸免税消费有望逐步回暖

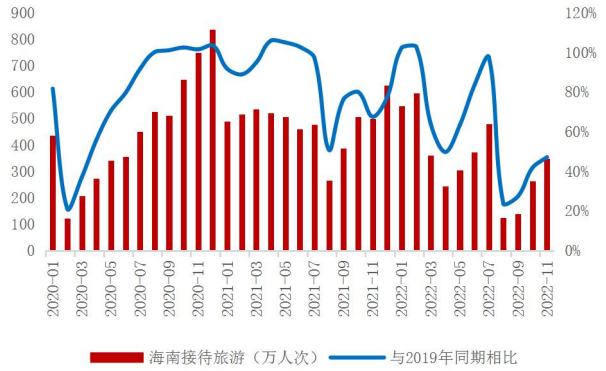
免税主体盈利能力有望进一步提升。沙利文报告预计，2026 年全球免税市场规模有望突破 7400 亿元，中国免税市场占全球市场比重有望升至 44%。疫情前中国免税行业市场规模由 2017 年 299 亿元增长至 2019 年 501 亿元，复合增长率达 30%。疫情爆发后，口岸免税店销售额受到较大影响，但受益于离岛免税新政，离岛免税销售额逆势上扬，2019-2021 年复合增长率高达近 80%。这一期间，离岛免税店替代口岸免税店成为主要的免税销售渠道。期间受疫情影响中免毛利率有所波动，目前行业整体竞争格局趋于稳定，看好流动限制解除后离岛销售额复苏弹性。

图 79：中国中免季度毛利率情况



资料来源：公司财报，山西证券研究所

图 80：2022.11 海南省旅游人次恢复至疫前 47.13%



资料来源：海南省统计局，山西证券研究所

免税行业商品同质化严重，从产品销售角度来看，免税商之间竞争极有可能演变为价格竞争，从而拉低行业整体盈利能力。但从中国免税市场目前发展来看，免税行业龙头公司毛利率以及行业整体盈利能仍有较大上升空间。**一方面，国内实行特许经营模式，**能否获得免税牌照成为公司开展业务关键。免税牌照由国家集中统一管理，获得免税品经营资质须经财政部、税务总局、海关总署三个部门审核批准，目前新增免税牌照难度较大，在较大程度降低价格竞争的可能。**另一方面，经营类别和区域不同。**目前国内 10 家免税获得免税牌照企业，中免拥有 3 张。10 家企业各自免税牌照经营区域和经营类别不同，中免为全牌照经营。包括机场、口岸、离岛、市内免税店；深免和珠免主要经营机场、口岸免税店；中出服主要经营机场、口岸、市内免税店；王府井进军离岛免税店。在一定程度同样避免价格竞争。

表 2：目前拥有免税品经营牌照公司概览

公司名称	控股主体	经营范围	免税牌照类型	主营业务范围	门店数量
中免集团	中国国旅全资子公司	全国范围免税品运营商	口岸出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、历经外国人市内免税店牌照	全国主要机场、港口、边境免税店，海南离岛免税业务	300+
日上免税行	中国国旅控股 51%	特殊运营商	口岸出入境免税牌照	北京首都国际机场 T3 国际区、上海浦东/虹桥机场国际区免税经营权	3
海免集团	中国国旅控股	区域性运营商	海南离岛免税牌照	海口美兰机场、海口日月广场市内免	3

	51%			税店、琼海博鳌市内免税店	
珠免集团	格力地产收购100%股权	区域性运营商	口岸出入境免税牌照	拱北口岸免税店、横琴口岸免税店、九洲港口岸免税店、港珠澳大桥珠港口岸出境免税店、天津滨海机场进境免税店	5
深免集团	深圳市国资委	区域性运营商	口岸出入境免税牌照、入境后市内免税店牌照	深圳各口岸（包括罗湖、皇岗、文锦渡、沙头角、福田、深圳湾、深圳福永码头、深圳机场国际航站楼、蛇口邮轮中心等设有 40 个出入境免税商店）、新疆霍尔果斯边境口岸、云南瑞丽边境口岸、西安机场入境店、海口观澜湖免税城	12
中出服	国药集团	市内运营商	口岸出入境免税牌照、入境后市内免税店牌照、海南离岛免税牌照	北京、大连（市内和机场各 1 家）重庆（市内和机场各 1 家）等 15 家境内店，迪拜和日本东京 2 家境外店，中服免税三亚国际免税购物公园	18
中侨	港中旅集团	市内运营商	入境后市内免税店牌照	哈尔滨市内免税店	1
海发控	海南国资委	区域性运营商	海南离岛免税牌照	三亚海旅免税城	1
海发旅	海南国资委	区域性运营商	海南离岛免税牌照	海控全球精品（海口）免税城	1
王府井	首旅集团	区域性运营商	海南离岛免税牌照	万宁国际免税港	1

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

随着防疫政策优化，居民消费信心和消费行为在逐步恢复。2022 年末，随着全球各国陆续放开防疫限制，免税行业迎来快速恢复。目前，多国自 2022 年三季度起逐渐放开防疫限制，如香港 9 月 26 日将入境隔离调整为 0+3、12 月 14 日调整为 0+0，海外入境英国不再需要核酸检测证明，入境印度无需强制隔离等。目前亚太地区免税消费恢复率达 2019 年同期 81%，日本东京主要免税店 11 月销售额分别实现 2019 年同期超 5 倍增速。

4. 投资建议及重点关注标的

4.1 投资建议

参考海外国家疫后复苏特点：1）相较于可选消费，必选消费在疫情后受影响波动较小，整体保持平稳增速。2）本地需求：消费者外出就餐频次增加，餐饮、团膳等本地需求将率先恢复；跨区消费：压抑三年的旅游需求将逐渐得到释放，交运、酒店、旅游细分板块将受益。3）疫情管控措施全面放开后，外出消费呈现餐饮>酒店>国内旅游>出境游次序恢复。

目前防疫政策持续优化调整、疫情影响逐渐减弱，社服板块或直接受益于社交重启，差旅和本地化需求有望率先回补，偏长线的休闲游有所滞后，整体需求有望迎来释放。我们建议关注：1、短期看需求弹性恢复，酒店、景区等相关标的在过去时点受疫情防控政策影响较大，后续随着更加精准防疫政策和需求释放有望率先反弹。行业磨底后有望深度出清，品牌韧性更强，产品、控制成本等综合能力更优的龙头将享受供需格局红利：锦江酒店、首旅酒店、天目湖、宋城演艺。2、低估值标的投资性价比提升，餐饮行

业在历次回暖中表现回弹居前，基本面及防疫政策边际变化推动消费范围和场景修复，大众消费需求释放带动业绩回暖：九毛九、同庆楼。3、长期追求美好生活的消费需求未变，并呈现结构性分化，利好提供场景、服务价值品牌：中国中免。

4.2 重点推荐标的

4.2.1 中国中免：海口国际免税城开业完善海南免税业务布局

海南客流逐步恢复、国际航线相继恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。随着海口国际免税城开业、三亚海棠湾一期 2 号地项目建设有序进行、港股顺利发行上市，公司市场地位持续稳固，中长期继续看好公司作为旅游零售龙头受益跨省及出境游恢复释放业绩。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.48\6.6\8.91，对应公司 1 月 16 日收盘价 232.8 元，2022-2024 年 PE 分别为 66.9\35.27\26.13 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：居民消费不及预期风险；汇率波动风险；免税政策变化风险。

4.2.2 锦江酒店：境外酒店已恢复至疫前水平，境内环比修复

境外酒店经营情况改善明显，全面走出疫情阴霾；境内酒店受疫情影响波动较大，考虑疫情以来单体酒店相继出清、公司作为酒店龙头加速下沉、布局二三线城市，看好后续出行需求释放带动公司 RevPAR 全面回暖。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.2\1.44\1.93，对应公司 1 月 16 日收盘价 57 元，2022-2024 年 PE 分别为 285\39.58\29.53 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情扩散持续影响行业风险。

4.2.3 首旅酒店：逆势开店进程提速，持续扩展中高端酒店体量

中长期来看，公司继续精耕存量市场，如一二线城市经济型酒店改造提高边际效益，下沉三至五线城市布局增量市场份额。继续看好疫情阶段性好转后消费者商旅休闲出行需求释放。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为-0.19\0.57\0.96 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 23.92 元，2022-2024 年 PE 分别为-125.89\41.96\24.92 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；疫情反复风险；景区客流下降风险。

4.2.4 天目湖：一站式旅游休闲目的地承接疫后度假需求

公司作为长三角优质景区有望在疫情好转后承接周边游客流。中长期来看，混改国资入股助力长期发

展，溧阳国资通过协议受让成为公司第二大股东，未来有望通过政企宣传提升旅游目的地口碑。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.21\0.68\0.95，对应公司 1 月 16 日收盘 26.06 元，2022-2024 年 PE 分别为 124.1\38.32\27.43 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费不及预期风险；大股东减持风险。

4.2.5 同庆楼：大众需求回暖，公司经营韧性较强

公司作为 A 股上市公司中宴会与婚庆行业稀缺标的，大型餐饮+宴会婚庆能力+连锁标准化体系构建壁垒，供应链及综合管理优势突出，期待后续连锁化扩张进程加速。短期受疫情扰动，餐饮业务堂食、新开店进程相对承压，但受益于大众聚餐与宴会服务刚性消费需求，业绩修复反弹能力较强。同时开拓食品业务发力 C 端预制菜平滑经营波动。中长期看好公司拓店能力，宴会+婚庆需求回暖带动业绩释放。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.43\1.12\1.58，对应公司 1 月 16 日收盘价 34.52 元，2022-2024 年 PE 分别为 80.28\30.82\21.85 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：食品原材料价格上涨风险；市场经营风险；疫情对餐饮行业影响风险。

4.2.6 九毛九：多品牌助力平台型公司持续高增长

公司作为快时尚餐饮龙头品牌，核心产品太二仍处于快速扩张期，叠加公司前端品牌优势巩固、后端成熟供应链支持，我们看好其未来成长持续性。短期看好公司疫后修复能力和太二门店继续扩张，中长期继续关注多个品牌市场运营进入成熟期增厚业绩。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.30/0.58/0.75 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 20.85 港元，2022-2024 年 PE 分别为 69.5/35.95/28.7 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：疫情对餐饮行业持续影响风险；食品安全风险；市场经营风险；门店扩张不及预期风险。

表 3：重点推荐公司盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
601888.SH	中国中免	232.8	4.67	3.48	6.6	8.91	49.85	66.90	35.27	26.13	增持-B
600754.SH	锦江酒店	57	0.09	0.2	1.44	1.93	633.33	285.00	39.58	29.53	增持-B
600258.SH	首旅酒店	23.92	0.05	-0.19	0.57	0.96	478.40	-125.89	41.96	24.92	增持-B
603136.SH	天目湖	26.06	0.28	0.21	0.68	0.95	93.07	124.10	38.32	27.43	增持-B
605108.SH	同庆楼	34.52	0.55	0.43	1.12	1.58	62.76	80.28	30.82	21.85	增持-B
9922.HK	九毛九	20.85	0.28	0.3	0.58	0.75	74.46	69.50	35.95	27.80	买入-B

资料来源：wind，山西证券研究所（注：对应公司 2023 年 1 月 16 日收盘价）

5. 风险提示

居民消费意愿恢复不及预期风险：疫情管控政策放开不久，可选消费需要一定时间进行恢复；

免税政策变化风险：免税品属于国家授权特定机构专营的业务，获得免税品经营资质需获得有关部门的批准。如果国家调整免税业的管理政策，放宽免税业的市场准入政策，新竞争者进入免税行业市场，免税行业的市场竞争将加剧；

酒店行业供需变化风险：中小体量、非连锁酒店在三年疫情中陆续出清，行业整体供给情况出现空缺；商旅出行、休闲旅游需求在疫情逐渐得到控制后有望陆续回暖。市场供需可能存在短期不平衡；

疫情对旅游行业影响超预期风险：国内疫情管控政策放开、感染人数在短时间内快速上升，后续或存在二次感染可能，疫情反复影响消费者出游意愿。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

深圳
广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336