下载日志已记录，仅供内部参考

海外消费行业深度报告

AI 革命下的消费新趋势

2026 年 09 月 17 日

- 2026 年上半年，我们看到美国零售销售名义增速创近一年新高，消费者信心却降至历史低位附近；全球消费也并未同步复苏，而是在 AI 产业链景气、资产价格和居民信心差异下呈现三梯队分化。本篇作为美股消费系列的开篇，围绕三个核心问题展开：**增长从哪里来？谁在买单？该配置什么？**
- **全球消费呈三梯队分化，AI 产业链受益区域表现更优。**2026Q1 中国台湾、韩国实际家庭消费同比分别增长 4.7%/2.7%，位于主要经济体前列，背后是 AI 芯片出口收入、企业盈利改善和股市财富效应共振；美国、澳大利亚、加拿大仍具韧性，但美国消费“增速不弱、成色不足”；欧日英修复偏慢，欧洲居民收入与储蓄条件尚可，但信心不足限制消费释放。
- **增长是“贵出来的”，可持续性在变差。**2026 年 6 月，美国零售销售名义同比增长 6.7%，剔除 CPI 后实际增速约 3.2%，增量中约一半来自价格因素。CPI 同比从 2 月的 2.4%升至 5 月的 4.2%，能源价格是主要推升项，关税影响亦开始在服装等品类中显现。居民收入端，平均时薪同比增长 3.5%，与 CPI 增速基本持平，实际工资自 4 月起转负；个人储蓄率降至 3.0%的历史低位区间。我们认为，下半年美国消费能否维持韧性，核心取决于就业市场是否继续保持稳定，以及居民实际收入能否重新修复。
- **买单的是两类人——降级的中高收入家庭，与承压的低收入客群。**当前美国消费呈现典型 K 型结构。高收入端仍受益于财富效应，2025 年末美国家庭部门净资产达 174 万亿美元，同比增长 7.9%，为高端体验、旅行、奢侈品及会员制消费提供支撑；低收入端则面临信心与信贷双重压力，密歇根消费者信心指数降至 44.8，为 2007 年以来低位，信用卡拖欠率仍处于 2.92%的高位。在此背景下，中高收入家庭主动追求性价比，推动消费向沃尔玛（Walmart）、开市客（Costco）等低价/会员制渠道迁移；低收入客群则更多回流折扣店和社区型低价渠道。
- **行情已在定价分化，涨跌的分界线是业绩兑现度。**截至 2026 年 6 月 30 日，上半年必选消费 ETF（XLP）上涨 6.9%，可选消费 ETF（XLY）下跌 1.9%，均跑输标普 500 指数 10.2%的涨幅，但消费板块内部个股表现显著分化，涨跌幅极差接近 80 个百分点。26Q1 财报横截面显示，零售同店销售呈现 K 型分化，旅游体验板块景气度最高，必选品牌驱动由价转量，运动服饰、美妆和奢侈品内部分化。我们认为，后续消费股行情的核心变量不再是宏观消费 beta，而是公司能否兑现收入增长、利润率修复和份额提升。
- **投资建议：**配置建议沿三条主线展开：**1、性价比、会员制与平台生态**（AMZN/ WMT/ COST/ TJX）；**2、体验消费与轻资产酒店**（MAR/ RCL）；**3、品牌势能与产品创新**（SBUX/KO/MNST/MCD/TPR/LKNCY）。并延伸关注高收入体验消费标的（HLT/DAL/ MGM/ CZR/ LYV）等。
- **风险提示：**低收入群体信用状况超预期恶化的风险，关税成本二次传导的风险，就业市场出现明显拐点的风险。



分析师 孔蓉
执业证书：S0590525110014
邮箱：kongrong@glms.com.cn
分析师 曹睿
执业证书：S0590525110018
邮箱：caorui@glms.com.cn
分析师 何慧
执业证书：S0590526040009
邮箱：hhui@glms.com.cn

相关研究

1. 美股科技事件点评：Anthropic CEO 呼吁放缓 AI 模型节奏，但产业趋势向好看好美股科技行情-2026/09/14
2. 美股科技行业周报：宏观不确定性逐步消化，看好新一轮 AI 叙事开启-2026/09/13
3. 港股周报：模型降本与 Agent 提效持续推进，持续看好国产 AI 产业链机会-2026/09/13
4. 港股周报：智谱 token 单位经济改善，商业化加速兑现，持续看好云计算及国产模型-2026/09/06
5. 美股科技行业周报：Astra 模型能力边界再拓展，AI 基础设施景气延续-2026/09/06

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

研究背景

AI 周期正在改变消费行业的增长来源与投资逻辑。2026 年上半年，美国零售销售名义增速创近一年新高，但消费者信心降至历史低位附近；全球消费亦未同步复苏，而是在 AI 产业链景气、资产价格和居民信心差异下呈现明显分化。

过去两年，市场对消费行业的核心判断仍围绕“通胀回落后消费是否复苏”，但我们认为，当前消费行业正在进入新的定价阶段：一方面，AI 资本周期通过产业链盈利、股票财富效应和企业效率改善，正在重塑高收入消费与体验消费的需求基础；另一方面，AI 对消费企业的影响已从效率工具升级为流量入口、营销预算和商业模式的重构。

因此，本报告试图回答三个核心问题：**增长从哪里来？谁在买单？消费股应该配置什么？**

区别于市场的观点/方法

区别于市场传统以宏观消费数据判断行业景气的方法，本报告引入三个新的观察维度：

第一，从全球视角重新审视消费分化。我们发现，全球消费已呈现“三梯队”特征：AI 产业链受益区域消费表现更优，中国台湾、韩国等芯片经济体受益于出口收入、企业盈利改善和股市财富效应；美国消费仍具韧性，但增长质量弱于表观增速；欧日英消费修复相对偏慢。

第二，从 AI 视角重新定义消费公司的竞争壁垒。AI 不仅带来运营降本，更可能重塑消费企业的流量入口和营销体系。头部企业已开始在仓储自动化、库存管理、商品目录优化、广告投放等环节兑现 AI 效率红利，且 AI 红利更集中于拥有数据资产、资本投入能力和规模优势的企业。

第三，从消费分层寻找结构性机会。美国消费呈现典型 K 型结构：高收入端受益于财富效应，支撑旅游、演出、邮轮、高端餐饮和奢侈品消费；低收入端则更多流向食品、日用品、折扣零售和低价渠道。

因此，消费股机会不再来自行业整体复苏，而来自谁承接消费降级、谁受益高端财富效应、谁能够兑现品牌势能与 AI 效率改善。

近期催化

1）AI 从主题投资进入业绩兑现阶段。消费企业 AI 应用开始从概念导入进入效率兑现阶段，重点落地于门店自动化、供应链优化、库存管理、数字营销和客户

下载日志已记录，仅供内部参考

运营。头部公司凭借数据规模和资本投入优势，有望率先兑现利润率改善。

2）高端体验消费持续验证财富效应传导。AI 行情通过资产价格上涨和产业链收入改善，推动高收入客群消费能力提升，旅游、演出、邮轮、高端餐饮和奢侈品成为财富效应向消费端传导的重要方向。

3）财报验证消费行业内部重新分化。上半年消费板块内部涨跌幅差异显著，市场已经从宏观消费 Beta 转向业绩兑现度。后续重点关注同店恢复、利润率修复、份额提升以及 AI 效率改善能否兑现。

结论与建议

我们认为，2026 年消费投资核心并非押注总量复苏，而是寻找具备确定性增长来源的结构性机会：

第一，性价比与会员制渠道：承接消费降级与份额集中。重点关注亚马逊（Amazon）、沃尔玛（Walmart）、开市客（Costco）和 TJX 公司（TJX）等公司。其核心逻辑在于高频消费场景、低价心智、会员体系和履约能力，在 K 型消费环境下持续获取份额。

第二，体验消费与轻资产服务：受益财富效应与稀缺性溢价。重点关注万豪（Marriott）和皇家加勒比（Royal Caribbean）等公司。酒店加盟费、邮轮单位收益、高端旅游需求仍体现较强盈利弹性。延伸关注希尔顿（Hilton）、达美航空（Delta）、美高梅（MGM）、凯撒娱乐（Caesars）和理想国演艺（Live Nation）等高收入体验消费标的。

第三，品牌势能与 AI 效率改善个体：获取长期竞争优势。重点关注星巴克（Starbucks）、可口可乐（Coca-Cola）、怪兽饮料（Monster）、麦当劳（McDonald ‘s）、泰佩思琦（Tapestry）和瑞幸咖啡（Luckin Coffee）等公司。其共同特点是品牌壁垒强、用户粘性高，并具备通过 AI 提升营销效率、优化运营流程的空间。

同时，需要关注 AI 带来的结构性变化：拥有第一方数据、会员体系和交易闭环的平台型公司可能成为 AI 时代受益者，而依赖传统搜索流量、中介佣金和广告分发的平台则面临估值重构压力。

综上所述，消费行业正在从“宏观复苏交易”进入“结构性 Alpha 交易”，关注低价渠道、高端体验和 AI 赋能下的效率领先公司。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 全球消费市场：芯片经济体>美加澳>欧日英，美国增速领先但成色不足 5
1.1 AI×消费：供给侧-降本效果逐步显现，关注 AI 对流量与广告预算的影响 6
1.2 AI×消费：需求侧-财富效应支撑高端需求，体验获得稀缺性溢价 7
1.3 宏观总量：名义增速回升，但价格贡献占比较高，关注消费增长可持续性 8
1.4 涨价来源：能源项主导 CPI 上行，关税影响仍集中于高进口依赖品类 10
1.5 宏观结构：消费由谁买单？高收入端受益于财富效应，低收入端面临信心与信贷压力 10
1.6 2026 上半年行情复盘：防御属性与业绩兑现成为上涨主线，修复偏慢及低收入敞口标的承压 12
2 消费重点公司一览 13
2.1 必选消费：防御属性延续，渠道效率与品牌兑现成为分化主线 13
2.2 可选消费：高性价比与功能化消费占优，中端可选继续承压 19
3 投资建议：沿业绩兑现主线配置，关注出行链的财富效应受益方向 33
3.1 亚马逊（Amazon）：全球电商与云计算龙头，AWS 与广告驱动利润结构升级 35
3.2 沃尔玛（Walmart）：全球最大零售商，电商、广告与会员构筑第二利润曲线 37
3.3 开市客（Costco）：会员制仓储零售龙头，客流与会员费构成利润双引擎 40
3.4 TJX：全球 off-price 折扣零售龙头，尾货供给与消费降级双重受益 42
3.5 可口可乐（Coca-Cola）：全球饮料龙头，量价与利润率同步改善的稀缺必选资产 44
3.6 怪物饮料（Monster）：与红牛形成能量饮料双强格局，国际化与提价共振 46
3.7 星巴克（Starbucks）：全球现磨咖啡龙头，北美交易量修复与轻资产化重塑盈利 48
3.8 麦当劳（McDonald's）：全球快餐加盟巨头，系统销售额与特许费的稳定复利 50
3.9 万豪（Marriott）：全球酒店管理龙头，轻资产费收入的确定性复利 52
3.10 皇家加勒比（Royal Caribbean）：全球邮轮龙头之一，运力×收益率双轮驱动的体验消费资产 54
3.11 泰佩思琦（Tapestry）：Coach 品牌势能兑现，量价与利润率共振 56
3.12 瑞幸咖啡（Luckin Coffee）：中国咖啡连锁龙头，门店扩张与数字化运营驱动高频消费增长 58
4 风险提示 61
插图目录 74
表格目录 74

下载日志已记录，仅供内部参考

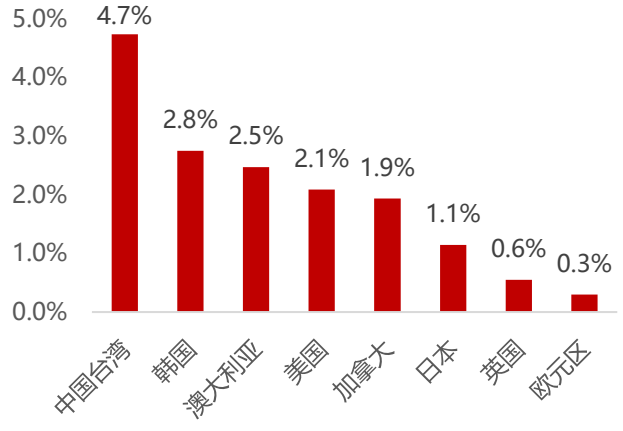
1 全球消费市场：芯片经济体>美加澳>欧日英，美国增速领先但成色不足

2026 年上半年，AI 资本周期成为全球消费分化的重要变量。AI 行情通过财富效应、产业链收入和企业效率改善，开始重塑全球消费与美股消费资产的定价逻辑。我们认为，消费股投资的核心应转向识别谁承接消费降级、谁受益高端财富效应、谁能兑现品牌势能与 AI 效率改善。

全球实际消费呈三梯队分化，AI 产业链受益区域消费表现更优。以 GDP 支出法居民最终消费支出实际同比衡量，2026Q1 全球主要经济体消费表现可分为三类：第一梯队为中国台湾和韩国，居民消费实际同比分别增长 4.7%/2.8%，显著领先其他主要经济体。其中，韩国受益于 AI 芯片出口景气、企业盈利改善和资本市场财富效应传导，消费修复质量相对更高；第二梯队为澳大利亚、美国和加拿大，居民消费实际同比分别增长 2.5%/2.1%/1.9%，消费仍具韧性，但内部结构分化持续加剧；第三梯队为日本、英国和欧元区，居民消费实际同比分别增长 1.1%/0.6%/0.3%，修复斜率相对偏弱。

全球消费的分化本质上体现为 AI 周期、资产价格和居民信心的差异。美国消费增速虽高于欧日英，但其可持续性存在隐忧。居民收入增速低于通胀、储蓄率处于低位、消费者信心走弱，均不支持消费继续强劲扩张。韩国是 AI 产业链景气向居民消费传导最清晰的样本之一，消费改善不只来自内需恢复，也来自科技产业盈利、资本市场上涨和居民收入预期改善。欧洲居民收入和储蓄条件尚可，但宏观预期、地缘风险、能源价格记忆和增长信心不足限制了消费释放。

图1：GDP 支出法居民最终消费支出实际同比（%，2026Q1）



资料来源：FRED、European Commission、Eurostat 等，国联民生证券研究所

图2：各经济体表现

经济体	失业率	工资	储蓄率（位置）	消费信心（位置）
美国	4.2%	3.4%	6月2.7%，历史低位	6月上升至49.5，同比下降18.5%，历史低位
韩国	2.7%	5.6%	26Q1上升至41.70%，历史高位	6月小幅上升至106.6，乐观区间
日本	2.5%	3.1%	26Q1下降至-5.9%	6月上升至33.8，低位回升
欧元区	6.3%	3.4%	26Q1下降至14.26%	6月改善至-17.6
英国	4.2%	3.4%	26Q1下降至8.90%	6月改善至-23
澳大利亚	4.4%	3.3%	26Q1下降至6.2%	6月下降至80.6，历史低位

资料来源：Trading Economics、Australian Bureau of Statistics 等，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1 AI×消费：供给侧-降本效果逐步显现，关注 AI 对流量与广告预算的影响

运营：AI 降本增效开始兑现，红利更集中于数据、资本和规模优势突出的头部公司。根据消费企业表述，AI 已从概念导入进入效率兑现阶段，头部公司开始量化其在仓储与门店自动化、商品目录与库存管理、生产数字孪生等场景中的降本贡献。就业端影响仍处早期，但边际变化已开始显现：根据 BLS 数据测算，截至 26H1 美国 Retail Trade 行业就业人数近 12 个月减少约 3.4 万人。我们认为降本红利与数据规模、资本开支正相关，或将推升行业集中度。

流量入口和广告：AI 正在重塑购物入口，AI 流量转化率反超传统渠道。根据 Adobe，2026 年 3 月 AI 流量的转化率创历史新高，从 2025 年 3 月比非 AI 流量低 38%，逆转至 2026 年 3 月比非 AI 流量高 42%。Euromonitor 数据显示，GenAI 平台占零售电商网站产品页面引荐流量的份额从 24 年 9 月的 0.3%提升至 25 年 11 月的 3.5%。在品牌端，GEO 正在从实验性投放转向常规预算科目。我们认为，企业广告预算有望随流量迁移，零售媒体与 AI 入口的利润分配值得重点关注。eMarketer 预计，2026 年美国零售媒体广告支出将达到 711 亿美元，同比增长 17.8%。公司层面，亚马逊（Amazon）26Q1 广告收入达 172 亿美元，同比增长 22%，并将增长部分归因于 AI 广告工具；沃尔玛（Walmart） FY27Q1 广告收入同比增长 37%，并开始在购物助手内测试广告位。

品类：AI 更易切入“需要比较和决策”的品类，强审美、强身份表达品类渗透相对较慢。从品类看，AI 对消费决策链路的影响并不均衡。Euromonitor 数据显示，美妆个护、消费者健康等高考虑度品类已成为 GenAI 引荐的主要贡献方向。我们认为，越是标准化、可比较、重效率的品类，越容易被 AI 改写；越是依赖审美、情绪价值和自我表达的品类，AI 替代消费者决策的速度越慢。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：AI 在消费公司中的应用及量化效果

公司	AI 应用与量化效果（公司官方口径）
开市客（Costco）	FY26Q3，Costco 的个性化推荐策略推动数字化销售额达 5 亿美元，个性化产品推荐轮播带来的数字转化率是平时的三倍。
沃尔玛（Walmart）	FY25Q2，公司利用 GenAI 改进 8.5 亿个产品数据点以及实现配送中心自动化；FY27Q1，公司 AI 驱动的“自我修复库存系统”通过主动纠正库存差异已节省超过 5500 万美元，GenAI 购物助手 Sparky 使用者平均订单金额高出 35%。
亚马逊（Amazon）	2025 年，Amazon App 内的 AI 助手 Rufus 累计服务超过 3 亿用户，使用 Rufus 的消费者比不使用的完成购买可能性高 60%，总计带动了 120 亿美元的增量销售额。26Q1，公司 AWS 实现 28%增长，广告 TTM 收入超过 700 亿美元。
百胜（Yum! Brands）	2026 年，公司按计划将自研 Byte 平台推广至英国和澳大利亚约 2,000 家门店。
星巴克（Starbucks）	25 年 11 月，公司在北美所有咖啡门店全面部署了 GenAI 伙伴助手 Green Dot Assist。26 年 5 月，公司在北美地区推出移动点餐服务，通过智能排队算法（Smart Queue algorithm）可自动排序并平衡汽车餐厅、店内和移动渠道的订单。
奇波雷墨西哥烧烤（Chipotle）	2025 年，公司部署的对话式 AI 招聘助手“Ava Cado”帮助门店将入职时间缩减 75%。2026 年高效设备包覆盖 600+店，落地门店同店跑赢 200~400bp。
联合利华（Unilever）	2026 年，公司已有数位分身（Digital Twins）在美国工厂实现废料减少 20%、产能提升 10%，并计划未来 18 个月建成 40+工厂 AI 数字孪生。

资料来源：各公司业绩会与公告、retaildive、Benzinga 等，国联民生证券研究所整理

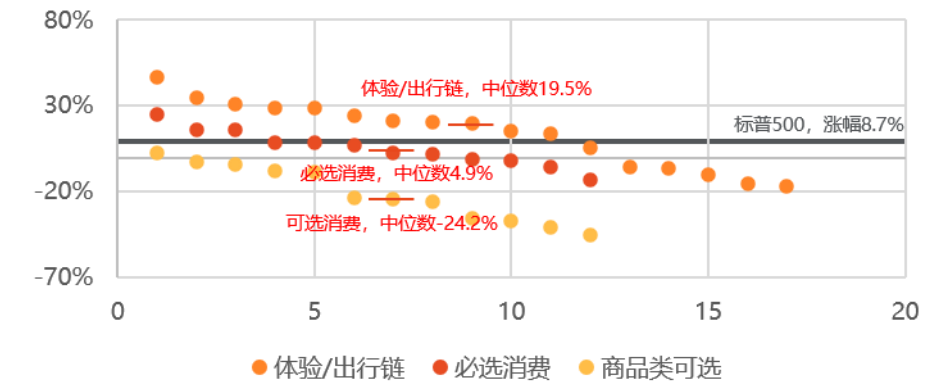
1.2 AI×消费：需求侧-财富效应支撑高端需求，体验获得稀缺性溢价

财富效应：AI 主题行情在板块轮动中延续，成为 K 型消费上端的重要资金来源。2026 年上半年，AI 行情从 Mag7 进一步扩散至算力硬件、存储、半导体设备等方向，带动科技资产财富效应外溢。**美股内部**，领涨主线由大型科技平台切换至算力硬件，美光（Micron）、英特尔（Intel）分别累计上涨 267%/257%；同期标普 500 等权指数上涨 11.1%，跑赢标普 500 指数的 10.2%。**居民资产端**同样受益，2025 年美国家庭第四季度净资产较前一季度增加 2.2 万亿美元，达到 184.1 万亿美元的历史新高，其中美国家庭持有的股票资产价值增加 1.6 万亿美元。股票资产主要集中于高收入家庭，进一步强化高收入群体在旅游、演出、邮轮、高端餐饮和奢侈品等领域的消费能力。同时，**韩国市场**呈现出“芯片出口收入 + 股市上涨”的双通道传导，上半年 KOSPI 上涨 103.4%，5 月韩国主要百货商店销售额同比增长 24.5%，AI 产业链景气通过企业盈利、员工收入和权益资产表现向终端消费扩散。

我们认为，随着 AI 提供的数字内容供给不断丰富，线下服务/体验有望获得稀缺性溢价。理想国演艺（Live Nation）26Q1 演出递延收入同比增长 22%至 66 亿美元，创历史新高；同期已售门票超 1.07 亿张，同比增长 11%。嘉年华公司（Carnival）2026 年近 85%的航次已按历史高位价格售出。达美航空（Delta）26Q2 高端舱收入同比增长 17%。股价端，体验/出行链标的组中位数上涨 19.5%，显著跑赢必选消费的 4.9%，并远好于商品类可选消费的-24.2%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2026 上半年个股涨跌分组分布（%，点=个股，横线=中位数）



资料来源：wind，国联民生证券研究所

表2：AI 主题行情和 AI 资本开支通过财富效应托起高端消费的同时，也通过就业、家庭现金流和生活成本三条路径，对中产/大众消费形成压力

渠道	传导机制与最新证据
① 就业	AI 替代预期削弱中产就业安全感，压制中间价格带消费。斯坦福基于 ADP 工资单的研究显示，在 AI 暴露度最高的职业中，22-25 岁年轻群体的就业规模自 2022 年以来累计收缩约 13%。若白领入门岗位、内容、客服、营销和基础分析等岗位需求边际放缓，中产收入预期和消费信心或继续承压。
② 钱包份额	AI 及数字服务付费提升，或挤占其他可选消费预算。BoFA 支付数据显示，截至 26Q1，仅有约 3%的美国家庭为 AI 服务付费，但支付 AI 费用的家庭数量较 2024 年平均水平增长了 38%；截至 2 月每户家庭的中位支出为 20 美元，同比增长 10.4%。我们认为，AI 和数字内容付费本质上是居民可选消费预算内部再分配，或对服饰、餐饮、家居等传统大众可选消费形成挤出。
③ 电价	AI 数据中心推升电力需求，生活成本上行对低收入家庭影响更大。EIA 数据显示，4 月全美住宅电价同比上涨 7.3%。若 AI 算力扩张带动电力成本继续向居民端传导，电费支出将进一步挤压低收入和中产家庭的可支配收入，对大众商品及中端可选消费形成压力。

资料来源：BoFA、Electric Choice、Dallas Fed 等，国联民生证券研究所整理

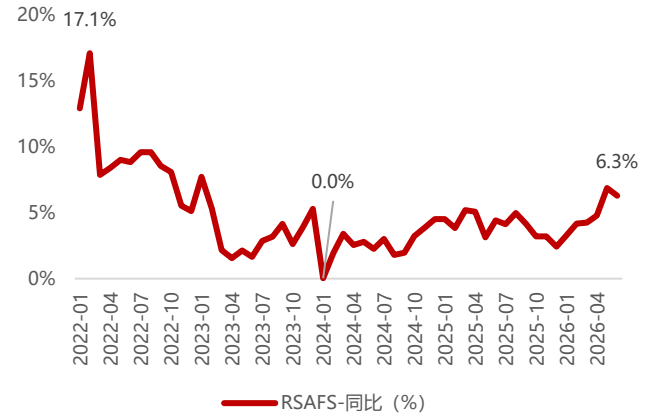
1.3 宏观总量：名义增速回升，但价格贡献占比较高，关注消费增长可持续性

零售销售增速表面走强，但实际需求动能边际转弱。2026 年 6 月，美国零售销售名义同比增长 6.7%；剔除 CPI 后，实际增速约为 3.2%，显示消费增长较大程度由价格因素驱动。**通胀端**，6 月 CPI 同比提升 3.5%，较 5 月的 4.2%显著回落，环比下降 0.4%，为 2020 年 4 月以来最大单月降幅。其中能源价格是主要拖累，能源 CPI 同比上升 15.7%。**居民购买力方面**，6 月平均时薪同比增长 3.5%，与 CPI 增速基本持平，实际工资在 4 月转负后回到零附近；5 月个人储蓄率维持在 3.0%的历史低位区间，居民可用于平滑消费的储蓄缓冲有限。**就业方面**，6 月

下载日志已记录，仅供内部参考

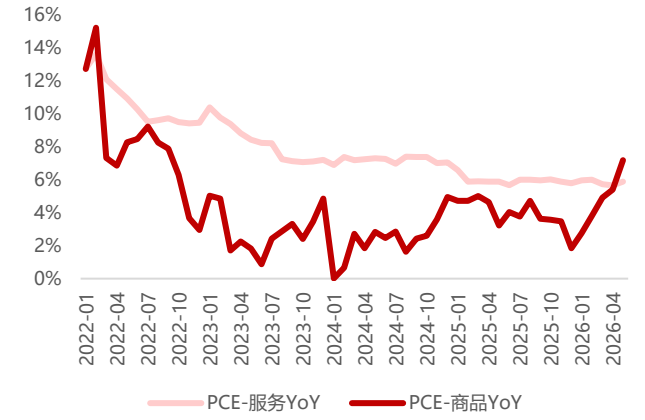
失业率为 4.2%，较 4-5 月的 4.3%小幅回落，劳动力市场尚未出现明显失速。综合来看，6 月美国消费的边际改善主要来自价格压力回落带来的“实际增长修复”，而非收入和资产负债表的系统性改善。 下半年消费能否延续韧性，核心仍取决于两条线索：一是就业市场能否维持稳定，避免收入预期进一步走弱；二是油价及能源通胀是否继续回落，避免重新侵蚀居民实际购买力。

图4：美国零售与餐饮销售额同比（%）



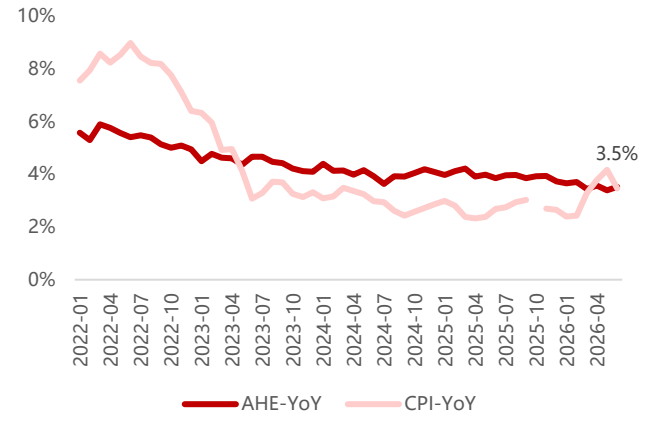
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图5：美国个人消费支出物价指数同比（%）



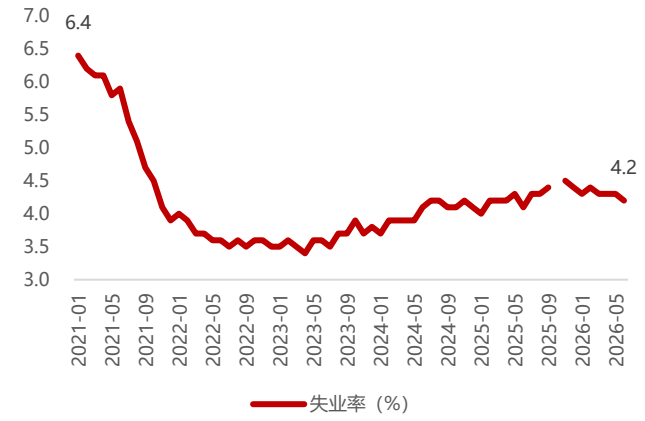
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图6：美国私人非农平均时薪同比 vs CPI 同比（%）



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图7：美国失业率（%）



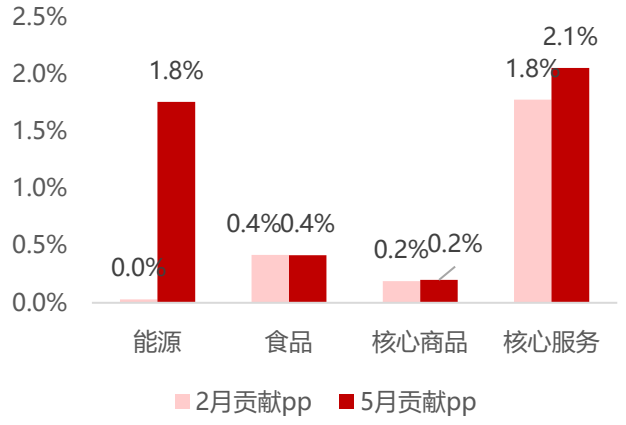
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4 涨价来源：能源项主导 CPI 上行，关税影响仍集中于高进口依赖品类

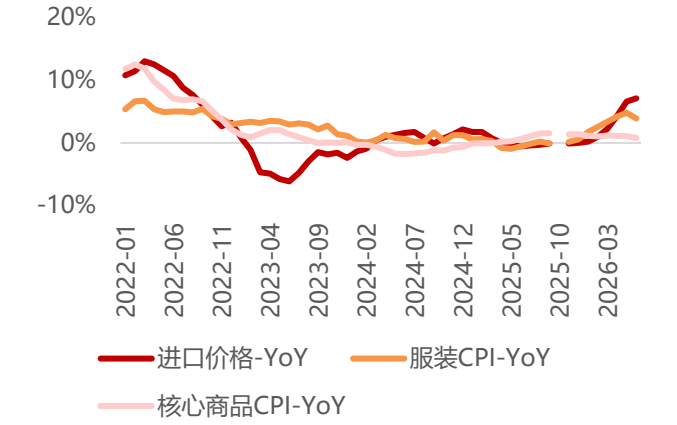
近期 CPI 加速主要由能源价格驱动，关税影响尚未扩散至核心商品。2026 年 2 月至 5 月，美国 CPI 同比由 2.4%升至 4.2%；同期能源 CPI 同比由 0.5%快速升至 23.5%，成为本轮通胀再抬头的主要推手。核心商品 CPI 同比为 1.1%，整体变化有限。**关税传导已在部分品类显现。**5 月进口价格指数同比增长 6.7%，企业端进口成本上行压力显现；终端层面，5 月服装等高进口依赖品类 CPI 同比增长 4.8%，成为关税传导较为明显的领域。同时，年初二手车价格同比下降 2.0%，对部分商品通胀形成对冲，使核心商品价格整体仍保持相对温和。当前关税影响仍主要体现在服装等特定品类，若进口成本、物流成本和能源价格维持高位，企业端利润率压力可能进一步向终端货架价格传导。我们认为，下半年通胀风险的关键在于关税和能源成本是否从高进口依赖品类扩散至更广泛的日用品、服饰、家居和可选消费品类，从而削弱居民实际购买力并进一步压制消费信心。

图8：CPI 同比的分项贡献：2026 年 2 月 vs 5 月 (pp)



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图9：关税传导链：进口价格→高进口品类→核心商品（同比，%）



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

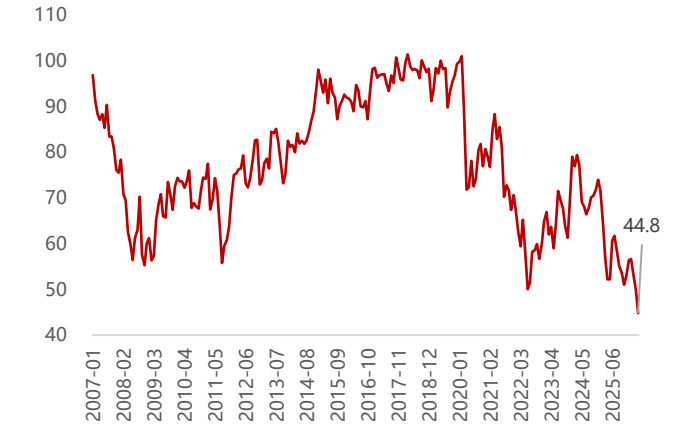
1.5 宏观结构：消费由谁买单？高收入端受益于财富效应，低收入端面临信心与信贷压力

K 型分化加剧。低收入端信心与信贷压力仍处高位，消费能力边际承压。2026 年 5 月，密歇根大学消费者信心指数降至 44.8，为 2007 年以来低位，低于 2022 年高通胀时期水平；2 月初值一度反弹至 56.6，但同比仍显著走弱，居民对收入、物价和经济前景的预期仍偏弱。同时，信用卡拖欠率维持在 2.92%的较高水平，

下载日志已记录，仅供内部参考

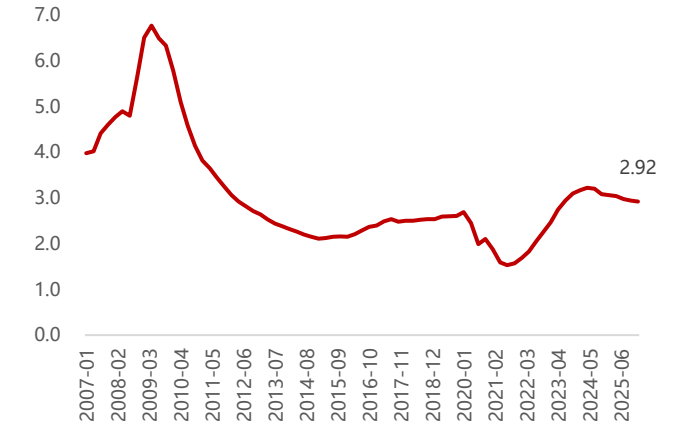
虽较本轮峰值 3.22%有所回落，但低收入和信用敏感客群现金流压力尚未明显缓解。我们认为，该客群后续消费将继续向食品、日用品、折扣零售和小额高频消费集中。**高收入端财富效应支撑消费韧性。**2025 年末美国家庭部门净资产达 174 万亿美元，同比提升 7.9%，资产端扩张继续支撑高收入家庭消费能力。股价表现已反映消费分层与风险偏好差异。截至 6 月 30 日，上半年必选消费指数（XLP）上涨 6.9%，可选消费指数（XLY）下跌 1.9%，板块表现分化明显。我们认为，市场已在定价美国消费的 K 型结构，后续消费股配置应围绕“低价刚需承接份额”和“高收入客群支撑体验消费”两条主线展开。

图10：密歇根大学消费者信心指数



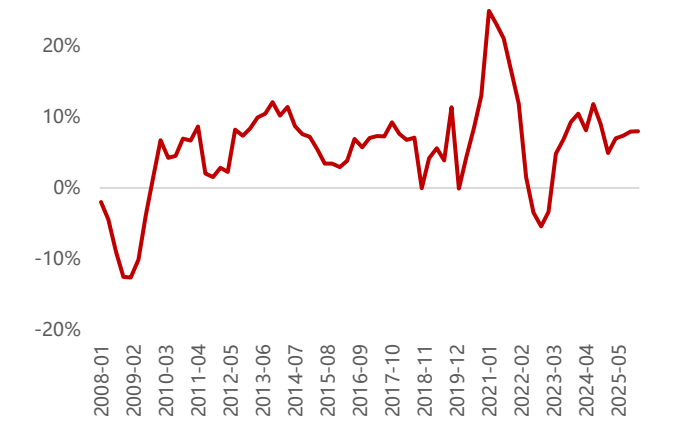
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图11：商业银行信用卡贷款拖欠率（%，季度）



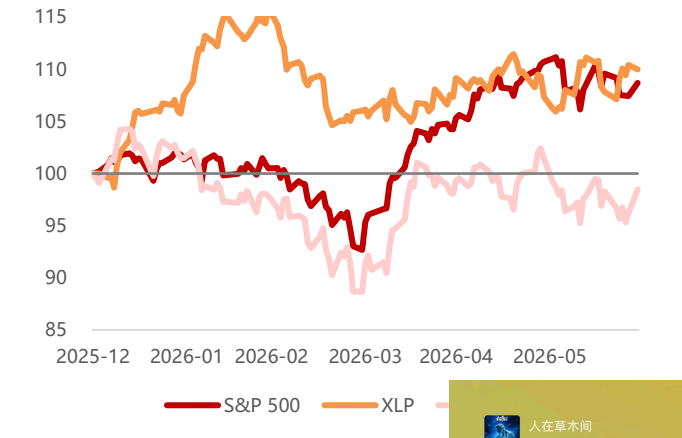
资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图12：美国家庭净资产同比（%，季度）



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

图13：26H1 必选 (XLP) vs 可选 (XLY) vs 标普 500 (2025/12/31=100)



资料来源：Investing、Yahoo Finance，国联民生

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

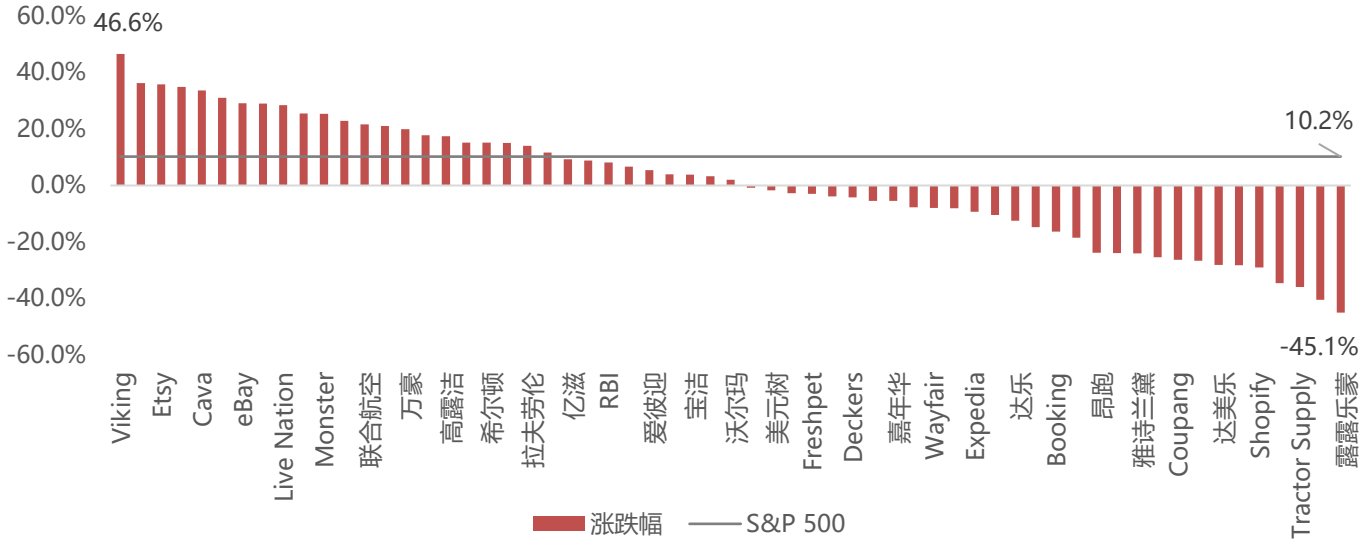
1.6 2026 上半年行情复盘：防御属性与业绩兑现成为上涨主线，修复偏慢及低收入敞口标的承压

上半年美股消费板块整体跑输大盘，板块内部结构性分化显著。截至 2026 年 6 月 30 日，必选消费指数（XLP）上涨 6.9%，可选消费指数（XLY）下跌 1.9%，同期标普 500 指数上涨 10.2%，消费板块整体表现弱于大盘。个股层面看，板块内部分化远大于指数差异，个股涨跌幅极差接近 80pct，我们认为上半年消费板块的核心机会并非来自行业 beta，而来自防御属性、业绩兑现和景气度延续的结构性 alpha。

涨幅端主要集中在三类方向：1）防御属性较强的必选消费品牌，如截至 2026 年 6 月 30 日可口可乐(Coca-Cola)、高露洁(Colgate)年内分别累计上涨 17.8%/17.5%。**2）业绩兑现较好的困境反转标的**，如截至 2026 年 6 月 30 日塔吉特（Target）、星巴克（Starbucks）分别累计上涨 36.3%/22.8%。**3）景气度延续的旅游酒店及体验消费标的**，如截至 2026 年 6 月 30 日万豪（Marriott）、希尔顿（Hilton）、皇家加勒比(Royal Caribbean)分别累计上涨 19.9%/15.2%/15.0%。

跌幅端则集中于品牌修复偏慢、需求走弱及低收入敞口较高的标的：截至 2026 年 6 月 30 日，露露乐蒙（Lululemon）、耐克（Nike）年内分别累计下跌 45.1%/34.6%，主要反映运动服饰板块在品牌势能修复、产品周期切换、高价可选需求及关税敞口方面面临多重压力；Chewy、牵引机供应（Tractor Supply）、达美乐（Domino's）年内分别累计下跌 40.5%/36.0%/28.2%，则更多受到需求恢复偏弱、低收入客群承压、指引下修或竞争加剧影响。整体看，市场对需求弹性较大、业绩兑现不充分、估值仍需消化的消费标的容忍度下降。

图14：美股消费重点公司 26H1 涨跌幅



资料来源：iFinD，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 消费重点公司一览

本报告覆盖美股消费领域核心公司，按照日常消费与可选消费两大方向展开。其中，**日常消费**主要围绕高频刚需消费场景，覆盖日常消费品零售、个人护理用品、软饮/能量饮料及休闲食品等细分领域，重点关注渠道效率、品牌壁垒、消费升级和产品结构变化；**可选消费**则围绕零售平台、餐饮、运动健康、服饰、美妆、旅游体验和奢侈品等方向展开，覆盖从高频功能型消费到高客单价体验消费的完整链条。

表3：美股重点公司一览

行业部门	子行业	涵盖公司
日常消费	日常消费品零售	沃尔玛（Walmart）、开市客（Costco）、普尔斯玛特（PriceSmart）、塔吉特（Target）、达乐（Dollar General）、美元树（Dollar Tree）
	个护用品	宝洁（P&G）、高露洁（Colgate）、金佰利（Kimberly-Clark）、e.l.f.美妆（e.l.f.）
	软饮料	可口可乐（Coca-Cola）、百事公司（PepsiCo）、怪物饮料（Monster）、科特饮料（Primo Brands）
	休闲食品	亿滋国际（Mondelēz）
可选消费	多品类零售	亚马逊（Amazon）
	其他专业零售	Etsy
	服装零售	TJX 公司（TJX）、罗斯百货（Ross Stores）
	餐饮	麦当劳（McDonald ‘s）、百胜（Yum! Brands）、餐饮品牌（Restaurant Brands）、达美乐（Domino's）、奇波雷墨西哥烧烤（Chipotle）、Cava Group、星巴克（Starbucks）
	鞋类	耐克（Nike）、昂跑（On Holding）、德克斯户外（Deckers）、卡骆驰（Crocs）
	服装	露露乐蒙（Lululemon）、维多利亚的秘密（Victoria's Secret）
	饰品	拉夫劳伦（Ralph Lauren）
	旅游	爱彼迎（Airbnb）、缤客（Booking）
	酒店	万豪（Marriott）、希尔顿（Hilton）、皇家加勒比（Royal Caribbean）、嘉年华公司（Carnival）
	休闲设施	终身健身俱乐部（Life Time）
	奢侈品	路威酩轩（LVMH）、爱马仕（Hermès）

资料来源：iFinD，Yahoo Finance!，国联民生证券研究所

2.1 必选消费：防御属性延续，渠道效率与品牌兑现成为分化主线

在通胀压力、居民实际购买力走弱和家庭预算约束延续的背景下，必选消费仍具备相对防御属性。截至 2026 年 6 月 30 日，必选消费指数（XLP）年内累计上涨 6.9%，虽跑输累计上涨 10.2%的标普 500，但显著跑赢累计下降 1.9%的可选消费指数（XLY），体现防御属性和业绩兑现溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

零售端：K 型消费推动份额向低价高频、会员制和社区折扣渠道集中。沃尔玛（Walmart）、开市客（Costco）等大卖场和会员制业态受益于中高收入家庭主动追求性价比，食品高频、低价心智、会员体系和电商履约能力构成核心壁垒。沃尔玛(Walmart)美国同店增长 4.1%，电商和广告成为第二利润曲线；开市客(Costco)同店增长 9.8%、美加续费率维持 92.2%高位，显示会员制模式仍具较高确定性。达乐（Dollar General）与美元树（Dollar Tree）虽同属折扣店，但增长质量分化，前者食品日用占比高、客流改善更明确，后者更多依赖 multi-price 改造带来的客单提升。

日化端：自有品牌侵蚀延续，龙头增长重心从提价转向创新与效率。宝洁（P&G）、高露洁（Colgate）、金佰利（Kimberly-Clark）等龙头的量价结构正在换挡，过去依靠通胀提价拉动收入的阶段逐步结束，销量修复、产品创新、组合优化和供应链效率成为新的增长抓手。自有品牌销售额和销量份额持续提升，叠加关税和成本压力，使传统品牌商单纯依赖价格传导的空间收窄，低增速、低毛利产品线面临主动收缩。

食品饮料端：饮料与功能化品类跑赢传统包装食品。可口可乐（Coca-Cola）、怪物饮料（Monster）等饮料公司表现明显优于传统包装食品，核心原因在于量价和利润率同步改善，以及低糖、无糖、功能饮料、高蛋白等结构性趋势更顺。相较之下，亿滋国际（Mondelēz）、百事公司（PepsiCo）等传统包装食品仍面临销量增长压力、原材料成本扰动和消费者价格敏感度提升。我们认为，食品饮料板块的配置重点已经从“必选防御”转向“结构成长”，功能化、健康化和品牌议价能力是后续分化的关键。

2.1.1 零售：同店呈 K 形，折扣/会员制与高端占优，中端修复初现但利润端仍待验证

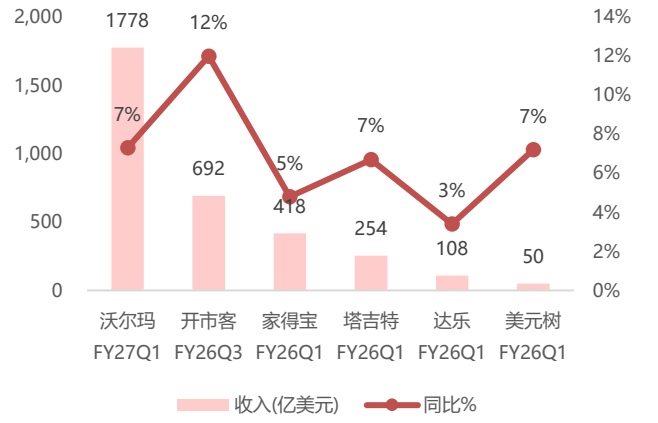
板块行情：个股分化显著，市场更偏好业绩兑现与预期改善标的。塔吉特（Target）年内累计上涨 36.3%、开市客（Costco）累计上涨 8.8%，表现居前；家得宝（Home Depot）累计上涨 4.0%、沃尔玛（Walmart）累计上涨 2.1%，整体表现相对平稳；达乐（Dollar General）累计下跌 12.5%、犹他美容（Ulta Beauty）累计下跌 25.5%，表现靠后。我们认为，板块内涨幅主要集中在业绩边际改善、同店修复和指引上修的标的，其中塔吉特（Target）受益于低基数下同店转正及全年指引上调，股价弹性更强；而达乐（Dollar General）虽同店销售连续改善，但受前期涨幅消化、低收入客群敞口较高以及市场对可持续性的担忧影响，股价表现相对落后。

基本面：同店销售延续 K 型分化，折扣/会员制韧性优于中端业态。多数折扣/会员制同店连续 8 个季度保持正增长。最新财季，开市客（Costco）剔除油价和汇率影响后的美国同店增速维持在 7%，沃尔玛（Walmart）美国同店增速维持在

下载日志已记录，仅供内部参考

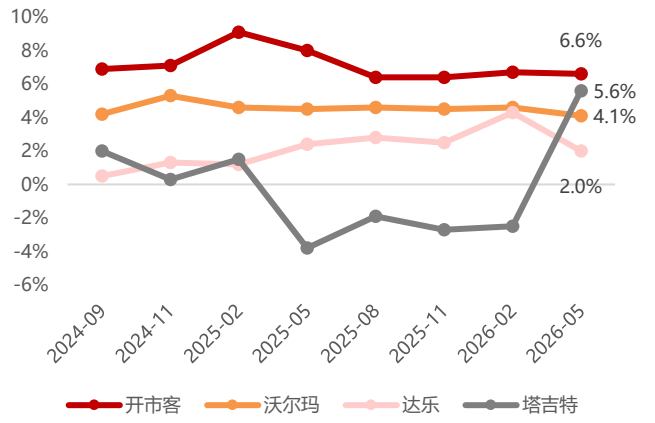
3.9%-4.1%区间，体现高频刚需、低价心智和会员体系对客流的持续支撑。中端零售在低基数上开始修复，塔吉特（Target） 同店销售增长 5.6%。**增长质量上**，开市客（Costco）、塔吉特（Target）和达乐（Dollar General）的同店增长均主要由客流驱动，零售企业的竞争重点从提价转向客流获取、复购频次和渠道效率提升。同时，头部零售商第二增长曲线加速兑现，沃尔玛（Walmart）电商收入同比增长 26%，广告收入同比增长 37%；塔吉特（Target）非商品收入接近 25%的增速。

图15：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/4/30-5/19）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图16：近 8 个季度同店表现（%）



资料来源：各公司公告（开市客为剔油汇口径、沃尔玛为美国除油），国联民生证券研究所

零售渠道呈现明显分化，低价业态与高端消费韧性突出，中端零售仍处修复阶段。大卖场及会员制渠道延续较强表现，沃尔玛（Walmart）FY27Q1 美国同店增长 4.1%，份额提升主要受益于电商业务增长带动交易频次提升，同时美国新增份额中绝大多数来自高收入家庭，验证中高收入消费者向高性价比渠道迁移趋势仍在延续。同时，FY27Q1 山姆会员店（Sam's Club）同店增长 3.9%，其中交易量增长 6.2%，会员制模式持续体现较强用户黏性。开市客（Costco）FY26Q3 同店增长 10%，其中客流贡献约 2%的增长，美加地区会员续费率维持 92.2%的高位，会员体系和低毛利高周转模式继续构筑竞争壁垒。

折扣零售内部表现分化，必选品占比成为关键变量。达乐（Dollar General）凭借食品、日用品等高频必选消费品优势，FY26Q1 同店增长 2.0%，其中客流增长 1.4%，反映低收入消费者回归社区折扣渠道的趋势仍在持续。相比之下，美元树（Dollar Tree）可选消费品占比较高，叠加 multi-price 策略推动价格带调整，FY26Q1 同店增长 3.5%，主要由客单价提升 4.5%驱动，而客流下降 1.0%，显示其修复更多依赖价格结构优化，而非消费者基础改善。

中端零售逐步修复，但盈利端改善仍需进一步验证。塔吉特 (Target) FY26Q1 同店增长 5.6%，客流增长 4.4%，六大核心品类均实现正增长，收入端修复趋势

下载日志已记录，仅供内部参考

较为明确；但同期净利润同比下降 24.6%，显示当前改善主要来自客流恢复和销售增长，利润率修复仍受到成本压力及经营投入影响，后续季度盈利弹性仍需观察。其他中端零售表现有所分化，梅西百货（Macy's）FY26Q1 同店增长 3.0%，创近四年最佳一季度表现；犹他美容（Ulta Beauty）FY26Q1 同店增长 5.3%，体现美妆消费韧性；柯尔百货（Kohl's）FY26Q1 同店仍为负增长（-1.1%），传统百货压力尚未完全缓解。

家装及高端零售延续结构性分化，大件消费仍受地产周期约束。家得宝（Home Depot）FY26Q1 同店仅增长 0.6%，交易量下降 1.3%，高客单家装需求仍受到住房交易低迷及高利率环境压制。与此同时，百货内部进一步呈现 K 型分化，梅西百货（Macy's）旗下高端品牌 Bloomingdale's FY26Q1 同店增长 10.2%，显著高于 Macy's 主品牌的 1.6%，显示具备品牌力和高端客群基础的细分渠道仍具备较强消费韧性。

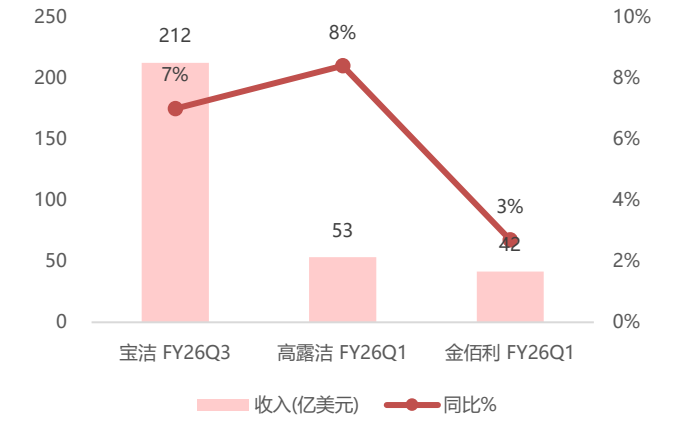
2.1.2 日化用品：自有品牌侵蚀延续，龙头增长重心从提价转向创新与效率

板块行情：日化个股表现相对平稳，防御属性主导估值修复。截至 2026 年 6 月 30 日，高露洁（Colgate）、金佰利（Kimberly-Clark）、宝洁（P&G）年内分别累计上涨 17.5%/11.7%/3.8%。我们认为，板块涨幅更多反映弱宏观环境下资金对必选消费防御属性的再配置，而非基本面出现明显加速。当前市场对成本、关税及毛利率压力仍保持谨慎，高露洁（Colgate）全年毛利率指引由此前改善转为下降，反映外部成本压力仍在影响盈利预期。

基本面：量价结构进入换挡期，销量修复开始接棒提价贡献。最新财季，宝洁（P&G）有机销售增长 3%，其中销量贡献 2 个百分点、价格贡献 1 个百分点；高露洁（Colgate）有机销售增长 2.9%，其中销量贡献 1.1 个百分点、价格贡献 2.2 个百分点；金佰利（Kimberly-Clark）有机销售增长 2.5%，其中销量贡献 2.6 个百分点、价格贡献-0.5 个百分点。整体来看，提价动能边际回落，销量修复成为收入增长的主要支撑。**自有品牌渗透率提升，倒逼龙头从价格传导转向效率与创新。**Circana 2026 年 3 月数据显示，美国自有品牌销售额已达 3,300 亿美元，销量份额达到 24%。在消费者价格敏感度提升、零售商自有品牌扩张和关税成本上行的共同作用下，传统日化龙头依靠提价转嫁成本的空间边际收窄。我们认为，后续龙头竞争重点将从单纯价格传导，转向产品创新、品类组合优化、供应链效率、营销费用 ROI 和低增速产品线主动收缩。

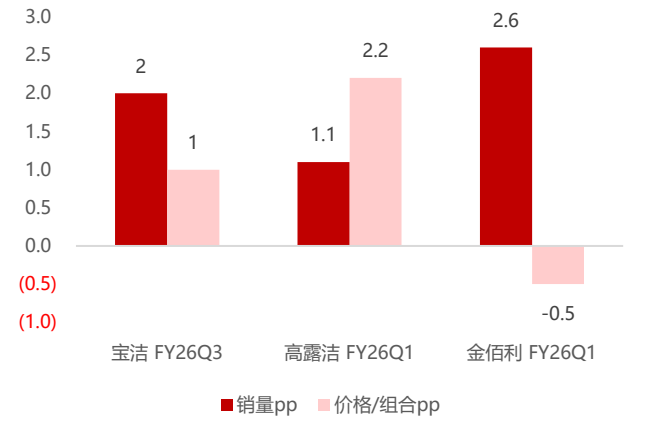
下载日志已记录，仅供内部参考

图17：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日2026/3/31-5/10）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图18：最新财季有机增长量价拆分



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

日化巨头整体保持韧性，但盈利端仍面临成本与关税压力，龙头通过提价、产品结构优化及效率提升应对。宝洁（P&G）FY26Q3 净销售额达 212 亿美元，同比增长 7%，有机销售增长 3%。公司增长动力逐步由价格驱动转向销量驱动，其中销量贡献 2pct、价格贡献 1pct，消费者需求端边际改善。关税影响方面，公司最新预计 FY26 关税成本约 4 亿美元（税后），较 2025 年 7 月初预计的税前 10 亿美元显著下修，反映供应链调整及成本缓释措施逐步见效；针对受关税影响的美国 SKU，公司已对约 25%产品进行提价，具备一定成本转嫁能力。

高露洁（Colgate）收入端维持增长，但利润率仍受到成本压力拖累。公司 FY26Q1 净销售额 53.2 亿美元，同比增长 8.4%，有机销售增长 2.9%，销量与价格贡献相对均衡，核心品类需求保持稳定。公司将全年毛利率指引由此前同比提升调整为下降，主要受到原材料成本、关税影响及供应链投入增加影响，成本压力尚未完全消化。我们认为，高露洁凭借口腔护理等核心品类的品牌壁垒，具备一定价格传导能力，但短期盈利修复节奏仍取决于成本端改善。

金佰利（Kimberly-Clark）以价换量，销量增长体现消费韧性。公司 FY26Q1 净销售额 42 亿美元，同比增长 2.7%，有机销售增长 2.5%，其中销量贡献+2.6pct、价格贡献-0.5pct，呈现以价换量特征。在自有品牌竞争加剧及消费者持续追求性价比背景下，公司主动通过价格策略维护核心品类市场份额。我们认为，纸品、个人护理等刚需属性较强的业务仍具防御性，但价格竞争可能限制短期利润率弹性，后续需关注成本下降后盈利修复空间。

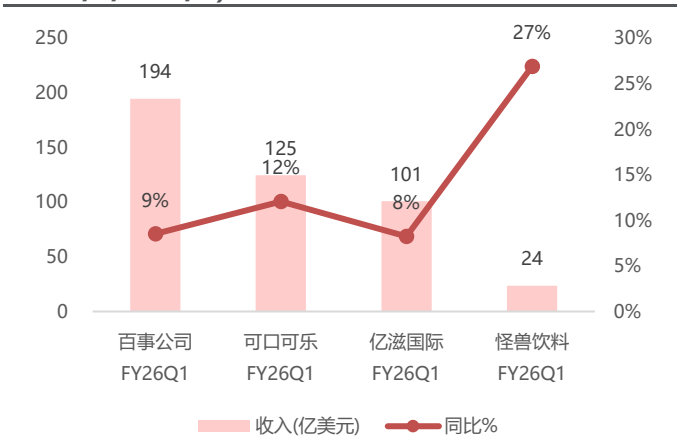
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.3 食品饮料：饮料表现好于传统包装食品，健康化与功能性是增长主线

板块行情：饮料明显跑赢包装食品，市场更偏好量价与利润率同步改善的品牌资产。截至 2026 年 6 月 30 日，怪物饮料（Monster）、可口可乐（Coca-Cola）年内分别累计上涨 25.4%/17.8%，表现居前；亿滋国际（Mondelēz）年内累计上涨 9.3%，百事公司（PepsiCo）年内累计下跌 3.8%。我们认为，股价表现与基本面趋势基本一致，可口可乐（Coca-Cola）是必选消费品牌中少数量价增长与利润率改善同步兑现的公司，怪物饮料（Monster）受益于功能饮料高景气延续；而传统包装食品仍面临销量增长压力、成本扰动和估值压制，市场对其收入质量和利润率可持续性仍保持谨慎。

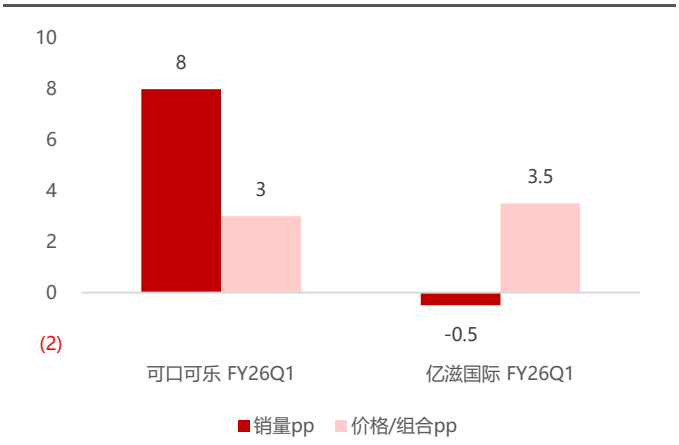
基本面：增长主线从通胀提价切换至结构性机会。食品饮料龙头增长动能出现分化。FY26Q1 可口可乐（Coca-Cola）有机收入同比增长 11%，其中销量贡献 8pct、价格/组合贡献 3pct，全球饮料需求和品牌议价能力强。FY26Q1 亿滋国际（Mondelēz）有机收入同比增长 3%，其中价格贡献 3.5pct、销量/组合拖累 0.5pct，同时可可成本继续压制毛利率。FY26Q1 百事公司（PepsiCo）有机收入增长 3%，北美食品销量转正释放边际改善信号，但整体弹性仍弱于饮料业务。从需求结构看，健康化、功能化和低糖化方向更具韧性。GLP-1 类药物普及和“Make America Healthy Again”运动强化消费者健康饮食认知，推动需求向低糖/无糖饮料、功能饮料、高蛋白、低加工和健康配料方向迁移。相较之下，传统包装食品、巧克力、零食和谷物等品类仍面临销量增长乏力、价格敏感度提升和原材料成本扰动压力。

图19：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/21-4/3）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图20：最新财季有机增长量价拆分



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

饮料板块延续结构性景气，功能化与健康化趋势持续强化，传统零食仍面临成本与销量压力。可口可乐（Coca-Cola）FY26Q1 净收入达 124.7 亿美元，同比增长 12%，浓缩液有机收入增长 11%，其中销量贡献 8pct、价格/组合贡献 3pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

量价同步改善带动盈利能力提升，公司在非酒精即饮饮料（NARTD）市场的份额进一步扩大，反映其品牌矩阵、渠道覆盖及全球化运营优势持续兑现。我们认为，公司增长动力正由单纯提价逐步转向销量、价格及产品结构共同驱动，业绩确定性仍处板块领先水平。

百事公司（PepsiCo）收入保持稳健，北美食品业务边际改善，健康化转型持续推进。公司 FY26Q1 收入 194.4 亿美元，同比增长 9%，有机收入增长 3%。北美食品业务销量恢复正增长，经营利润同比提升 24%，体现前期效率优化及成本控制成效。产品端，公司推出益生元可乐等功能健康产品以适应消费者对低糖、天然配料及肠道健康产品的需求。我们认为，饮料业务韧性与食品业务修复有望形成支撑，但健康化升级能否抵消传统零食需求疲弱，仍是后续增长的关键。

亿滋国际（Mondelēz）依靠提价对冲可可成本，销量压力尚未完全缓解。公司 FY26Q1 净收入 100.8 亿美元，同比增长 8.2%，有机收入增长 3.0%，其中价格贡献 3.5pct、销量及产品组合贡献-0.5pct。公司通过提价基本消化可可等原材料上涨压力，但销量仍处负增长，反映消费者对高价零食的敏感度上升。我们认为，亿滋的全球品牌和渠道优势仍具支撑，但短期增长较依赖价格传导，后续需关注可可成本回落、销量企稳及产品结构升级对利润率的改善作用。

怪物饮料（Monster Beverage）维持高景气，功能性饮料仍是食品饮料板块中增长最快的细分赛道之一。公司 FY26Q1 净销售额 23.5 亿美元，同比增长 26.9%，汇率中性口径增长 22.1%，其中能量饮料分部收入增长 27.6%。强劲增长反映能量补充、运动及功能性消费需求持续扩张，同时公司通过新品推出、渠道拓展和国际市场渗透进一步提升份额。我们认为，功能性饮料兼具消费频次、产品溢价及品类扩容优势，Monster 有望继续享受高于传统软饮和包装食品的增长水平。

2.2 可选消费：高性价比与功能化消费占优，中端可选继续承压

可选消费两极分化加剧，配置从“消费复苏”转向“结构性 Alpha”。截至 2026 年 6 月底，可选消费指数（XLY）下跌 1.9%，跑输上涨 10.2%的标普 500 和上涨 6.9%的必选消费指数（XLP），但内部个股分化加剧。一端是高性价比、功能化、健康化和高频复购标的；另一端是高收入客群支撑下的旅游、酒店、邮轮、现场娱乐和奢侈品。中端可选、传统 QSR、家居大件、部分运动服饰龙头和低收入敞口较高的标的则普遍承压。

电商平台：行业仍在增长，但估值逻辑从 GMV 转向盈利质量。 美国无店铺零售继续快于整体零售，线上渗透率仍在提升；但股价表现显示，市场对高增长、高估值平台的容忍度下降。Shopify、DoorDash 等仍保持高增，但估值收缩明显；

下载日志已记录，仅供内部参考

eBay、Etsy 等低估值平台因经营拐点和成本纪律改善获得修复。亚马逊（Amazon）的利润引擎则进一步转向广告、Prime 会员和 AWS 云服务，平台价值不再只取决于 GMV，而取决于交易流量能否沉淀为高毛利收入。

餐饮连锁：同店普遍回正，但客流驱动的修复质量更高。 星巴克（Starbucks）、Cava Group 表现领先，核心在于交易量修复、快休闲景气和利润率改善兑现；而麦当劳（McDonald ‘s） 、达美乐（Domino's）等传统 QSR 虽同店回正，但更多依赖客单或低价套餐，股价表现相对落后。餐饮行业已从疫后广谱修复进入“客流、价格带和运营效率”驱动的分化阶段，商超熟食对低价快餐的分流仍在延续，AI 点餐、排班、后厨自动化和招聘工具则成为中长期效率改善变量。

服饰美妆：传统龙头承压，新兴功能品牌与平价替代延续高增。耐克（Nike） 、露露乐蒙（Lululemon）、雅诗兰黛（Estée Lauder）等传统高价可选品牌面临产品周期、关税、折扣和需求弹性走弱压力；昂跑（On Holding）、霍卡（HOKA）、e.l.f.美妆（e.l.f.）、TJX 公司（TJX）等则分别受益于功能跑鞋、舒适户外、平价美妆和折扣渠道的结构性机会。我们认为，服饰美妆板块重点关注具备份额提升、价格带优势和社媒传播能力的品牌。

旅游体验与出行链：财富效应支撑高端需求，但量端裂缝开始出现。 酒店和邮轮需求仍具韧性，万豪（Marriott）、希尔顿（Hilton）收入增速快于 RevPAR，皇家加勒比（Royal Caribbean）、嘉年华公司（Carnival）单位净收益维持正增长，轻资产和高端体验模式释放利润弹性；但 OTA 股价承压，主要来自 AI 代理去中介化担忧。出行链方面，达美航空（Delta）、理想国演艺（Live Nation）、维京游轮（Viking）等表现强劲，高端舱、忠诚度收入和现场娱乐递延收入支撑韧性；但 TSA 客流自 5 月起同比转负，燃油成本重新成为航空和邮轮共同压力变量。

奢侈品：从集团β转向品牌α，美洲高净值客群仍是主要支撑。爱马仕（Hermès）、历峰集团（Richemont）、泰佩思琦（Tapestry）等表现更优，核心来自稀缺供给、强品牌控制、年轻客群拉新和美洲高净值需求韧性；路威酩轩（LVMH）、卡普里控股（Capri）等集团型公司则受部分品牌疲弱、区域扰动和增长斜率放缓影响，估值承压。奢侈品行业进入低增长常态，竞争焦点从提价转向稀缺性管理、文化相关性、客户关系和线下体验。

综合来看，可选消费建议关注：第一，性价比和功能化消费，如 TJX 公司（TJX）、e.l.f.美妆（e.l.f.）、昂跑（On Holding）、霍卡（HOKA）等；第二，高端体验与轻资产服务，如万豪（Marriott）、希尔顿（Hilton）、皇家加勒比（Royal Caribbean）、达美航空（Delta）、理想国演艺（Live Nation） ；第三，品牌势能明确、产品周期兑现的个体机会，如星巴克（Starbucks）、泰佩思琦（Tapestry） 、爱马仕（Hermès） 。对纯客流驱动、低收入敞口高、产品周期弱或面临 AI 去中介化压力的平台型公司，仍需等待业绩和估值风险进一步出清。

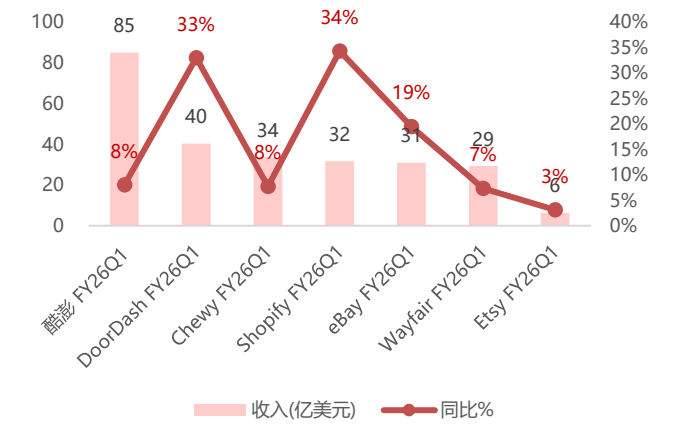
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.1 电商平台：线上持续跑赢线下，广告与云是头部平台的利润引擎

板块行情：电商内部股价分化剧烈，估值收缩而非基本面失速是主导变量。截至 2026 年 6 月 30 日，Etsy、eBay 年内分别累计上涨 35.9%/29.1%，表现居前；亚马逊（Amazon）年内累计上涨 3.3%，整体相对平稳；Wayfair 年内累计下跌 8.0%，DoorDash、酷澎（Coupang）、Shopify、Chewy 年内分别累计下跌 18.5%/26.4%/29.1%/40.5%，表现靠后。我们认为，本轮分化的核心并非行业需求走弱，而是高增长、高估值标的在利率、盈利兑现和估值容忍度下降背景下面临估值压缩。以 Shopify 为例，尽管 26Q1 GMV 同比增长 35%，股价仍下跌 29.1%。相比之下，eBay、Etsy 等低估值平台受益于经营拐点验证、成本改善和预期修复，股价弹性更强。

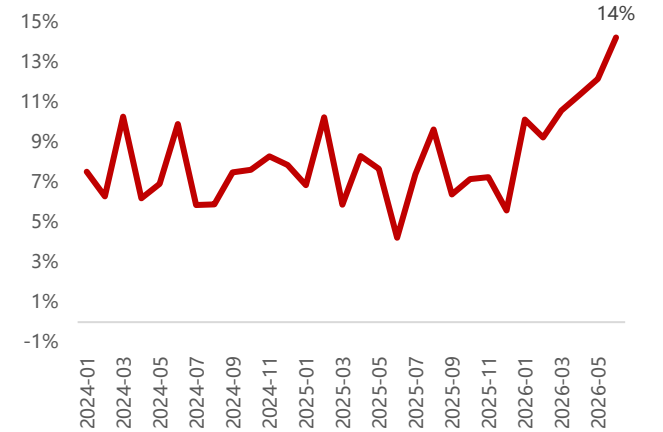
基本面：行业量增稳健，增速分层清晰，利润引擎在广告与云。从行业层面看，电商需求仍保持稳健增长。2026 年 6 月，美国无店铺零售销售额同比增长 14%，持续快于零售总额 6.3%的增速，线上渠道在零售结构中持续提升份额。26Q1 平台之间增速分层清晰，Shopify GMV 同比增长 35%，DoorDash 订单同比增长 27%，仍处高增区间；eBay GMV 同比增长 18%，重回双位数增长。广告、云和会员服务成为平台利润增量核心。亚马逊（Amazon）的利润增量主要来自广告、Prime 会员和 AWS 云服务，其中广告业务具备高利润率和强变现弹性，云业务继续贡献主要经营利润。

图21：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/31-5/3）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图22：美国无店铺零售（电商为主）销售额同比（%，月度）



资料来源：FRED，国联民生证券研究所

电商板块延续结构性增长，云计算、广告与本地履约成为核心利润引擎，传统交易平台亦出现边际修复。亚马逊（Amazon）FY26Q1 净销售额达 1,815 亿美元，同比增长 17%，其中 AWS 收入增长 28%，创近 15 个季度最快增速；广告业务过去 12 个月收入突破 700 亿美元，北美业务经营利润同比增长 42%。我们

下载日志已记录，仅供内部参考

认为，公司盈利重心正进一步向 AWS、广告、订阅及卖家服务等高利润业务迁移，零售规模优势与平台变现能力持续强化。受 AI 基础设施投入增加影响，公司过去 12 个月自由现金流降至 12 亿美元，短期现金流承压，但资本开支有望进一步巩固其在云计算及生成式 AI 领域的长期竞争壁垒。

交易平台经营拐点初步显现，用户与 GMV 恢复为估值修复提供基础。eBay FY26Q1 收入 30.9 亿美元，同比增长 19%，GMV 增长 18%，重新回到双位数增长区间，并计划收购 Etsy 旗下二手时尚平台 Depop，进一步强化年轻用户及时尚转售布局。Etsy 主站 GMS 同比增长 5.5%，活跃买家达到 8,660 万，两年来首次实现环比回升。我们认为，eBay 与 Etsy 的核心经营指标均呈现边际改善，但持续性仍取决于活跃买家留存、交易频次提升及平台营销效率优化。

电商基础设施与即时配送维持高增长，估值消化后基本面确定性逐步提升。Shopify FY26Q1 收入同比增长 34%至 31.7 亿美元，GMV 同比增长 34.8%，独立站商家生态和支付、物流等增值服务继续扩张。DoorDash FY26Q1 收入 40.4 亿美元，同比增长 33%，剔除并购影响后的有机增速约 21%，业务边界由餐饮外卖持续向商超零售及本地生活延伸。我们认为，两家公司仍具备较强增长动能，但市场关注点已由单纯收入扩张转向利润率、自由现金流及新业务投入回报。

垂直电商及海外平台表现分化，订阅模式与用户修复成为主要支撑。Chewy FY26Q1 净销售额 33.6 亿美元，同比增长 7.7%，Autoship 订阅销售占比超过 80%，高复购和订阅模式增强收入可见度。Wayfair FY26Q1 收入 29.3 亿美元，同比增长 7.4%，活跃客户增长 1.4%，重回正增长，显示家居电商需求边际企稳。酷澎（Coupang）FY26Q1 收入 85 亿美元，同比增长 8%，但受到数据泄露相关成本影响转亏；我们认为其核心零售与履约体系仍具规模优势，但短期盈利修复需关注一次性费用及合规投入。

跨境电商成本优势弱化，竞争焦点转向本地履约效率与内容流量获取。800 美元以下小额包裹免税政策取消后，Temu、Shein 等依赖低价直邮的跨境平台面临履约及税费成本上升，其相对价格优势有所收窄；具备本地仓储、规模采购及成熟配送网络的亚马逊、沃尔玛相对受益。与此同时，TikTok Shop 依托短视频、直播及达人生态切入交易环节，持续争夺商品发现和消费决策入口。

2.2.2 餐饮连锁：同店普遍回正，单量驱动的修复质量更高

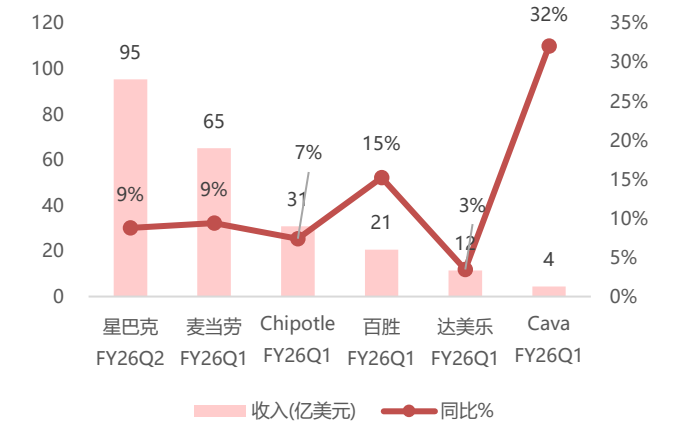
板块行情：涨幅集中于客流修复兑现标的。截至 2026 年 6 月 30 日，Cava Group、星巴克（Starbucks）年内分别累计上涨 33.7%/22.8%，涨幅居前；餐饮品牌(Restaurant Brands)、百胜(Yum! Brands)年内分别累计上涨 8.2%/6.7%，表现相对稳健；奇波雷墨西哥烧烤（Chipotle）、麦当劳（McDonald's）、达美乐（Domino's）年内分别累计下跌 8.1%/10.5%/28.2%，表现靠后。我们认为，股价分化的核心在于客流修复质量，星巴克（Starbucks）上涨主要来自北美交易

下载日志已记录，仅供内部参考

量改善和利润率修复兑现，Cava Group 则受益于快休闲赛道高景气和门店扩张预期；而同店虽回正但主要依赖客单提升、或全年指引下修的公司，股价表现相对落后。

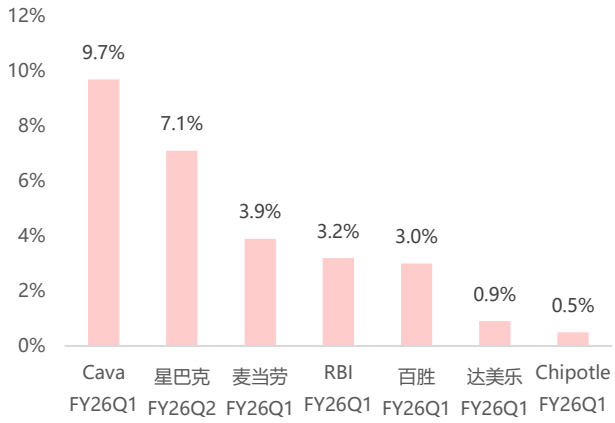
基本面：同店普遍回正，客流与单量变化仍是判断修复质量的关键。从经营表现看，2026Q1 餐饮龙头同店销售多数回到正增长区间，但增长质量存在差异。星巴克（Starbucks）北美 FY26Q2 同店增长 7.1%，主要由交易量修复驱动，前期客流压力边际缓解；麦当劳（McDonald's）美国同店增长 3.9%，更多来自客单提升和低价套餐拉动；餐饮品牌（Restaurant Brands）、百胜（Yum! Brands）同店分别增长 3.2%/3.0%，延续温和修复；奇波雷墨西哥烧烤（Chipotle）同店增长 0.5%，客流转正，仍处修复早期。从业态结构看，快休闲仍是餐饮中景气度较高的细分赛道，低价快餐面临商超熟食分流。从效率端来看，门店 AI 工具进入规模化测试期，主要集中于语音点餐、智能排班、后厨自动化、库存预测和招聘提效等环节。

图23：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/22-4/19)



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图24：最新财季同店销售同比（%）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所（星巴克为北美地区同店数据，麦当劳、达美乐为美国同店数据）

餐饮板块延续分化，咖啡与快休闲率先修复，传统快餐则更多依赖低价策略、会员体系和门店效率提升。星巴克（Starbucks）FY26Q2 净收入 95.3 亿美元，同比增长 8.8%，北美同店增长 7.1%，主要由交易量改善驱动；同期经营利润同比增长 37%，公司上调全年指引，显示门店运营优化和客流恢复开始向利润端传导。国际业务同店增长 2.6%，其中中国同店增长 0.5%，交易量增长 2.1%、客单价下降 1.6%，仍呈现以价换量特征。我们认为，星巴克当前修复质量优于前期，北美交易量改善是核心积极信号，但中国市场盈利弹性仍取决于价格竞争缓和和单店模型修复。

麦当劳（McDonald ‘s）美国业务重回正增长，价值套餐与会员运营构成主

下载日志已记录，仅供内部参考

要支撑。公司 26Q1 收入 65.2 亿美元，同比增长 9%，美国同店增长 3.9%，主要由客单价提升和低价套餐带动；国际直营市场（IOM）同店增长 3.9%，国际发展许可市场（IDL，含中国及中东）增长 3.4%，各区域增速相对均衡。我们认为，短期低价套餐有助于稳定客流，中期会员体系、数字化运营及门店 AI 应用有望进一步提升复购率、运营效率和加盟商回报。

加盟制龙头经营相对稳健，但业绩弹性弱于直营修复标的。百胜集团（Yum! Brands）FY26Q1 收入 20.6 亿美元，同比增长 10%，全球同店增长 3.0%。餐饮品牌国际集团（Restaurant Brands International，RBI）FY26Q1 整体同店增长 3.2%，其中国际业务增长 5.7%，并已连续 20 个季度保持正增长。我们认为，轻资产加盟模式具备现金流稳定和区域分散优势，但在行业客流快速修复阶段，利润弹性通常低于星巴克等直营占比较高、经营杠杆更强的公司。

快休闲继续领跑板块，传统披萨与部分中端餐饮仍受客流及价格竞争影响。Cava Group FY26Q1 收入 4.34 亿美元，同比增长 32.2%，同店增长 9.7%，其中客流增长 6.8%，并上调全年指引，显示健康化、定制化和高性价比快休闲需求仍然强劲。相比之下，Chipotle FY26Q1 同店仅增长 0.5%，交易量刚刚转正，餐厅利润率仍有下行压力。Domino's FY26Q1 收入增长 3.5%，美国同店增长 0.9%，国际同店下降 0.4%，海外业务转负。Technomic 调查显示，商超熟食与快餐的消费场景已趋于重叠，低价熟食及即时配送持续分流传统快餐需求。

2.2.3 服饰与美妆：传统龙头再定位，新兴功能品牌与平价美妆延续高增

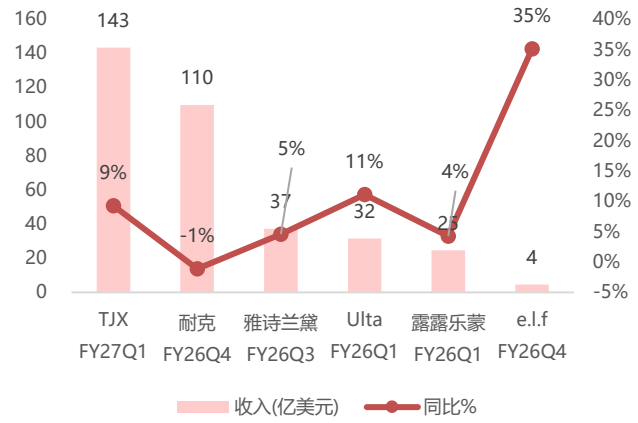
板块行情：高价可选与运动服饰承压，平价替代和高性价比渠道相对抗跌。截至 2026 年 6 月 30 日，露露乐蒙（Lululemon）、耐克（Nike）、昂跑（On Holding）、雅诗兰黛（Estée Lauder）、犹他美容（Ulta Beauty）股价年内分别累计下跌 45.1%/34.6%/25.5%/24.1%/23.8%，表现明显落后；TJX 公司（TJX）、e.l.f.美妆（e.l.f.） 分别下跌 0.8%/2.7%，相对抗跌。我们认为，市场对高价运动服饰、美妆和中高端可选品的定价仍偏谨慎，而具备平价替代、渠道性价比和品牌势能的公司更具防御性。

基本面：增长分层清晰，新兴功能品牌与平价美妆延续高增。e.l.f.美妆（e.l.f.）FY26Q4 净销售同比增长 35%，虽包含 rhode 并表影响，但仍体现平价美妆在高性价比与社媒传播驱动下的强势表现。昂跑（On Holding）FY26Q1 收入按固定汇率增长 26.4%，德克斯户外（Deckers）FY26Q4 旗下 HOKA 增长 14.5%，功能跑鞋、舒适鞋履和户外生活方式趋势延续；犹他美容（Ulta Beauty）销售增长 11.1%，显示美妆专业零售仍具一定需求韧性。相比之下，传统运动及高端服饰龙头压力更为明显。耐克（Nike）FY26Q4 收入同比下滑，其中批发渠道增长 4%，直营渠道下滑 7%。露露乐蒙（Lululemon）FY26Q1 美洲可比销售下滑 5%，并

下载日志已记录，仅供内部参考

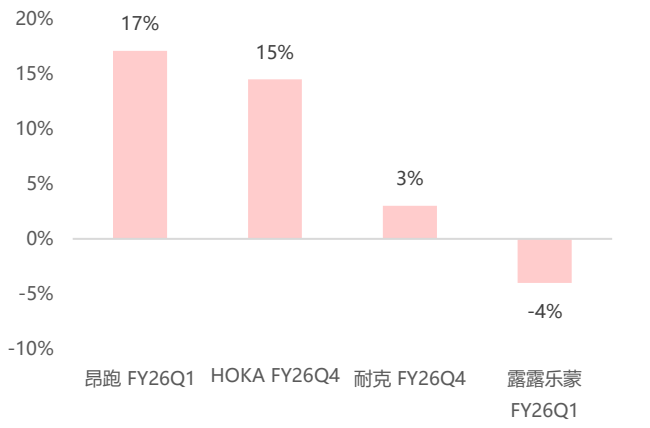
下修全年指引，高价瑜伽及运动休闲品类的需求弹性边际走弱。从竞争格局来看，份额持续向功能化、专业化和高性价比品牌迁移，根据 Euromonitor，耐克（Nike）全球运动鞋份额 2025 年降至 22.9%，已连续第三年下滑。

图25：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日2026/3/31-5/31）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图26：最新季度收入增速对比（各公司财季截止日2026/3/31-5/31）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所（注：HOKA 为全球同比、昂跑、露露乐蒙为美洲同比、耐克为北美同比）

服饰与美妆板块延续结构性分化，新兴功能品牌、平价美妆及折扣零售景气度相对更高，传统龙头修复仍待验证。耐克（Nike）FY26Q4 收入 110 亿美元，同比基本持平，其中批发收入增长 4%、直营收入下降 7%；毛利率同比提升 890bp 至 49.2%，主要受预计收回 IEEPA 关税款影响。从竞争格局看，耐克（Nike）已失去美国性能跑鞋市场份额第一的位置，布鲁克斯（Brooks）以约 20%的份额领先。我们认为，Nike 当前仍处于渠道重整和产品周期切换阶段。

运动服饰内部继续呈现“成熟品牌承压、功能品牌抢份额”的格局。露露乐蒙（Lululemon）FY26Q1 收入 24.7 亿美元，同比增长 4%，其中美洲业务可比销售下降 5%、国际业务可比销售增长 13%，海外市场已成为主要增长引擎，但北美需求疲弱促使公司下修全年指引。昂跑（On Holding）FY26Q4 净销售额 8.3 亿瑞郎（约 10.3 亿美元），固定汇率口径增长 26.4%，其中美洲增长 17.1%；公司毛利率维持 64.2%的高位。公司在美国鞋类品牌销售额排名已由 2021 年的第 18 位升至 2025 年的第 5 位，显示其在跑步、舒适鞋履和功能时尚领域持续获取份额。我们认为，具备清晰产品定位、较强创新能力及高端渠道控制力的新兴品牌仍将优于传统综合运动龙头。

美妆消费韧性较强，平价品牌、专业零售及中国市场修复构成主要亮点。e.l.f. 美妆（e.l.f.）FY26Q4 净销售额 4.5 亿美元，同比增长 35%，平价定位、社交媒体营销及 rhode 并表共同推动高增长，显示消费者在控制预算的同时仍愿意为高性价比美妆产品付费。雅诗兰黛（Estée Lauder）FY26Q3 净销售额 37.1 亿美元，

下载日志已记录，仅供内部参考

同比增长 5%，有机净销售增长 2%，其中中国内地增长 11%，初步释放企稳信号。犹他美容(Ulta Beauty)净销售额 31.6 亿美元，同比增长 11.1%，同店增长 5.3%，专业美妆零售渠道继续受益于品类丰富度、会员体系及线下体验优势。

Off-price 业态维持较高确定性，消费降级与尾货供给共同支撑增长。TJX 公司（TJX）FY27Q1 净销售额 143 亿美元，同比增长 9%，其中 Marmaxx 可比销售增长 6%。在品牌库存去化、尾货供给充裕及消费者更加重视性价比的背景下，off-price 渠道兼具低价心智、选品灵活性和高周转优势。我们认为，TJX 公司(TJX)仍是服饰零售链条中盈利可见度较高、抗周期能力较强的标的。

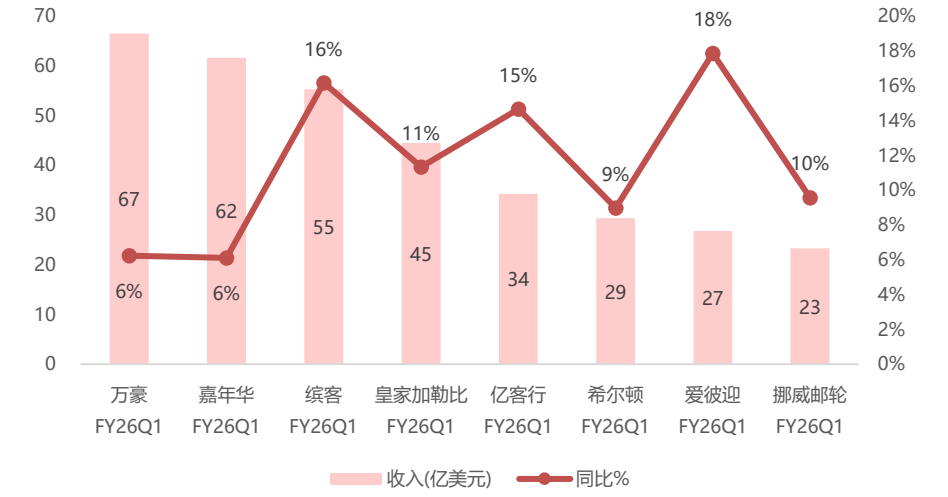
2.2.4 旅游体验：量价齐升，轻资产模式贡献利润弹性

板块行情：酒店与邮轮受高景气度驱动跑赢，OTA 回调更多反映 AI 去中介化担忧。截至 2026 年 6 月 30 日，万豪（Marriott）、希尔顿（Hilton）、皇家加勒比（Royal Caribbean）、爱彼迎（Airbnb）年内分别累计上涨 19.9%/15.2%/15.0%/5.4%，酒店与邮轮表现相对领先；挪威邮轮（Norwegian Cruise）、嘉年华公司（Carnival）、亿客行（Expedia）、缤客（Booking）分别下跌 5.4%/5.4%/9.3%/16.4%，OTA 及部分邮轮公司表现靠后。我们认为，酒店和邮轮跑赢主要来自需求韧性、价格高位和指引上修；OTA 回调与当期业绩关联不大，更多反映市场对 AI 代理重构旅游预订入口的担忧。缤客(Booking)在 2025Q4 业绩会上披露，2026 年将额外投入约 7 亿美元用于生成式 AI 和 Connected Trip 等方向，并预计带来约 4 亿美元增量收入。

基本面：2026Q1 量指标全线为正，旅游需求仍具韧性。2026Q1，平台端夜数/间夜增速维持在 6%—9%区间，出行需求仍保持稳健增长。酒店端，管理费与特许经营费收入增速持续快于 RevPAR，酒店集团在相对温和的行业 RevPAR 环境下仍能释放利润弹性。邮轮板块整体需求仍强，票价和预订表现维持高景气。嘉年华公司 (Carnival) FY26Q1 固定汇率单位净收益增长 2.7%，皇家加勒比 (Royal Caribbean) 26Q1 固定汇率单位净收益增长 2.0%，核心邮轮需求仍具韧性；但挪威邮轮（Norwegian Cruise）单位净收益下滑 1.0%，并下调全年指引，主要受到中东冲突推高燃油成本等因素影响。我们认为，邮轮仍是体验消费中性价比较高、供给相对受限的细分赛道，但燃油、航线安全、区域暴露和成本控制将成为个股分化的重要变量。

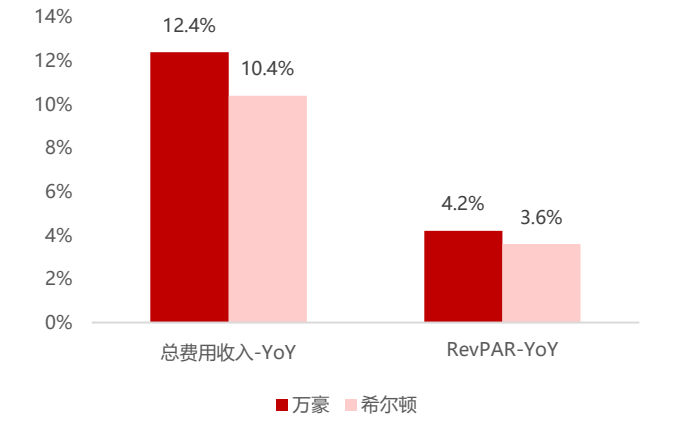
下载日志已记录，仅供内部参考

图27：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/2/28-3/31）



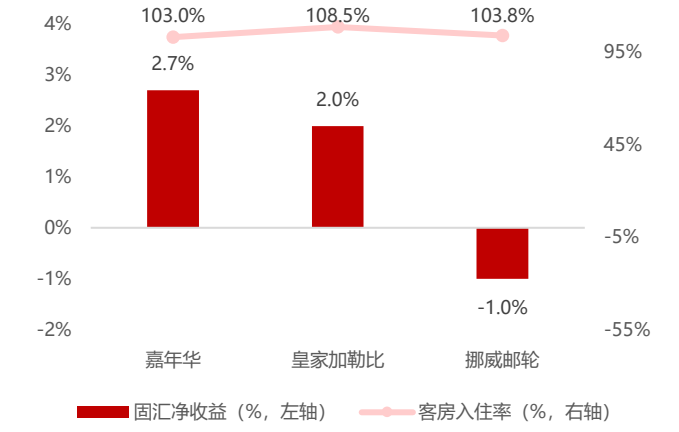
资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图28：FY26Q1 酒店总费用收入（Gross fee revenues）vs 单房收益（RevPAR）同比（%）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图29：FY26Q1 邮轮固定汇率单位净收益（%）vs 客房入住率（%）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

旅游板块延续稳健增长，酒店资产轻模式与头部邮轮经营韧性较强，在线旅游平台则受 AI 去中介化预期压制估值。在线旅游平台方面，爱彼迎（Airbnb）FY26Q1 收入 26.8 亿美元，同比增长 18%，预订间夜数增长 9%。缤客（Booking）FY26Q1 收入 55 亿美元，同比增长 16%，固定汇率口径增长约 10%，间夜数增长 6%，调整后 EBITDA 增长 19%。公司持续推进 Agentic AI 工具落地，FY26Q2 单笔预订服务成本持续以两位数的速度下降，显示 AI 对运营效率的改善开始兑现。亿客行（Expedia）收入 34.3 亿美元，同比增长 15%，间夜数增长 6%。整体来看，平台交易量仍保持稳健增长，AI 有望降低客服及交易成本，但市场对生成式 AI 重塑流量入口、弱化 OTA 中介价值的担忧，仍对板块估值形成压制。

下载日志已记录，仅供内部参考

酒店集团经营稳健，RevPAR 增长与客房网络扩张共同提升收费收入可见度。万豪国际（Marriott）FY26Q1 总收入 66.5 亿美元，基础管理费及特许经营费等毛费收入同比增长 12%，全球 RevPAR 增长 4.2%，并上调全年 EPS 指引。希尔顿（Hilton）FY26Q1 总收入 29.4 亿美元，酒店管理费及特许经营费收入同比增长 10.4%，RevPAR 增长 3.6%。我们认为，头部酒店集团依托品牌矩阵、会员体系及轻资产管理和特许经营模式，能够在有限资本投入下持续扩大客房网络；净增客房及充足的在建管线，为未来管理费和特许经营费增长提供较高可见度。

邮轮板块表现分化，头部运营商依靠定价、载客率及船队优化维持增长。皇家加勒比（Royal Caribbean）FY26Q1 收入 45 亿美元，同比增长 11%，固定汇率口径单位净收益增长 2.0%，载客率达到 109%，显示需求和船上消费保持较强韧性。嘉年华公司（Carnival）FY26Q1 收入 61.7 亿美元，创同期历史新高，固定汇率单位净收益增长 2.7%，持续受益于票价改善、船上消费及成本效率提升。相比之下，挪威邮轮（Norwegian Cruise Line）FY26Q1 单位净收益下降 1.0%，并受到中东燃油成本上升及欧洲航线需求转弱影响，下调全年指引，预计全年单位净收益同比下降约 3%-5%。

2.2.5 出行链：客流边际走弱，高端舱、忠诚度与现场体验支撑韧性

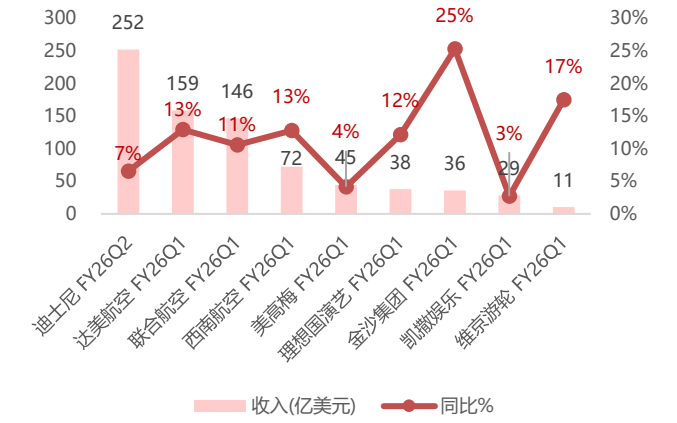
板块行情：出行链成为 2026H1 消费板块中最强主线之一，财富效应与业绩兑现共同驱动估值修复。截至 2026 年 6 月 30 日，维京游轮（Viking）、达美航空（Delta）、美高梅（MGM）、凯撒娱乐（Caesars）、理想国演艺（Live Nation）、西南航空（Southwest Airlines）、联合航空（United Airline）、凯悦酒店（Hyatt）年内分别累计上涨 46.6%/35.7%/31.0%/29.0%/28.5%/25.5%/21.6%/21.1%，涨幅显著领先多数商品类可选消费。我们认为，出行链的相对强势主要来自两条逻辑：1）AI 主题行情和资产价格上涨带来的财富效应，继续支撑高收入客群在旅游、演出、邮轮和高端酒店上的消费意愿；2）龙头公司收入结构改善、价格韧性和利润兑现超预期，推动市场上修盈利预期。相比之下，金沙集团（Las Vegas Sands）、迪士尼（Disney）分别下跌 28.3%/14.8%，表现靠后。其中，金沙集团（Las Vegas Sands）FY26Q1 收入同比增长 25.3%，基本面强劲下股价表现仍落后，或主要反映市场对中国澳门及中国消费敞口的宏观折价；迪士尼（Disney）则受国内乐园客流走弱和国际游客疲软影响，股价表现承压。

基本面：客流端开始放缓，价格、结构和会员/忠诚度收入支撑增长。TSA 安检客流自 5 月起同比转负，6 月同比下滑 1.3%，7 月上旬降幅扩大至 1.9%。迪士尼（Disney）FY26Q2 国内乐园客流下滑 1%，主要受国际访客疲软拖累。出行需求量边际走弱，收入结构升级对冲客流压力。达美航空（Delta）FY26Q2 高端舱收入同比增长 17% SkyMiles 会员及相关合作收入同比增长 19%；西南航空（Southwest Airlines）FY26Q2 约 60%的旅客购买了高于基础票价的产品，主要包括权益更丰富的高等级票价及优选座位等增值服务，并非传统意义上的舱位

下载日志已记录，仅供内部参考

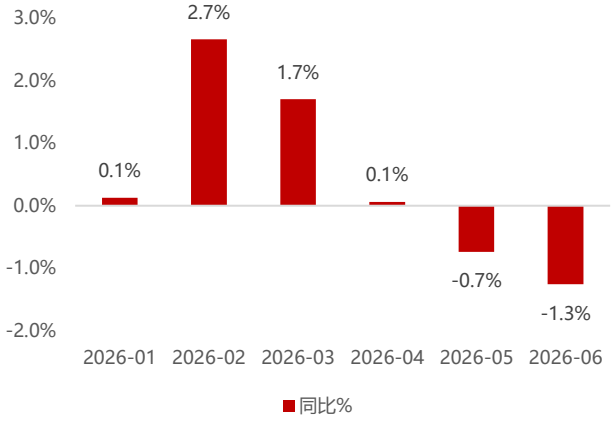
升级，反映消费者对差异化服务具备一定付费意愿；理想国演艺（Live Nation）FY26Q1 演出递延收入同比增长 22%，创历史新高。从成本端来看，燃油重新成为共同压力变量，中东冲突加大盈利不确定性。达美航空（Delta） FY26Q1 燃油开支同比增长 77%，联合航空（United Airline）因油价压力削减下半年运力 5 个百分点。

图30：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/2/28-3/31）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

图31：TSA 安检客流月度同比



资料来源：TSA，国联民生证券研究所

航空板块收入结构持续升级，高端舱、忠诚度及产品分层成为主要增长驱动，但盈利弹性仍高度取决于油价与运力管理。达美航空（Delta）FY26Q2 调整后收入 177 亿美元，同比增长 13.9%，其中高端舱收入增长 17%、忠诚度收入增长 19%，来自美国运通的酬金收入达 24 亿美元，同比增长 16%，高价值客群与联名信用卡体系继续支撑收入质量；但受燃油开支同比增长 77%拖累，调整后 EPS 下降 26%。联合航空（United Airlines）FY26Q1 收入增长 10.6%，国际航线表现优于国内，其中国际大西洋航线收入增长 18.9%；面对油价上升，公司下调下半年运力计划约 5 个百分点，以平衡票价、载客率与成本压力。西南航空（Southwest Airlines）FY26Q1 收入增长 12.8%，创同期纪录，单位客运收入 RASM 增长 11.2%;在指定座位及产品分层改革下,约 60%的客户选择升级购买。我们认为，航空公司共同趋势正由单纯客流恢复转向高端化、忠诚度变现及舱位产品升级，但短期利润表现仍受燃油成本和运力驱动。

博彩板块线下业务稳步修复，数字化业务成为利润增长的主要弹性来源。金沙集团（Las Vegas Sands）FY26Q1 收入 35.9 亿美元，同比增长 25.3%，其中中国澳门收入同比增长 23.5%、新加坡博彩收入同比增长 31.4%，双核心市场共同驱动增长。美高梅国际酒店集团（MGM）FY26Q1 总收入 44.5 亿美元，创同期新高。其中，拉斯维加斯大道度假村业务收入增长 0.2%，为自 3Q24 以来首次转正；数字业务收入增长 42.7%，线上博彩与体育竞猜继续贡献增量。凯撒娱乐

下载日志已记录，仅供内部参考

（Caesars）FY26Q1 收入增长 2.7%，数字业务分部经调 EBITDA 增长 60.5%。我们认为，实体赌场和度假村业务整体保持平稳，数字业务凭借更高增速和经营杠杆，正在成为博彩公司的主要利润弹性来源。

现场娱乐与主题乐园延续较强定价能力，稀缺体验消费对冲客流波动。Live Nation FY26Q1 收入 37.9 亿美元，同比增长 12%，演出相关递延收入达到 66 亿美元，同比增长 22%，创历史新高；2026 年已售门票超过 1.07 亿张，同比增长 11%，演唱会及现场娱乐需求仍具较高可见度。迪士尼（Disney）体验分部收入 94.9 亿美元、经营利润 26.2 亿美元，均创同期纪录；尽管美国本土乐园客流下降 1%，但人均消费增长 5%，通过票价、酒店、餐饮及附加消费提升实现收入和利润增长。我们认为，具备独特 IP、内容供给和现场体验优势的公司，仍能够通过提价和消费升级抵御客流压力。

邮轮内部维京游轮经营质量领先，提前锁定舱位增强业绩可见性。维京游轮（Viking）FY26Q1 收入 10.5 亿美元，同比增长 17.5%，单位净收益增长 9.5%，在主要邮轮公司中表现领先；2026 航季舱位已售出约 92%，未来收入可见度较高。公司聚焦高端、无儿童及目的地深度体验的差异化定位，在客群质量、定价能力和预订周期方面具备优势。

2.2.6 奢侈品：弱复苏下需求向头部集中，超高端与强势单品牌跑赢集团型公司

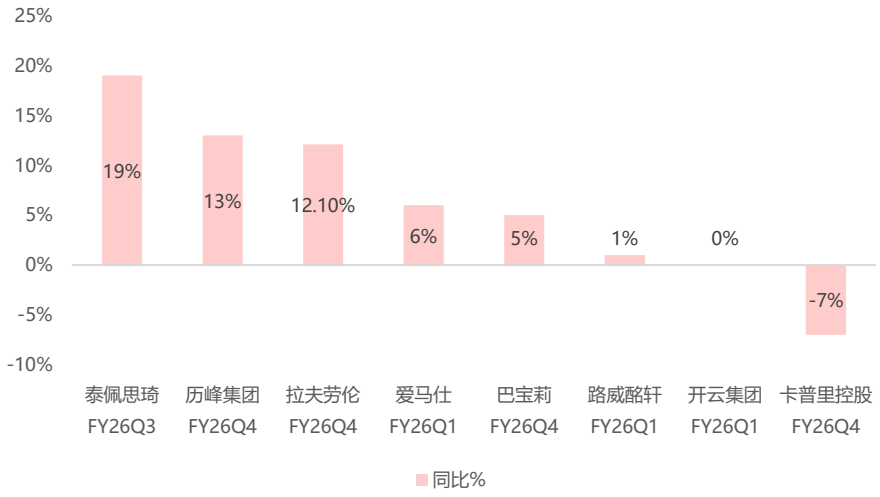
板块行情：强势单品牌与集团型奢侈品公司明显分化，品牌势能成为股价胜负手。截至 2026 年 6 月 30 日，泰佩思琦（Tapestry）、拉夫劳伦（Ralph Lauren）股价年内分别累计上涨 15.2%/14.1%，表现居前；卡普里控股（Capri）、路威酩轩（LVMH）股价年内分别累计下跌 23.9%/26.7%，表现靠后。我们认为，市场对奢侈品公司的定价已从“行业 β 修复”转向“品牌 α 验证”，具备清晰产品周期、年轻客群渗透和区域增长动能的单品牌或轻集团公司更易跑赢，而多品牌集团受部分品牌疲弱、区域结构扰动和增长斜率放缓影响，估值仍承压。泰佩思琦（Tapestry）凭借 Coach 品牌势能、中国区高增和产品周期兑现显著跑赢板块，成为奢侈品内部分化的典型样本。

基本面：区域上美洲最强、品牌间分化大于区域分化。从区域表现看，美洲是 2026 年奢侈品需求中最具韧性的市场。爱马仕（Hermès）2026Q1 美洲固定汇率收入增长 17.2%，历峰集团（Richemont） FY26 美洲收入增长 17%，显示美国高净值客群仍是本轮奢侈品边际增量的主要来源。我们认为，这一表现与 AI 高景气、股市财富效应及高收入客群资产负债表改善密切相关。欧洲本地客群需求仍具一定韧性，但游客消费回落对部分市场形成拖累，爱马仕（Hermès）法国收入下滑 2.8%反映旅游消费边际走弱。日本市场分化明显，路威酩轩（LVMH）、巴宝莉（Burberry）、泰佩思琦（Tapestry）在日本表现为负，主要受入境游客消费

下载日志已记录，仅供内部参考

回落影响；而爱马仕（Hermès）、历峰集团（Richemont）仍保持正增长，具备稀缺性、强品牌心智和高端客群黏性的品牌，在区域扰动中维持韧性。大中华区奢侈品需求整体仍处低个位数增长区间，修复斜率相对有限。除区域消费分化外，地缘冲突也对奢侈品短期经营形成扰动。路威酩轩（LVMH）表示，中东冲突拖累 2026Q1 有机收入增长约 1%。

图32：最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/28-3/31）



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

表4：品牌×区域增速矩阵

公司	指标	美洲	欧洲	日本	大中华/亚太
爱马仕	收入-YoY	17%	10%	10%	2%
历峰集团	收入（固汇）-YoY	17%	9%	9%	8%
路威酩轩	收入（有机）-YoY	3%	-3%	-3%	7%
巴宝莉	收入（可比）-YoY	10%	-2%	/	10%
泰佩思琦	收入（固汇）-YoY	20%	21%	-10%	55%

资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

奢侈品板块延续显著分化，稀缺性单品牌与珠宝品类韧性较强，综合型集团及品牌重塑标的修复相对偏慢。爱马仕（Hermès）FY26Q1 集团收入按固定汇率增长 6%，其中皮具与马具业务增长 9.4%，美洲市场增长 17.2%，核心品类与重点区域继续保持稳健表现。法国市场收入下降 2.8%，主要受到游客客流放缓影响。我们认为，爱马仕依托供给稀缺性、产能扩张纪律及长期候补需求维持较强定价权，其核心商业模式和品牌势能未发生明显变化，业绩确定性仍处行业领先水平。

泰佩思琦（Tapestry）增长质量突出，Coach 品牌复兴与年轻客群扩张形成共振。公司 FY26Q3 集团收入按固定汇率增长 19%，其中 Coach 增长 29%，大中华区增长 55%；单季度新增客户约 240 万，Z 世代占比超过 35%，年轻消费群

下载日志已记录，仅供内部参考

体渗透持续提升。同期毛利率升至 76.9%的历史新高，表明增长主要来自全价销售、产品结构优化及品牌势能提升，而非依赖促销。我们认为，Coach 在产品创新、价格带定位和数字化营销方面持续兑现，泰佩思琦（Tapestry）当前兼具较高收入增速与利润率弹性。

综合型奢侈品集团修复节奏相对较慢，核心品牌承压拖累整体表现。路威酩轩（LVMH） FY26Q1 时装及皮具业务有机收入下降 2%，开云集团（Kering）旗下 Gucci 可比收入下降 8%，核心品牌尚未恢复正增长，反映高端消费者需求分化及品牌调整仍需时间。相比之下，珠宝品类表现更具韧性，开云集团（Kering）珠宝收入增长 22%，路威酩轩（LVMH）珠宝业务增长 7%，成为集团层面的主要对冲项。我们认为，多品牌集团虽具备品类及区域分散优势，但核心时装品牌体量较大，其产品周期和品牌重塑进展仍将决定估值修复节奏。

珠宝、经典生活方式品牌及部分转型标的边际改善，品牌间分化仍然明显。历峰集团（Richemont）FY26 收入按固定汇率增长 11%，其中美洲增长 17%，珠宝业务继续受益于高净值客群需求和品牌稀缺性。巴宝莉（Burberry）第四季度同店增长 5%，美洲和大中华区均增长 10%，显示品牌调整初步见效；日本市场下降 6%，主要受到入境游客消费放缓影响。拉夫劳伦（Ralph Lauren）FY26Q4 收入按固定汇率增长 12%，其中亚洲增长 27.6%，高端生活方式定位和区域扩张持续兑现。相比之下，卡普里控股（Capri）中 Michael Kors 按固定汇率收入下降 8.4%，品牌收缩与渠道调整仍在延续。

下载日志已记录，仅供内部参考

3 投资建议：沿业绩兑现主线配置，关注出行链的财富效应受益方向

上半年市场表现验证了业绩兑现度的重要性。2026 年上半年，美股消费板块内部表现进一步分化，股价取决于基本面兑现质量、利润率修复和指引变化。性价比与会员制方向中，开市客（Costco）、沃尔玛（Walmart）、TJX 公司（TJX）分别变动 8.8%/2.1%/-0.8%，整体表现平稳；达乐（Dollar General）下跌 12.5%，尽管同店持续改善，但前期涨幅消化及低收入客群敞口仍压制估值。体验链方向中，万豪（Marriott）、希尔顿（Hilton）、皇家加勒比（Royal Caribbean）分别上涨 19.9%/15.2%/15.0%，业绩兑现度较高；缤客（Booking）下跌 16.4%，主要受 AI 代理去中介化担忧压制。品牌势能方向中，星巴克（Starbucks）、可口可乐（Coca-Cola）、泰佩思琦（Tapestry）分别上涨 22.8%/17.8%/15.2%，经营改善与品牌动能获市场认可；Nike 下跌 34.6%，左侧修复逻辑尚未被基本面验证。我们认为，同店销售改善尚不足以支撑股价，**利润与指引的兑现更为关键。**

主线一•性价比与会员制：K 型消费下端承接方，优选客流与会员费双驱动模式。在 K 型消费结构下，具备供应链效率、价格优势和高频刚需属性的渠道有望持续承接消费迁移。沃尔玛（Walmart）依托市场份额提升以及电商、广告等第二增长曲线，FY27Q1 电商和广告收入分别同比增长 26%和 37%；开市客（Costco）同店销售增长 9.8%，增长主要由客流驱动，续费率保持在 92.2%的较高水平；TJX 公司（TJX）受益于尾货供给充裕及消费者性价比偏好提升。达乐（Dollar General）则建议重点跟踪同店客流改善的持续性、低收入客群购买力变化及估值消化进程。

主线二•体验与轻资产：费收入及单位收益韧性相对更强，关注高端客群与出行体验消费。万豪（Marriott）和希尔顿（Hilton）总费用收入分别同比增长 12.4%和 10.4%，增速显著快于 RevPAR，轻资产模式下收入增长更多由管理费、特许经营费及客房网络扩张驱动；皇家加勒比（Royal Caribbean）固汇单位净收益同比增长 2.0%，载客率达到 109%，价格与运营效率支撑业绩表现。出行体验链可进一步延伸至航空、博彩和现场娱乐。达美航空（Delta）的高端舱及忠诚度业务占比较高，对大众客流波动的敏感度相对较低；美高梅（MGM）、凯撒娱乐（Caesars）和理想国演艺（Live Nation）则主要受益于高收入客群较强的消费能力及体验消费需求。考虑到 TSA 客流自 5 月起同比转负，后续配置应更加关注票价、客群结构、会员及忠诚度体系、单位收益和轻资产收费能力，优选增长不单纯依赖客流扩张、具备价格与结构支撑的公司。

主线三•品牌势能个体：选择与 K 型消费和 AI 效率两条主线共振的公司。星巴克（Starbucks）北美交易量逐步修复，同时推进门店数字化及 AI 工具应用，关注运营效率改善与利润率修复的兑现；可口可乐（Coca-Cola）延续量价及利润率协同增长，非酒精即饮饮料（NARTD）市场份额持续提升，品牌与渠道优势进一步巩固；爱马仕（Hermès）和泰佩思琦（Tapestry）分别受益于美国高净值消费

下载日志已记录，仅供内部参考

韧性及年轻客群拓展，品牌势能仍处上行阶段。昂跑（On Holding）固汇收入同比增长 26.4%，在全球运动服饰板块中具备较强的成长稀缺性。

表5：重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	证券简称	股价（美元）	EPS（美元/人民币元）				PE（倍）				评级
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
AMZN.O	亚马逊	248.42	7.20	13.01	10.56	12.92	34	19	24	19	推荐
WMT.O	沃尔玛	108.09	2.76	2.90	3.23	3.62	39	37	33	30	推荐
COST.O	开市客	901.35	18.26	20.54	22.33	25.16	49	44	40	36	推荐
TJX.N	TJX 公司	124.60	4.99	5.08	5.48	5.90	25	25	23	21	推荐
KO.N	可口可乐	88.71	3.05	3.32	3.52	3.69	29	27	25	24	推荐
MNST.O	怪兽饮料	44.63	0.97	1.19	1.42	1.65	46	38	31	27	推荐
SBUX.O	星巴克	96.58	1.63	2.51	3.08	3.75	59	38	31	26	推荐
MCD.N	麦当劳	252.78	12.10	12.80	13.86	14.92	21	20	18	17	推荐
MAR.O	万豪酒店	337.24	9.97	10.88	11.27	12.16	34	31	30	28	推荐
RCL.N	皇家加勒比	249.30	15.96	17.49	18.87	21.57	16	14	13	12	推荐
TPR.N	泰佩思琦	117.11	7.66	7.85	8.49	9.12	15	15	14	13	推荐
LKNCY.OO	瑞幸咖啡	34.52	12.58	16.15	20.19	25.92	19	14	12	9	推荐

资料来源：Wind，iFinD，国联民生证券研究所（注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价；TJX 公司、沃尔玛、泰佩思琦 FY2026E 对应 FY2027E；亚马逊、可口可乐、怪物饮料、麦当劳、万豪酒店、皇家加勒比、瑞幸咖啡财年截至当年 12 月 31 日，沃尔玛、TJX 财年截至当年 1 月 31 日，开市客财年截至当年 8 月 31 日，星巴克财年截至当年 9 月 27 日，泰佩思琦财年截至当年 6 月 28 日；1USD=6.71CNY；瑞幸咖啡的 EPS 货币单位为人民币）

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 亚马逊（Amazon）：全球电商与云计算龙头，AWS 与广告驱动利润结构升级

亚马逊（Amazon，AMZN.O）由杰夫·贝索斯于 1994 年创立于西雅图，1997 年在纳斯达克上市，现已从线上书店成长为覆盖电商零售、云计算、数字广告与订阅服务的全球科技巨头。FY2025 公司北美、国际、AWS 三大分部收入占比分别为 59%/23%/18%，广告与 Prime 订阅为跨分部披露的高毛利收入类别。2020 年公司全球 Prime 会员规模超 2 亿，2025 年中期公司披露履约网络部署机器人超 100 万台，26Q1 件量增速达 15%创疫情后新高。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 5,747.9/6,379.6/7,169.2 亿美元，期间 CAGR 约为 11.7%；净利润分别为 304.3/592.5/776.7 亿美元，期间 CAGR 约为 59.8%，利润增长显著快于收入，主要系 AWS 利润率修复、广告放量与零售履约效率改善，AWS 与广告的高利润贡献持续提升，推动集团盈利结构由传统零售驱动向“云计算+广告”双引擎加速切换。

收入拆分与盈利预测：

北美与国际零售：基本盘保持稳健，履约自动化驱动利润率改善。 FY2025 北美收入 4,263.1 亿美元，同比提升 10.0%；国际收入 1,618.9 亿美元，同比提升 13.3%。26Q1 北美经营利润同比提升 43.1%表明前期效率提升已开始兑现。考虑到 26Q1 件量同比增长 15%，创疫情后新高，同时 Prime 会员渗透持续提升、履约自动化加速推进，我们判断北美零售业务仍将受益于订单增长与履约效率改善。预计 FY2026-FY2028 北美收入分别同比增长 11.5%/10.5%/9.0%，达到 4,753.3/5,252.4/5,725.1 亿美元；同期国际业务收入预计分别同比增长 12.0%/11.0%/10.0%，达到 1,813.2/2,012.7/2,213.9 亿美元。

AWS 云计算：AI 需求推动收入再加速，第一利润引擎地位进一步巩固。 FY2025 AWS 收入 1,287.3 亿美元，同比提升 19.7%。FY26Q1 增速回升至 28%，为 15 个季度最快。考虑 AI 训练与推理需求、自研芯片（Trainium）放量与在手订单，我们预计 AWS 收入 FY2026-FY2028 同比增长 27%/24%/22%，达到 1,634.8/2,027.2/2,473.1 亿美元，占集团收入的比重由 FY2025 的 18.0%提升至 19.9%/21.8%/23.8%。同期 AWS 经营利润率预计分别达到 37.5%/38.0%/38.5%，对应经营利润 613.1/770.3/952.2 亿美元。

广告与订阅：高毛利变现持续提速，抬升集团利润率中枢。广告是零售流量变现的核心抓手，FY26Q1 广告收入 172.4 亿美元，同比提升 24%，过去 12 个月收入超过 700 亿美元，公司将增长归因于 AI 广告工具与 agentic commerce。据此，我们预计 FY2026-FY2028 广告收入分别同比增长 20%/18%/16%，达到 823.6/971.9/1,127.4 亿美元；同期订阅服务收入预计达到 555.7/616.9/678.6 亿美元。预计服务收入占比由 FY2025 的 58.7%提升至 FY2026-FY2028 的

下载日志已记录，仅供内部参考

61%/63%/65%，推动集团毛利率由 50.3%提升至 51.9%/53.1%/54.5%，经营利润率由 11.2%提升至 13.0%/14.9%/16.5%。

表6：亚马逊（Amazon）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	716,924	820,132	929,222	1,041,218
北美（百万美元）	426,305	475,330	525,240	572,511
国际（百万美元）	161,894	181,321	201,267	221,393
AWS（百万美元）	128,725	163,481	202,716	247,314
其中：广告收入（百万美元）	68,635	82,362	97,187	112,737
收入增长率（%）	12.4	14.4	13.3	12.1
北美（%）	10	11.5	10.5	9
国际（%）	13.3	12	11	10
AWS（%）	19.7	27	24	22
毛利率（%）	50.3	51.9	53.1	54.5
经营利润率（%）	11.2	13	14.9	16.5

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入 8,201/9,292/10,412 亿美元，同比增长 14.4%/13.3%/12.1%；实现归母净利润 1,403/1,140/1,393 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 19/24/19 倍。FY2027 归母净利润同比下降主要是因为 FY2026 包含 Anthropic 投资公允价值变动收益，形成较高基数，并非主营经营趋势转弱。AWS 与广告双高毛利引擎驱动利润率进入上行通道，零售效率改善与 AI 资本开支的投入产出是估值核心变量。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：AI 资本开支回报不及预期；云计算竞争加剧；关税与第三方卖家生态扰动；反垄断监管风险。

表7：亚马逊（Amazon）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	716,924	820,132	929,222	1,041,218
增长率（%）	12.4	14.4	13.3	12.1
归属母公司股东净利润(百万美元)	77,670	140,336	113,951	139,306
增长率（%）	31.1	80.7	-18.8	22.3
每股收益（美元）	7.20	13.01	10.56	12.92
PE（X）	34	19	24	19
PB（X）	6.5	4.9	4.0	3.3

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 沃尔玛（Walmart）：全球最大零售商，电商、广告与会员构筑第二利润曲线

沃尔玛（Walmart，WMT.O）由山姆·沃尔顿于 1962 年在阿肯色州创立，1970 年 IPO、1972 年在纽交所挂牌，2025 年 12 月转板纳斯达克，总部位于阿肯色州本顿维尔，是按收入计的全球最大零售商，截至 2026 年 1 月底全球 19 个国家运营 10,955 家门店。FY2026 公司 Walmart U.S.、Walmart International 和 Sam's Club U.S.三大分部净销售额占比分别约为 68%/18%/13%，美国业务中食杂占比约 59%，高频刚需构成客流基本盘。

FY2024-FY2026 期间，公司分别实现营业收入 6,481.3/6,809.9/7,131.6 亿美元，期间 CAGR 约 4.9%；归母净利润 155.1/194.4/218.9 亿美元，期间 CAGR 约 18.8%，利润增速显著快于收入，主要系电商减亏以及广告（Walmart Connect）、会员收入等高毛利业务加速放量，管理层在 FY26Q4 业绩会披露，当季广告收入与会员费合计已接近经营利润的三分之一。

收入拆分与盈利预测：

Walmart U.S.：食杂构筑高频客流基本盘，中高收入客群持续流入推动市场份额提升。FY2026，Walmart U.S.净销售额达到 4,829.8 亿美元，同比增长 4.4%。其中，食杂业务占比约 59%，高频刚需属性为门店客流提供稳定支撑；健康与保健品类延续双位数增长，进一步强化业务韧性。FY25Q3 公司表示美国市场新增份额中约 75%来自年收入 10 万美元以上家庭，FY26Q4 公司多数份额增量仍来自年收入 10 万美元以上家庭，中高收入消费者向高性价比渠道迁移的趋势仍在延续。考虑食杂需求稳定、电商履约效率提升以及门店焕新持续推进，我们预计 FY2027-FY2029 Walmart U.S.净销售额分别同比增长 4.3%/4.1%/4.2%，达到 5,037.5/5,246.3/5,468.3 亿美元。分品类看，预计同期食杂业务分别增长 4.5%/4.0%/4.7%，综合商品收入分别增长 4.4%/3.5%/3.2%，健康与保健业务分别增长 3.7%/5.2%/4.7%。

国际业务与山姆会员店：国际市场领跑增长，会员生态持续提升收入质量。FY2026，公司国际业务净销售额达到 1,304.2 亿美元，同比增长 7.0%，为集团增速最快的板块。其中，中国市场增长 23.3%，主要受山姆中国与电商业务驱动，墨西哥及中美洲市场则保持平稳增长。基于中国市场较强动能及重点海外区域持续扩张，我们预计 FY2027-FY2029 国际业务净销售额分别同比增长 10.8%/5.8%/5.7%，达到 1,444.5/1,528.6/1,615.1 亿美元。Sam's Club U.S. FY2026 净销售额达到 930.2 亿美元，同比增长 3.1%，会员规模与续费率均处于高位。我们预计 FY2027-FY2029 Sam's Club U.S.净销售额分别同比增长 7.2%/7.1%/7.0%，达到 997.0/1,067.8/1,142.4 亿美元。同期，集团会员及其他收入预计分别增长 14.4%/11.0%/9.3%，达到 77.2/85.7/93.7 亿美元。

下载日志已记录，仅供内部参考

电商与利润率：电商减亏叠加广告和会员业务放量，第二利润曲线加速兑现。FY2026，公司电商业务收入达 1,504 亿美元，同比增长 24.4%，占营业收入比重提升至 21.1%，线上业务已成为集团收入增长的重要来源。随着履约网络效率提升、订单密度增加及电商规模效应释放，我们预计 FY2027-FY2029 电商销售额分别同比增长 24.0%/16.3%/14.3%，达到 1,864.9/2,169.4/2,480.4 亿美元，增速虽随规模扩大逐步回落，但仍显著快于集团整体收入。与此同时，电商减亏以及广告、会员等高毛利业务快速放量，有望持续改善集团盈利结构。我们预计 FY2027-FY2029 集团毛利率分别为 25.0%/25.1%/25.2%，经营利润率分别为 4.6%/4.6%/4.8%；同期 Walmart U.S.分部经营利润率分别达到 5.6%/5.7%/5.8%。整体来看，公司正由传统低毛利零售模式逐步向电商、广告与会员协同驱动的多元盈利模式转型，利润增速有望继续快于收入增速。

表8：沃尔玛（Walmart）分业务销售预测

项目/年度	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入（百万美元）	713,163	755,630	792,845	831,954
沃尔玛美国（百万美元）	482,975	503,754	524,630	546,828
沃尔玛国际（百万美元）	130,423	144,455	152,860	161,514
山姆美国（百万美元）	93,015	99,699	106,783	114,244
会员及其他收入（百万美元）	6,750	7,722	8,571	9,369
收入增长率（%）	4.7	6	4.9	4.9
沃尔玛美国（%）	4.4	4.3	4.1	4.2
沃尔玛国际（%）	7	10.8	5.8	5.7
山姆美国（%）	3.1	7.2	7.1	7
毛利率（%）	25.2	25	25.1	25.2
经营利润率（%）	4.2	4.6	4.6	4.8

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 1 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2027-FY2029 分别实现营业收入 7,556.3/7,928.5/8,319.5 亿美元，同比增长 6.0%/4.9%/4.9%；实现归母净利润 230.2/256.1/287.0 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 37/33/30 倍。投资逻辑方面，公司是 K 型消费下端承接与中高收入降级流入的双重受益者，电商、广告与会员的第二利润曲线正在重估其盈利质量。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：电商与广告增速放缓导致利润结构升级不及预期；关税推升商品成本、毛利率承压；低价竞争加剧；估值处于历史高位、对业绩兑现容错率低。

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：沃尔玛（Walmart）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入(百万美元)	713,163	755,630	792,845	831,954
增长率（%）	4.7	6.0	4.9	4.9
归属母公司股东净利润(百万美元)	21,893	23,022	25,607	28,696
增长率（%）	12.6	5.2	11.2	12.1
每股收益（美元）	2.76	2.90	3.23	3.62
PE（X）	39	37	33	30
PB（X）	8.6	7.3	6.3	5.4

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 1 月 31 日）

注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 开市客（Costco）：会员制仓储零售龙头，客流与会员费构成利润双引擎

开市客（Costco Wholesale，COST.O）是全球领先的会员制仓储零售商。公司前身 Price Club 于 1976 年在圣迭戈开出全球首家会员制仓储门店，Costco 于 1983 年在西雅图开业，1985 年上市，两者于 1993 年合并。截至 FY2025 财年末，公司在全球运营 914 家仓库，付费会员 8,100 万人，全球会员续费率 89.8%。FY26Q3 末美加续费率为 92.2%。商业模式上，公司以接近成本价销售商品获取客流，利润主要由会员费贡献。FY2025 会员费收入 53.2 亿美元，约占总收入 1.9%，占经营利润的比值超过一半，商业模式呈“商品引流+会费变现”的结构。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 2,422.9/2,544.5/2,752.4 亿美元，期间 CAGR 约 6.6%；归母净利润 62.9/73.7/81.0 亿美元，期间 CAGR 约 13.5%，利润增速持续领先收入，主要受益于会员结构优化与经营杠杆释放，其中 Executive 高阶会员占比由 FY2023 的 45.5%提升至 FY2025 的 47.8%。

收入拆分与盈利预测：

商品销售：仓库扩张与同店增长共同驱动收入稳健提升。仓库扩张方面，公司 FY2023-FY2025 年分别净增 23/29/24 家仓库，年均净增约 25 家，持续验证其全球门店复制能力。基于现有扩张节奏，我们预计 FY2026-FY2028 分别净增 28/30/32 家仓库，期末仓库总数达到 942/972/1,004 家。同店方面，FY2025 同店销售增长 6%，其中客流贡献 5 个百分点，增长仍主要由到店频次提升驱动。考虑高基数影响，同时结合美国消费者持续向高性价比渠道迁移，我们预计 FY2026-FY2028 同店销售分别增长 6.0%/5.0%/4.5%，其中客流分别贡献 4.0/3.5/3.5 个百分点，客单价分别贡献 2.0/1.5/1.0 个百分点。同期，电商销售占比预计由 FY2025 的 7.0%提升至 FY2028 的 8.5%。综合仓库扩张、同店增长及线上渗透提升，我们预计 FY2026-FY2028 净销售额分别达到 2,943.5/3,187.3/3,438.6 亿美元，同比增长 9.1%/8.3%/7.9%。

会员费收入：会员规模扩张、费率提升与高阶会员渗透共同推动核心利润池增长。会员收入的核心驱动来自仓库数量、单仓会员密度及会员结构优化。随着仓库网络持续扩张及单店运营成熟，我们预计单仓付费会员数将由 8.86 万人逐步提升至 FY2026-FY2028 的 9.17/9.30/9.50 万人，对应付费会员总数分别达到约 8,638/9,040/9,538 万人。与此同时，2024 年 9 月会员费提价将在后续财年逐步完成年化，叠加 Executive 高阶会员占比持续提升，预计 FY2028 该占比将达到 51%，推动单会员年费收入由 65.7 美元提升至 72 美元。基于会员规模、费率及结构三重驱动，我们预计 FY2026-FY2028 会员费收入分别达到 59.2/63.3/68.7 亿美元，同比增长 11.2%/6.9%/8.5%，增速有望持续高于商品销售。

盈利能力：高毛利业务占比提升与规模效应推动利润率稳步改善。随着电商、

下载日志已记录，仅供内部参考

广告等高毛利业务占比持续提升，公司盈利结构有望进一步优化。我们预计FY2026-FY2028 毛利率约为 12.9%，较 FY2025 的 12.84%小幅改善。费用端，仓库网络扩张及收入规模增长有望摊薄销售及管理费用率，带动经营杠杆逐步释放。预计经营利润率将由 FY2025 的 3.8%提升至 FY2026-FY2028 的 3.8%/3.8%/3.9%。整体来看，商品销售提供稳定收入增长，会员费贡献高质量利润，叠加费用率优化，公司利润增速有望持续快于收入增速。

表10：开市客（Costco）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	275,235	300,271	325,058	350,729
净销售额（百万美元）	269,912	294,354	318,730	343,862
会员费收入（百万美元）	5,323	5,917	6,328	6,867
收入增长率（%）	8.2	9.1	8.3	7.9
净销售额（%）	8.1	9.1	8.3	7.9
会员费收入（%）	10.3	11.2	6.9	8.5
毛利率（%）	12.8	12.9	12.9	12.9
经营利润率（%）	3.8	3.8	3.8	3.9

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 8 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入3,002.7/3,250.6/3,507.3 亿美元，同比增长 9.1%/8.3%/7.9%；归母净利润分别为 91.1/99.0/111.6 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 44/40/36 倍。投资逻辑方面，公司同店由客流驱动、会员费具备提价与结构双重弹性，在 K 型消费下端承接与中高收入降级流入中确定性突出。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：会员续费率与提价接受度不及预期；食品通缩与油价扰动拖累同店；关税与供应链成本上行侵蚀商品毛利。

表11：开市客（Costco）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	275,235	300,271	325,058	350,729
增长率（%）	8.2	9.1	8.3	7.9
归属母公司股东净利润(百万美元)	8,099	9,108	9,901	11,157
增长率（%）	9.9	12.5	8.7	12.7
每股收益（美元）	18.26	20.54	22.33	25.16
PE（X）	49	44	40	36
PB（X）	13.7	11.5	9.7	8.3

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 8 月 31 日）

注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 TJX：全球 off-price 折扣零售龙头，尾货供给与消费降级双重受益

TJX（TJX.N）是全球领先的 off-price（折扣尾货）服饰与家居时尚零售商，1987 年由 Zayre 公司重组设立并上市，总部位于马萨诸塞州弗雷明汉，旗下拥有 TJ Maxx、Marshalls、HomeGoods、Winners、TK Maxx 等品牌，截至 FY2026 财年末全球门店 5,214 家。商业模式上，公司以机会型采购获取品牌尾货、以低于全价零售商约 20%-60%的价格销售，"寻宝式"购物体验带来高频客流，几乎不依赖电商，仅占比约 2%，在 AI 流量重构中具备渠道免疫属性。

FY2024-FY2026 期间，公司分别实现营业收入 542.2/563.6/603.7 亿美元，期间 CAGR 约 5.5%；净利润为 44.7/48.6/54.9 亿美元，期间 CAGR 约 10.8%，同店增长连续为正且由客流驱动。品牌商库存出清带来的尾货供给增加，与消费者向高性价比渠道迁移形成双重驱动。

收入拆分与盈利预测：

门店与同店：稳健扩店叠加客流驱动，收入增长确定性较强。FY2024-FY2026，公司全球门店总数分别为 4,954 家、5,085 家和 5,214 家，FY2025 和 FY2026 分别净增 131 家和 129 家。基于现有开店节奏及区域扩张空间，我们预计 FY2027-FY2029 分别净增 136 家、145 家和 150 家门店，期末门店总数将达到 5,350 家、5,495 家和 5,645 家。同店方面，FY2026 同店销售增长 5%，主要由客流提升驱动。考虑消费者持续向高性价比渠道迁移，同时品牌商去库存为公司提供充足尾货供给，我们预计 FY2027-FY2029 同店销售增速均维持在 3%左右，新增门店及非同店增长预计贡献约 2 个百分点。门店扩张与同店增长有望共同支撑收入稳健提升。

分部收入：Marmaxx 夯实基本盘，HomeGoods 与海外市场提供增量。Marmaxx 涵盖美国市场的 TJ Maxx 与 Marshalls，是公司最核心的收入来源。FY2026 该分部实现收入 365.9 亿美元，同比增长 5.7%。凭借成熟门店网络、稳定客流及较强的品牌尾货获取能力，我们预计 FY2027-FY2029 收入均同比增长 5.0%，分别达到 384.1 亿美元、403.4 亿美元和 423.5 亿美元。HomeGoods 受益于家居消费低基数修复，FY2026 收入达到 101.7 亿美元，同比增长 8.4%。我们预计 FY2027-FY2029 收入均同比增长 5.5%，分别达到 107.3 亿美元、113.2 亿美元和 119.4 亿美元。加拿大及国际业务预计同期收入分别达到 144.5 亿美元、153.2 亿美元和 162.4 亿美元，推动海外收入占比逐步提升至 23.0%，成为集团中长期的重要增量来源。

盈利能力：尾货采购优势与规模效应支撑利润率保持稳健。在品牌商库存去化持续、尾货供给相对充裕的环境下，公司具备较强的机会型采购能力。同时，低加价率模式有助于维持价格竞争力并稳定客流。我们预计 FY2027-FY2029 毛利率

下载日志已记录，仅供内部参考

分别为 30.8%、30.9%和 31.0%，整体保持平稳。经营利润率预计分别为 11.5%、11.7%和 11.9%。随着规模效应释放逐步恢复，公司盈利模式兼具采购弹性、费用控制与抗周期属性，利润率具备较强稳定性。

表12：TJX 分业务销售预测

项目/年度	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入（百万美元）	60,372	63,596	66,977	70,536
Marmaxx（百万美元）	36,585	38,414	40,335	42,352
HomeGoods（百万美元）	10,172	10,731	11,322	11,944
加拿大及国际（百万美元）	13,615	14,450	15,320	16,240
收入增长率（%）	7.1	5.3	5.3	5.3
Marmaxx（%）	5.7	5.0	5.0	5.0
HomeGoods（%）	8.4	5.5	5.5	5.5
毛利率（%）	31.0	30.8	30.9	31.0
经营利润率（%）	11.9	11.5	11.7	11.9

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 1 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2027-FY2029 实现营业收入 636.0/669.8/705.4 亿美元，同比提升 5.3%/5.3%/5.3%；归母净利润为 55.9/60.3/64.9 亿美元，同比提升 1.8%/7.8%/7.7%，对应当前股价 PE 分别为 25/23/21 倍。投资逻辑方面，off-price 是服饰链条中确定性较高的一环，尾货供给充裕与降级客流构成双重顺风。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：关税推升采购成本、低价心智下转嫁空间有限；工资通胀侵蚀费用率；品牌商库存管理改善导致尾货供给收缩。

表13：TJX 盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入(百万美元)	60,372	63,596	66,977	70,536
增长率（%）	7.1	5.3	5.3	5.3
归属母公司股东净利润(百万美元)	5,494	5,593	6,026	6,493
增长率（%）	13.0	1.8	7.8	7.7
每股收益（美元）	4.99	5.08	5.48	5.90
PE（X）	25	25	23	21
PB（X）	13.5	10.4	8.3	6.9

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 1 月 31 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.5 可口可乐（Coca-Cola）：全球饮料龙头，量价与利润率同步改善的稀缺必选资产

可口可乐（Coca-Cola，KO.N）创立于 1886 年，1919 年在纽交所上市，总部位于亚特兰大，是覆盖气泡饮料、水与运动饮料、果汁乳品以及咖啡茶饮的全品类饮料公司，产品销往 200 多个国家和地区，全球每日出售量约 21 亿份。公司采用浓缩液生产与特许装瓶相结合的轻资产模式，按欧洲、中东及非洲，拉丁美洲，北美，亚太四大地理分部以及装瓶投资集团披露经营业绩。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 457.5/470.6/479.4 亿美元，净利润 107.1/106.3/131.1 亿美元，收入增速温和主要系装瓶业务再特许化出表与汇率拖累，有机口径持续高个位数增长。FY2025 利润率大幅改善，经营利润率实现 28.7%，浓缩液与特许装瓶体系的轻资产优势持续转化为更高的盈利质量。

收入拆分与盈利预测：

量价拆分：销量修复与产品组合优化共同支撑有机增长。FY2025，公司系统单位箱销量约 338 亿箱，同比持平，部分市场需求疲软对整体表现形成拖累。FY26Q2，公司单位箱销量同比增长 5%，反映终端需求已出现边际改善。基于当前需求趋势及品类结构，我们预计 FY2026-FY2028 系统单位箱销量分别增长 1.9%/1.0%/1.0%。价格端，随着通胀性提价逐步退坡，价格及产品组合贡献预计由 FY2024 的 9%回归至约 3%的常态水平。综合销量与价格贡献，我们预计 FY2026-FY2028 有机收入分别增长约 5.0%/3.0%/2.5%。其中，销量预计分别贡献 9.6/5.0/5.2 亿美元，价格及产品组合预计分别贡献 14.4/10.1/7.8 亿美元。

盈利能力：轻资产模式与结构优化推动利润率持续提升。公司采用浓缩液与特许装瓶相结合的轻资产模式，毛利率处于行业领先水平。随着特许装瓶体系进一步优化、产品结构持续升级以及营销投入效率改善，我们预计 FY2026-FY2028 毛利率分别达到 62.1%/63.0%/63.4%，较 FY2025 的 61.6%稳步提升；同期经营利润率预计分别达到 32.0%/33.7%/34.2%。FY26Q2，公司有机收入同比增长 6%，价格及产品组合贡献 2%；单位箱销量增长 5%;可比经营利润率达到 35.6%，同比提升 0.9 个百分点；公司同时继续获得全球非酒精即饮饮料市场价值份额。我们认为，可口可乐在必选消费板块中具备较为稀缺的量价改善与利润率扩张逻辑。

下载日志已记录，仅供内部参考

表14：可口可乐（Coca-Cola）量价拆分预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	47,941	50,338	51,848	53,144
收入/单位箱（美元）	1418	1461	1490	1512
系统单位箱销量（十亿箱）	33.8	34.5	34.8	35.1
收入增长率（%）	1.9	5.0	3.0	2.5
单位箱收入同比（%）	1.6	3.0	2.0	1.5
单位箱销量同比（%）	0.3	1.9	1.0	1.0
毛利率（%）	61.6	62.1	63.0	63.4
经营利润率（%）	28.7	32.0	33.7	34.2

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入 503.4/518.5/531.4 亿美元，同比增长 5.0%/3.0%/2.5%；归母净利润分别达到 142.9/151.5/158.7 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 27/25/24 倍。投资逻辑方面，公司是必选消费中少数量价与利润率同步改善的标的，健康化产品组合与全球定价能力支撑增长质量。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新兴市场汇率波动；健康化监管与消费偏好变化；装瓶体系成本传导不畅。

表15：可口可乐（Coca-Cola）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	47,941	50,338	51,848	53,144
增长率（%）	1.9	5.0	3.0	2.5
归属母公司股东净利润(百万美元)	13,107	14,286	15,148	15,869
增长率（%）	23.3	9.0	6.0	4.8
每股收益（美元）	3.05	3.32	3.52	3.69
PE（X）	29	27	25	24
PB（X）	11.9	11.0	10.3	9.7

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.6 怪物饮料（Monster）：与红牛形成能量饮料双强格局，国际化与提价共振

怪物饮料（Monster Beverage，MNST.O）起源于 1930 年代 Hansen 家族在洛杉矶的果汁生意，2002 年推出 Monster Energy 能量饮料后聚焦转型，2012 年由 Hansen Natural 更名为 Monster Beverage，总部位于加州科罗纳。2015 年公司与可口可乐达成战略合作，截至 2026 年 2 月可口可乐持股约 20.9%，并为其全球首选分销伙伴，公司借其装瓶网络加速国际化。公司按 Monster Energy 饮料、战略品牌（可口可乐系转入品牌）、酒精品牌、其他四个分部披露，能量饮料合计占收入约 93%，红牛为公司最主要竞争对手。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 71.4/74.9/82.9 亿美元，期间 CAGR 约 7.8%；净利润 16.3/15.1/19.1 亿美元。FY2025 收入同比提升 10.7%重新加速，能量饮料仍是软饮板块景气度领先的细分品类，国际收入占比已升至 41.5%，海外渗透仍具较大提升空间。

收入拆分与盈利预测：

量价拆分：品类高景气与国际市场扩张支撑销量增长，提价与产品组合优化推动单箱收入修复。FY2025，公司能量饮料销量达到 9.59 亿箱，同比增长 13.3%，反映功能饮料需求延续较高景气。考虑能量饮料渗透率持续提升以及国际市场加快扩张，我们预计 FY2026-FY2028 销量分别增长 19.4%/10.4%/8.4%，达到 11.45/12.64/13.71 亿箱。价格方面，FY2024-FY2025 单箱净收入受到国际业务占比提升影响而有所回落，主要由于海外市场平均售价相对较低。随着 2025 年末美国市场提价逐步落地，并叠加产品结构升级，我们预计单箱净收入将由 FY2025 的 8.48 美元回升。

分部与区域：Monster Energy 主品牌维持核心地位，国际化成为中期增长的主要驱动力。Monster Energy 主品牌仍是公司收入的核心来源，预计 FY2026-FY2028 收入分别达到 91.9/104.7/115.8 亿美元，占能量饮料收入的比重保持在 94%左右。Strategic Brands 主要包括公司于 2015 年从可口可乐收购的能量饮料品牌，以及 Predator、Fury 等自有平价能量饮料品牌，预计同期收入分别达到 5.4/6.0/6.6 亿美元。酒精饮料及其他业务体量较小，对集团整体业绩贡献有限。区域方面，随着品牌覆盖及终端可见度提升，我们预计 FY2026-FY2028 国际收入分别达到 42.4/50.4/58.1 亿美元，占营业收入的比重由 FY2025 的 41.5%提高至 43%/45%/47%，国际市场将成为未来销量增长的主要来源。

盈利能力：提价、原材料成本改善与国际规模效应共同推动利润率提升。随着美国市场提价逐步兑现、国际业务规模扩大，公司盈利能力有望持续改善。我们预计 FY2026-FY2028 毛利率分别达到 56.5%/57.0%/57.5%，较 FY2025 的 55.8%稳步提升；同期经营利润率预计由 FY2025 的 29.2%提高至 29.9%/31.0%/32.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

整体来看，公司正处于销量增长、单箱收入修复与利润率扩张同步兑现的阶段，盈利增速有望继续快于收入增速。

表16：怪物饮料（Monster）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	8,294	9,871	11,201	12,369
Monster Energy（百万美元）	7,665	9,190	10,466	11,582
Strategic Brands（百万美元）	469	541	605	657
酒精饮料及其他（百万美元）	160	140	130	130
收入增长率（%）	10.7	19.0	13.5	10.4
能量饮料销量（百万箱）	959	1,145	1,264	1,371
单箱净收入（美元）	8.5	8.5	8.8	9.0
毛利率（%）	55.8	56.5	57.0	57.5
经营利润率（%）	29.2	29.9	31.0	32.0

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入 98.7/112.0/123.7 亿美元，同比增长 19.0%/13.5%/10.4%；归母净利润分别达到 23.2/27.8/32.4 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 38/31/27 倍。投资逻辑方面，能量饮料全球维持高景气，公司量价与利润率三线共振。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：能量饮料品类竞争加剧；铝罐与糖等原材料成本波动；国际扩张利润率稀释。

表17：怪物饮料（Monster）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	8,294	9,871	11,201	12,369
增长率（%）	10.7	19.0	13.5	10.4
归属母公司股东净利润(百万美元)	1,905	2,323	2,784	3,235
增长率（%）	26.3	21.9	19.8	16.2
每股收益（美元）	0.97	1.19	1.42	1.65
PE（X）	46	38	31	27
PB（X）	10.6	8.3	6.5	5.3

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.7 星巴克（Starbucks）：全球现磨咖啡龙头，北美交易量修复与轻资产化重塑盈利

星巴克（Starbucks，SBUX.O）1971 年创立于西雅图派克市场，1992 年在纳斯达克上市，是全球最大的现磨咖啡连锁公司，截至 FY2025 财年末在全球 89 个市场运营 40,990 家门店，其中直营 21,514 家、授权 19,476 家，FY2025 公司北美、国际、渠道发展三大分部收入占比分别为 74%/21%/5%。公司正处于"Back to Starbucks"战略重塑期,聚焦北美门店体验与运营提效，并已完成中国零售业务的结构调整。2025 年 11 月宣布与博裕资本组建合资公司，2026 年 4 月交割，约 8,000 家中国直营门店转为授权经营模式。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 359.8/361.8/371.8 亿美元，净利润 41.2/37.6/18.6 亿美元，利润连续两年下滑主要系北美同店转负后的投入期费用与重组成本，FY2025 经营利润率降至 7.9%的历史低位区间，较低的利润率基数亦为后续经营修复提供较大的弹性空间。

收入拆分与盈利预测：

门店与同店：放缓扩店节奏并聚焦单店产出，北美交易量修复支撑同店改善。截至 FY2025 末，公司全球门店数量达到 40,990 家。在“Back to Starbucks”战略下，公司主动放缓开店速度，将经营重点转向门店体验、运营效率及单店产出提升。基于当前扩张节奏，我们预计 FY2026-FY2028 分别净增 625/700/750 家门店，期末门店总数达到 41,615/42,315/43,065 家。同店方面，FY26Q2 北美同店销售增长 7.1%，且主要由交易量提升驱动，显示核心市场客流修复已取得积极进展。结合公司对全年全球同店销售增长不低于 5%的指引，我们预计 FY2026-FY2028 全球同店销售分别增长 5.8%/4.0%/4.0%，其中交易量分别贡献 3.5/2.5/2.5 个百分点。

收入结构：直营转授权优化商业模式，短期压制报表收入，长期提升盈利质量。受中国直营门店转入许可体系影响，直营门店数量明显下降，但北美同店销售和单店产出的改善或对直营收入形成对冲。我们预计 FY2026–FY2028 直营门店收入分别为 308.7/309.9/325.7 亿美元，同比增长 0.4%/0.4%/5.1%。同期，许可门店收入预计达到 46.3/50.9/53.5 亿美元，同比增长 6.5%/9.7%/5.2%；其他收入预计分别为 25.0/25.7/26.6 亿美元。FY2026–FY2027 收入增速受到业务结构调整影响，FY2028 随着过渡期影响减弱及门店恢复扩张，收入增速有望回升。我们预计 FY2026–FY2028 营业收入分别达到 380.1/386.5/405.8 亿美元，同比增长 2.2%/1.7%/5.0%。

盈利能力：北美经营修复与轻资产化共同释放利润弹性。FY2025 公司经营利润率降至 7.9%，主要反映战略重组、门店投入及业务调整对短期利润的影响。随着北美交易量持续改善、Green Dot Assist 等人工智能工具推动门店运营效率提

下载日志已记录，仅供内部参考

升，以及中国业务直营转授权逐步落地，公司经营杠杆有望重新释放。我们预计 FY2026-FY2028 经营利润率将分别回升至 10.4%/12.0%/13.7%。整体来看，公司收入短期受到业务结构调整影响，但利润率改善空间更为明确，预计利润增速将显著快于收入增速。

表18：星巴克（Starbucks）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	37,184	38,009	38,650	40,576
直营门店收入（百万美元）	30,745	30,874	30,994	32,566
许可门店收入（百万美元）	4,350	4,635	5,085	5,350
其他收入（百万美元）	2,089	2,500	2,570	2,660
收入增长率（%）	2.8	2.2	1.7	5.0
直营门店（%）	3.3	0.4	0.4	5.1
许可门店（%）	-3.4	6.5	9.7	5.2
全球同店增速（%）	-1.0	5.8	4.0	4.0
经营利润率（%）	7.9	10.4	12.0	13.7

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 9 月 27 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入 380.1/386.5/405.8 亿美元，同比增长 2.2%/1.7%/5.0%；归母净利润分别为 28.6/35.1/42.7 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 38/31/26 倍。投资逻辑方面，北美交易量修复与授权化带来的利润率回升是核心逻辑，利润增速显著快于收入。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：北美同店修复的持续性不及预期；中国业务结构切换的执行与过渡期扰动；咖啡豆成本与工资通胀；重组费用超预期。

表19：星巴克（Starbucks）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	37,184	38,009	38,650	40,576
增长率（%）	2.8	2.2	1.7	5.0
归属母公司股东净利润(百万美元)	1,856	2,861	3,506	4,272
增长率（%）	-50.6	54.1	22.6	21.8
每股收益（美元）	1.63	2.51	3.08	3.75
PE（X）	59	38	31	26
PB（X）	/	/	/	/

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 9 月 27 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.8 麦当劳（McDonald's）：全球快餐加盟巨头，系统销售额与特许费的稳定复利

麦当劳（McDonald's，MCD.N）品牌源于 1940 年麦当劳兄弟的餐厅，1955 年雷·克罗克开设首家特许经营店并创立公司，1965 年上市，总部位于芝加哥，是全球最大的快餐连锁公司。截至 FY2025 年末，公司于全球运营 45,356 家餐厅，其中约 95%为加盟经营。公司按美国、国际直营市场（IOM）、国际发展授权市场（IDL）三大分部披露业绩。加盟模式下公司收入以特许权使用费与租金为主，会员体系 90 天活跃用户处于历史高位。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 254.9/259.2/268.9 亿美元，净利润分别实现 84.7/82.2/85.6 亿美元，经营利润率稳定在 45%-46%的行业前列水平。FY2025 公司净增 1,879 家，加盟模式的现金流稳定性与开店周期重启共同构成“稳健复利+开店提速”的增长组合。

收入拆分与盈利预测：

餐厅网络与系统销售额：开店周期加速，价值套餐与会员体系共同支撑同店增长。截至 FY2025 末，公司全球餐厅数量达到 45,356 家，门店扩张已进入提速阶段。基于当前开店节奏，我们预计 FY2026-FY2028 分别净增 2,100 家、2,544 家和 2,200 家餐厅，期末餐厅总数将达到 47,456 家、50,000 家和 52,200 家。同店方面，26Q1 全球同店销售增长 3.8%，其中美国市场增长 3.9%，主要受价值套餐推广、会员规模扩大及数字化订单增长带动。考虑低价产品组合对价格敏感客群的承接作用，以及会员体系对复购率和交易频次的持续提升，我们预计 FY2026-FY2028 全球同店销售分别增长 3.5%、4.0%和 4.0%。在门店扩张与同店增长共同驱动下，系统销售额预计分别达到 1,477.6 亿美元、1,573.7 亿美元和 1,668.1 亿美元，同比增长 6.0%、6.5%和 6.0%。

收入结构：加盟收入占比持续提升，轻资产模式推动系统销售额高效转化为利润。FY2025 年，公司约 95%的餐厅采用加盟经营模式，特许权使用费与租金构成核心收入来源。随着全球餐厅网络扩张及系统销售额稳步增长，我们预计 FY2026-FY2028 加盟收入分别达到 175.4 亿美元、185.9 亿美元和 196.2 亿美元，同比增长 6.0%、6.0%和 5.5%，占总收入比重逐步提升至 62.5%。同期，直营餐厅销售收入预计分别达到 100.8 亿美元、105.3 亿美元和 110.1 亿美元。加盟业务具备较高利润率和较低资本投入，增量收入能够更直接地转化为经营利润。基于加盟收入占比提升及规模效应释放，我们预计经营利润率将由 FY2025 的 46.1%提升至 FY2026-FY2028 的 46.4%、47.2%和 48.0%。整体来看，开店提速提供收入增量，会员与价值套餐维持同店韧性，加盟模式则进一步放大利润增长弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

表20：麦当劳（McDonald's）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	26,885	28,297	29,837	31,370
加盟收入（百万美元）	16,548	17,541	18,593	19,616
直营餐厅销售（百万美元）	9,690	10,078	10,531	11,005
其他收入（百万美元）	647	679	713	749
收入增长率（%）	3.7	5.3	5.4	5.1
系统销售额（百万美元）	139,400	147,764	157,369	166,811
全球同店增速（%）	3.1	3.5	4.0	4.0
全球餐厅数（家）	45,356	47,456	50,000	52,200
经营利润率（%）	46.1	46.4	47.2	48.0

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入 283.0/298.4/313.7 亿美元，同比提升 5.3%/5.4%/5.1%；归母净利润 90.6/98.1/105.6 亿美元，同比提升 5.8%/8.3%/7.7%，对应当前股价 PE 分别为 20/18/17 倍。投资逻辑方面，加盟模式现金流稳定、开店周期重启，低价套餐对价格敏感客群的承接构成同店韧性。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：低收入客群客流走弱、低价套餐拉低客单；商超熟食与快休闲分流；国际市场地缘与汇率扰动；牛肉等原材料成本上行。

表21：麦当劳（McDonald's）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	26,885	28,297	29,837	31,370
增长率（%）	3.7	5.3	5.4	5.1
归属母公司股东净利润(百万美元)	8,563	9,059	9,809	10,560
增长率（%）	4.1	5.8	8.3	7.7
每股收益（美元）	12.10	12.80	13.86	14.92
PE（X）	21	20	18	17
PB（X）	/	/	/	165.1

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.9 万豪（Marriott）：全球酒店管理龙头，轻资产费收入的确定性复利

万豪国际（Marriott International，MAR.O）创立于 1927 年，总部位于马里兰州贝塞斯达，是按客房数计的全球最大酒店集团。截至 FY2025 年末系统客房约 178.0 万间、酒店 9,805 家、覆盖 145 个国家和地区，旗下丽思卡尔顿、瑞吉、万豪、威斯汀、喜来登等品牌超 30 个，开发管线近 61 万间；Bonvoy 会员 2025 年全年新增约 4,300 万达近 2.71 亿人。公司为纯轻资产模式，收入由管理费、特许经营费、激励管理费构成，自有物业极少。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 237.1/251.0/261.9 亿美元，净利润 30.8/23.8/26.0 亿美元。FY2025 毛费收入达 54.4 亿美元，增速持续快于 RevPAR，净客房扩张与联名信用卡等非客房费收入共同构成长期复利来源。

收入拆分与盈利预测：

客房网络与 RevPAR：净客房扩张提供高确定性增长，RevPAR 温和改善贡献顺周期弹性。截至 FY2025 末，公司系统客房数量达到 178 万间，在建及开发管线约 61 万间，充足的储备项目为未来客房规模扩张提供较强可见度。结合公司指引，我们预计 FY2026-FY2028 净客房数量均增长 4.75%，对应期末系统客房数分别达到 186.4/195.3/204.6 万间。需求端，在行业景气温和修复的背景下，我们预计同期全球 RevPAR 分别增长 2.5%/3.0%/3.0%，入住率维持在 69.5%至 69.9%之间，平均每日房价增速约为 2.2%至 2.7%。整体来看，客房数量增长构成收入的稳定底盘，RevPAR 改善则提供一定的顺周期弹性。

总服务费（Gross Fee Revenues）收入结构：客房扩张与单位客房变现提升共同驱动高质量收入增长。特许经营费（Franchise fees）、基础管理费（Base management fees）和激励管理费（Incentive management fees）构成公司利润的核心来源。随着系统客房持续扩张，同时联名信用卡等非客房收入提升单位客房变现水平，我们预计 FY2026-FY2028 总服务费收入分别达到 59.6/63.0/66.7 亿美元，同比增长 9.5%/5.8%/5.9%，增速有望持续高于 RevPAR。其中，特许经营费预计分别达到 38.6/42.4/46.6 亿美元，同比增长 16.1%/9.8%/9.9%；基础管理费预计分别达到 13.9/14.6/15.3 亿美元。

盈利能力：高质量服务费收入占比提升，带动经营利润率稳步改善。随着总服务费收入占总收入比重由 FY2025 的 20.8%逐步提升至 FY2026-FY2028 的 21.1%/21.6%/21.9%，公司收入结构将进一步向高利润率业务倾斜。我们预计经营利润率将由 FY2025 的 15.8%提升至 FY2026–FY2028 的 16.9%/17.0%/17.3%。此外，Bonvoy 会员体系持续扩大用户触达与复购基础，叠加覆盖不同价格带和消费场景的品牌矩阵，有望进一步强化公司的议价能力与长期收费能力。整体来看，公司轻资产模式下的利润增长确定性仍高于收入增速。

下载日志已记录，仅供内部参考

表22：万豪（Marriott）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	26,186	28,248	29,145	30,489
总服务费收入（百万美元）	5,438	5,955	6,300	6,670
其中：特许经营费（百万美元）	3,325	3,860	4,238	4,659
基础管理费（百万美元）	1,322	1,388	1,458	1,530
激励管理费（百万美元）	791	707	605	481
其他及成本报销收入（百万美元）	20,748	22,293	22,845	23,819
收入增长率（%）	4.3	7.9	3.2	4.6
总服务费收入（%）	5.2	9.5	5.8	5.9
系统客房数（千间）	1,780	1,864	1,953	2,046
全球 RevPAR 增速（%）	2.0	2.5	3.0	3.0
经营利润率（%）	15.8	16.9	17	17.3

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026–FY2028 实现营业收入 282.5/291.5/304.9 亿美元，同比增长 7.9%/3.2%/4.6%；归母净利润分别为 28.4/29.4/31.7 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 31/30/28 倍。投资逻辑方面，轻资产费收入模式在温和 RevPAR 环境下仍能释放利润弹性，净客房增长提供高可见性。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：商旅与高端休闲需求走弱导致 RevPAR 不及预期；净客房增长与开发管线转化放缓；激励管理费对经济周期敏感；中东等区域地缘扰动。

表23：万豪（Marriott）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	26,186	28,248	29,145	30,489
增长率（%）	4.3	7.9	3.2	4.6
归属母公司股东净利润(百万美元)	2,601	2,837	2,938	3,171
增长率（%）	9.5	9.1	3.6	7.9
每股收益（美元）	9.97	10.88	11.27	12.16
PE（X）	34	31	30	28
PB（X）	/	/	/	/

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.10 皇家加勒比（Royal Caribbean）：全球邮轮龙头之一，运力×收益率双轮驱动的体验消费资产

皇家加勒比集团（Royal Caribbean Group，RCL.N）1968 年创立，1993 年在纽交所上市，总部位于迈阿密，是全球领先的邮轮集团，旗下拥有 Royal Caribbean、Celebrity Cruises、Silversea 三大全资品牌并持有 TUI Cruises 50%股权。FY2025 公司全球载客约 945 万人次，APCD（Available Passenger Cruise Days，标准载客人数*总运营航程天数）约 5,330 万。公司以 Perfect Day 与 Royal Beach Club 两大系列构成的私属目的地体系是其差异化核心资产，计划将于 2028 年扩至 8 个。公司收入由乘客票务与船上及其他消费构成，FY26Q1 占比约为 7：3。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 139.0/164.8/179.4 亿美元，期间 CAGR 约 13.6%；净利润 17.0/28.8/42.7 亿美元。疫后修复叠加新船与目的地投放，载客率连续超 100%、单位净收益连续为正，盈利能力持续改善。

收入拆分与盈利预测：

运力与收益率：新船投放扩充供给，强预订与定价能力支撑单位收益持续增长。随着新船陆续交付及私属海岛目的地持续扩张，公司运力有望保持稳步提升。结合公司指引，我们预计 FY2026–FY2028 运力分别同比增长 6.7%/4.0%/6.0%，对应 APCD 达到 5,690/5,918/6,273 万。同期载客人数预计分别达到 940/980/1,040 万人次，载客率维持在约 110%的水平。收益率方面，公司当前预订量与票价均处于历史较高水平，26Q1 固定汇率口径单位净收益增长 2.0%。我们预计 FY2026-FY2028 单位 APCD 收入分别增长 2.0%/3.0%/3.0%，达到 343/353/364 美元。

收入结构：票务收入稳步增长，船上消费与私属目的地持续提升单位客价值。基于运力扩张与单位票务收入增长，我们预计 FY2026–FY2028 客票收入分别达到 135.6/144.2/156.3 亿美元，对应收入占比由 69.5%逐步下降至 68.5%；船上及其他收入分别达到 59.5/64.8/71.9 亿美元，占总收入比例由 30.5%提升至 31.5%。Perfect Day 等专属目的地通过水上乐园、海滩俱乐部、私人凉亭及岸上活动等付费项目延展消费场景，饮品、特色餐饮和 VOOM 互联网套餐则构成标准化增购产品。成本端，预计单位可用舱位日燃油成本维持在 23 至 24 美元，随着船队规模扩大和运营效率提升，单位巡航成本整体有望保持基本稳定。

盈利能力：收入结构优化与经营杠杆释放推动利润率持续提升。随着单位收益增长、船上高毛利收入占比提升及规模效应逐步释放，我们预计 FY2026–FY2028 毛利率分别达到 50.5%/51.0%/51.1%，较 FY2025 的 49.4%稳步改善；同期经营利润率预计由 FY2025 的 27.4%提升至 29.2%/29.8%/30.3%。公司有效税率维持在约 2%的低位，经营利润增长能够较为充分地传导至净利润与每股收益。整体来看，运力扩张提供收入增量，定价与船上变现提升单位收益，利润弹性有望持续

下载日志已记录，仅供内部参考

高于收入增速。

表24：皇家加勒比（Royal Caribbean）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	17,935	19,515	20,904	22,823
客票收入（百万美元）	12,515	13,563	14,424	15,634
船上及其他收入（百万美元）	5,419	5,952	6,480	7,189
收入增长率（%）	8.8	8.8	7.1	9.2
APCD（百万）	53.3	56.9	59.2	62.7
收入/APCD（美元）	336	343	353	364
入住率（%）	109.7	110.1	110	110
毛利率（%）	49.4	50.5	51	51.1
经营利润率（%）	27.4	29.2	29.8	30.3

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2026–FY2028 实现营业收入 195.1/209.0/228.2 亿美元，同比增长 8.8%/7.1%/9.2%；归母净利润分别为 46.8/50.5/57.7 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 14/13/12 倍。投资逻辑方面，邮轮为体验消费中供给受限、性价比占优的细分赛道，公司预订可见性强、估值在出行链中具备吸引力。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：燃油成本大幅上行；宏观走弱冲击预订与票价；新船交付与资本开支节奏；航线安全与地缘事件。

表25：皇家加勒比（Royal Caribbean）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	17,935	19,515	20,904	22,823
增长率（%）	8.8	8.8	7.1	9.2
归属母公司股东净利润(百万美元)	4,268	4,677	5,047	5,769
增长率（%）	48.3	9.6	7.9	14.3
每股收益(美元)	15.96	17.49	18.87	21.57
PE（X）	16	14	13	12
PB（X）	6.6	5.0	3.9	3.1

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.11 泰佩思琦（Tapestry）：Coach 品牌势能兑现，量价与利润率共振

泰佩思琦（Tapestry，TPR.N）前身为 1941 年创立于纽约的 Coach，2000 年上市，2017 年收购 Kate Spade 后更名为 Tapestry，总部位于纽约，是美国轻奢板块的代表性公司。公司已于 2025 年完成 Stuart Weitzman 品牌的出售，目前品牌组合聚焦 Coach 与 Kate Spade 双品牌。

FY2024-FY2026 期间，公司分别实现营业收入 66.7/70.1/80.0 亿美元，净利润 8.2/1.8/15.3 亿美元。FY2025 以来 Coach 品牌势能加速兑现。FY26Q3 固汇收入同比提升 29%，其中大中华同比提升 55%，毛利率 76.9%创历史新高，单季新增客户约 240 万且 Gen Z 占比超 35%，公司进入量、价与利润率同步改善的品牌上行周期。

收入拆分与盈利预测：

Coach：品牌势能延续上行，平均单价提升与年轻客群扩张共同驱动收入增长。FY26Q3，Coach 按固定汇率计算的收入同比增长 29%，大中华区收入同比增长 55%，单季度新增客户约 240 万，其中 Z 世代占比超过 35%，显示品牌在年轻消费者中的渗透持续提升。伴随 Tabby 等核心系列放量、产品结构优化及品牌热度上升，公司平均单价具备进一步提升空间。基于当前经营趋势，我们预计 FY2027-FY2029 平均单价分别增长 5.0%/4.0%/4.0%，同期门店数量分别净增 45/40/35 家。对应 Coach 收入预计分别达到 74.7/79.2/83.2 亿美元，同比增长 8.0%/6.0%/5.1%。

Kate Spade 与品牌组合：聚焦双品牌运营，渠道控制力为中长期修复奠定基础。Kate Spade 目前仍处于品牌重塑阶段，产品更新、渠道优化及品牌定位调整有望推动收入逐步恢复。我们预计 FY2027-FY2029Kate Spade 收入分别达到 9.8/10.0/10.4 亿美元，同比变化-8.6%/2.0%/4.0%。Stuart Weitzman 已完成出售，此后将退出合并报表，公司品牌组合进一步聚焦 Coach 与 Kate Spade。渠道方面，FY2026 公司直营渠道收入占比约 87%，数字渠道收入占比约三分之一。我们预计数字渠道占比将持续提升，并于 FY2029 达到 36%。较高的直营及数字渠道占比有助于公司强化定价管理、库存控制与品牌形象维护，为平均单价和毛利率提升提供支撑。

盈利能力：全价销售占比提升与产品结构优化推动利润率持续改善。随着 Coach 品牌势能增强、平均单价提升以及增长更多由全价销售驱动，公司盈利能力有望维持高位。我们预计 FY2027-FY2029 毛利率分别达到 76.9%/77.1%/77.3%。同期，经营利润率预计恢复至 23.9%/24.4%/24.9%。FY2025 经营利润率仅为 5.9%，主要受到一次性减值与重组费用扰动。整体来看，Coach 收入增长、渠道结构优化与费用恢复正常化有望共同推动利润增速快于收

下载日志已记录，仅供内部参考

入增速。

表26：泰佩思琦（Tapestry）分业务销售预测

项目/年度	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入（百万美元）	8,004	8,450	8,918	9,362
Coach（百万美元）	6,915	7,468	7,916	8,320
Kate Spade（百万美元）	1,075	982	1,002	1,042
Stuart Weitzman 及其他（百万美元）	14.6	0	0	0
收入增长率（%）	14.2%	5.6%	5.5%	5.0%
Coach（%）	23.5%	8.0%	6.0%	5.1%
Kate Spade（%）	-10.2%	-8.6%	2.0%	4.0%
毛利率（%）	77.8%	76.9%	77.1%	77.3%
经营利润率（%）	23.9%	23.9%	24.4%	24.9%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 6 月 28 日）

投资建议：盈利预测方面，我们预计公司 FY2027-FY2029 实现营业收入 84.5/89.2/93.6 亿美元，同比变动 5.6%/5.5%/5.0%；归母净利润为 15.7/16.9/18.2 亿美元，对应当前股价 PE 分别为 15/14/13 倍。投资逻辑方面，Coach 的 AUR 提升与年轻客群拉新构成品牌势能的持续验证，毛利率创新高显示增长并非促销驱动，验证 Coach 已进入量、价与利润率同步改善的品牌上行周期。综合基本面、盈利成长性与估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：Coach 品牌热度回落、AUR 提升不可持续；Kate Spade 重塑不及预期；大中华与日本区域需求波动；关税与供应链成本。

表27：泰佩思琦（Tapestry）盈利预测与财务指标

项目/年度(USD)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入(百万美元)	8,004	8,450	8,918	9,362
增长率（%）	14.2	5.6	5.5	5.0
归属母公司股东净利润(百万美元)	1,528	1,565	1,692	1,818
增长率（%）	733.9	2.4	8.1	7.5
每股收益（美元）	7.66	7.85	8.49	9.12
PE（X）	15	15	14	13
PB（X）	33.7	14.7	9.2	6.5

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 6 月 28 日）
注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

3.12 瑞幸咖啡（Luckin Coffee）：中国咖啡连锁龙头，门店扩张与数字化运营驱动高频消费增长

瑞幸咖啡（Luckin Coffee，LKNCY.OO）成立于 2017 年，总部位于福建厦门，2019 年 5 月在纳斯达克上市，2020 年退市后以 LKNCY 代码在 OTC 市场交易，是中国领先的科技驱动型新零售咖啡连锁品牌。公司以“高品质、高性价比、高便利性”为核心定位，通过移动端下单、门店自提/外送、数据化选址和数字化运营，实现对年轻消费群体和高频咖啡消费场景的快速渗透。截至 2025 年底，公司门店总数达到 31,048 家，其中自营门店 20,234 家、联营门店 10,814 家；截至 2026Q2 末，门店总数进一步提升至 36,310 家，其中自营门店 23,734 家、联营门店 12,576 家，门店网络规模继续快速扩张。

FY2023-FY2025 期间，公司分别实现营业收入 249.0/344.7/492.9 亿元，期间 CAGR 约 40.7%；归母净利润分别为 28.4/29.6/36.0 亿元，期间 CAGR 约 12.5%。收入端高速增长主要来自门店规模扩张、月均交易客户数提升及产品销量增长；利润端增速低于收入，主要受到价格竞争、外卖平台补贴扰动、配送费用上升及新品营销投入增加影响。FY2025 公司全年新增门店 8,708 家，月均交易客户数达到 9,420 万人，同比增长 31.1%；自营门店同店销售增长 7.5%，较 FY2024 的-16.7%显著改善，公司在价格竞争加剧背景下仍具备较强客流恢复能力。

收入拆分与盈利预测：

门店网络：自营与联营并行扩张，规模优势继续强化。公司采用“自营+联营”双轮驱动模式，自营门店主要布局高线城市核心点位，强化品牌形象、数字化运营和产品测试能力；联营门店则承担下沉市场和低线城市扩张功能，有助于提升开店效率并降低资本开支压力。2026Q2，公司门店总数已达 36,310 家，较 2025 年底净增 5,262 家，扩张节奏仍然较快。考虑公司在中国咖啡消费渗透率提升、低线城市空白市场和海外市场试点拓展中的增量空间，我们预计 FY2026-FY2028 公司期末门店总数分别达到 36,548/40,348/44,149 家，分别净增 5,500/3,800/3,801 家。其中，自营门店分别达到 22,734/24,534/26,335 家，联营门店分别达到 13,814/15,814/17,814 家。

收入结构：现制饮品构成基本盘，联营收入贡献提升收入弹性。从收入结构看，现制饮品仍是公司核心收入来源。2026Q2，公司现制饮品收入达到 111.5 亿元人民币，占总收入约 70.2%；联营门店收入达到 36.7 亿元人民币，占总收入约 23.1%，主要包括原材料销售、配送服务费、利润分成及特许权使用费等。随着联营门店数量提升，联营收入占比有望进一步提高，并带来更轻资产、更高周转的收入结构。我们预计 FY2026-FY2028 公司收入分别达到 589.3/693.4/818.3 亿元，同比增长 19.6%/17.7%/18.0%。其中，现制饮品及自营相关产品收入预计分别达到 442.2/496.1/556.6 亿元，同比增长 17.3%/12.2%/12.2%；联营业务收入分别达到 147.1/197.3/261.7 亿元，同比增长 26.9%/34.1%/32.6%，占营业收入的比重

下载日志已记录，仅供内部参考

由 FY2025 的 23.5%提升至 25.0%/28.5%/32.0%，成为中期收入增长的主要驱动力。

同店与客群：高基数与价格竞争短期压制同店，客户规模增长支撑长期复购。2026Q1 公司自营门店同店销售增长为-0.1%，2026Q2 为-5.3%，主要受到上年同期外卖平台补贴导致的高基数影响；但同期月均交易客户数达到 1.13 亿人，同比增长 22.9%，创历史新高，显示用户规模与消费频次仍在扩张。我们认为，瑞幸短期同店表现受到行业价格竞争和平台补贴周期扰动，但其高频刚需属性、低客单价定位、热销款上新能力和数字化会员运营能力仍将支撑长期复购。

盈利能力：规模效应仍在释放，配送与营销投入决定利润率修复节奏。2025 年公司 GAAP 经营利润为 50.7 亿元人民币，同比增长 42.1%，经营利润率 10.3%；非 GAAP 经营利润为 56.5 亿元人民币，非 GAAP 经营利润率 11.5%。2026 年，公司盈利能力呈现季度波动。2026Q1 经营利润率为 6.0%，主要受到配送费用和平台佣金上升影响；2026Q2 经营利润率回升至 13.4%，自营门店层面经营利润率达到 21.3%，旺季需求和规模效应释放下，公司仍具备较强利润弹性。我们预计 FY2026-FY2028 公司经营利润率分别为 11.4%/12.1%/13.1%，归母净利润分别达到 46.2/57.8/74.2 亿元，利润增长有望随着门店成熟、供应链效率提升和营销投放效率改善逐步快于收入增长。

表28：瑞幸咖啡（Luckin Coffee）分业务销售预测

项目/年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万元）	49,288	58,930	69,340	81,830
产品销售收入（百万元）	37,694	44,216	49,610	55,662
现制饮品（百万元）	34,617	40,485	45,375	50,855
其他产品（百万元）	2,319	2,876	3,327	3,844
其他收入/配送费（百万元）	759	854	909	964
加盟业务收入（百万元）	11,594	14,715	19,730	26,168
收入增长率（%）	43.0	19.6	17.7	18.0
产品销售收入（%）	41.0	17.3	12.2	12.2
加盟业务收入（%）	49.7	26.9	34.1	32.6
门店总数（家）	31,048	36,548	40,348	44,149
直营店（家）	20,234	22,734	24,534	26,335
加盟店（家）	10,814	13,814	15,814	17,814
毛利率（%）	61.9	60.5	58.3	58.0
经营利润率（%）	10.3	11.4	12.1	13.1

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所预测（财年截止日期为当年 12 月 31 日）

投资建议：作为中国咖啡消费大众化和高频化的核心受益者，瑞幸咖啡的数字化运营、爆品能力、供应链规模和门店网络密度构成核心壁垒。短期同店受价格竞争和

下载日志已记录，仅供内部参考

外卖平台补贴扰动，但用户规模、门店扩张和联营模式仍支撑收入增长。我们预计公司 FY2026-FY2028 实现营业收入 589.3/693.4/818.3 亿元，同比增长 19.6%/17.7%/18.0%；归属于公司普通股东的净利润为 46.2/57.8/74.2 亿元，对应当前股价 PE 分别为 14/12/9 倍。中长期看，随着行业竞争趋稳、门店成熟度提升及费用率优化，公司利润率具备修复空间。综合基本面、成长性与行业地位，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：咖啡行业价格竞争加剧；外卖平台补贴扰动同店销售和费用率；门店快速扩张导致单店模型稀释；原材料价格波动；食品安全与品牌声誉风险；海外扩张不及预期。

表29：瑞幸咖啡（Luckin Coffee）盈利预测与财务指标

项目/年度(CNY)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	49,288	58,930	69,340	81,830
增长率（%）	43.0	19.6	17.7	18.0
归属母公司股东净利润(百万元)	3,600	4,624	5,780	7,422
增长率（%）	22.8	28.4	25.0	28.4
每股收益(元)	12.58	16.15	20.19	25.92
PE（X）	19	14	12	9
PB（X）	3.9	3.1	2.4	1.9

资料来源：Wind，国联民生证券研究所（财年截止日期为当年 12 月 31 日，1USD=6.71CNY）

注：股价为 2026 年 9 月 16 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

4 风险提示

1）低收入群体信用状况超预期恶化的风险。当前信用卡拖欠率仍处于 2.92%的相对高位，虽然低于本轮信用周期 3.22%的峰值，但仍显著高于疫情前水平。若就业市场进一步走弱、居民偿债压力上升，低收入群体消费能力可能加速下降，进而加剧美国消费市场的结构性分化，并对折扣零售、餐饮及其他低收入客群敞口较高的公司经营表现产生不利影响。

2）关税成本二次传导的风险。当前部分品牌商及零售商已通过供应链调整、成本管控及阶段性压缩利润率等方式吸收关税影响，相关成本压力尚未完全反映在终端商品价格中。若后续企业进一步提价以转嫁成本，可能削弱消费者购买意愿，压制销量与客流表现；若企业选择自行消化成本，则可能对毛利率和盈利能力造成不利影响。

3）就业市场出现明显拐点的风险。美国消费韧性的基础仍主要来自相对稳定的就业市场和工资增长。若新增非农就业持续放缓、失业率明显上升或居民实际工资增速转弱，消费者信心及可支配收入可能受到影响，消费支出总量存在低于预期的风险，当前基于消费分层与结构性增长形成的投资逻辑亦可能发生变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

表30：亚马逊财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**229,083**	**226,318**	**307,581**	**438,265**
现金及现金等价物	86,810	56,437	116,220	226,323
应收账款及票据	67,729	82,013	90,341	98,337
存货	38,325	41,649	44,801	47,386
其他	36,219	46,219	56,219	66,219
非流动资产合计	**588,959**	**863,880**	**916,942**	**942,258**
固定资产	357,025	463,702	516,736	542,023
商誉及无形资产	23,273	23,303	23,331	23,360
其他	208,661	376,875	376,875	376,875
资产合计	**818,042**	**1,090,198**	**1,224,523**	**1,380,523**
流动负债合计	**218,005**	**235,418**	**255,792**	**272,487**
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	121,909	137,002	148,932	157,953
其他	96,096	98,416	106,861	114,534
非流动负债合计	**188,972**	**303,379**	**303,379**	**303,379**
长期借贷	65,648	129,478	129,478	129,478
其他	123,324	173,901	173,901	173,901
负债合计	**406,977**	**538,797**	**559,171**	**575,866**
普通股股本	112	112	112	112
储备	410,953	551,289	665,240	804,546
归属母公司股东权益	**411,065**	**551,401**	**665,352**	**804,658**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**411,065**	**551,401**	**665,352**	**804,658**
负债和股东权益合计	**818,042**	**1,090,198**	**1,224,523**	**1,380,523**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**139,514**	**153,599**	**222,185**	**254,505**
归属母公司净利润	77,670	140,336	113,951	139,306
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	65,756	81,641	97,437	105,184
营运资金变动及其他	-3,912	-68,378	10,797	10,015
投资活动现金流	**-142,545**	**-243,485**	**-158,000**	**-140,000**
资本支出	-128,320	-188,348	-150,500	-130,500
其他投资	-14,225	-55,137	-7,500	-9,500
筹资活动现金流	**9,661**	**59,513**	**-4,402**	**-4,402**
借款增加	9,661	63,830	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-4,317	-4,402	-4,402
现金净增加额	**7,794**	**-30,373**	**59,783**	**110,103**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**716,924**	**820,132**	**929,222**	**1,041,218**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	356,414	394,566	435,898	473,858
营业开支	280,535	319,277	355,242	395,975
利息支出	2,274	4,317	4,402	4,402
权益性投资损益	-554	-500	-500	-500
其他损益	19,610	77,300	7,500	5,500
除税前利润	96,757	178,772	140,680	171,982
所得税	19,087	38,436	26,729	32,677
净利润	77,670	140,336	113,951	139,306
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**77,670**	**140,336**	**113,951**	**139,306**
EBIT	99,031	183,089	145,082	176,385
EBITDA	164,787	264,730	242,520	281,569
EPS（美元）	7.20	13.01	10.56	12.92

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	12.38	14.40	13.30	12.05
归母净利润增长率	31.09	80.68	-18.80	22.25
盈利能力(%)				
毛利率	50.29	51.89	53.09	54.49
净利率	10.83	17.11	12.26	13.38
ROE	18.89	25.45	17.13	17.31
ROIC	15.94	20.61	14.33	14.90
偿债能力				
资产负债率(%)	49.75	49.42	45.66	41.71
净负债比率(%)	-5.15	13.25	1.99	-12.04
流动比率	1.05	0.96	1.20	1.61
速动比率	0.71	0.59	0.81	1.19
营运能力(次)				
总资产周转率	0.99	0.86	0.80	0.80
应收账款周转率	11.64	10.95	10.78	11.04
应付账款周转率	3.30	3.05	3.05	3.09
存货周转率	9.83	9.87	10.08	10.28
每股指标(美元)				
每股收益	7.20	13.01	10.56	12.92
每股经营现金流	12.93	14.24	20.60	23.60
每股净资产	38.11	51.12	61.68	74.60
估值分析(倍)				
P/E	34.5	19.1	23.5	19.2
P/S	3.7	3.3	2.9	2.6
P/B	6.5	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	17.02	10.48	11.47	9.85

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表31：沃尔玛财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
流动资产合计	**84,874**	**110,975**	**141,183**	**173,723**
现金及现金等价物	10,727	32,439	59,602	88,972
应收账款及票据	11,172	12,090	12,686	13,311
存货	58,851	62,076	64,310	66,629
其他	4,124	4,370	4,585	4,811
非流动资产合计	**199,794**	**208,125**	**209,803**	**211,791**
固定资产	136,083	145,779	147,362	149,257
商誉及无形资产	49,608	49,705	49,800	49,893
其他	14,103	12,641	12,641	12,641
资产合计	**284,668**	**319,099**	**350,986**	**385,514**
流动负债合计	**107,469**	**120,976**	**130,598**	**140,473**
短期借贷	10,994	15,494	19,994	24,494
应付账款及票据	63,061	66,905	70,106	73,466
其他	33,414	38,577	40,498	42,513
非流动负债合计	**71,019**	**73,600**	**75,600**	**77,600**
长期借贷	40,529	42,529	44,529	46,529
其他	30,490	31,071	31,071	31,071
负债合计	**178,488**	**194,576**	**206,198**	**218,073**
普通股股本	797	797	797	797
储备	98,820	116,573	136,262	158,359
归属母公司股东权益	**99,617**	**117,370**	**137,059**	**159,156**
少数股东权益	6,563	7,153	7,729	8,285
股东权益合计	**106,180**	**124,524**	**144,788**	**167,441**
负债和股东权益合计	**284,668**	**319,099**	**350,986**	**385,514**

现金流量表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
经营活动现金流	**41,565**	**48,683**	**48,552**	**52,295**
归属母公司净利润	21,893	23,022	25,607	28,696
少数股东损益	377	590	576	556
折旧摊销	14,203	16,307	16,922	17,112
营运资金变动及其他	5,092	8,764	5,448	5,931
投资活动现金流	**-26,350**	**-25,190**	**-18,600**	**-19,100**
资本支出	-26,642	-26,100	-18,600	-19,100
其他投资	292	910	0	0
筹资活动现金流	**-13,553**	**-1,781**	**-2,789**	**-3,826**
借款增加	4,881	6,500	6,500	6,500
普通股增加	-8,088	0	0	0
已付股利	-7,507	-5,269	-5,919	-6,598
其他	-2,839	-3,013	-3,370	-3,728
现金净增加额	**1,785**	**21,712**	**27,164**	**29,369**

利润表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	**713,163**	**755,630**	**792,845**	**831,954**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	535,395	566,988	594,119	622,594
营业开支	147,943	154,181	162,097	169,469
利息支出	2,318	3,013	3,370	3,728
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1,962	-715	1,265	2,324
除税前利润	29,469	30,733	34,524	38,489
所得税	7,199	7,121	8,341	9,237
净利润	22,270	23,612	26,183	29,251
少数股东损益	377	590	576	556
归属母公司净利润	**21,893**	**23,022**	**25,607**	**28,696**
EBIT	31,787	33,746	37,894	42,216
EBITDA	45,990	50,053	54,816	59,329
EPS（美元）	2.76	2.90	3.23	3.62

主要财务比率	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
成长能力(%)				
营业收入增长率	4.73	5.95	4.93	4.93
归母净利润增长率	12.64	5.16	11.23	12.06
盈利能力(%)				
毛利率	24.93	24.96	25.06	25.16
净利率	3.07	3.05	3.23	3.45
ROE	21.98	19.61	18.68	18.03
ROIC	15.06	14.03	13.27	12.71
偿债能力				
资产负债率(%)	62.70	60.98	58.75	56.57
净负债比率(%)	38.42	20.55	3.40	-10.72
流动比率	0.79	0.92	1.08	1.24
速动比率	0.24	0.40	0.59	0.76
营运能力(次)				
总资产周转率	2.61	2.50	2.37	2.26
应收账款周转率	67.45	64.97	64.00	64.00
应付账款周转率	8.80	8.73	8.67	8.67
存货周转率	9.29	9.38	9.40	9.51
每股指标(美元)				
每股收益	2.76	2.90	3.23	3.62
每股经营现金流	5.24	6.14	6.12	6.59
每股净资产	12.56	14.79	17.28	20.06
估值分析(倍)				
P/E	39.2	37.2	33.5	29.9
P/S	1.2	1.1	1.1	1.0
P/B	8.6	7.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	19.80	18.20	16.87	15.85

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表32：开市客财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**38,380**	**43,884**	**52,904**	**61,818**
现金及现金等价物	14,161	17,279	24,198	31,793
应收账款及票据	3,203	3,753	4,063	4,384
存货	18,116	19,626	21,244	22,063
其他	2,900	3,225	3,398	3,578
非流动资产合计	**38,719**	**41,681**	**42,183**	**42,843**
固定资产	31,909	34,671	35,102	35,690
商誉及无形资产	2,725	2,797	2,869	2,940
其他	4,085	4,213	4,213	4,213
资产合计	**77,099**	**85,565**	**95,087**	**104,661**
流动负债合计	**37,108**	**39,823**	**43,108**	**45,652**
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	19,783	21,807	23,605	24,609
其他	17,325	18,016	19,503	21,044
非流动负债合计	**10,827**	**10,839**	**10,839**	**10,839**
长期借贷	5,713	5,713	5,713	5,713
其他	5,114	5,126	5,126	5,126
负债合计	**47,935**	**50,662**	**53,947**	**56,491**
普通股股本	2	2	2	2
储备	29,162	34,900	41,138	48,167
归属母公司股东权益	**29,164**	**34,902**	**41,140**	**48,169**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**29,164**	**34,902**	**41,140**	**48,169**
负债和股东权益合计	**77,099**	**85,565**	**95,087**	**104,661**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**13,335**	**12,352**	**14,131**	**15,471**
归属母公司净利润	8,099	9,108	9,901	11,157
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	2,426	2,766	2,898	2,940
营运资金变动及其他	2,810	478	1,332	1,373
投资活动现金流	**-5,311**	**-5,716**	**-3,400**	**-3,600**
资本支出	-5,498	-5,600	-3,400	-3,600
其他投资	187	-116	0	0
筹资活动现金流	**-3,775**	**-3,518**	**-3,812**	**-4,276**
借款增加	-296	0	0	0
普通股增加	-903	0	0	0
已付股利	-2,183	-3,370	-3,663	-4,128
其他	-393	-149	-149	-149
现金净增加额	**4,255**	**3,118**	**6,919**	**7,595**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**275,235**	**300,271**	**325,058**	**350,729**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	239,886	261,686	283,255	305,485
营业开支	24,966	27,054	29,385	31,531
利息支出	154	149	149	149
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	589	779	950	1,331
除税前利润	10,818	12,161	13,219	14,896
所得税	2,719	3,052	3,318	3,739
净利润	8,099	9,108	9,901	11,157
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**8,099**	**9,108**	**9,901**	**11,157**
EBIT	10,972	12,309	13,368	15,044
EBITDA	13,398	15,075	16,265	17,985
EPS（美元）	18.26	20.54	22.33	25.16

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	8.17	9.10	8.25	7.90
归母净利润增长率	9.94	12.46	8.70	12.69
盈利能力(%)				
毛利率	12.84	12.85	12.86	12.90
净利率	2.94	3.03	3.05	3.18
ROE	27.77	26.10	24.07	23.16
ROIC	22.29	21.26	19.85	19.06
偿债能力				
资产负债率(%)	62.17	59.21	56.73	53.98
净负债比率(%)	-28.97	-33.14	-44.93	-54.14
流动比率	1.03	1.10	1.23	1.35
速动比率	0.47	0.53	0.66	0.79
营运能力(次)				
总资产周转率	3.75	3.69	3.60	3.51
应收账款周转率	92.92	86.33	83.17	83.04
应付账款周转率	12.24	12.58	12.47	12.67
存货周转率	13.05	13.87	13.86	14.11
每股指标(美元)				
每股收益	18.26	20.54	22.33	25.16
每股经营现金流	30.07	27.85	31.86	34.89
每股净资产	65.76	78.70	92.77	108.62
估值分析(倍)				
P/E	49.4	43.9	40.4	35.8
P/S	1.5	1.3	1.2	1.1
P/B	13.7	11.5	9.7	8.3
EV/EBITDA	30.17	27.03	25.23	23.20

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表33：TJX 财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
流动资产合计	**15,202**	**17,973**	**21,274**	**24,786**
现金及现金等价物	6,230	8,645	11,462	14,599
应收账款及票据	602	618	651	686
存货	7,297	7,579	7,971	8,247
其他	1,073	1,130	1,190	1,254
非流动资产合计	**20,565**	**21,103**	**21,680**	**22,332**
固定资产	8,220	8,216	8,305	8,474
商誉及无形资产	10,426	10,919	11,407	11,889
其他	1,919	1,968	1,968	1,968
资产合计	**35,767**	**39,076**	**42,954**	**47,117**
流动负债合计	**13,361**	**12,757**	**13,375**	**14,025**
短期借贷	999	999	999	999
应付账款及票据	4,575	4,890	5,142	5,408
其他	7,787	6,868	7,233	7,618
非流动负债合计	**12,216**	**13,103**	**13,103**	**13,103**
长期借贷	1,870	1,870	1,870	1,870
其他	10,346	11,233	11,233	11,233
负债合计	**25,577**	**25,860**	**26,478**	**27,128**
普通股股本	1,107	1,107	1,107	1,107
储备	9,083	12,109	15,370	18,883
归属母公司股东权益	**10,190**	**13,216**	**16,477**	**19,990**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**10,190**	**13,216**	**16,477**	**19,990**
负债和股东权益合计	**35,767**	**39,076**	**42,954**	**47,117**

现金流量表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
经营活动现金流	**6,874**	**6,044**	**7,582**	**8,217**
归属母公司净利润	5,494	5,593	6,026	6,493
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	1,247	1,411	1,423	1,448
营运资金变动及其他	133	-960	133	276
投资活动现金流	**-1,981**	**-1,062**	**-2,000**	**-2,100**
资本支出	-1,957	-1,900	-2,000	-2,100
其他投资	-24	838	0	0
筹资活动现金流	**-4,118**	**-2,567**	**-2,766**	**-2,980**
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	-2,211	0	0	0
已付股利	-1,842	-2,567	-2,766	-2,980
其他	-65	0	0	0
现金净增加额	**895**	**2,415**	**2,817**	**3,137**

利润表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	**60,372**	**63,596**	**66,977**	**70,536**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	41,679	44,008	46,281	48,670
营业开支	11,515	12,274	12,860	13,472
利息支出	0	100	100	100
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	121	143	198	262
除税前利润	7,299	7,356	7,934	8,555
所得税	1,805	1,839	1,983	2,139
净利润	5,494	5,517	5,950	6,416
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**5,494**	**5,517**	**5,950**	**6,416**
EBIT	7,299	7,457	8,034	8,656
EBITDA	8,546	8,868	9,457	10,104
EPS（美元）	4.97	4.99	5.39	5.81

主要财务比率	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
成长能力(%)				
营业收入增长率	7.12	5.34	5.32	5.31
归母净利润增长率	12.95	1.79	7.76	7.74
盈利能力(%)				
毛利率	30.96	30.80	30.90	31.00
净利率	9.10	8.79	9.00	9.21
ROE	53.92	42.32	36.58	32.48
ROIC	41.37	34.10	30.38	27.54
偿债能力				
资产负债率(%)	71.51	66.18	61.64	57.57
净负债比率(%)	-32.98	-43.71	-52.15	-58.68
流动比率	1.14	1.41	1.59	1.77
速动比率	0.59	0.81	0.99	1.18
营运能力(次)				
总资产周转率	1.79	1.70	1.63	1.57
应收账款周转率	104.90	104.23	105.52	105.52
应付账款周转率	9.44	9.30	9.23	9.23
存货周转率	6.08	5.92	5.95	6.00
每股指标(美元)				
每股收益	4.99	5.08	5.48	5.90
每股经营现金流	6.25	5.49	6.89	7.47
每股净资产	9.26	12.01	14.98	18.17
估值分析(倍)				
P/E	24.9	24.5	22.7	21.1
P/S	2.3	2.2	2.0	1.9
P/B	13.5	10.4	8.3	6.9
EV/EBITDA	15.90	15.35	14.46	13.61

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表34：可口可乐财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**31,044**	**30,660**	**32,322**	**34,100**
现金及现金等价物	10,270	8,636	9,624	10,752
应收账款及票据	3,038	3,216	3,169	3,100
存货	4,425	4,608	4,584	4,593
其他	13,311	14,200	14,945	15,655
非流动资产合计	**73,772**	**75,647**	**76,759**	**77,877**
固定资产	9,613	11,138	12,664	14,191
商誉及无形资产	28,022	27,602	27,188	26,780
其他	36,137	36,907	36,907	36,907
资产合计	**104,816**	**106,306**	**109,080**	**111,977**
流动负债合计	**21,281**	**25,512**	**25,938**	**26,376**
短期借贷	3,373	6,873	6,873	6,873
应付账款及票据	5,649	5,767	5,807	5,914
其他	12,259	12,872	13,258	13,590
非流动负债合计	**49,260**	**44,025**	**44,025**	**44,025**
长期借贷	42,119	36,619	36,619	36,619
其他	7,141	7,406	7,406	7,406
负债合计	**70,541**	**69,537**	**69,963**	**70,401**
普通股股本	1,760	1,760	1,760	1,760
储备	30,409	32,874	35,192	37,622
归属母公司股东权益	**32,169**	**34,634**	**36,952**	**39,382**
少数股东权益	2,106	2,135	2,164	2,194
股东权益合计	**34,275**	**36,770**	**39,117**	**41,576**
负债和股东权益合计	**104,816**	**106,306**	**109,080**	**111,977**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**7,408**	**14,460**	**15,495**	**16,195**
归属母公司净利润	13,107	14,286	15,148	15,869
少数股东损益	30	29	29	30
折旧摊销	1,050	1,095	1,188	1,281
营运资金变动及其他	-6,779	-950	-870	-986
投资活动现金流	**-67**	**-405**	**150**	**200**
资本支出	-2,112	-2,200	-2,300	-2,400
其他投资	2,045	1,795	2,450	2,600
筹资活动现金流	**-8,140**	**-15,689**	**-14,657**	**-15,267**
借款增加	13	-2,000	0	0
普通股增加	-433	0	0	0
已付股利	-8,779	-11,820	-12,830	-13,440
其他	1,059	-1,869	-1,827	-1,827
现金净增加额	**-478**	**-1,634**	**989**	**1,128**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**47,941**	**50,338**	**51,848**	**53,144**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	18,397	19,068	19,189	19,451
营业开支	14,521	15,187	15,202	15,529
利息支出	1,654	1,869	1,827	1,827
权益性投资损益	2,031	2,100	2,200	2,300
其他损益	598	1,162	1,139	1,233
除税前利润	15,998	17,476	18,969	19,871
所得税	2,861	3,161	3,792	3,972
净利润	13,137	14,315	15,177	15,899
少数股东损益	30	29	29	30
归属母公司净利润	**13,107**	**14,286**	**15,148**	**15,869**
EBIT	17,652	19,345	20,796	21,698
EBITDA	18,702	20,440	21,984	22,979
EPS（美元）	3.05	3.32	3.52	3.69

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	1.87	5.00	3.00	2.50
归母净利润增长率	23.29	8.99	6.03	4.76
盈利能力(%)				
毛利率	61.63	62.12	62.99	63.40
净利率	27.34	28.38	29.22	29.86
ROE	40.74	41.25	40.99	40.30
ROIC	17.36	19.27	19.77	20.00
偿债能力				
资产负债率(%)	67.30	65.41	64.14	62.87
净负债比率(%)	102.76	94.80	86.58	78.75
流动比率	1.46	1.20	1.25	1.29
速动比率	0.83	0.64	0.67	0.70
营运能力(次)				
总资产周转率	0.47	0.48	0.48	0.48
应收账款周转率	14.51	16.10	16.24	16.96
应付账款周转率	3.31	3.34	3.32	3.32
存货周转率	4.02	4.22	4.18	4.24
每股指标(美元)				
每股收益	3.05	3.32	3.52	3.69
每股经营现金流	1.72	3.36	3.60	3.76
每股净资产	7.48	8.05	8.59	9.15
估值分析(倍)				
P/E	29.1	26.7	25.2	24.1
P/S	8.0	7.6	7.4	7.2
P/B	11.9	11.0	10.3	9.7
EV/EBITDA	23.01	20.64	19.09	18.29

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表35：怪物饮料财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**5,361**	**7,770**	**10,605**	**13,849**
现金及现金等价物	2,088	4,085	6,617	9,626
应收账款及票据	1,618	1,865	2,053	2,199
存货	800	931	1,017	1,081
其他	855	889	918	943
非流动资产合计	**4,628**	**4,790**	**4,921**	**5,059**
固定资产	1,082	1,233	1,390	1,555
商誉及无形资产	2,711	2,684	2,657	2,630
其他	835	874	874	874
资产合计	**9,989**	**12,560**	**15,526**	**18,907**
流动负债合计	**1,448**	**1,682**	**1,864**	**2,010**
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	566	657	722	774
其他	882	1,026	1,141	1,236
非流动负债合计	**287**	**301**	**301**	**301**
长期借贷	0	0	0	0
其他	287	301	301	301
负债合计	**1,735**	**1,983**	**2,164**	**2,310**
普通股股本	6	6	6	6
储备	8,248	10,572	13,356	16,592
归属母公司股东权益	**8,254**	**10,577**	**13,362**	**16,597**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**8,254**	**10,577**	**13,362**	**16,597**
负债和股东权益合计	**9,989**	**12,560**	**15,526**	**18,907**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**2,098**	**2,272**	**2,802**	**3,299**
归属母公司净利润	1,905	2,323	2,784	3,235
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	114	126	139	152
营运资金变动及其他	78	-178	-121	-89
投资活动现金流	**-1,317**	**-275**	**-270**	**-290**
资本支出	-158	-250	-270	-290
其他投资	-1,159	-25	0	0
筹资活动现金流	**-324**	**0**	**0**	**0**
借款增加	-385	0	0	0
普通股增加	61	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	**555**	**1,997**	**2,532**	**3,009**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**8,294**	**9,871**	**11,201**	**12,369**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	3,662	4,299	4,816	5,257
营业开支	2,213	2,621	2,912	3,154
利息支出	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	63	86	167	271
除税前利润	2,483	3,037	3,640	4,229
所得税	577	714	855	994
净利润	1,905	2,323	2,784	3,235
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**1,905**	**2,323**	**2,784**	**3,235**
EBIT	2,483	3,037	3,640	4,229
EBITDA	2,597	3,163	3,779	4,382
EPS（美元）	0.97	1.19	1.42	1.65

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	10.70	19.01	13.47	10.43
归母净利润增长率	26.27	21.93	19.85	16.20
盈利能力(%)				
毛利率	55.85	56.45	57.00	57.50
净利率	22.97	23.54	24.86	26.16
ROE	23.08	21.96	20.84	19.49
ROIC	22.50	21.35	19.88	18.24
偿债能力				
资产负债率(%)	17.37	15.79	13.94	12.22
净负债比率(%)	-25.30	-38.62	-49.52	-58.00
流动比率	3.70	4.62	5.69	6.89
速动比率	2.68	3.66	4.78	6.02
营运能力(次)				
总资产周转率	0.94	0.88	0.80	0.72
应收账款周转率	5.84	5.67	5.72	5.82
应付账款周转率	7.09	7.03	6.98	7.03
存货周转率	4.77	4.97	4.94	5.01
每股指标(美元)				
每股收益	0.97	1.19	1.42	1.65
每股经营现金流	1.07	1.16	1.43	1.68
每股净资产	4.21	5.40	6.82	8.47
估值分析(倍)				
P/E	45.9	37.6	31.4	27.0
P/S	10.5	8.9	7.8	7.1
P/B	10.6	8.3	6.5	5.3
EV/EBITDA	33.64	27.70	23.60	20.74

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表36：星巴克财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**7,382**	**10,170**	**10,740**	**11,744**
现金及现金等价物	3,220	5,754	6,227	7,017
应收账款及票据	1,278	1,373	1,396	1,465
存货	2,186	2,234	2,200	2,221
其他	699	809	917	1,041
非流动资产合计	**24,637**	**19,165**	**19,167**	**19,181**
固定资产	8,494	6,722	6,652	6,596
商誉及无形资产	3,536	1,386	1,457	1,527
其他	12,608	11,058	11,058	11,058
资产合计	**32,020**	**29,335**	**29,907**	**30,925**
流动负债合计	**10,210**	**10,874**	**10,802**	**11,011**
短期借贷	1,499	1,499	1,499	1,499
应付账款及票据	1,853	1,963	1,959	2,006
其他	6,859	7,412	7,343	7,507
非流动负债合计	**29,899**	**26,041**	**26,041**	**26,041**
长期借贷	14,576	11,776	11,776	11,776
其他	15,323	14,265	14,265	14,265
负债合计	**40,109**	**36,914**	**36,842**	**37,052**
普通股股本	1	1	1	1
储备	-8,098	-7,589	-6,945	-6,137
归属母公司股东权益	**-8,097**	**-7,587**	**-6,944**	**-6,136**
少数股东权益	7	8	8	9
股东权益合计	**-8,089**	**-7,580**	**-6,935**	**-6,127**
负债和股东权益合计	**32,020**	**29,335**	**29,907**	**30,925**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**4,748**	**5,251**	**4,991**	**5,859**
归属母公司净利润	1,856	2,861	3,506	4,272
少数股东损益	0	0	1	1
折旧摊销	1,772	1,722	1,498	1,486
营运资金变动及其他	1,119	668	-15	100
投资活动现金流	**-2,485**	**2,993**	**-1,150**	**-1,100**
资本支出	-2,306	2,200	-1,500	-1,500
其他投资	-180	793	350	400
筹资活动现金流	**-2,298**	**-5,710**	**-3,367**	**-3,969**
借款增加	493	-2,800	0	0
普通股增加	77	0	0	0
已付股利	-2,771	-2,352	-2,863	-3,465
其他	-97	-558	-504	-504
现金净增加额	**-66**	**2,534**	**473**	**790**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**37,184**	**38,009**	**38,650**	**40,576**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	11,658	12,186	12,376	12,895
营业开支	21,945	21,855	21,644	22,114
利息支出	543	558	504	504
权益性投资损益	248	400	450	500
其他损益	-779	109	196	212
除税前利润	2,507	3,920	4,771	5,774
所得税	651	1,058	1,264	1,501
净利润	1,857	2,862	3,507	4,273
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	**1,856**	**2,861**	**3,506**	**4,272**
EBIT	3,050	4,478	5,276	6,279
EBITDA	4,821	6,199	6,774	7,765
EPS（美元）	1.63	2.51	3.08	3.75

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	2.79	2.22	1.69	4.98
归母净利润增长率	-50.64	54.12	22.56	21.84
盈利能力(%)				
毛利率	68.65	67.94	67.98	68.22
净利率	4.99	7.53	9.07	10.53
ROE	-22.93	-37.71	-50.50	-69.62
ROIC	27.23	55.99	58.90	62.81
偿债能力				
资产负债率(%)	125.26	125.84	123.19	119.81
净负债比率(%)	-158.92	-99.23	-101.62	-102.13
流动比率	0.72	0.94	0.99	1.07
速动比率	0.48	0.70	0.75	0.82
营运能力(次)				
总资产周转率	1.17	1.24	1.30	1.33
应收账款周转率	29.85	28.69	27.92	28.37
应付账款周转率	6.76	6.39	6.31	6.50
存货周转率	5.88	5.51	5.58	5.83
每股指标(美元)				
每股收益	1.63	2.51	3.08	3.75
每股经营现金流	4.16	4.61	4.38	5.14
每股净资产	-7.10	-6.66	-6.09	-5.38
估值分析(倍)				
P/E	59.3	38.5	31.4	25.8
P/S	3.0	2.9	2.8	2.7
P/B	/	/	/	/
EV/EBITDA	25.47	19.69	18.23	15.88

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表37：麦当劳财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**4,163**	**4,796**	**5,868**	**7,291**
现金及现金等价物	774	2,249	3,183	4,469
应收账款及票据	2,466	1,572	1,658	1,743
存货	61	67	70	72
其他	862	908	958	1,007
非流动资产合计	**55,352**	**56,695**	**58,092**	**59,308**
固定资产	28,241	29,203	30,285	31,190
商誉及无形资产	17,960	18,278	18,593	18,904
其他	9,151	9,214	9,214	9,214
资产合计	**59,515**	**61,491**	**63,960**	**66,600**
流动负债合计	**4,361**	**4,164**	**4,376**	**4,584**
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	1,149	1,236	1,288	1,338
其他	3,212	2,928	3,088	3,246
非流动负债合计	**56,946**	**58,333**	**59,633**	**60,933**
长期借贷	39,973	41,273	42,573	43,873
其他	16,973	17,060	17,060	17,060
负债合计	**61,307**	**62,497**	**64,009**	**65,517**
普通股股本	17	17	17	17
储备	-1,808	-1,023	-65	1,066
归属母公司股东权益	**-1,791**	**-1,006**	**-48**	**1,083**
少数股东权益	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	**-1,792**	**-1,007**	**-49**	**1,082**
负债和股东权益合计	**59,515**	**61,491**	**63,960**	**66,600**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**10,551**	**13,741**	**14,052**	**14,932**
归属母公司净利润	8,563	9,059	9,809	10,560
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	2,199	2,420	2,503	2,584
营运资金变动及其他	-211	2,262	1,740	1,788
投资活动现金流	**-3,822**	**-3,587**	**-3,806**	**-3,701**
资本支出	-3,365	-3,700	-3,900	-3,800
其他投资	-457	113	94	99
筹资活动现金流	**-7,125**	**-8,680**	**-9,312**	**-9,945**
借款增加	-72	1,300	1,300	1,300
普通股增加	-1,771	-1,300	-1,300	-1,300
已付股利	-5,115	-6,974	-7,551	-8,130
其他	-167	-1,706	-1,761	-1,815
现金净增加额	**-311**	**1,475**	**934**	**1,286**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**26,885**	**28,297**	**29,837**	**31,370**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	11,451	12,026	12,532	13,019
营业开支	3,040	3,141	3,222	3,294
利息支出	1,582	1,706	1,761	1,815
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	85	117	173	211
除税前利润	10,897	11,540	12,496	13,453
所得税	2,334	2,481	2,687	2,892
净利润	8,563	9,059	9,809	10,560
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**8,563**	**9,059**	**9,809**	**10,560**
EBIT	12,479	13,247	14,256	15,268
EBITDA	14,678	15,667	16,759	17,852
EPS（美元）	12.10	12.80	13.86	14.92

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	3.72	5.25	5.44	5.14
归母净利润增长率	4.13	5.80	8.28	7.66
盈利能力(%)				
毛利率	57.41	57.50	58.00	58.50
净利率	31.85	32.01	32.87	33.66
ROE	-478.11	-900.82	-20544.28	974.97
ROIC	25.68	25.77	26.17	26.47
偿债能力				
资产负债率(%)	103.01	101.64	100.08	98.38
净负债比率(%)	-2187.44	-3876.58	-80806.95	3641.25
流动比率	0.95	1.15	1.34	1.59
速动比率	0.94	1.14	1.33	1.57
营运能力(次)				
总资产周转率	0.47	0.47	0.48	0.48
应收账款周转率	11.09	14.02	18.48	18.45
应付账款周转率	10.52	10.08	9.93	9.92
存货周转率	195.74	188.19	183.70	183.43
每股指标(美元)				
每股收益	12.10	12.80	13.86	14.92
每股经营现金流	14.91	19.42	19.86	21.10
每股净资产	-2.53	-1.42	-0.07	1.53
估值分析(倍)				
P/E	20.9	19.7	18.2	16.9
P/S	6.7	6.3	6.0	5.7
P/B	/	/	/	165.1
EV/EBITDA	14.85	13.93	13.06	12.28

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表38：万豪财务报表数据预测汇总

资产负债表（百万美元）	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**3,584**	**5,394**	**7,350**	**9,556**
现金及现金等价物	358	1,835	3,759	5,884
应收账款及票据	2,909	3,217	3,238	3,303
存货	0	0	0	0
其他	317	342	353	369
非流动资产合计	**23,956**	**23,933**	**24,030**	**24,131**
固定资产	1,954	2,139	2,322	2,508
商誉及无形资产	19,243	19,155	19,069	18,985
其他	2,759	2,639	2,639	2,639
资产合计	**27,540**	**29,327**	**31,380**	**33,687**
流动负债合计	**8,398**	**8,086**	**8,304**	**8,632**
短期借贷	1,209	1,209	1,209	1,209
应付账款及票据	814	0	0	0
其他	6,375	6,877	7,095	7,423
非流动负债合计	**22,913**	**25,046**	**26,846**	**28,646**
长期借贷	14,995	16,795	18,595	20,395
其他	7,918	8,251	8,251	8,251
负债合计	**31,311**	**33,132**	**35,150**	**37,278**
普通股股本	5	5	5	5
储备	-3,776	-3,810	-3,776	-3,596
归属母公司股东权益	**-3,771**	**-3,805**	**-3,771**	**-3,591**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**-3,771**	**-3,805**	**-3,771**	**-3,591**
负债和股东权益合计	**27,540**	**29,327**	**31,380**	**33,687**

现金流量表（百万美元）	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**3,212**	**3,746**	**4,818**	**5,230**
归属母公司净利润	2,601	2,837	2,938	3,171
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	599	633	653	674
营运资金变动及其他	12	276	1,226	1,385
投资活动现金流	**-948**	**-257**	**-750**	**-775**
资本支出	-604	-730	-750	-775
其他投资	-344	473	0	0
筹资活动现金流	**-2,318**	**-2,011**	**-2,144**	**-2,330**
借款增加	1,724	1,800	1,800	1,800
普通股增加	-3,208	-1,800	-1,800	-1,800
已付股利	-718	-1,071	-1,104	-1,191
其他	-116	-941	-1,040	-1,139
现金净增加额	**-54**	**1,477**	**1,924**	**2,125**

利润表（百万美元）	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**26,186**	**28,248**	**29,145**	**30,489**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	0	0	0	0
营业开支	22,047	23,489	24,205	25,215
利息支出	809	941	1,040	1,139
权益性投资损益	11	0	0	0
其他损益	53	34	73	150
除税前利润	3,394	3,854	3,974	4,286
所得税	793	1,017	1,036	1,115
净利润	2,601	2,837	2,938	3,171
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**2,601**	**2,837**	**2,938**	**3,171**
EBIT	4,203	4,794	5,014	5,425
EBITDA	4,802	5,427	5,667	6,099
EPS（美元）	9.97	10.88	11.27	12.16

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	4.33	7.88	3.18	4.61
归母净利润增长率	9.52	9.07	3.57	7.92
盈利能力(%)				
毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00
净利率	9.93	10.04	10.08	10.40
ROE	-68.97	-74.56	-77.92	-88.31
ROIC	25.65	24.78	22.78	21.66
偿债能力				
资产负债率(%)	113.69	112.97	112.02	110.66
净负债比率(%)	-420.21	-424.96	-425.53	-437.81
流动比率	0.43	0.67	0.89	1.11
速动比率	0.43	0.67	0.89	1.11
营运能力(次)				
总资产周转率	0.97	0.99	0.96	0.94
应收账款周转率	9.18	9.22	9.03	9.32
应付账款周转率	0.00	/	/	/
存货周转率	/	/	/	/
每股指标(美元)				
每股收益	9.97	10.88	11.27	12.16
每股经营现金流	12.32	14.36	18.47	20.05
每股净资产	-14.46	-14.59	-14.46	-13.77
估值分析(倍)				
P/E	33.8	31.0	29.9	27.7
P/S	3.4	3.1	3.0	2.9
P/B	/	/	/	/
EV/EBITDA	21.93	19.29	18.66	17.55

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表39：皇家加勒比游轮财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**2,211**	**3,397**	**5,022**	**7,298**
现金及现金等价物	825	1,901	3,422	5,552
应收账款及票据	317	325	348	380
存货	264	295	313	341
其他	805	876	938	1,024
非流动资产合计	**39,408**	**42,619**	**45,034**	**47,514**
固定资产	35,696	38,672	41,100	43,595
商誉及无形资产	1,428	1,414	1,400	1,386
其他	2,284	2,534	2,534	2,534
资产合计	**41,619**	**46,016**	**50,056**	**54,812**
流动负债合计	**12,055**	**9,840**	**10,208**	**10,771**
短期借贷	3,180	1,573	1,573	1,573
应付账款及票据	953	1,046	1,110	1,210
其他	7,922	7,220	7,525	7,988
非流动负债合计	**19,319**	**22,528**	**22,528**	**22,528**
长期借贷	18,165	21,263	21,263	21,263
其他	1,154	1,265	1,265	1,265
负债合计	**31,374**	**32,368**	**32,736**	**33,299**
普通股股本	3	3	3	3
储备	10,034	13,417	17,069	21,243
归属母公司股东权益	**10,037**	**13,420**	**17,072**	**21,246**
少数股东权益	208	228	248	267
股东权益合计	**10,245**	**13,648**	**17,319**	**21,513**
负债和股东权益合计	**41,619**	**46,016**	**50,056**	**54,812**

现金流量表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**6,465**	**5,857**	**7,517**	**8,525**
归属母公司净利润	4,268	4,677	5,047	5,769
少数股东损益	23	20	19	19
折旧摊销	1,815	2,039	2,186	2,320
营运资金变动及其他	359	-879	265	417
投资活动现金流	**-5,012**	**-4,978**	**-4,600**	**-4,800**
资本支出	-5,229	-5,000	-4,600	-4,800
其他投资	217	22	0	0
筹资活动现金流	**-1,018**	**197**	**-1,396**	**-1,595**
借款增加	1,137	1,491	0	0
普通股增加	-1,159	0	0	0
已付股利	-824	-1,294	-1,396	-1,595
其他	-172	0	0	0
现金净增加额	**437**	**1,076**	**1,521**	**2,130**

利润表 (百万美元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**17,935**	**19,515**	**20,904**	**22,823**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	9,083	9,660	10,243	11,172
营业开支	3,941	4,157	4,432	4,747
利息支出	992	1,105	1,142	1,142
权益性投资损益	414	151	0	0
其他损益	40	43	76	137
除税前利润	4,373	4,788	5,164	5,899
所得税	82	90	97	111
净利润	4,291	4,698	5,067	5,788
少数股东损益	23	20	19	19
归属母公司净利润	**4,268**	**4,677**	**5,047**	**5,769**
EBIT	5,365	5,892	6,305	7,041
EBITDA	7,180	7,931	8,491	9,360
EPS（美元）	15.96	17.49	18.87	21.57

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	8.80	8.81	7.12	9.18
归母净利润增长率	48.35	9.59	7.91	14.29
盈利能力(%)				
毛利率	49.36	50.50	51.00	51.05
净利率	23.80	23.97	24.15	25.28
ROE	42.52	34.85	29.57	27.15
ROIC	16.59	15.76	15.22	15.28
偿债能力				
资产负债率(%)	75.38	70.34	65.40	60.75
净负债比率(%)	200.29	153.39	112.09	80.34
流动比率	0.18	0.35	0.49	0.68
速动比率	0.15	0.30	0.45	0.63
营运能力(次)				
总资产周转率	0.46	0.45	0.44	0.44
应收账款周转率	52.14	60.77	62.06	62.63
应付账款周转率	9.70	9.66	9.50	9.63
存货周转率	34.34	34.55	33.69	34.15
每股指标(美元)				
每股收益	15.96	17.49	18.87	21.57
每股经营现金流	24.17	26.03	32.38	36.14
每股净资产	37.53	50.18	63.83	79.44
估值分析(倍)				
P/E	15.6	14.3	13.2	11.6
P/S	3.7	3.4	3.2	2.9
P/B	6.6	5.0	3.9	3.1
EV/EBITDA	12.39	11.22	10.53	9.61

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表40：泰佩思琦财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
流动资产合计	**2,882**	**3,866**	**4,899**	**6,005**
现金及现金等价物	975	1,804	2,753	3,787
应收账款及票据	237	258	272	286
存货	826	922	953	974
其他	844	881	920	957
非流动资产合计	**3,809**	**3,819**	**3,825**	**3,830**
固定资产	502	604	701	793
商誉及无形资产	3,091	2,999	2,909	2,821
其他	216	216	216	216
资产合计	**6,692**	**7,685**	**8,724**	**9,835**
流动负债合计	**1,645**	**1,745**	**1,819**	**1,892**
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	582	624	635	649
其他	1,063	1,122	1,184	1,243
非流动负债合计	**4,355**	**4,355**	**4,355**	**4,355**
长期借贷	2,379	2,379	2,379	2,379
其他	1,976	1,976	1,976	1,976
负债合计	**6,000**	**6,100**	**6,174**	**6,247**
普通股股本	2	2	2	2
储备	690	1,583	2,548	3,586
归属母公司股东权益	**692**	**1,585**	**2,550**	**3,588**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**692**	**1,585**	**2,550**	**3,588**
负债和股东权益合计	**6,692**	**7,685**	**8,724**	**9,835**

现金流量表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
经营活动现金流	**1,979**	**1,877**	**2,075**	**2,240**
归属母公司净利润	1,528	1,565	1,692	1,818
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	217	265	294	320
营运资金变动及其他	234	47	89	101
投资活动现金流	**-218**	**-275**	**-300**	**-325**
资本支出	-166	-275	-300	-325
其他投资	-52	0	0	0
筹资活动现金流	**-1,861**	**-772**	**-827**	**-881**
借款增加	-17	0	0	0
普通股增加	-1,436	0	0	0
已付股利	-326	-672	-727	-781
其他	-82	-100	-100	-100
现金净增加额	**-125**	**830**	**948**	**1,034**

利润表 (百万美元)	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入	**8,004**	**8,450**	**8,918**	**9,362**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,775	1,952	2,042	2,125
营业开支	4,315	4,479	4,700	4,906
利息支出	55	100	100	100
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1	0	0	0
除税前利润	1,861	1,920	2,076	2,231
所得税	333	355	384	413
净利润	1,528	1,565	1,692	1,818
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**1,528**	**1,565**	**1,692**	**1,818**
EBIT	1,916	2,020	2,176	2,331
EBITDA	2,133	2,285	2,470	2,651
EPS（美元）	7.66	7.85	8.49	9.12

主要财务比率	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
成长能力(%)				
营业收入增长率	14.17	5.57	5.53	4.98
归母净利润增长率	733.90	2.41	8.15	7.47
盈利能力(%)				
毛利率	77.82	76.90	77.10	77.30
净利率	19.09	18.51	18.97	19.42
ROE	220.73	98.73	66.35	50.69
ROIC	51.22	41.53	35.98	31.84
偿债能力				
资产负债率(%)	89.66	79.38	70.77	63.52
净负债比率(%)	202.90	36.26	-14.66	-39.25
流动比率	1.75	2.21	2.69	3.17
速动比率	0.99	1.44	1.92	2.41
营运能力(次)				
总资产周转率	1.21	1.18	1.09	1.01
应收账款周转率	33.60	34.12	33.61	33.52
应付账款周转率	3.42	3.24	3.24	3.31
存货周转率	2.10	2.23	2.18	2.21
每股指标(美元)				
每股收益	7.66	7.85	8.49	9.12
每股经营现金流	9.92	9.41	10.41	11.23
每股净资产	3.47	7.95	12.79	17.99
估值分析(倍)				
P/E	15.3	14.9	13.8	12.8
P/S	2.9	2.8	2.6	2.5
P/B	33.7	14.7	9.2	6.5
EV/EBITDA	11.61	10.83	10.02	9.34

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

表41：瑞幸咖啡财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产合计	**14,431**	**21,949**	**27,706**	**37,333**
现金及现金等价物	2,294	7,939	12,126	20,021
应收账款及票据	156	188	222	261
存货	2,967	3,880	4,817	5,734
其他	9,014	9,941	10,542	11,317
非流动资产合计	**15,871**	**17,090**	**17,041**	**17,015**
固定资产	6,290	6,905	6,929	6,947
商誉及无形资产	7,637	8,182	8,109	8,066
其他	1,943	2,003	2,003	2,003
资产合计	**30,302**	**39,039**	**44,747**	**54,348**
流动负债合计	**8,507**	**12,078**	**12,007**	**14,186**
短期借贷	0	1,945	0	0
应付账款及票据	1,104	1,293	1,606	1,911
其他	7,403	8,840	10,401	12,275
非流动负债合计	**4,656**	**5,198**	**5,198**	**5,198**
长期借贷	0	0	0	0
其他	4,656	5,198	5,198	5,198
负债合计	**13,162**	**17,276**	**17,204**	**19,384**
普通股股本	0	0	0	0
储备	17,139	21,763	27,543	34,964
归属母公司股东权益	**17,139**	**21,763**	**27,543**	**34,964**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**17,139**	**21,763**	**27,543**	**34,964**
负债和股东权益合计	**30,302**	**39,039**	**44,747**	**54,348**

现金流量表 (百万元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	**6,091**	**10,232**	**12,131**	**13,896**
归属母公司净利润	3,600	4,624	5,780	7,422
少数股东损益	0	0	0	0
折旧摊销	4,475	5,840	6,049	6,026
营运资金变动及其他	-1,984	-232	303	448
投资活动现金流	**-7,787**	**-6,531**	**-6,000**	**-6,000**
资本支出	-2,624	-7,000	-6,000	-6,000
其他投资	-5,163	469	0	0
筹资活动现金流	**-334**	**1,945**	**-1,945**	**0**
借款增加	-334	1,945	-1,945	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	**-2,050**	**5,645**	**4,186**	**7,896**

利润表 (百万元)	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	**49,288**	**58,930**	**69,340**	**81,830**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	18,783	23,277	28,901	34,401
营业开支	25,416	28,944	32,067	36,708
利息支出	0	29	29	0
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	192	115	136	151
除税前利润	5,280	6,794	8,478	10,871
所得税	1,680	2,171	2,699	3,450
净利润	3,600	4,624	5,780	7,422
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**3,600**	**4,624**	**5,780**	**7,422**
EBIT	5,280	6,824	8,507	10,871
EBITDA	9,755	12,664	14,557	16,897
EPS（元）	1.57	2.02	2.52	3.24

主要财务比率	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长能力(%)				
营业收入增长率	42.97	19.56	17.66	18.01
归母净利润增长率	22.81	28.42	25.00	28.42
盈利能力(%)				
毛利率	61.89	60.50	58.32	57.96
净利率	7.30	7.85	8.34	9.07
ROE	21.01	21.25	20.98	21.23
ROIC	20.26	19.22	20.72	20.93
偿债能力				
资产负债率(%)	43.44	44.25	38.45	35.67
净负债比率(%)	-13.39	-27.54	-44.03	-57.26
流动比率	1.70	1.82	2.31	2.63
速动比率	0.65	1.00	1.40	1.80
营运能力(次)				
总资产周转率	1.85	1.70	1.66	1.65
应收账款周转率	368.40	342.04	338.45	338.91
应付账款周转率	20.39	19.42	19.94	19.56
存货周转率	6.91	6.80	6.65	6.52
每股指标(人民币元)				
每股收益	12.58	16.15	20.19	25.92
每股经营现金流	21.28	35.84	42.48	48.54
每股净资产	59.87	76.02	96.21	122.13
估值分析(倍)				
P/E	18.6	14.5	11.6	9.0
P/S	1.4	1.1	1.0	0.8
P/B	3.9	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	6.38	4.87	4.23	3.65

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： GDP 支出法居民最终消费支出实际同比（%，2026Q1）.....5
图 2： 各经济体表现.....5
图 3： 2026 上半年个股涨跌分组分布（%，点=个股，横线=中位数）.....8
图 4： 美国零售与餐饮销售额同比（%）.....9
图 5： 美国个人消费支出物价指数同比（%）.....9
图 6： 美国私人非农平均时薪同比 vs CPI 同比（%）.....9
图 7： 美国失业率（%）.....9
图 8： CPI 同比的分项贡献：2026 年 2 月 vs 5 月（pp）.....10
图 9： 关税传导链：进口价格→高进口品类→核心商品（同比，%）.....10
图 10： 密歇根大学消费者信心指数.....11
图 11： 商业银行信用卡贷款拖欠率（%，季度）.....11
图 12： 美国家庭净资产同比（%，季度）.....11
图 13： 26H1 必选（XLP）vs 可选（XLY）vs 标普 500（2025/12/31=100）.....11
图 14： 美股消费重点公司 26H1 涨跌幅.....12
图 15： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/4/30-5/19）.....15
图 16： 近 8 个季度同店表现（%）.....15
图 17： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/31-5/10）.....17
图 18： 最新财季有机增长量价拆分.....17
图 19： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/21-4/3）.....18
图 20： 最新财季有机增长量价拆分.....18
图 21： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/31-5/3）.....21
图 22： 美国无店铺零售（电商为主）销售额同比（%，月度）.....21
图 23： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/22-4/19）.....23
图 24： 最新财季同店销售同比（%）.....23
图 25： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/31-5/31）.....25
图 26： 最新季度收入增速对比（各公司财季截止日 2026/3/31-5/31）.....25
图 27： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/2/28-3/31）.....27
图 28： FY26Q1 酒店总费用收入（Gross fee revenues）vs 单房收益（RevPAR）同比（%）.....27
图 29： FY26Q1 邮轮固定汇率单位净收益（%）vs 客房入住率（%）.....27
图 30： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/2/28-3/31）.....29
图 31： TSA 安检客流月度同比.....29
图 32： 最新财季收入规模及同比（各公司财季截止日 2026/3/28-3/31）.....31

表格目录

表 1： AI 在消费公司中的应用及量化效果.....7
表 2： AI 主题行情和 AI 资本开支通过财富效应托起高端消费的同时，也通过就业、家庭现金流和生活成本三条路径，对中产/大众消费形成压力.....8
表 3： 美股重点公司一览.....13
表 4： 品牌×区域增速矩阵.....31
表 5： 重点公司盈利预测、估值与评级.....34
表 6： 亚马逊（Amazon）分业务销售预测.....36
表 7： 亚马逊（Amazon）盈利预测与财务指标.....36
表 8： 沃尔玛（Walmart）分业务销售预测.....38
表 9： 沃尔玛（Walmart）盈利预测与财务指标.....39
表 10： 开市客（Costco）分业务销售预测.....41
表 11： 开市客（Costco）盈利预测与财务指标.....41
表 12： TJX 分业务销售预测.....43
表 13： TJX 盈利预测与财务指标.....43
表 14： 可口可乐（Coca-Cola）量价拆分预测.....45
表 15： 可口可乐（Coca-Cola）盈利预测与财务指标.....45

下载日志已记录，仅供内部参考

表 16：怪物饮料（Monster）分业务销售预测.....47
表 17：怪物饮料（Monster）盈利预测与财务指标.....47
表 18：星巴克（Starbucks）分业务销售预测.....49
表 19：星巴克（Starbucks）盈利预测与财务指标.....49
表 20：麦当劳（McDonald's）分业务销售预测.....51
表 21：麦当劳（McDonald's）盈利预测与财务指标.....51
表 22：万豪（Marriott）分业务销售预测.....53
表 23：万豪（Marriott）盈利预测与财务指标.....53
表 24：皇家加勒比（Royal Caribbean）分业务销售预测.....55
表 25：皇家加勒比（Royal Caribbean）盈利预测与财务指标.....55
表 26：泰佩思琦（Tapestry）分业务销售预测.....57
表 27：泰佩思琦（Tapestry）盈利预测与财务指标.....57
表 28：瑞幸咖啡（Luckin Coffee）分业务销售预测.....59
表 29：瑞幸咖啡（Luckin Coffee）盈利预测与财务指标.....60
表 30：亚马逊财务报表数据预测汇总.....62
表 31：沃尔玛财务报表数据预测汇总.....63
表 32：开市客财务报表数据预测汇总.....64
表 33：TJX 财务报表数据预测汇总.....65
表 34：可口可乐财务报表数据预测汇总.....66
表 35：怪物饮料财务报表数据预测汇总.....67
表 36：星巴克财务报表数据预测汇总.....68
表 37：麦当劳财务报表数据预测汇总.....69
表 38：万豪财务报表数据预测汇总.....70
表 39：皇家加勒比游轮财务报表数据预测汇总.....71
表 40：泰佩思琦财务报表数据预测汇总.....72
表 41：瑞幸咖啡财务报表数据预测汇总.....73

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 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；北交所以北证 50 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室