

## 推荐

## 从星巴克的成功之道看餐饮业估值的锚

2020年12月28日

重点公司	评级
海底捞	审慎增持
呷哺呷哺	买入
九毛九	暂无评级
百胜中国	暂无评级

## 相关报告

港股社服行业 2021 年年度策略：开店空间可期，推荐餐饮连锁龙头\_20201109

港股社服行业 2020 年中期策略：餐饮龙头确定性高，静待博彩重生\_20200601

## 海外研究

分析师：

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人：

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

## 投资要点

● **30 年来百倍增长的饮品连锁巨头。**星巴克成立于 1971 年，于 1992 年上市，截至 2019 年年底，星巴克在全球 81 个国家共有 31,256 家店，FY19 净利润 35.99 亿美元，较 1996 年增长 86 倍。

● **星巴克的发展史：从高增速下的估值溢价到成熟后价值体现、高额分红。**

1) **初始 (1971-1992)：婴儿潮一代消费能力提升，星巴克引进意式咖啡馆培育咖啡文化，建立了产品+环境+服务的沉浸式咖啡体验“第三空间”。**

2) **发展 (1992-2000)：版图扩张，业绩+估值双击。**星巴克可带动周边社区繁荣，形成“星巴克效应”，使公司议价控本能力增强。公司亦国际化扩张，上市初期每年维持百余家开店，期间门店数及收入增 21 倍，PE 处 60 倍+。

3) **调整 (2000-2008)：重量不重质，单店转跌，估值+业绩双杀。**一味以特许经营店的低成本方式扩张未能保证门店品质和客户体验，2008 年同店转跌，利润首次出现负增长，PE 下降至不足 15 倍。

4) **重启 (2008 至今)：重塑体验，PE 回归理性，紧抓新兴市场，疫情下市值创新高。**公司关闭落后门店并重新专注于咖啡及门店体验，紧抓核心业务及新兴地区，回收中国直营、出售零售业务等。期间同店销售回归增长，估值修复。公司亦积极回馈股东、派息逐年增长，现金牛特点凸显。

● **星巴克的成功在其全面的底层支撑及符号般的品牌文化。**表面上星巴克的特别之处在于其文化的成功，即卖的不仅是咖啡，是生活方式及圈层认同。但从底层深挖，公司无论在员工管理、激励政策还是选址装修、供应链布局等都为公司文化输出提供了坚实的底层支撑。各方面的底层支撑塑造了强品牌，而品牌文化形成后则可进一步赋能底层发展：凭借品牌加强上下游议价、降本增效、提升议价，形成了价值创造+收益获得的生态闭环。

1) **赛道优势：**成瘾性、消费频次高、易标准等使星巴克易于复制扩张。

2) **精准选址+供应链布局：**利用专业的房产部门及 GIS 系统对当地人流、教育收入水平、智能手机用户量等因素进行精准测算、高效选址。布局上游咖啡种植中心、利用锁价合约等方式保障了稳定的原材料供应。

3) **星巴克体验深入人心，品牌符号化创造情绪认同：**星巴克的“第三空间”为忙碌的都市人群提供了介于家和公司的社交场所。伴随其随处可见的门店，星巴克逐步成为精致生活的标签，手拿绿标杯象征了一种新时尚和精致生活态度，加深了消费者的情感链接。

4) **员工为企业文化的门面，本质在于激励和尊重。**星巴克员工期权计划完善，亦投入近 3 亿美元资助员工上大学。每年有逾 20% 的职位晋升来自内部招聘。公司经营权限亦下放，培养门店经理为决策人，加强人才储备。

5) **强大的会员系统。**2015 年便推出 APP，通过星享俱乐部积分、饮品券等绑定粉丝、推广新品。FY19 星享系统占总收入的 40%，会员粘性极强。

● **启示：1、品类关键：**易标准、普适性的品类可保障开店空间，短期决定餐企扩张速度，长期决定市值空间。**2、餐饮前端为服务业，后端制造业。**餐饮前端服务由激励政策决定，而后端供应布局决定了餐企效率和扩张能力。**3、符号化”为品牌的灵魂。**如“星巴克不只卖的是咖啡，而是体验”，特别的定位可打造鲜明的品牌记忆度。**4、采用单店价值\*开店空间的方法为餐企估值。**我国餐饮连锁化仍低，海底捞、太二及凑凑等优质连锁品牌门店数仍有较大增长空间。未来三年的高速发展确定性仍强，值得长期关注。

**风险提示：竞争加剧；食品安全；门店扩张遇瓶颈；单店回报下降**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

# Overweight

(Maintained)

## Foodservice

### Analyst

Songjian  
SFC:BMV912  
SAC:S0190518010002

### Contact

Lingpei Zhou  
wangwenzhou@xyzq.com.cn

## Seek the valuation anchor for foodservice business from the success of Starbucks

12/28/2020

**Achieved hundred times growth in 30 years.** Founded in 1971 and went public in 1992, Starbucks has 31,256 stores in 81 countries by 2019. The net profit of FY19 is \$3.599 billion, an increase of 86 times compared to 1996.

**Starbucks' history:** From valuation premium to value stock with high dividend

**1) Initial (1971-1992):** Starbucks introduced Italian coffee shops to cultivate coffee culture and established the "third space" of immersive coffee experience.

**2) Developing (1992-2000): Davis double click.** The entry of Starbucks can drive the prosperity of surrounding communities, forming the "Starbucks effect", with strong bargaining power. The company also expanded internationally, driving stores and revenue increase 21 times, PE 60+.

**3) Adjusting (2000-2008): same-store performance declined, davis double killing.** Many franchised stores failed to guarantee the quality and customer experience. In 2008, same-store sales declined, with the profit declining for the first time, and PE decreased to 15 times.

**4) Restarting (since 2008): Strengthened advantages with emphasis on emerging market, PE returned to rational level.** The company closed lagging stores and refocused on the coffee and store experience, strengthening its core business and emerging regions. During this period, the same store sales growth returned to positive and the valuation repairs. The company also actively rewarded shareholders with increasing dividend.

**The success of Starbucks is from systematic backstage support and symbolic brand.** Starbucks is special in its culture, that it sells not only the coffee, but the lifestyle and identity. However, digging deep from the bottom, the company provides solid bottom support in terms of employee management, incentive policies, site selection, decoration, and supply chain layout etc. The bottom support of all aspects shapes a strong brand, and the formation of brand culture can further empower the bottom development: strengthen the upstream and downstream bargaining by virtue of the brand, forming an sustainable development circle of value and profit creation.

**1) Excellent track:** Easy-to-be-addicted, high consumption frequency and easy-to-standardize make Starbucks easy to expand.

**2) Precise site selection + supply chain layout:** GIS system is used for efficient site selection. The firm also has the layout in upstream planting center, with fixed-price contract and other ways to ensure a stable supply of raw materials, which is the foundation for the expansion of the company.

**3) Starbucks experience creates emotional identification:** Starbucks' "third space" provides a social place other than home and office for the busy urban population. Starbucks has become the label of a refined, sophisticated life. Holding a green label mark cup symbolizes a kind of new style and life attitude, deepen the emotional link with consumers.

**4) Staff is the key for sustaining the culture:** Starbucks is one of the first company giving the option plan for employees. A nearly \$300 million fund helps staff enter the college. Every year, more than 20% of the position promotion is within. Management authority is directed to store managers as policymakers with strengthened talent pool.

**5) A powerful member system.** APP is introduced in 2015. It binds fans and promotes new products through Starbucks Rewards Club and drink coupons. Starbucks rewards system accounted for 40% of FY19 revenue.

**Enlightment. 1. Category:** Only the category that can easily to be standardized, addicted and accepted widely can have large store opening room. In the short term, it determines the expansion speed of catering enterprises. In the long term, it determines the market cap. **2. Catering's front-end is the service, the back-end is manufacturing.** Front service is determined by incentives, and the back-end supply layout decides the firm's efficiency and expansion ability. **3. Signifying is the soul of the brand.** For example, "Starbucks is not only selling coffee, but the experience". A special positioning can create distinct brand memory. **4. Adopt the method of unit value \* opening space method to value catering corporate.** Dining chaining in China is still low, there is still a large room for growth for high-quality chaining stores like Hai Di Lao, Tai Er and Coucou. The rapid development of these brand is still secured, which is worth of attention for a long time.

**Potential risks:** Intensified Competition, Food Safty, Stores expansion fails expectation, Same-store revenue declines

## 目 录

1、 星巴克：全球最大的连锁咖啡饮品企业.....	- 6 -
1.1、 公司概况：上市二十七年市值百倍增长.....	- 6 -
1.2、 灵魂人物：卓越领袖霍华德·舒尔兹.....	- 7 -
2、 历史阶段及估值表现：从估值溢价到价值分红.....	- 8 -
2.1、 初始阶段：咖啡文化伴随消费能力提升而崛起（1971-1992）.....	- 10 -
2.1.1、 历史背景：随着消费能力、生活品质提升，速溶咖啡成长到咖啡文化.....	- 10 -
2.1.2、 经营表现：成倍增长时期，实现上市.....	- 11 -
2.2、 发展初期：版图快速扩张，持续享受估值溢价（1992-2000）.....	- 11 -
2.2.1、 经营表现：从国内到全球，门店数/净利润 CAGR 均超 46%.....	- 11 -
2.2.2、 估值表现：高增长伴随 60 倍 PE 的估值溢价.....	- 14 -
2.3、 调整阶段：急速扩张下同店转跌，估值及业绩双杀（2000-2008）.....	- 15 -
2.3.1、 经营表现：全球扩张下经营不善，同店转跌.....	- 15 -
2.3.2、 估值表现：同店转跌伴随估值大幅下挫.....	- 18 -
2.4、 重启阶段：重塑星巴克体验，成熟后积极回馈股东（2008-2019）.....	- 18 -
2.4.1、 经营表现：关闭落后门店，重塑企业特色，新兴市场提供发展动力.....	- 18 -
2.4.2、 估值表现：估值回归理性，持续回馈股东.....	- 23 -
3、 星巴克的成功之道.....	- 25 -
3.1、 赛道优：兼得成瘾性+标准化的咖啡行业.....	- 25 -
3.2、 精准选址保障有机扩张，细致管理助力体验升级.....	- 26 -
3.2.1、 选址：城市分级+GIS 模型助力公司抢夺优质商铺.....	- 26 -
3.2.2、 门店管理：坪效+时效的精密布局.....	- 28 -
3.2.3、 供应链管理：系统化管理流程，控制成本.....	- 29 -
3.3、 “以人为本”+“第三空间”=星巴克体验.....	- 32 -
3.3.1、 优秀员工：向顾客传递企业文化的窗口.....	- 32 -
3.3.2、 善用门店环境打造社交属性.....	- 32 -
3.4、 品牌文化塑造情绪认同：产品推陈出新+IP 打造+强会员体系.....	- 34 -
3.4.1、 积极推陈出新丰富产品线.....	- 34 -
3.4.2、 打造品牌 IP，与当地文化碰撞，塑造情绪认同.....	- 35 -
3.4.3、 强数字化能力助力会员体系.....	- 37 -
4、 总结及启示.....	- 38 -
5、 风险提示.....	- 41 -
图 1、 FY19 星巴克销售额达 265.1 亿美元.....	- 6 -
图 2、 FY19 星巴克全球共拥有 31,256 家门店.....	- 6 -
图 3、 FY19 星巴克中国门店数达到 4,123 家.....	- 7 -
图 4、 星巴克成立 50 年股价实现百倍增长.....	- 7 -
图 5、 霍华德·舒尔兹.....	- 8 -
图 6、 霍华德舒尔茨建立的星巴克“伙伴文化”.....	- 8 -
图 7、 公司授予伙伴以 Bean Stock，加强员工归属感，绑定利益.....	- 8 -
图 8、 星巴克的发展历程：快速扩张到遭遇危机，再到强化竞争力重新辉煌.....	- 9 -
图 9、 上市后历程及估值走势：公司启蒙阶段估值业绩双击，成熟后持续分红、估值稳定，业绩驱动股价.....	- 9 -
图 10、 1963-1991 年美国人均可支配收入显著增加.....	- 10 -
图 11、 1963-1991 年美国 GDP 快速增长.....	- 10 -
图 12、 1977-1990 年美国未烘焙咖啡进口量明显提升.....	- 11 -
图 13、 发达国家咖啡消费领先.....	- 11 -
图 14、 1991-1995 年星巴克门店数量 CAGR 达 55.4%.....	- 11 -
图 15、 上市四年星巴克市值近 20 倍增长，P/E 估值最高达百倍，此后维持 60 倍左右.....	- 11 -
图 16、 1992-2000 年星巴克门店数量翻 21.2 倍.....	- 12 -
图 17、 1992-2000 年租金占比维持相对低位.....	- 12 -

图 18、	1995-2000 年海外门店数 CAGR 达到 250% .....	- 13 -
图 19、	2000 年星巴克海外门店数占比达到 15% .....	- 13 -
图 20、	1993-2000 年北美地区以直营店为主 .....	- 13 -
图 21、	1995-2000 年海外地区以特许经营店为主 .....	- 13 -
图 22、	同店增长随着扩张有下滑, 但仍维持中单位数 .....	- 14 -
图 23、	1992-2000 年星巴克营收 CAGR 达 33.64% .....	- 14 -
图 24、	1992-2000 年星巴克净利润 CAGR 达 46.32% .....	- 14 -
图 25、	星巴克发展阶段 (1992-2000 年) 走势: 业绩增长+高估值共同推动市值提升 .....	- 14 -
图 26、	2000-2004 年星巴克门店数 CAGR 达 25% .....	- 15 -
图 27、	2000-2004 年星巴克总收入 CAGR 达 25% .....	- 15 -
图 28、	2000-2008 年海外门店增长迅猛 CAGR 达 32.9%, 北美门店数 CAGR 为 18.50% ..	- 16 -
图 29、	2000-2008 年特许经营店收入占比提升 .....	- 16 -
图 30、	2000-2004 年星巴克北美地区收入 .....	- 16 -
图 31、	2000-2004 年星巴克海外地区收入 .....	- 16 -
图 32、	星巴克价格区间 17-37 元 .....	- 16 -
图 33、	麦咖啡价格区间 12-25 元 .....	- 16 -
图 34、	2000 年至 2008 年特许经营店数量稳步攀升 .....	- 17 -
图 35、	2004 年后全球同店销售增长率均有下跌 .....	- 17 -
图 36、	2004-2008 年星巴克净利润表现 .....	- 17 -
图 37、	2004-2008 年星巴克净利润率跌至 3% .....	- 17 -
图 38、	2001-2008 年星巴克店面费用率及销货成本率明显攀升, 效率降低 .....	- 17 -
图 39、	2004 年后开店增速下降的同时, 现有同店增速亦持续下滑, 估值业绩双杀 .....	- 18 -
图 40、	2009 年星巴克总店数首次出现负增长 .....	- 19 -
图 41、	2008-2011 年星巴克特许经营店数增速放缓 .....	- 19 -
图 42、	2009 年星巴克美国直营店首次出现负增长 .....	- 19 -
图 43、	2009 年员工总数首次出现下降 .....	- 19 -
图 44、	2008-2019 年星巴克同店销售增长率显著提升 .....	- 20 -
图 45、	2008-2019 年直营店及特许经营店数量 .....	- 20 -
图 46、	2008-2019 年星巴克总收入增长稳定 .....	- 20 -
图 47、	2009-2018 年星巴克店面费用率逐渐降低 .....	- 20 -
图 48、	星巴克推出的 My Starbucks Idea 网站 .....	- 21 -
图 49、	2008-2019 年总店数 CAGR 达到 5.88% .....	- 22 -
图 50、	2008-2019 年星巴克海外门店占比大幅提升 .....	- 22 -
图 51、	2008-2019 年星巴克北美地区门店数及 YoY .....	- 22 -
图 52、	2008-2019 年星巴克海外地区门店数及 YoY .....	- 22 -
图 53、	2008-2019 年星巴克北美地区收入及 YoY .....	- 22 -
图 54、	2008-2019 年星巴克海外地区收入及 YoY .....	- 22 -
图 55、	2008-2019 年北美收入占比有所下降, 海外收入占比提升 .....	- 23 -
图 56、	回归核心业务, 以扎实的同店表现及稳健的门店扩张速度推动业绩增长, EPS 为主要 股价动力 .....	- 24 -
图 57、	2017 年底出售 Tazo 茶品牌 .....	- 24 -
图 58、	2018 年公司关闭主营茶业的 Teavana 零售门店 .....	- 24 -
图 59、	2011-2019 年美国人均咖啡消费量平均 2 杯/天 .....	- 25 -
图 60、	2010-2017 年美国人均果汁消费量平均仅为 69 毫升/天 .....	- 25 -
图 61、	2008-2018 年星巴克经营费用率逐步下降 .....	- 26 -
图 62、	2008-2018 年星巴克销售费用率下降趋势明显 .....	- 26 -
图 63、	1987-1997 年星巴克门店总数及净新增门店数及时间轴 .....	- 27 -
图 64、	星巴克主要选址场景 .....	- 27 -
图 65、	利用 GIS 选址分析图 (红圈表示人流量大) .....	- 28 -
图 66、	星巴克免下车门店示意图 .....	- 28 -
图 67、	星巴克独特的横向排队模式 .....	- 28 -
图 68、	星巴克所用的全自动意式咖啡机 .....	- 28 -
图 69、	星巴克设计的定量铲 .....	- 29 -
图 70、	星巴克的“八分钟”凳 .....	- 29 -
图 71、	星巴克的集中供应链运作同时支持三种渠道 .....	- 29 -
图 72、	星巴克的 9 个咖啡农支持中心位置分布 .....	- 30 -
图 73、	高品质阿拉比卡咖啡豆 .....	- 31 -
图 74、	星巴克按 C.A.F.E. 条例采购量占总采购量比例 .....	- 31 -

图 75、	2008-2016 年星巴克 fixed-price contracts、price-to-be-fixed contracts 及总采购金额	- 31 -
图 76、	星巴克存货周转天数	- 31 -
图 77、	星巴克应收及应付账款周转天数	- 31 -
图 78、	星巴克全球员工总数除 2009 和 2010 年因关闭门店而减少, 2010 年后稳步增加	- 32 -
图 79、	完善的内部晋升机制	- 32 -
图 80、	星巴克典型的木制装修门店环境	- 33 -
图 81、	星巴克的中、大、超大杯	- 33 -
图 82、	不同口味的星冰乐	- 34 -
图 83、	日本樱花季限定——樱花星冰乐	- 34 -
图 84、	黄金、中度、深度焙烤咖啡豆	- 35 -
图 85、	2005-2019 年星巴克食品收入占比逐渐提升	- 35 -
图 86、	星巴克冷萃冰咖啡	- 35 -
图 87、	星冰乐芒果冰沙	- 35 -
图 88、	2011-2018 年星巴克的广告费及费率	- 36 -
图 89、	公司每年推出限定杯子	- 36 -
图 90、	美国大选时推出的特色杯	- 36 -
图 91、	2019 年推出的“网红”猫爪杯	- 36 -
图 92、	2017 年和 Paul&Joe 推出的联名款	- 36 -
图 93、	开在故宫里的星巴克	- 37 -
图 94、	日本京都的一家榻榻米星巴克	- 37 -
图 95、	全球首家火车上的星巴克, 位于苏黎世	- 37 -
图 96、	与中国传统美食的碰撞——星冰粽	- 37 -
图 97、	星巴克会员卡中的现金量超过 12 亿美元	- 38 -
图 98、	会员人数持续增长	- 38 -
图 99、	海底捞已打造了成熟的供应链体系	- 39 -
图 100、	呷哺呷哺把握原材料资源	- 39 -
图 101、	星巴克表面的竞争力均拥有强有力的底层支持	- 41 -
表 1、	星巴克净利润表现亮眼, 1996-2019 净利润增速高达 CAGR=21.4%	- 7 -
表 2、	1992-1997 年星巴克在美国新进入的城市	- 12 -
表 3、	星巴克国际化进程	- 12 -
表 4、	1992、2000 年星巴克收入、净利润、股价、市值和 P/E 涨幅	- 14 -
表 5、	星巴克净利润表现亮眼, 2009-2019 净利润增速高达 CAGR=24.86%	- 20 -
表 6、	2001-2019 年期间星巴克派息金额、回购金额及股息率; 派息额逐年增长	- 23 -
表 7、	星巴克选址的基本原则	- 27 -
表 8、	星巴克供应链改革时系统实现的功能、采用的软件及供应商	- 29 -
表 9、	星巴克按库存生产模式的六大优势	- 30 -
表 10、	星巴克的 9 个咖啡农支持中心	- 30 -
表 11、	1994-1996 年星巴克收入、净利润、市值涨幅	- 34 -
表 12、	星巴克新产品及推出时间	- 34 -
表 13、	星巴克的数字化进程	- 38 -
表 14、	公司 FY19 星享卡确认收入 108 亿美元, 占当年公司总收入 265 亿美元的 40%	- 38 -

### 报告背景

民以食为天，我国餐饮业市场规模约达 5 万亿元，尽管疫情之下多数餐企录得亏损，但阴霾对头部餐企的影响正逐步过去。疫情一定程度上加速了餐企的供给侧改革，具备资金、品牌、人才、供应链的连锁餐企逆势扩张：海底捞/太二/呷哺呷哺/凑凑预计全年新开店 500/100/90/40 家。截止 11 月，海底捞/九毛九/呷哺呷哺/凑凑预计全年新开店 500/100/90/40 家。截止 11 月，海底捞/九毛九/呷哺呷哺/凑凑同店恢复近 8 成/9 成/9 成，而太二及凑凑同店已实现增长。伴随着复苏的步伐，港股餐企市值屡创新高，估值溢价凸显。

除了备受关注的海底捞、九毛九、百胜中国、以及呷哺呷哺，近年来，如喜茶、奈雪等新锐餐饮连锁亦逐步展露头角，受到消费者及资本的追捧。本报告为全球餐饮连锁核心资产启示录的开篇，希望通过复盘星巴克的发展及估值阶段以挖掘优质餐企的品质，为我国餐企发展及行业估值以启示。

### 报告正文

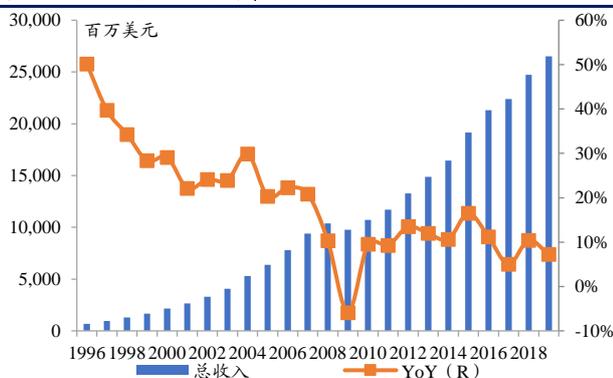
## 1、星巴克：全球最大的连锁咖啡饮品企业

### 1.1、公司概况：上市二十七年市值百倍增长

**市值百倍增长，门店遍布全球的咖啡巨头。**星巴克成立于 1971 年的华盛顿州西雅图市。随着霍华德·舒尔兹于 1987 年收购该公司，星巴克便于十年间迅速成长为全球知名的连锁咖啡企业，除售卖精品现制咖啡外，亦通过店内及店外零售袋装咖啡豆、咖啡冷热饮料、糕点食品以及咖啡机、咖啡杯等。

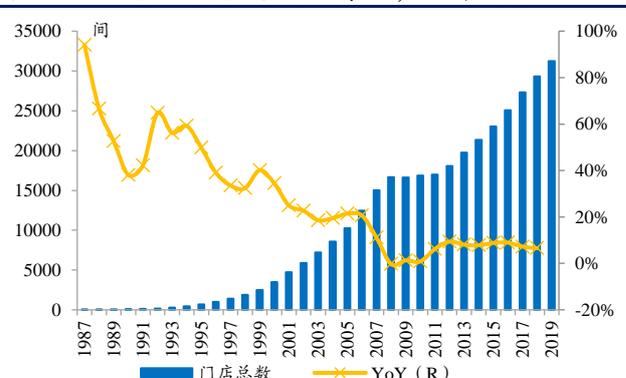
星巴克于 1992 年 6 月在纳斯达克交易所上市，截至 2020 年 12 月，星巴克市值已超 1200 亿美元，成长 800 逾倍。FY19 营收/净利润达 265.1/36 亿美元，是 1996 年的 38/86 倍。公司于全球范围通过直营+特许经营模式开设了 31,256 家门店，是 1987 年门店数的 1839 倍；其中中国内地拥有 4,123 家门店。

图1、FY19 星巴克销售额达 265.1 亿美元



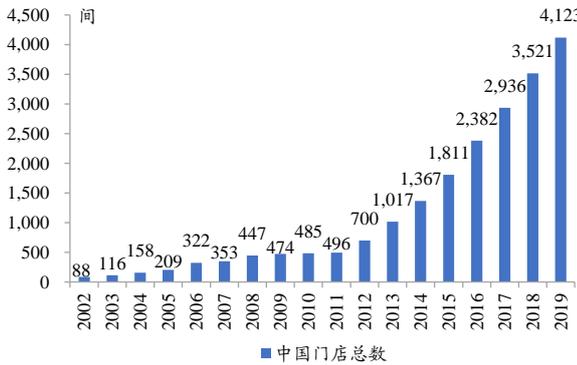
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、FY19 星巴克全球共拥有 31,256 家门店



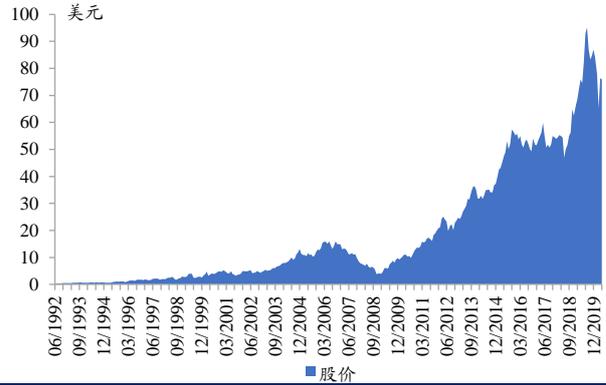
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、FY19 星巴克中国门店数达到 4,123 家



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、星巴克成立 50 年股价实现百倍增长



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、星巴克净利润表现亮眼，1996-2019 净利润增速高达 CAGR=21.4%

年份	净利润 (百万美元)	YoY	店面数增速	同店增速
1996	41.71	59.8%	49.9%	7%
1997	55.21	32.4%	39.1%	5%
1998	68.37	19.1%	33.6%	5%
1999	101.69	48.7%	32.4%	6%
2000	94.56	-7.0%	40.2%	9%
2001	181.21	91.6%	34.5%	5%
2002	212.69	17.4%	25.0%	6%
2003	268.35	26.2%	22.7%	8%
2004	388.97	45.0%	18.6%	10%
2005	494.37	27.1%	19.5%	8%
2006	564.26	14.1%	21.5%	7%
2007	672.64	19.2%	20.7%	5%
2008	315.50	-53.1%	11.1%	-3%
2009	390.80	23.9%	-0.3%	-6%
2010	945.60	142.0%	1.3%	7%
2011	1,245.70	31.7%	0.9%	8%
2012	1,383.80	11.1%	6.3%	7%
2013	8.30	-99.4%	9.4%	7%
2014	2,068.10	24816.9%	8.1%	6%
2015	2,757.40	33.3%	7.8%	7%
2016	2,817.70	2.2%	8.9%	5%
2017	2,884.70	2.4%	9.0%	3%
2018	4,518.30	56.6%	7.3%	2%
2019	3,599.20	-20.3%	6.6%	5%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2008 年公司进行内部重塑大量关店；2013 年由于向卡夫公司支付 27.6 亿美元导致净利润下降；2018 年公司将零售业务永久性授权给雀巢，作价 71.5 亿美元，并回收中国运营全部股份、出售 Tazo 而产生一次性收益

### 1.2、灵魂人物：卓越领袖霍华德·舒尔兹

将精品咖啡文化带入美国，带领咖啡帝国转危为安。霍华德·舒尔兹，1953 年出生于美国纽约。舒尔茨加入星巴克时其仅为一家销售咖啡豆、茶叶及香料的零售门店。而受意式咖啡馆启发，舒尔茨意识到咖啡的精髓不仅在于咖啡本身，而在于

享受咖啡时刻的“气氛、交谊的空间、心情的转换”，即“体验”才是咖啡馆真正吸引顾客一来再来的精髓。

舒尔茨于 1987 年收购星巴克后，将咖啡体验注入，将曾经的零售店转为咖啡饮品连锁，带领星巴克从一家只在西雅图有 17 家店面的公司成长到在全球范围内拥有超三万家门店的咖啡巨头。他亦在公司危急时刻重通过为公司“瘦身减负”、“重塑星巴克体验”、“着眼亚洲新兴市场”等手段重整公司业绩及股价，帮助公司重回巅峰，具备卓越的领导力、决断力及远见。

**以人为本，坚实星巴克“伙伴文化”，保障公司人才输出。**星巴克自创立来便贯彻以人为本的理念，建立“伙伴文化”并将其深深扎根在星巴克。早在 1991 年，公司便推出股票期权计划，全球员工，包括每周兼职 20+ 小时的兼职工，均可持有星巴克 Bean Stock。公司员工互称伙伴，尊重彼此，极大激发了工作积极性。即便在 2008 年金融危机时，星巴克也未削减承诺给员工的健康福利，“因为这会损坏公司的存在根基，那就是我们的文化和价值”。而良好的机制亦为公司快速的扩张、全球三万余家门店提供了人才保障。

图5、霍华德·舒尔兹



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、霍华德舒尔茨建立的星巴克“伙伴文化”

**伙伴文化**

有一个机会成为星巴克的伙伴

**我们的使命**

激发并孕育人文精神——每人、每杯、每个社区

**伙伴·同行**

- 在星巴克，我们称彼此为伙伴，伙伴们一起共享在星巴克的无限机会，伙伴们一起实现更多、成就更多
- 在星巴克，连接更广阔的世界、做最好的自己、成就非凡事业，让每一天都充满意义地连接彼此、成就自己

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司授予伙伴以 Bean Stock，加强员工归属感，绑定利益

**什么是 BEAN STOCK?**

公司给符合资格的伙伴授予 Bean Stock 限制性股票单位 (RSU)，授予的限制性股票单位在两年时间里转换为星巴克股票。获得股份的条件是您等待期一直受聘于公司，这段等待期称为“归属”。

简单来说，如果您从授予日后在星巴克保持至少一年的在职状态且没有中断服务，即可获得您的 Bean Stock 的一半。如果您从授予日后保持在职状态两年且没有中断服务，则可获得剩余一半。获得股份后，您可以持有也可以卖出这些股份——这由您自行决定。

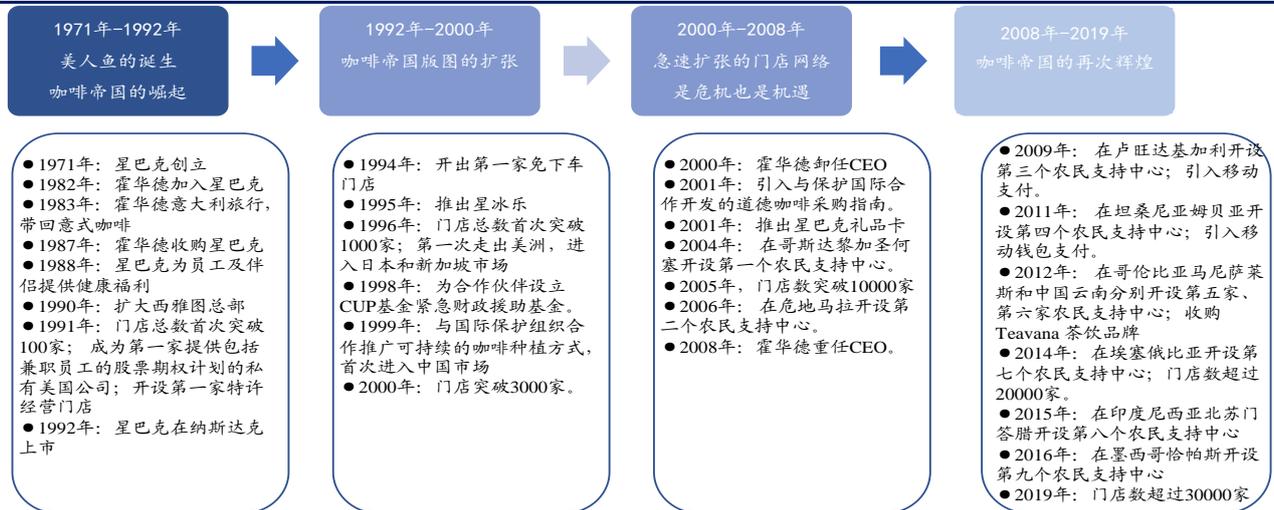
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**2、历史阶段及估值表现：从估值溢价到价值分红**

星巴克近 50 年的发展历史可分为四个阶段。初始：美人鱼的诞生，咖啡帝国的崛起

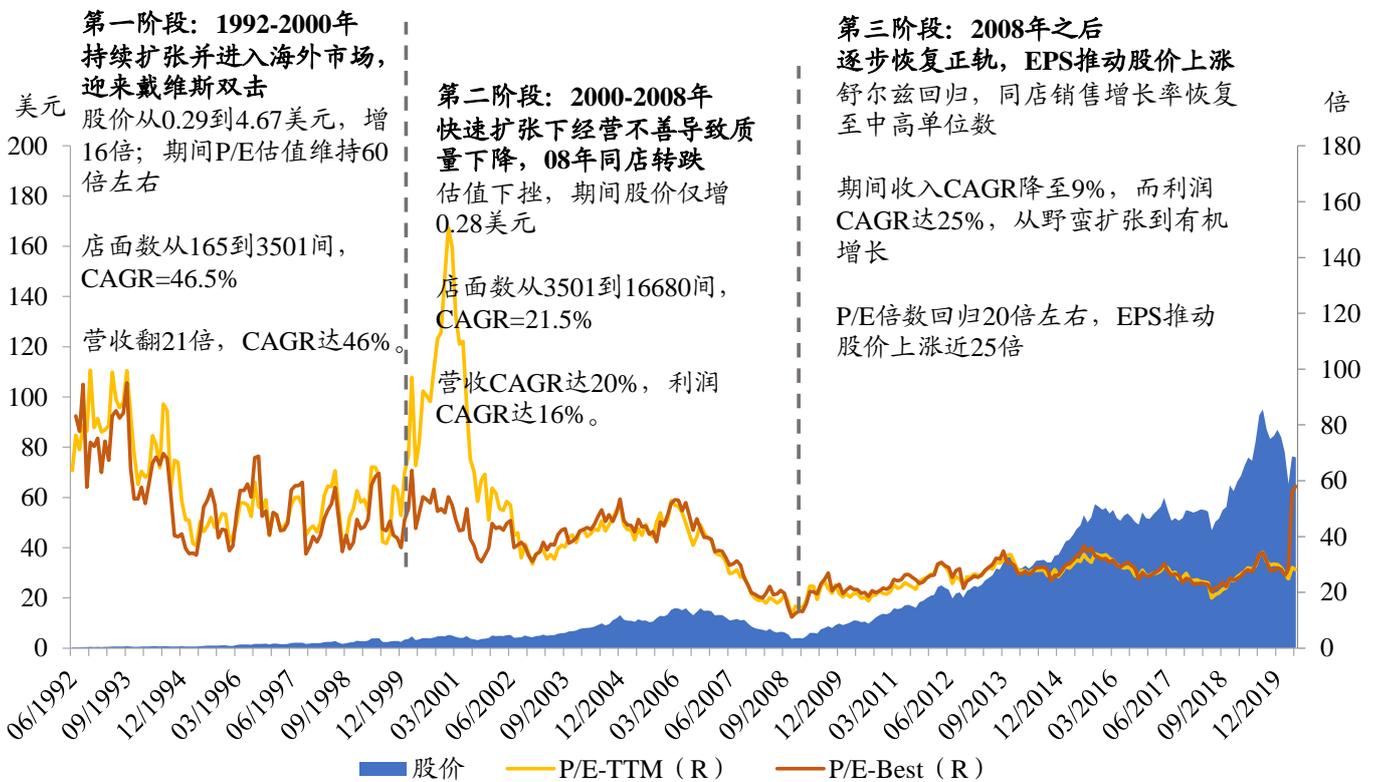
起（1971-1992年）。第一阶段：咖啡帝国版图的扩张（1992-2000年）。第二阶段：急速扩张，遭遇危机（2000-2008年）。第三阶段：咖啡帝国的再次辉煌（2008年至今）；每个阶段各具特色，估值体系变动明显，对我国餐企现有及未来估值有参考意义。

图8、星巴克的发展历程：快速扩张到遭遇危机，再到强化竞争力重新辉煌



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、上市后历程及估值走势：公司启蒙阶段估值业绩双击，成熟后持续分红、估值稳定，业绩驱动股价



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.1、初始阶段：咖啡文化伴随消费能力提升而崛起（1971-1992）

### 2.1.1、历史背景：随着消费能力、生活品质提升，速溶咖啡成长到咖啡文化

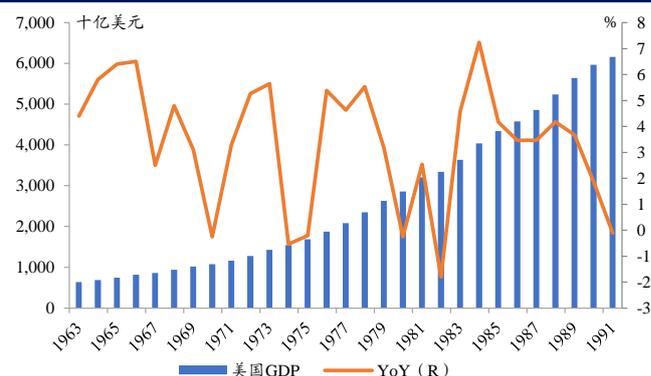
**婴儿潮一代消费刺激，咖啡文化得以培育。**早期，美国受英国文化的影响导致当时茶文化盛行，而咖啡仅作为餐厅或酒吧的附属品。1771年12月，著名的波士顿倾茶事件意味着美国独立战争的开始，也标志着茶文化时代的结束。自此，美国正式开始了几百年的咖啡饮用历史。1930s年代，市场上首先出现了如麦斯威尔、福爵等速溶咖啡公司，速溶工业咖啡时代诞生。

20世纪60年代中期，随着美国二战后婴儿潮一代正值盛年，且伴随着沃尔玛等大型折扣超市的普及导致生活成本不断降低，美国人均可支配收入和购买力都有显著提升。受消费升级推动，消费者对咖啡口感要求与日俱增，由此进入精品咖啡时代。当时主要以袋装咖啡豆的形式零售，由顾客买回研磨制作饮品。由于研磨过程繁琐且对专业性要求高，人们更愿意购买成品咖啡。至此，能烘培优质咖啡豆、香气四溢的咖啡馆就此崛起，推动咖啡文化前进。

图10、1963-1991年美国人均可支配收入显著增加



图11、1963-1991年美国GDP快速增长

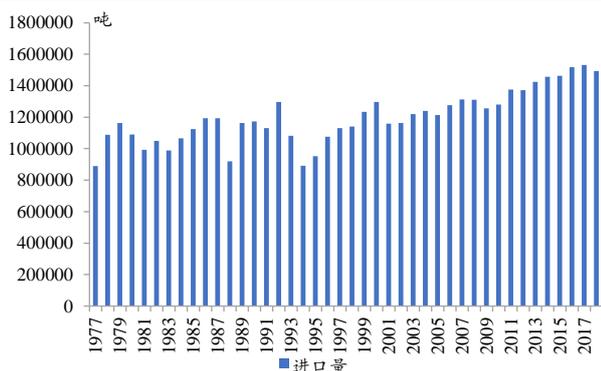


资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

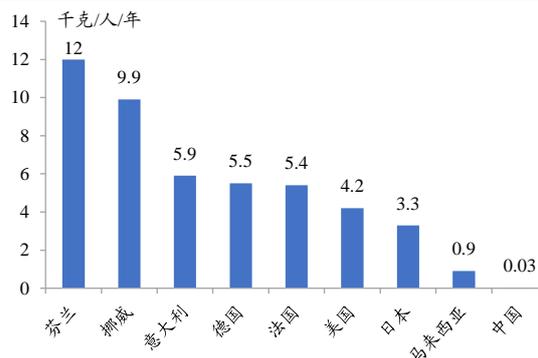
**星巴克引入意式咖啡馆体验，推动美国咖啡文化前进。**1971年，星巴克创始人戈尔德·鲍克等出于对精品咖啡的喜爱共同创立了彼时为咖啡豆零售商的星巴克。1983年，已在星巴克市场推广部任职的霍华德在出差意大利途中感受到了意式咖啡馆的魅力，并决定将星巴克打造成一个主打意式咖啡的饮品连锁品牌，伴以优质的产品与服务品质及舒适的环境氛围。1987年，霍华德正式收购星巴克，随着美国人均可支配收入超1万美金，居民消费能力提升，对生活品质追求加大，星巴克掀起了以拿铁为首的意式咖啡风潮，正式开启咖啡文化时代。

图12、1977-1990年美国未焙烤咖啡进口量明显提升



资料来源：艾媒数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、发达国家咖啡消费领先

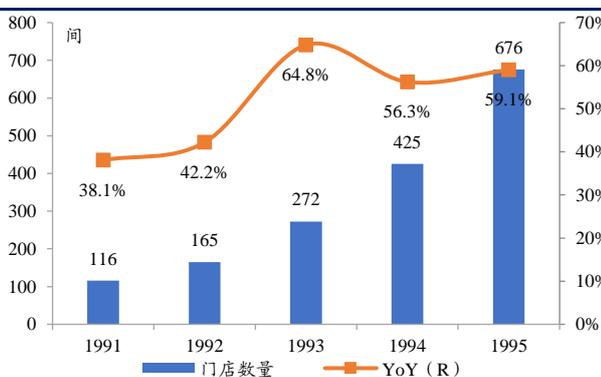


资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1.2、经营表现：成倍增长时期，实现上市

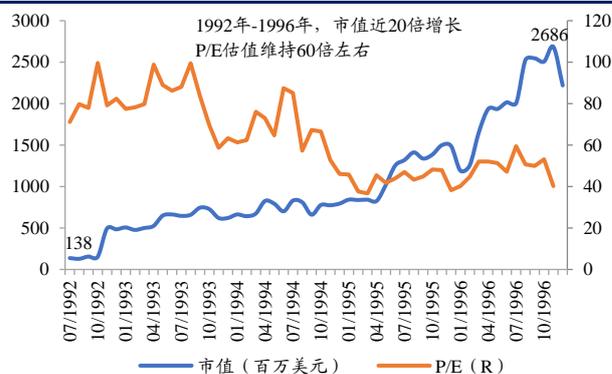
**里程碑：1992年纳斯达克上市，成为首家上市的咖啡企业。**1992年，星巴克在纳斯达克上市，此时公司门店规模已达165家，是1987年的近十倍，业绩表现亮眼。1992年公司营收达0.93亿，同比增长61.5%；净利润为0.04亿，同比增长70.4%。上市一年便实现业绩翻倍，1993年公司营收达到1.77亿美元，同比增长89.7%；净利润达到0.08亿，同比增长101.8%。上市之初，公司的市值近0.14亿美元，仅半年，市值达到0.48亿美元；公司上市之初的PE估值便高达百倍，并于上市3年内维持了60倍以上的估值溢价。

图14、1991-1995年星巴克门店数量CAGR达55.4%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、上市四年星巴克市值近20倍增长，P/E估值最高达百倍，此后维持60倍左右



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、发展初期：版图快速扩张，持续享受估值溢价（1992-2000）

### 2.2.1、经营表现：从国内到全球，门店数/净利润CAGR均超46%

**深耕国内，加密布局，从美国中西部扩张到东海岸。**1992年后，星巴克大举挺进纽约、亚特兰大、拉斯维加斯、辛辛那提及费城等地。2000年底，星巴克已有近3500家门店。随着入驻城市数量的增加，品牌曝光度逐渐提升，星巴克的品牌力增强。由于星巴克的入驻往往可以带动周边社区经济繁荣产生“星巴克效应”，

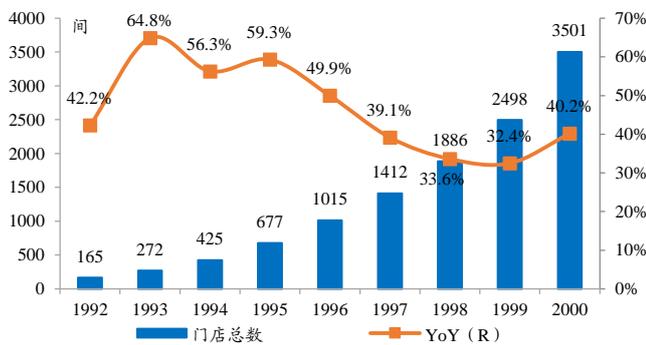
公司议价能力持续提升使得公司能以更低的成本扩张。

表2、1992-1997年星巴克在美国新进入的城市

年份	美国新进入的城市	公司总营收 (百万美元)	净利润 (百万美元)	市值 (百万美元)	P/E (倍)	总店数 (间)
1992年	圣地亚哥、旧金山、丹佛	103.2	4.5	484.7	78.2	165
1993年	华盛顿特区	176.5	8.3	621.7	82.6	272
1994年	波士顿、纽约、亚特兰大、明尼阿波利斯	284.9	10.2	794.8	68.1	425
1995年	达拉斯、休斯顿、德克萨斯、费城、拉斯维加斯	465.2	26.1	1490.0	44.0	676
1996年	北卡罗来纳州、罗德岛、安大略	696.5	41.7	2221.0	48.3	1,006
1997年	凤凰城、底特律、迈阿密	967.0	55.2	3034.0	47.1	1,381

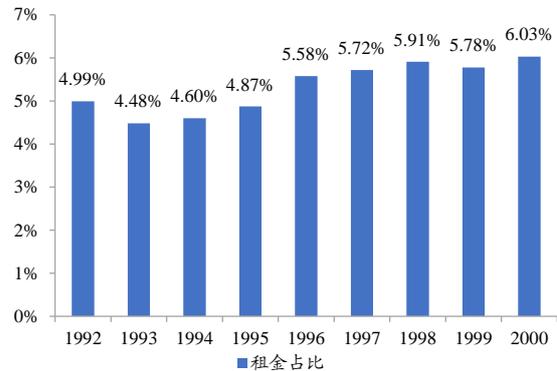
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、1992-2000年星巴克门店数量翻21.2倍



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、1992-2000年租金占比维持相对低位



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：公司于95年后进入国际市场，租金费率小幅提升

**1995年实行国际化战略：走出北美，开往全世界。**在国内加密开店的同时，1995年星巴克逐步全球化。由于进入海外市场往往会受到当地政策的制约和市场环境的影响，星巴克通常先采取合营的方式打入当地市场，以轻资产模式实现快速扩张。星巴克1999年进入中国时，分别授权北京美大咖啡有限公司、台湾统一集团、香港美心公司在国内开特许经营店。这种方式能有效节约初期投资，规避陌生市场潜在风险。截至2000年，海外门店数达到525家，占比15%。其中海外特许经营门店数达352家，占海外门店总数的67%。

表3、星巴克国际化进程

年份	首次进入的国家名称
1996年	日本、新加坡
1997年	菲律宾
1998年	英国、马来西亚、新西兰、泰国
1999年	中国、科威特、黎巴嫩、韩国
2000年	澳大利亚、巴林、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国
2001年	奥地利、苏格兰、瑞士、威尔士
2002年	德国、希腊、印度尼西亚、墨西哥、阿曼、波多黎各、西班牙
2003年	智利、塞浦路斯、秘鲁、土耳其
2004年	法国、北爱尔兰
2005年	巴哈马、爱尔兰、约旦
2006年	巴西、埃及
2007年	丹麦、荷兰、罗马尼亚、俄罗斯
2008年	阿根廷、比利时、保加利亚、捷克共和国、葡萄牙

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2009年	阿鲁巴、波兰
2010年	萨尔瓦多、匈牙利、瑞典
2011年	危地马拉、库拉索岛、摩洛哥
2012年	哥斯达黎加、芬兰、印度、挪威
2013年	越南、摩纳哥
2014年	文莱、哥伦比亚
2015年	巴拿马

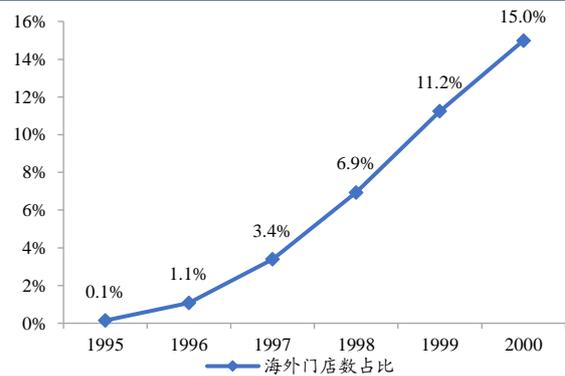
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、1995-2000年海外门店数CAGR达到250%



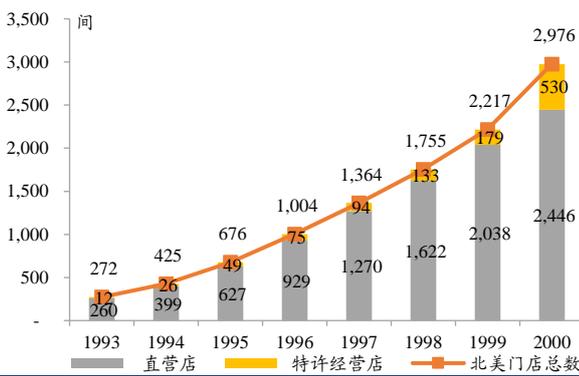
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、2000年星巴克海外门店数占比达到15%



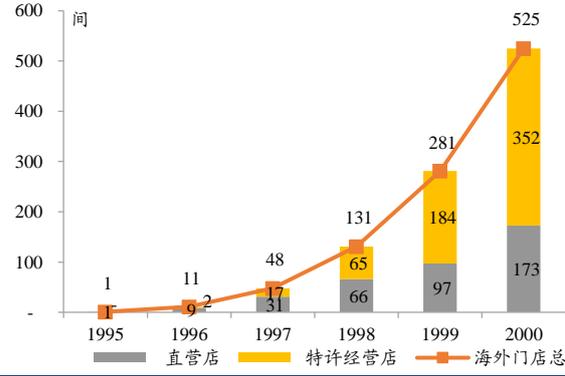
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、1993-2000年北美地区以直营店为主



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

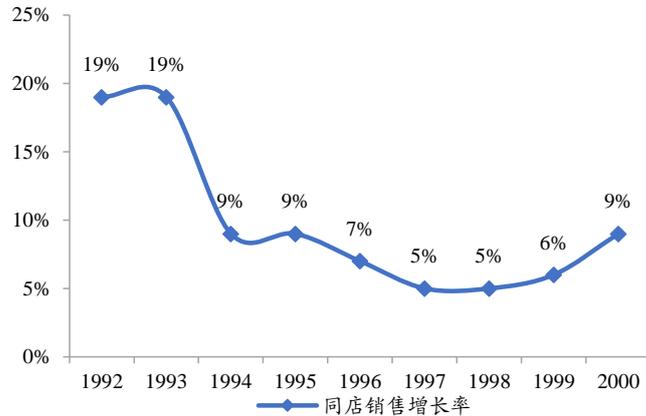
图21、1995-2000年海外地区以特许经营店为主



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

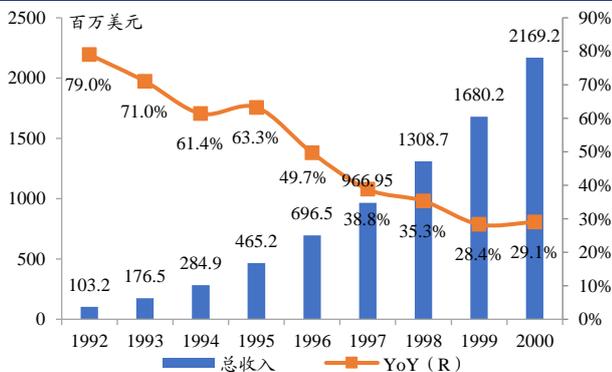
**快速拓店+稳健单店表现驱动营收和净利双增长。**从1992年到2000年，公司门店数165迅速攀升至3501家门店，CAGR达到46.5%。尽管公司同店销售增长率从初期年的19%逐渐下滑，但仍维持中单位数增长，成熟单店表现稳健的背景下，规模的扩张推动星巴克营收从1992年的1.03亿美元，成长到2000年的21.69亿美元，八年时间翻了21倍，CAGR达46.36%。净利润从1992年的0.045亿美元，成长到2000年达到0.946亿美元，CAGR达46.33%。

图22、同店增长随着扩张有下滑，但仍维持中单位数



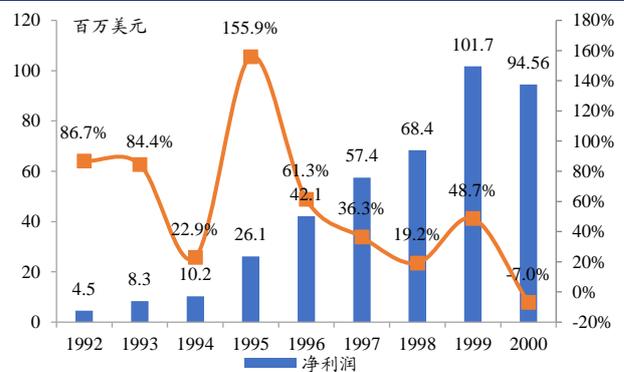
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、1992-2000年星巴克营收CAGR达33.64%



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、1992-2000年星巴克净利润CAGR达46.32%



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、估值表现：高增长伴随60倍PE的估值溢价

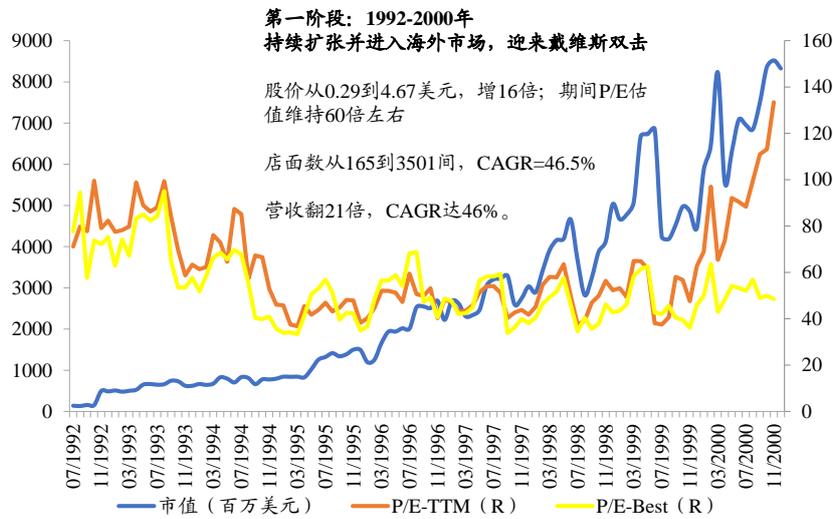
业绩兑现+估值溢价为股价的双引擎。随着公司门店数从165增长到3501家，公司同店增长率有所下滑，但仍维持中单位数增长。稳健的单店表现加上门店的快速扩张，业绩有所兑现。值得一提的是，市场持续给予了快速成长中的星巴克以估值溢价，PE维持在60倍左右。业绩兑现和高估值成为了驱动星巴克股价和市值增长的双引擎。1992年星巴克市值为1.38亿美元，2000年达到83.27亿，实现60倍增长。我们认为海底捞及九毛九（太二）便处于类似阶段，估值溢价非偶然。

表4、1992、2000年星巴克收入、净利润、股价、市值和P/E涨幅

年份	1992年	2000年	1992-2000年涨幅
营业收入(百万美元)	103.2	2169.2	21.0倍
净利润(百万美元)	4.5	95.6	21.2倍
股价(美元)	0.3	4.7	15.7倍
市值(百万美元)	138.0	8327.0	60.3倍
P/E(倍)	63.7	87	-

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、星巴克发展阶段（1992-2000年）走势：业绩增长+高估值共同推动市值提升



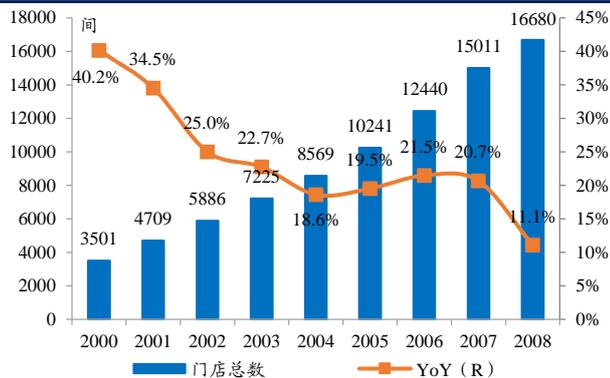
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、调整阶段：急速扩张下同店转跌，估值及业绩双杀（2000-2008）

#### 2.3.1、经营表现：全球扩张下经营不善，同店转跌

2000-2004年期间轰炸式扩张，全球门店数量激增。2000-2004年期间，公司门店数从3500家增长至8569家，4年CAGR达25%，推动公司总营收从21.69亿美元到2004年的52.94亿美元，CAGR达25%。其中，海外店面从2000年的525家增长至2008年的5,113家，CAGR为32.91%，其中特许经营店达61%，带动特许经营店收入占比从2000年的8.7%增长至11.3%。

图26、2000-2004年星巴克门店数CAGR达25%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

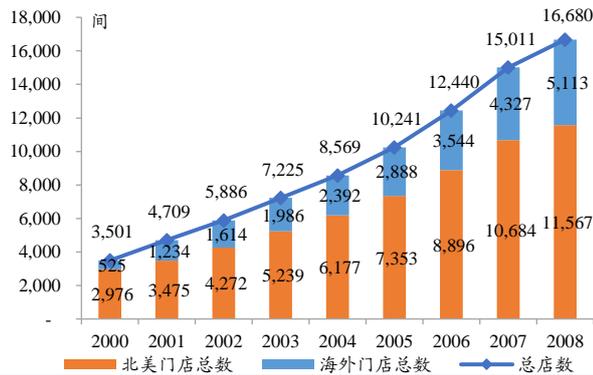
图27、2000-2004年星巴克总收入CAGR达25%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

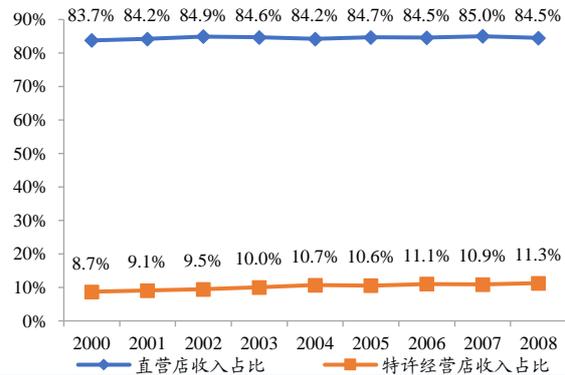
海外行业深度研究报告

图28、2000-2008年海外门店增长迅猛 CAGR 达 32.9%，北美门店数 CAGR 为 18.50%



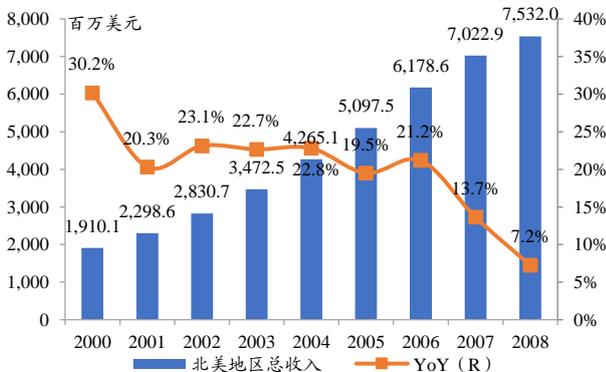
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2000-2008年特许经营店收入占比提升



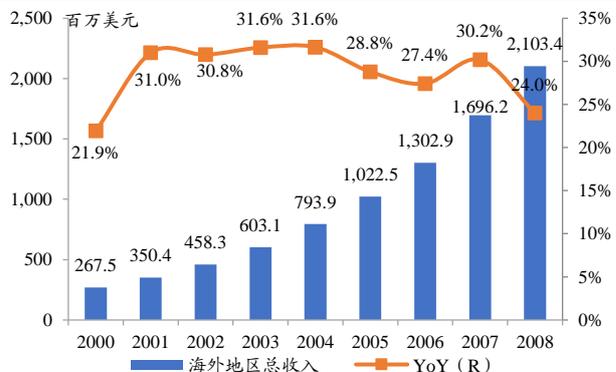
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、2000-2004年星巴克北美地区收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、2000-2004年星巴克海外地区收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2004-2008 期间快速扩张下的管理不善叠加行业竞争，危机凸显。麦当劳在 2000 年推出咖啡品牌—麦咖啡；唐恩都乐现磨咖啡在 2007 年当选“美国人最喜爱的咖啡品牌”。跨赛道抢占市场的竞争者规模优势不差于星巴克。截至 2004 年底，麦当劳全球门店数量达 31154 家，而星巴克只有 8569 家；价格方面，麦咖啡均价在 20 元，星巴克均价大约 30 元；环境体验方面，虽然星巴克优雅简洁的木质装修优于快餐式麦当劳，但星巴克常年人满为患，顾客难以停留享受咖啡。

图32、星巴克价格区间 17-37 元



资料来源：麦当劳官网，兴业证券经济与金融研究院整理

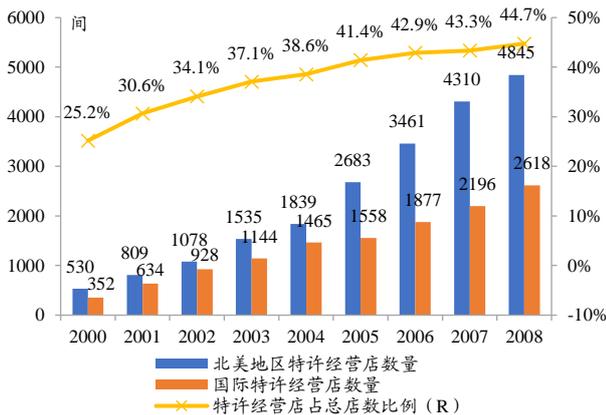
图33、麦咖啡价格区间 12-25 元



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

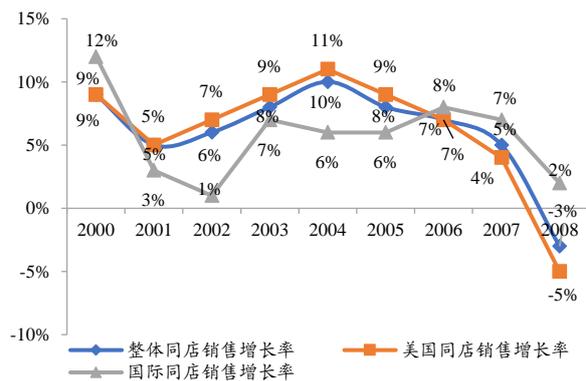
**重速不重质的扩张背后危机四伏。**公司凭借特许经营模式得以快速扩张，其占比从2000年的25.2%到2008年的44.7%，全球门店几乎一半都是加盟店。然而公司同店增长率从2004年的10%逐年下跌，并于2008年首次转跌呈-3%。期间店面费用率及销货成本率明显攀升，经营效率降低。经营不善的背后反映出的是集团战略的缺陷，一味扩张却未能保证加盟店的产品品质和客户体验，另一方面，大量开新店也对老店产生分流作用。

**图34、2000年至2008年特许经营店数量稳步攀升**



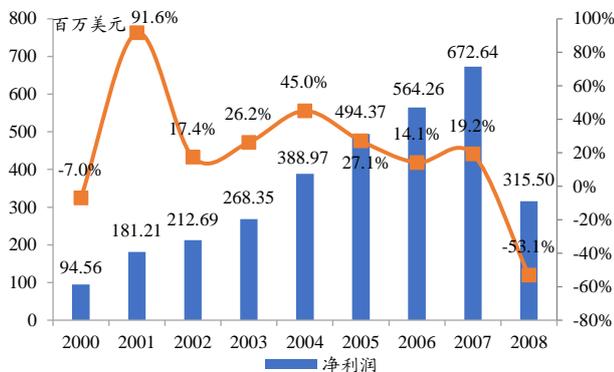
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**图35、2004年后全球同店销售增长率均有下跌**



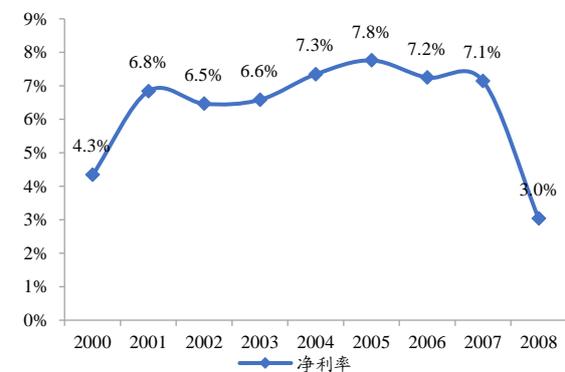
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

**图36、2004-2008年星巴克净利润表现**



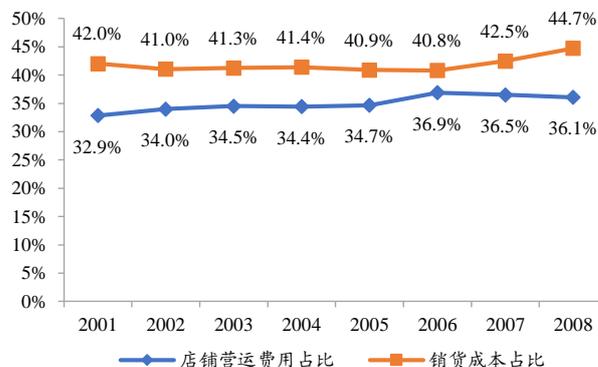
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**图37、2004-2008年星巴克净利润率跌至3%**



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**图38、2001-2008年星巴克店面费用率及销货成本率明显攀升，效率降低**



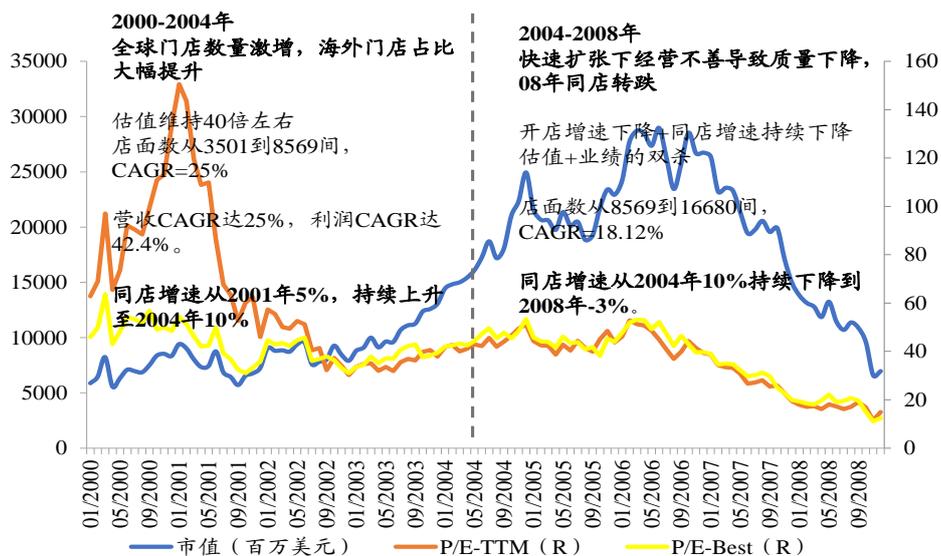
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3.2、估值表现：同店转跌伴随估值大幅下挫

同店转跌为估值致命伤。2008年受到外部环境影响，公司常年盲目扩张下的问题亦爆发。尽管门店数量的扩张表面上使公司收入仍欣欣向荣，但同店表现出现危机。在餐饮企业模型下，增长根本来自于单店表现及净开店数，门店增长是表象，而同店则是基础，限制着企业的上限：在一定规模下，公司同店转跌或意味着需求的饱和，即新增门店或同业竞争已开始侵蚀公司现有门店表现，其规模已接近饱和，未来扩店空间有限。

随着星巴克2004年后同店增速持续下降，公司估值从早期60倍左右的PE下降至20倍左右，而2008年的同店转跌进一步压制PE至11倍。2000年至2008年，公司市值从58.65亿美元变动至69.58亿美元，而八年间公司门店数成长近5倍。我们认为近年来呷哺呷哺的单店转弱，压制股价从2018年持续下跌则是处于类似阶段。在单店模型波动的背景下，一味地扩张并不能支撑市值增长。

图39、2004年后开店增速下降的同时，现有同店增速亦持续下滑，估值业绩双杀



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.4、重启阶段：重塑星巴克体验，成熟后积极回馈股东（2008-2019）

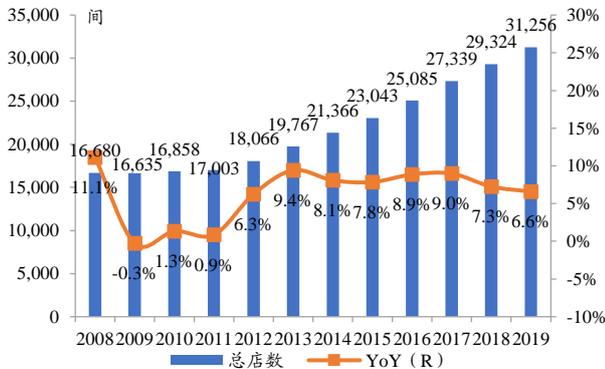
2008年霍华德·舒尔兹重新接任星巴克CEO，便提出公司新愿景“To inspire and nurture the human spirit – one person, one cup and one neighborhood at a time”，宣告公司将专注于提升咖啡业务并重塑客户体验。

### 2.4.1、经营表现：关闭落后门店，重塑企业特色，新兴市场提供发展动力

大规模关店潮，稳定同店增长。忙于开店让公司无暇思考单店效率问题，霍华德回归后便大刀阔斧的“修剪枝丫”。2009年，全球门店总数为16,635，是星巴克

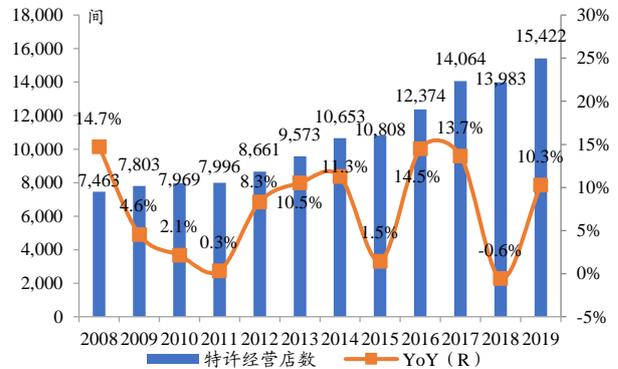
自成立以来首次出现下降。调整门店组合战略使美国地区关闭了 474 家表现不佳的直营店，员工总数同比下降 19% 至 14.2 万人。特许经营店的数量也增长缓慢，YoY 从 2008 年的 14.3% 下降到 2011 年的 0.3%。

图40、2009年星巴克总店数首次出现负增长



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、2008-2011年星巴克特许经营店数增速放缓



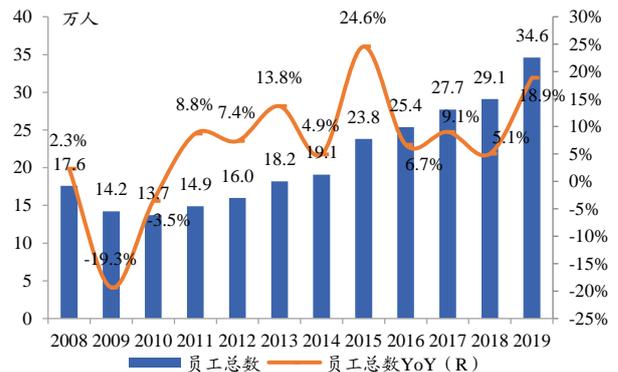
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、2009年星巴克美国直营店首次出现负增长



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、2009年员工总数首次出现下降



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

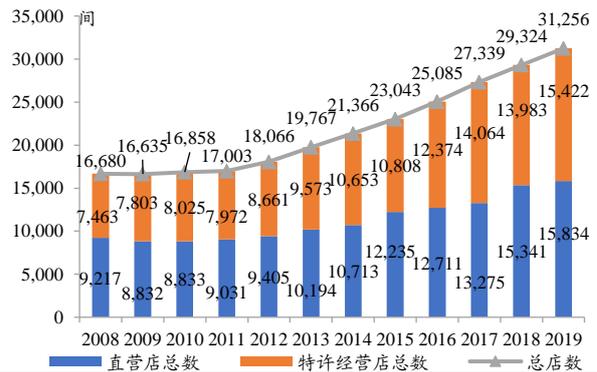
同店销售回归正常水平，门店控制初见成效。2008年星巴克同店销售增长率跌至-3%，2009年甚至再跌一倍至-6%，而随着大量关闭落后门店，公司同店销售于2010年回归正常水平，并稳定在5%左右的增长率。星巴克营收从2008年的103.83亿美元增至2019年的265.09亿美元，CAGR达8.89%。另一方面，净利润增长亮眼，从2008年3.16亿美元增至2019年35.99亿美元，CAGR高达24.75%，相比于2000年至2008年期间16.25%的CAGR有大幅提升。从费用端来看，店铺运营费用占比从2009年的35%降至2018年的29.1%，店铺运营效率提升。

图44、2008-2019年星巴克同店销售增长率显著提升



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2008-2019年直营店及特许经营店数量



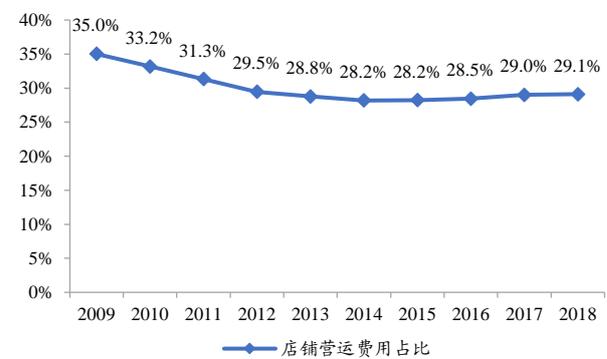
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、2008-2019年星巴克总收入增长稳定



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、2009-2018年星巴克店面费用率逐渐降低



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、星巴克净利润表现亮眼，2009-2019 净利润增速高达 CAGR=24.86%

年份	净利润 (百万美元)	YoY
2009	390.80	23.9%
2010	945.60	142.0%
2011	1,245.70	31.7%
2012	1,383.80	11.1%
2013	8.30	-99.4%
2014	2,068.10	24816.9%
2015	2,757.40	33.3%
2016	2,817.70	2.2%
2017	2,884.70	2.4%
2018	4,518.30	56.6%
2019	3,599.20	-20.3%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2013年由于向卡夫公司支付27.6亿美元导致净利润下降

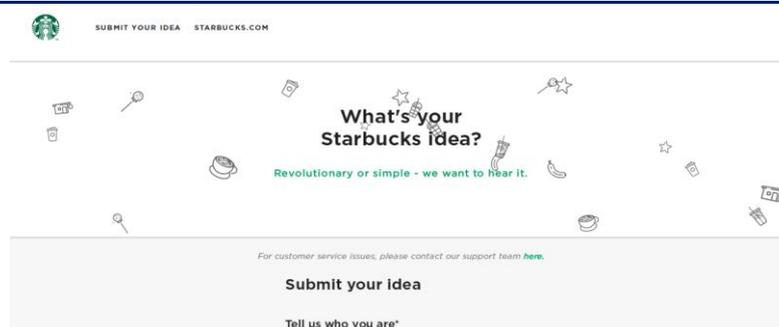
**注重咖啡品质，提升经营效率。**为增强用户体验，提高门店运营效率，星巴克做了多项举措：

- 优化咖啡制作管理。**将之前的半自动咖啡机换成全自动咖啡机，制作时间从之前的一分钟降至36秒，减少客户等待时间；为保证咖啡口感，霍华德要求每个门店使用传统的现磨制法且咖啡豆每30分钟更换一次。
- 在突出咖啡特色的基础上丰富产品线。**为专注于咖啡业务，公司暂停了

气味较重的早餐三明治的售卖；并推出了中度烘焙的“派克市场咖啡”及特制的 VIA 速溶咖啡等，丰富了咖啡产品线。

- 三、 **增强员工咖啡技能和服务意识。**2008 年，星巴克关闭位于美国的 7100 家门店三小时，用于对店员进行咖啡知识和服务水平培训。2018 年 5 月再次关店半天，对员工进行反种族歧视培训。
- 四、 **出售咖啡业务之外的非核心业务。**2017 年星巴克将于 1999 年收购的茶饮品牌 Tazo 出售，并宣布关闭旗下全部 379 家于 2012 年收购的 Teavana 茶店，回归咖啡业务初心。2018 年，星巴克将咖啡豆、茶包等产品的零售权出售给雀巢，并将更专注于连锁咖啡门店的发展，提升用户体验。
- 五、 **优化客户体验。**星巴克推出了明确的会员制度，培养忠诚用户；甚至推出了 My Starbucks Idea 网站，让用户投票选择下一次哪些产品出新，已成功“出道”的产品包括人气爆款南瓜拿铁及抹茶星冰乐等。

图48、星巴克推出的 My Starbucks Idea 网站



资料来源：公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

**加强海外直营门店发展，FY20 提出继续加码新兴市场，疫情下股价再创新高。**公司海外门店数从2008年的30.7%增长至42.2%。海外门店总数从2008年的5,113增至2019年的13,189家，CAGR为9.0%，而北美门店仅为4.1%。其中，公司通过收回部分海外成熟特许经营门店使得海外直营门店占比逐步提升。营收方面，2010年海外门店营收为13.61亿美元，2019年为61.91亿美元，九年间CAGR达到18.3%，远高于北美地区的8.9%，收入占比从2010年的12.7%上升至2019年的23.4%，成为公司强劲创收引擎。

星巴克多年的发展塑造并推动了新兴市场的咖啡文化，市场需求的拓宽亦反哺了公司的长久发展。公司FY20财年提出将继续加大中国市场发展，计划FY21于中国新开600家门店，并在FY22前进驻中国230个城市，门店达6000家，公司股价亦随之大涨创历史新高。

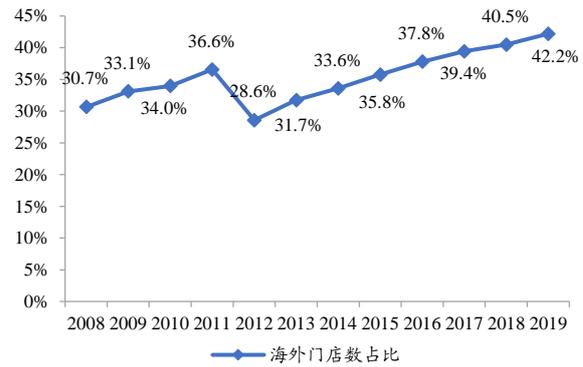
## 海外行业深度研究报告

图49、2008-2019年总店数 CAGR 达到 5.88%



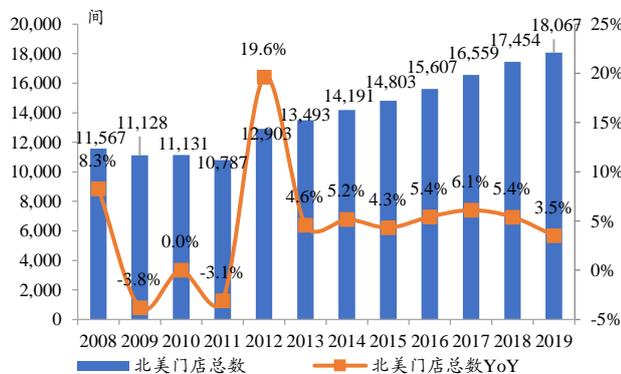
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、2008-2019年星巴克海外门店占比大幅提升



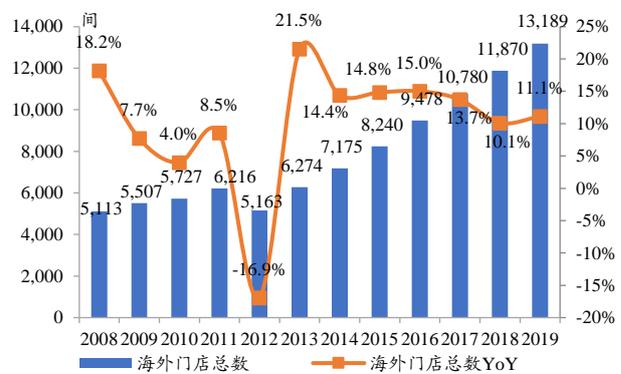
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、2008-2019年星巴克北美地区门店数及 YoY



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、2008-2019年星巴克海外地区门店数及 YoY



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、2008-2019年星巴克北美地区收入及 YoY



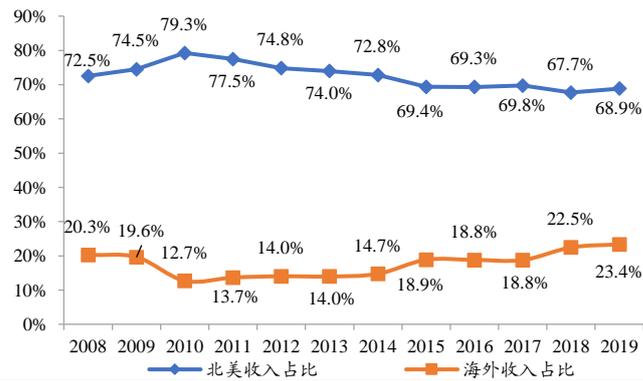
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、2008-2019年星巴克海外地区收入及 YoY



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、2008-2019年北美收入占比有所下降，海外收入占比提升



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4.2、估值表现：估值回归理性，持续回馈股东

业务成熟估值回归，业绩增长为股价主要增长动力。霍华德果敢改革成效显著，公司同店增长率恢复高单位数增长，直至2016年。这个阶段，公司海外布局逐步成熟，公司从以快速扩张刺激估值溢价+业绩推动股价上涨的阶段转换到以优质且稳健的业绩表现推动股价上行的阶段，此前公司60倍左右的估值亦恢复到20倍-30倍左右的理性范围。

公司进入成熟阶段后价值凸显，通过回购及派息将收益与股东共享，推动其股价良性发展并向市场传递对公司未来有信心的信号。星巴克从2001年起开始回购股票，2010年起开始发放股利。股息从2010年的2亿美元逐年增长至2019年的18亿美元，9年内翻9倍，派息率从21.2%增长至50%。

表6、2001-2019年期间星巴克派息金额、回购金额及股息率；派息额逐年增长

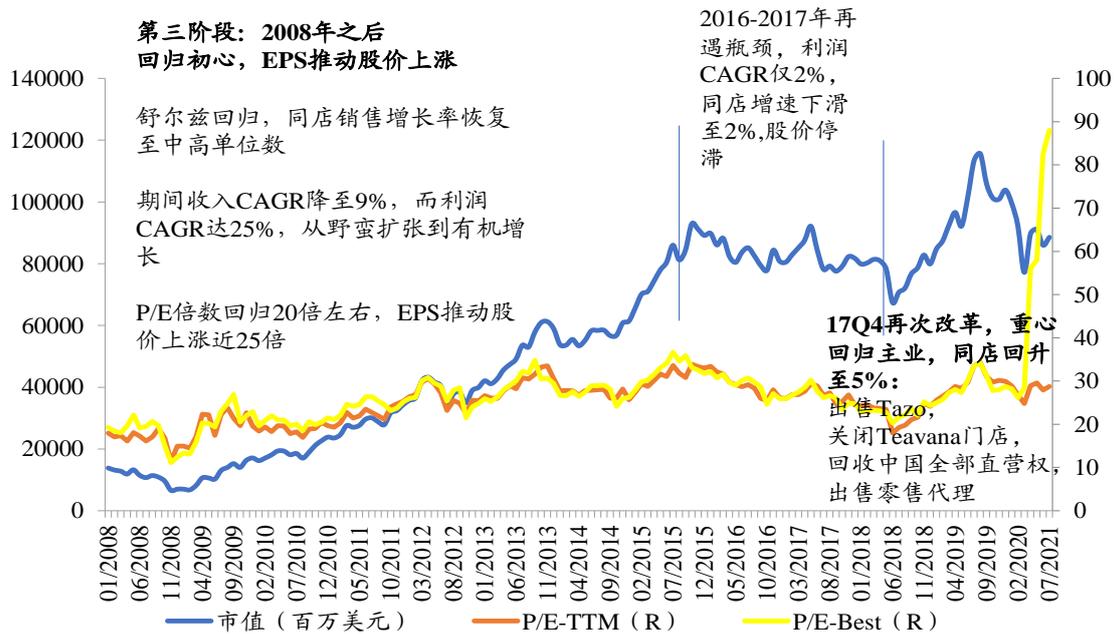
年份	发放股利支出 (亿美元)	回购股份支出 (亿美元)	总计 (亿美元)	股息率
2001	0	0.5	0.5	0.0%
2002	0	0.5	0.5	0.0%
2003	0	0.8	0.8	0.0%
2004	0	2	2	0.0%
2005	0	11	11	0.0%
2006	0	9	9	0.0%
2007	0	10	10	0.0%
2008	0	3	3	0.0%
2009	0	0	0	0.0%
2010	2	3	5	21.2%
2011	4	5	9	32.1%
2012	5	6	11	36.1%
2013	6	6	12	7228.9%
2014	8	8	16	38.7%
2015	10	14	24	36.3%
2016	12	20	32	42.6%
2017	15	20	35	52.0%
2018	17	71	88	37.6%
2019	18	102	120	50.0%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2013年由于向卡夫公司支付27.6亿美元导致净利润下降

值得一提的是，公司 2015 年后再一次遇到同店增速下滑的发展瓶颈，公司净利润增速从 2015 年前的双位数下降至 2016/2017 年的 2.2%/2.4%，期间股价亦经历了两年的疲软时期。然而，公司再次回归初心，致力改革内在效率，将精力放在回报高的核心业务及地区，精简掉增速慢的非核心业务：1、收回中国内地直营全部权限，2、将新加坡、巴西及台湾地区经营转为特许经营模式，3、关掉 Teavana 零售门店，4、卖出 Tazo 品牌，5、将零售业务授权给雀巢，6、关闭北美地区落后的自营门店等措施以提升公司内部运营效率（Streamlining）。公司同店增速亦从 2018 年后好转，带领股价再次走出困境。

图56、回归核心业务，以扎实的同店表现及稳健的门店扩张速度推动业绩增长，EPS 为主要股价动力



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、2017年底出售 Tazo 茶品牌



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、2018年公司关闭主营茶业的 Teavana 零售门店



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、星巴克的成功之道

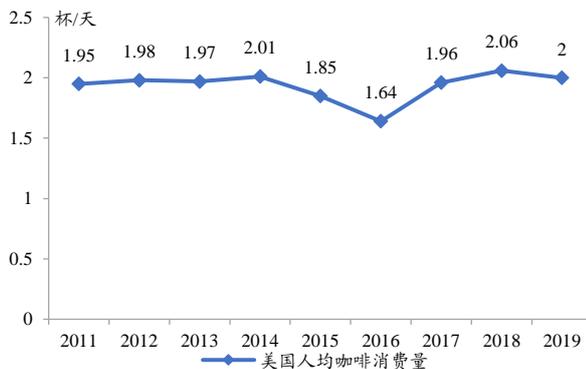
不同于普通咖啡馆，星巴克毋庸置疑已经成为了咖啡文化的代言。霍华德舒尔茨曾表示，在星巴克创立前，美国居民鲜少知道意式咖啡为何物，公司不仅创造了近代美国咖啡业，更是创造了一种饮品体验，创造了原本不存在的语言，创造了新文化并提高了居民生活水平。

表面上星巴克的特别之处在于其文化的成功，即卖的不是咖啡，是新的体验、新的生活方式，文化成就了伟大的星巴克。但从底层深挖，公司无论在员工管理、激励政策还是选址装修、供应链布局等都为公司表象的文化提供了坚实的底层支撑。各方面的底层支撑塑造了强品牌，而品牌文化形成后则可进一步赋能底层发展：凭借品牌加强上下游议价、降本增效、提升溢价，形成了价值创造+收益获得协同发展的生态闭环。

#### 3.1、赛道优：兼得成瘾性+标准化的咖啡行业

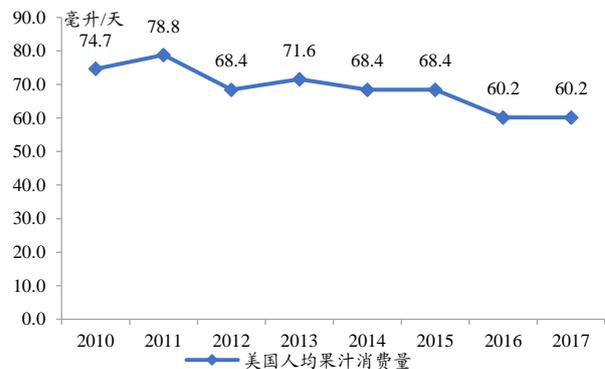
成瘾性保证高消费频次，形成客户粘性 & 高复购率。咖啡豆所蕴含的咖啡因能让人清醒及兴奋，但同时也很容易使人成瘾。据数据显示，美国人一天要喝掉四亿杯咖啡，截至 2019 年，美国人均咖啡饮用量达到 2 杯/天，远远高于果汁的平均饮用量。高成瘾性意味着高消费频次、高客户粘性 & 高复购率，同时也意味着能为星巴克带来持续稳定的现金流。

图59、2011-2019年美国人均咖啡消费量平均2杯/天



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、2010-2017年美国人均果汁消费量平均仅为69毫升/天



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

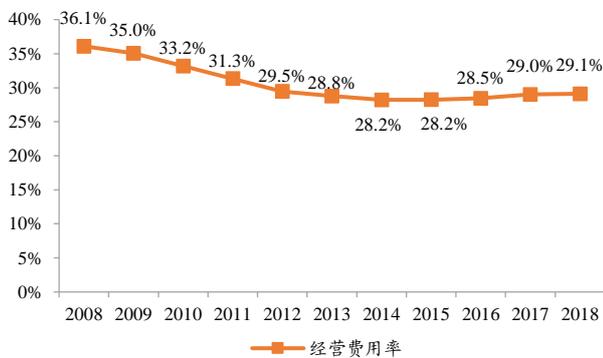
产品标准化程度高，易于复制。一杯拿铁的制作流程非常简单，一泵咖啡浓缩，按一定比例加上奶和糖装入杯中就可完成。不仅拿铁，星巴克其他产品的制作流程也不复杂，所需的原材料一般简单易得、种类有限且价格低廉。饮品制作流程易于复制，标准化程度高，一杯标准口味的咖啡无需依赖咖啡师的水平，这为后续全球扩张打下坚实基础。

品牌力和标准化助力连锁程度提升，降低经营费用率。对于一个连锁餐饮品牌来

说，标准化、品牌化、连锁化缺一不可，否则商业模式无法有效复制进而影响公司的核心能力：由于餐饮业客单价有限而成本固定，因此规模效应连锁化尤为重要；而连锁化的基础则在于单店模式的可复制程度，即标准化；而由于消费者对食品卫生要求日益提升，餐饮品牌度则是另一大关键；综合看，**标准化有利于连锁化，连锁化又进一步促进品牌化，为餐企必经之路。**

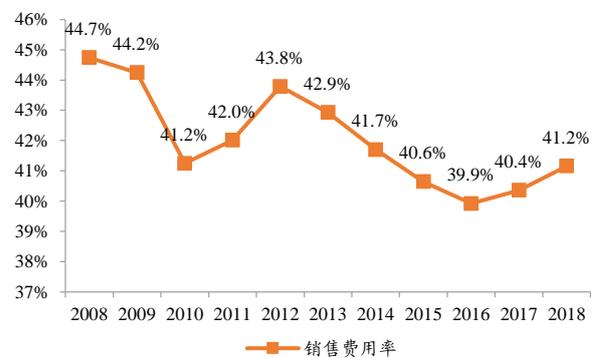
星巴克在标准化方面做的近乎完美，在世界任何一个地方喝到的拿铁，都是一样的，主要得益于公司从上游原材料供应到终端制作量杯均形成了标准化流程；加上星巴克的大品牌背书，人们久而久之便形成购买习惯，而需求的提升又进一步促进了开店空间及品牌影响力，使公司更具备议价能力，能以更低成本扩张。

图61、2008-2018年星巴克经营费用率逐步下降



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、2008-2018年星巴克销售费用率下降趋势明显



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：销售成本包括店铺租金费用

## 3.2、精准选址保障有机扩张，细致管理助力体验升级

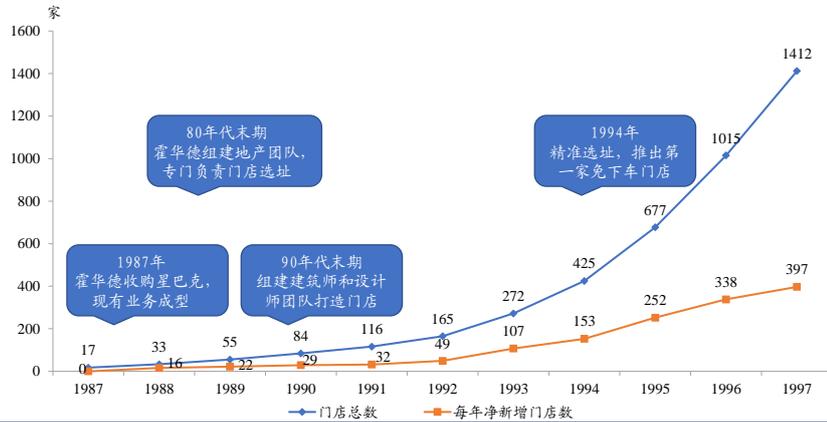
### 3.2.1、选址：城市分级+GIS模型助力公司抢夺优质商铺

**美国国内扩张，优质选址战胜区域差异。**星巴克发源于西雅图，与这里得天独厚的地缘环境脱不开关系。当1987年星巴克大举进军芝加哥时，却因为当地人清淡的咖啡饮用习惯、高昂的租金和人工成本以及风大寒冷气候下消费者不愿上街购买咖啡的习惯而惨遭亏损。随后通过谨慎选址新店，加强对的布局以扭亏为盈。注重选址是星巴克在扩张过程中学到的重要一课，为之后的全球扩张打下基础**敢为天下先的“集中轰炸式”门店布局。**1991年温哥华罗布森大街的星巴克双子店正式对外开业，两家店距离仅15码。通常连锁店会避免过密的门店布局，但星巴克却反其道而行之并获得巨大成功：1、店面位于人流密集的十字路口，两家门店让人感到好奇从而加深对品牌的印象；2、两家门店虽然毗邻而设但装修风格迥异，能吸引到不同的客户群体。双子店的成功奠定了星巴克此后的在人流密集的区域“集中轰炸式开店”的风格。

**房产部门精准选址，提高品牌曝光量。**星巴克主要坐落于繁华的街角，或者地铁站、机场、学校等人潮涌动的地方。早在建立初期，星巴克便建立了成体系的选址策略，对入流量、当地的平均教育水平、平均收入水平、人口比例甚至当地智

能手机的用户量等进行精确测算。星巴克于90年代便将城市划分，并从25万人口以上城市下手。除此之外，星巴克亦死磕细节，比如开在通往市中心的主干道的右边，因为人们早上不会浪费时间掉头来买咖啡；再比如，星巴克经常开在干洗店和音像店旁边，因为人们通常要往返两次，使得星巴克的曝光量翻倍。

图63、1987-1997年星巴克门店总数及净新增门店数及时间轴



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图64、星巴克主要选址场景



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

表7、星巴克选址的基本原则

原则	说明
人流密集原则	在人流量大的地方开店，
目标市场原则	精准定位受过高等教育的中高收入人群
高可见性原则	门店开在显眼位置提高曝光率
高便利性原则	门店开在交通便利的地方
规模经济原则	一个城市不能只开一家门店，多开店以分摊成本达到规模经济效应
高稳定性原则	商圈配套齐全，城市规划稳定，避免短期内关店

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**先发制人，辐射状开店模式提高市场占有率。**星巴克高效的房产部门时刻关注每一个优质物业，一旦有空位便一举拿下。先发制人对竞争者产生威慑作用，且随着更多竞争者入局，房产资源变成稀缺资源，竞争者更加难以赶超。除此之外，星巴克采取辐射状开店模式。每当决定进入一个新市场，首先将该市场内所有的城市划分为多个等级，进驻时先把门店开进最繁华的城市，然后加密门店网络，之后再以此为圆心逐渐往二三线城市下沉，抢占更多市场份额。这种辐射式的开店方式不仅发挥了规模经济的效应，还进一步增强了星巴克的品牌影响力，使得竞争者只能去到更偏远的地方开店，这更加树立了其咖啡霸主的地位。

**大数据技术辅佐选址及商业决策。**星巴克有一套 GIS (Geographic Information System) 数据建模选址系统, 通过输入车流量、消费群体分布、商业构成以及其他地理位置信息等不同类型的信息对门店优次进行排序从而得出最佳门店位置。1994 年, 星巴克甚至利用 GIS 尝试新的门店类型, 在交通密集的区域开出第一家免下车窗口。GIS 还可以辅助管理层做出商业决策, 比如通过输入气象数据, 判断热浪来袭的时间, 然后将星冰乐的促销时间与之匹配从而增加星冰乐的销量。星巴克通过利用大数据技术, 有效的避免了将资金浪费在错误的开店决策上。

图65、利用 GIS 选址分析图 (红圈表示人流量大)



资料来源: 百度图片, 兴业证券经济与金融研究院整理

图66、星巴克免下车门店示意图



资料来源: 百度图片, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2.2、门店管理: 坪效+时效的精密布局

**细致的门店管理以提升经营效率和用户体验。**坪效方面, 星巴克经常采用高脚凳, 别名“八分钟”凳, 因为人们在这个凳子上难以久坐而不得不站起来走动, 这大大增加了门店的客流量和翻台量。**时效方面,**星巴克使用全自动意式浓缩咖啡机, 只需一下按钮就可完成浓缩咖啡的全过程。以拿铁为例, 制作时间从之前的一分钟降至 36 秒, 这意味着同样的时间可赚得双倍利润; 星巴克亦为星冰乐设计了定量铲以规范取冰量, 使得准备时间缩。另外, 星巴克创造性地推出了横向排队方法, 顾客可通过观察咖啡师制作咖啡的过程以分散注意力, 降低排队的焦急感。

图67、星巴克独特的横向排队模式



资料来源: 百度图片, 兴业证券经济与金融研究院整理

图68、星巴克所用的全自动意式咖啡机



资料来源: 百度图片, 兴业证券经济与金融研究院整理

图69、星巴克设计的定量铲



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图70、星巴克的“八分钟”凳



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2.3、供应链管理：系统化管理流程，控制成本

**全面精准的供应链管理为规模效应的基础。**1995年开始，星巴克对供应链进行全面升级，通过软件打造集预测、产能管理、生产控制、订单执行等模块为一体的供应链系统。公司现有系统可精准评估每家供应商的绩效，从而提高与供应商合约谈判的筹码，最终降低物流成本。星巴克供应链呈现：**全面性**-同时为特殊渠道、直销渠道和零售渠道提供支持；**精准性**-采用按库存生产模式，有利于及时响应客户需求，匹配生产计划；**高效性**-缩短中间环节，加强与上游供应商的信息交互，与众多供应商构建直接联系，缩短交付时间。

表8、星巴克供应链改革时系统实现的功能、采用的软件及供应商

功能	软件	供应商
预测	Skuplan	Retek Info.system
计划	MRP	Manugistics Inc
产能计划	Schedule X	Numetrix Lab.Ltd
生产控制	GEMMS	Oracle Corp
订单管理	System ESS	Industri-Matematic

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、星巴克的集中供应链运作同时支持三种渠道

为航空公司和别家零售店服务



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**表9、星巴克按库存生产模式的六大优势**

序号	优点
1	实现供应与需求的衔接，提高反应能力
2	实现精确管理、降低成本，提高资源利用率
3	提高管理水平
4	加快资金周转，提高资金利用率
5	增强交付可靠性，缩短交付时间，提高服务质量
6	增强上下游信任度，使共赢成为多方目标

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**布局上游：建立 9 个咖农支持中心，推出咖啡与种植农准则。**星巴克采用的阿拉比卡咖啡豆对环境要求颇高，往往生长在高海拔地区且及极易受天气影响，导致咖啡豆价格波动大。星巴克在全球建立了 9 个种植者支持中心，每个中心配备农学家和可持续发展专家，推广咖啡生产的最佳做法，提高咖啡质量和产量，并提供农学支持，以应对气候和其他因素对咖啡品质和产量的影响。2004 年，星巴克启动了 C.A.F.E. 条例（咖啡和种植者公平条例），帮助咖农改善生计的同时也通过布局上游锁定了优质的咖啡资源，为扩张打下基础。

**表10、星巴克的 9 个咖啡农支持中心**

年份	农民支持中心
2004 年	在哥斯达黎加圣何塞开设第一个农民支持中心
2006 年	在危地马拉开设第二个农民支持中心。
2009 年	在卢旺达基加利开设第三个农民支持中心；
2011 年	在坦桑尼亚姆贝亚开设第四个农民支持中心
2012 年	在哥伦比亚马尼萨莱斯开设第五家农民支持中心
2012 年	在中国云南开设第六家农民支持中心
2014 年	在埃塞俄比亚开设第七个农民支持中心
2015 年	在印度尼西亚北苏门答腊开设第八个农民支持中心
2016 年	在墨西哥恰帕斯开设第九个农民支持中心

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**图72、星巴克的 9 个咖啡农支持中心位置分布**

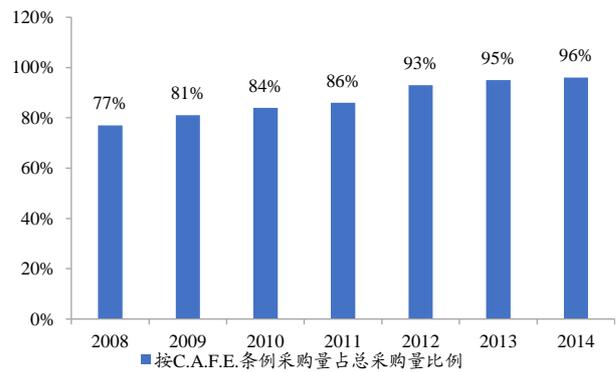
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图73、高品质阿拉比卡咖啡豆



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

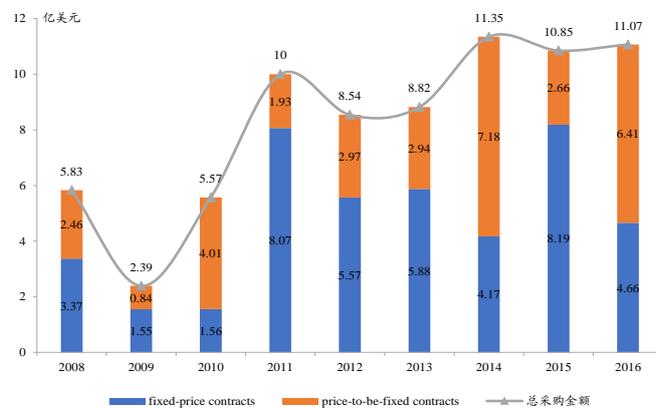
图74、星巴克按 C.A.F.E. 条例采购量占总采购量比例



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

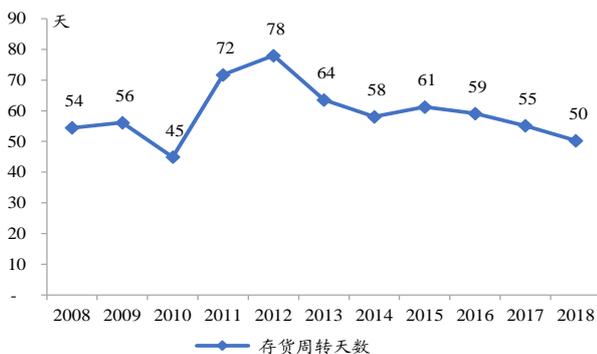
利用锁价合约+期权等方式对冲原材料波动风险。星巴克通过锁价合约 (fixed-price contracts 和 price-to-be-fixed contracts) 来提前锁定原材料价格，减少成本波动。Fixed-price contracts 是指直接锁定咖啡豆价格，在咖啡豆价格相对稳定在低位时广泛使用。Price-to-be-fixed contracts 是指咖啡豆的质量、数量、交割时间等条款已约定，只是商品的基价还未确定，通常用于咖啡豆价格在较长时间内持续保持高位的情况。此外，公司亦通过远期合约及期权等衍生品以对冲原材料价格风险。星巴克一系列的采购条约往往可保障 1-2 年价格稳定，数量充裕的原材料供应。

图75、2008-2016 年星巴克 fixed-price contracts、price-to-be-fixed contracts 及总采购金额



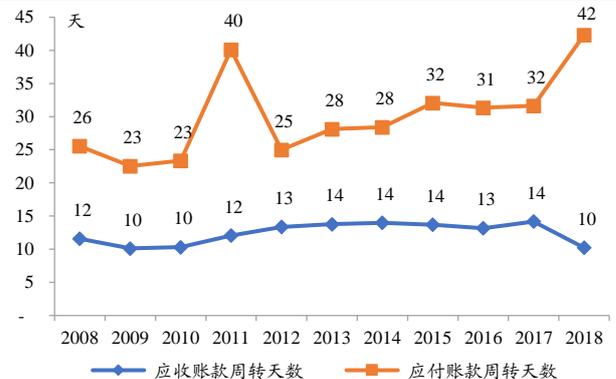
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图76、星巴克存货周转天数



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图77、星巴克应收及应付账款周转天数



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

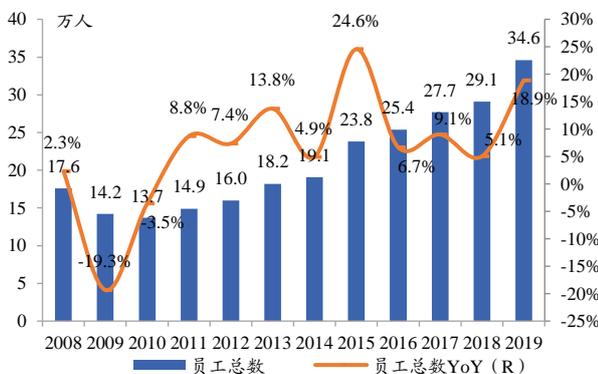
### 3.3、“以人为本”+“第三空间”=星巴克体验

#### 3.3.1、优秀员工：向顾客传递企业文化的窗口

“以人为本”的企业价值观，有效激励员工。星巴克始终坚信，要顾客满意，首先要员工满意。作为最早的给员工提供福利和保障的公司，星巴克创立初期便为每周工作时间超过 20 小时的员工提供医疗保险和股票期权。另外，每个为星巴克工作的员工，即便是兼职，都被成为“合作伙伴”，极大的增加了员工的认同感和归属感。据 2019 年数据显示，星巴克全球员工总数已经达到 34.6 万人。每位新员工入职，都会收到欢迎邮件及礼包，并参加文化融入、咖啡知识等课程培训。

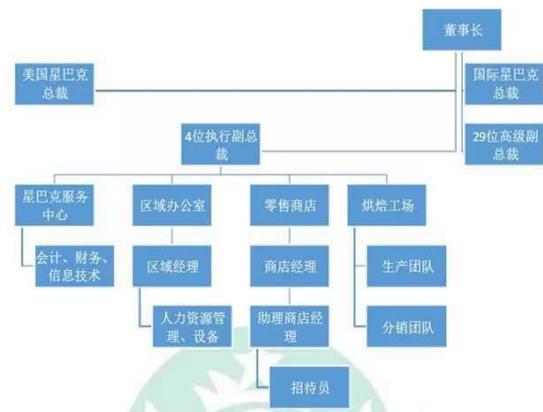
内部晋升机制完善，优待“企业文化的门面”。星巴克每年有逾 20% 的职位晋升是通过内部招聘的方式完成，每个人都有机会成为店长。此外，公司亦下放权限给店长，门店经理为“决策人”，从基层满足顾客需求。2014 年 4 月 6 日，星巴克宣布在美国直营店每周平均工作时间超过 20 小时的员工均有机会申请星巴克资助其上大学的机会，投入金额达到近 3 亿美元，目标在 2025 年前，帮助 25000 名员工获得本科学位。星巴克相信员工是公司向客户传递公司企业文化和价值观的载体，有效的激励政策亦是多年来员工保障服务水平的关键。

图78、星巴克全球员工总数除 2009 和 2010 年因关闭门店而减少，2010 年后稳步增加



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图79、完善的内部晋升机制



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 3.3.2、善用门店环境打造社交属性

着力打造门店环境，神奇的第三空间。“第一空间”和“第二空间”分别为家庭和工作场所，“第三空间”指除家和公司外，人们选择前往的公共聚集场所。星巴克借此概念提出“星巴克不仅是一家咖啡企业，而是通过咖啡作为社会粘合剂，为人们提供聚会场所的第三空间”。随着社会节奏的加快，在工作不断挤压人们的社交空间的背景下，星巴克为顾客提供介于家和工作场所的“第三空间”。只需点上一杯咖啡就可在星巴克优美环境里或优雅消磨时间、或精致社交的权利。这一概

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

念让星巴克得到追捧，越来越多的人将星巴克视为重要的社交、休闲、工作场所。

品牌即标签，使得顾客愿意给予星巴克体验以溢价。从赛道看，餐饮业进入门槛并不高，咖啡成本亦不过几元，而顾客愿意以 30 元+价格高频次购买星巴克的咖啡实属其特别之处。从商业模式看，星巴克将其场景打造成社交空间，让人们可以安逸的享受时光，并将其品牌打造成一种标签，手拿绿标杯的人们一定程度象征了一种新时尚和精致生活态度，使人们愿意给予星巴克高于咖啡本身很多的溢价。再加上其随处可见的门店布局，使得星巴克已经自然融入了消费者生活。

图80、星巴克典型的木制装修门店环境



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

星巴克的专属语言。星巴克创造性的开发了一套属于自己的专属语言。之前的饮料杯子尺寸仅限于大、中、小三个尺寸，然而星巴克取消了小杯，推出了超大杯的选项，并且用意大利语中的“Venti”来表示超大杯。另外还有很多星巴克专属词汇比如“Frappuccino”来表示星冰乐，“Grande Latte”表示大杯拿铁等。当客户在星巴克点餐，就被迫进入这种新的语言环境以形成独特的归属感。

图81、星巴克的中、大、超大杯



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、品牌文化塑造情绪认同：产品推陈出新+IP 打造+强会员体系

#### 3.4.1、积极推陈出新丰富产品线

**拓宽产品线：**星冰乐的诞生使公司从传统咖啡馆转型为饮品巨头。1995 年加州温度飙升，冰凉爽口的咖啡奶昔类冷饮星冰乐由此诞生。一经推出，星冰乐就大获成功。1995 年夏末，星冰乐占到整体销售额的 30%。如今，星冰乐已经成为星巴克的最受欢迎的王牌产品之一，每年星巴克都会根据当年的流行色对星冰乐推陈出新，甚至还会根据不同国家的文化推出季节限定。随着星冰乐的发明，星巴克成功完成了从传统的意式咖啡馆到咖啡饮品巨头的转型，客户群体大幅拓宽。

图82、不同口味的星冰乐



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图83、日本樱花季限定——樱花星冰乐



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表11、1994-1996 年星巴克收入、净利润、市值涨幅

年份	1994 年	1995 年	1996 年	1994-1996 年涨幅
营业收入（百万美元）	284.9	465.2	696.5	2.4 倍
净利润（百万美元）	10.2	26.1	42.1	4.1 倍
市值（百万美元）	795	1490	2221	2.8 倍
P/E（倍）	68.1	44.0	48.27	-

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

**积极推陈出新，丰富产品种类。**星冰乐的风靡给了星巴克极大的信心，之后不断又推出各种新品。1996 年，星巴克与百事合作推出瓶装星冰乐。1999 年，收购 Tazo 品牌进军茶饮。2012 年推出金色烘焙系列，轻度烘焙的咖啡豆吸引新的受众；为了给消费者提供更多健康美味的食品选择，同年星巴克收购了 La Boulange Bakery 公司，负责为门店提供高品质食物。2015 年，星巴克推出冷萃冰咖啡和手工冰沙，均获得较好市场反响。

表12、星巴克新产品及推出时间

年份	新品进程
1995 年	推出星冰乐
1996 年	推出瓶装星冰乐
1999 年	收购 Tazo 茶，之后推出相关茶饮系列
2012 年	推出轻度烘焙咖啡 Blonde Roast 金色烘焙系列；收购 La Boulange Bakery 公司负责星巴克食物供应
2015 年	推出冷萃冰咖啡和 Evolution Fresh 手工冰沙

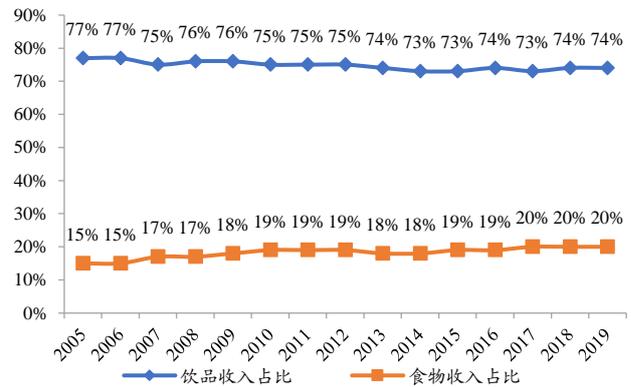
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图84、黄金、中度、深度焙烤咖啡豆



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图85、2005-2019年星巴克食品收入占比逐渐提升



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图86、星巴克冷萃冰咖啡



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图87、星冰乐芒果冰沙



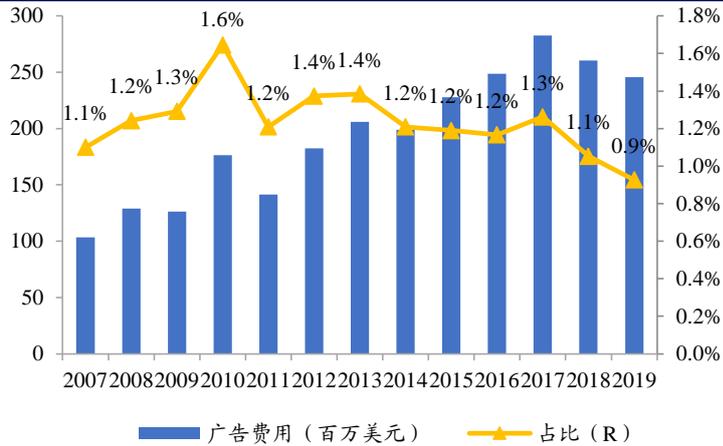
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4.2、打造品牌 IP，与当地文化碰撞，塑造情绪认同

**从慈善切入双赢的公关行为。**每当星巴克门店开进一个新城市，通常会选择与当地的慈善组织合作，将开业当天销售额的部分捐给慈善机构。一来慈善机构为了获取更多的捐赠，会尽全力让更多的人了解到新店开业，增加星巴克的曝光；二来捐助慈善事业让星巴克获得了拥有社会责任的口碑，使公司形象更丰满和正面，三来慈善机构也获得了捐赠，而星巴克也以低成本完成了一次成功的市场推广。

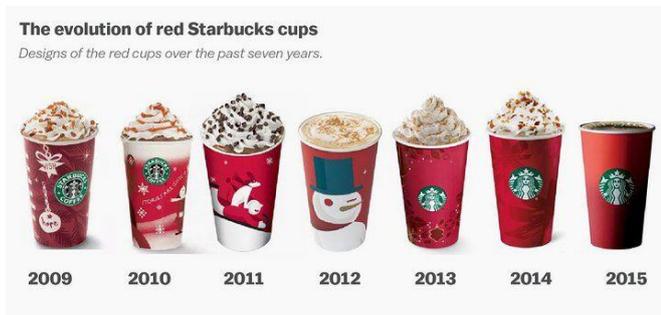
**打造星巴克 IP，丰富周边产品增强顾客认同感。**当数以万计的顾客人手一杯白底带绿色美人鱼标志的咖啡纸杯时，手中的杯子就变成了移动的广告牌，使得星巴克广告费用率持续处低位。每年圣诞节，星巴克都会推出全新设计的限量版咖啡杯。2016年总统大选前，星巴克还推出了一款绘满了不同的种族和人群、象征着“团结”的绿色纸杯。2019年2月推出的“网红”猫爪杯风靡一时，199元的售价一度炒至十倍以上。2017年和著名彩妆品牌 Paul&Joe 联名推出樱花杯。每当星巴克推出独特设计的咖啡杯时，往往在预售期就被抢购一空，星巴克 IP 深入人心。

图88、2011-2018年星巴克的广告费及费率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图89、公司每年推出限定杯子



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图90、美国大选时推出的特色杯



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图91、2019年推出的“网红”猫爪杯



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图92、2017年和 Paul&Joe 推出的联名款



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

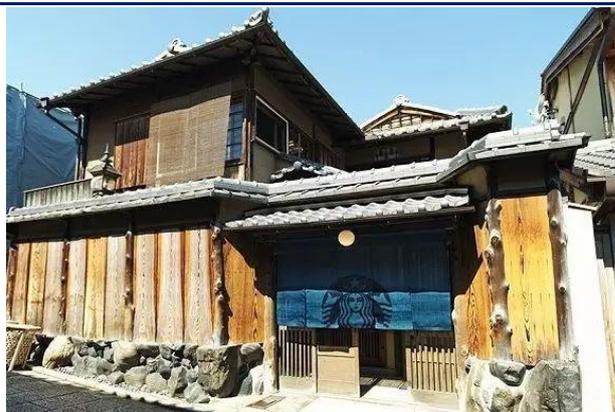
**星巴克文化与当地文化的结合。**在实施国际化战略的同时，星巴克还力求做到了本土化战略。每当进入一个新的国家，星巴克会因地制宜地推陈出新，比如结合当地传统文化打造全新的店面装修，或者推出一系列有当地特色的产品。

图93、开在故宫里的星巴克



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图94、日本京都的一家榻榻米星巴克



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图95、全球首家火车上的星巴克，位于苏黎世



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图96、与中国传统美食的碰撞——星冰粽

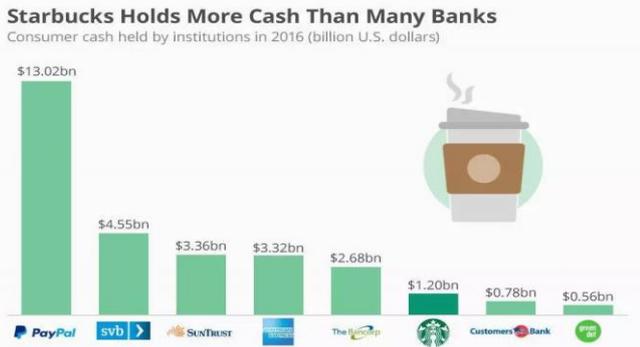


资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4.3、强数字化能力助力会员体系

**超前的数字化营销意识及强大的会员（rewards）体系。**星巴克在数字营销方面为行业领头羊，于2001年推出礼品卡，并于2009年推出了移动支付功能，2011年对全美近7000家门店升级改造，使得消费者可以使用多种支付方式及充值的移动钱包进行付款。2015年推出手机上下单，线下取餐的移动应用。公司会员系统星享俱乐部进一步通过积分、饮品券等方式绑定了粉丝。2017年，星巴克礼品卡和会员移动支付中的现金存量超过12亿美元。公司2019财年星享卡激活充值达109.8亿，使用达108亿，而当年公司总收入达265亿，星享卡系统占公司总收入达40%，会员粘性极高。

图97、星巴克会员卡中的现金量超过 12 亿美元



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图98、会员人数持续增长



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表13、星巴克的数字化进程

年份	数字化进程
2009 年	移动支付：设置扫码机并由顾客扫码支付
2011 年	移动钱包：可用多种支付方式在移动应用中预存金额
2014 年	引入积分：积分成为核心，支付退居其次
2015 年	忠诚计划：实现手机上下单，店内取餐

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表14、公司 FY19 星享卡确认收入 108 亿美元，占当年公司总收入 265 亿美元的 40%

星享卡项目	金额 (百万美元)
截至 2018 年 9 月 30 日的储值卡和忠诚度计划余额	1328.6
受收入确认的影响	(358.0)
截至 2018 年 10 月 1 日的储值卡和忠诚度计划中余额	970.6
延期收入-卡激活、充值和星赚取	10,983.6
确认收入-卡使用、赎回及破损	(10,819.7)
其他	(20.8)
2019 年 9 月 29 日的储值卡和忠诚度计划余额	1113.7

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

“其他”主要包括储值卡和忠诚度计划余额因某些零售业务的销售和外汇兑换而发生的变化。

## 4、总结及启示

**启示一、品类关键：易标准、成瘾性、普适性的品类才可保障开店空间，而开店空间短期决定了餐企的扩张速度（估值溢价），长期决定了市值空间**

星巴克咖啡品类完全符合易标准、易复制、易上瘾及消费频次高的天然属性。亦决定了公司可以在四十年期间拓展至 3 万余家店的基因。反观星巴克进入茶饮品类却未激起水花：1、茶饮口味过多质量差别大：咖啡豆集中在 Arabica、Robusta 且价格差异不大，而茶类品类丰富，茶叶售价范围广，难以管理；2、普适性不强、缺少特色：得益于如星巴克等大型连锁的推动，咖啡文化已深入人心。而茶饮在美国并无强品牌及特别性，在大型购物中心萧条的背景下，其零售不具现适性。

中餐由于其地域差异大、依赖大厨等存在难标准、难复制、难扩张的局面。这也就天然决定了在餐饮投资上一定要去追求广谱性及可复制性。从赛道看，我们认

为海底捞/呷哺呷哺所处的火锅具备易标准、口味普适强的天然优势，而太二通过减少 SKU、标准作业流程而降低了对大厨依赖。从开店空间看，预计海底捞于国内有 2000-3000 家开店空间，较现在仍有翻倍空间。而太二现有门店数仅 200 余家，基数仍低、增长空间仍大。此外，我国中餐龙头近年来亦持续尝试拓宽赛道、寻求新的增长曲线：1、海底捞：试水快餐领域、加速零售化；2、呷哺呷哺：推出凑凑，进入茶饮市场；3、九毛九：保持新品牌的孵化、试水火锅等赛道。

启示二、餐饮前端为服务业，后端实为制造业

品类属性决定了开店空间的基因，而强供应链体系则为扩张的关键。如此前提到的，星巴克的扩张离不开其上游咖啡豆的布局，稳定的供应才能保障公司全球的运营。随着我国餐企初具规模，供应链的布局亦日益重要。餐饮连锁供应链是产业链中最难运营的体系，涉及到原材料采购、食品安全监控、物流配送等多方面细节，决定了餐企门店的运营效率及拓店速度，亦为餐企打造新品牌提供了基础。海底捞的成功不仅仅是前台的贴心服务，而是拥有了全方位后台供应链的支撑。

- 1、海底捞：供应链布局的佼佼者，已培育出我国领先的供应链平台蜀海，形成了采购、品控、仓储及配送优势。在服务海底捞的同时，还为九毛九、7-11、曼玲粥店等众多餐饮零售企业提供供应链支持。底料亦有集团体系内的颐海国际提供。
- 2、呷哺呷哺：与锡盟政府达成合作协议，布局羊肉加工厂，突出了呷哺主打牛羊肉的品牌特点，亦使呷哺在 FY19 全行业面临原材料涨价的背景下毛利率实现逆势增长。
- 3、九毛九：除了现有三大中央厨房外，公司亦于 2020 年加大了对原材料供应商的投入。

图99、海底捞已打造了成熟的供应链体系



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图100、呷哺呷哺把握原材料资源



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

启示三、“符号化”为品牌发展的灵魂，创造情感链接

顾客之所以愿意为星巴克的溢价买单就在于其人文体验，生活方式的符号性象征：即“星巴克成功打造了专属文化：以咖啡为载体，将休闲、中产生活为内核的文

化理念贯穿始终，成为了圈层用户的标签。”品牌文化在消费者中更易产生内容流量，使得品牌在拥有性格的同时亦更容易与消费者达成情感链接，让人们一想到“咖啡”便想到“星巴克”。

从我国餐企看，海底捞形成的“服务”概念已深入人心，颇具火锅代言词的趋势。如“星巴克不只卖的是咖啡，而是体验”，海底捞亦“不仅是火锅”。太二亦凭借“二”、“有趣”的定位打造了鲜明的品牌记忆度，但其现有门店仍较少，未形成海底捞似得全国知名度。相对来说，呷哺全国已拥有了千家门店，其在“符号”化发展方面还有进步空间。

#### 启示四、优质餐饮企业的估值溢价绝非偶然，市值由单店\*开店空间决定

参考星巴克上市初期的估值，我们认为海底捞及九毛九的估值溢价绝非偶然。考虑到我国餐企规模仍相对较小，海底捞/九毛九太二 FY19 门店数仅 768/126 家，不考虑海外发展，其未来三年仍有望以双位数增速扩张，海底捞及九毛九的动态 PE 在可预见的业绩增长下都是持续下降的。我们认为近年来海底捞及九毛九生命周期仍处于星巴克的第一阶段：估值溢价+业绩增长双击带动股价快速攀升。而呷哺呷哺则处于星巴克 2008 年后阶段：门店布局已成规模，但此前单店表现疲软导致的估值+业绩双杀，而随着呷哺企稳+凑凑发力，公司正迎来估值+业绩双击。

**餐饮业的市值可采用单店盈利\*门店数模式\*单店 PE 倍数计算：**即公司市值为单店价值乘以门店数量。星巴克之所以可以支撑估值溢价在于其广阔的可开店空间及稳健的单店盈利能力。以凑凑为例，成熟凑凑单店营收 2000 万左右，门店净利率 10%左右，则单店净利达 200 万，到 2022 及 2023 年，预计凑凑门店数可达 250/300 家，则凑凑品牌利润可达 5 亿+，考虑到高增速下的估值溢价，给予 30 倍 PE，则凑凑对应市值可达 150 亿人民币；而随着规模扩大、品牌渠道力加强，无论是餐厅面还是集团面成本及费用仍有下降空间，可抵消随着规模扩大，单店营收或下降的风险。而从太二看，其单店净利可达 180 万+，截止 2020 年门店数仅 200 逾家，开店空间仍可期，因此可支撑其高市值。

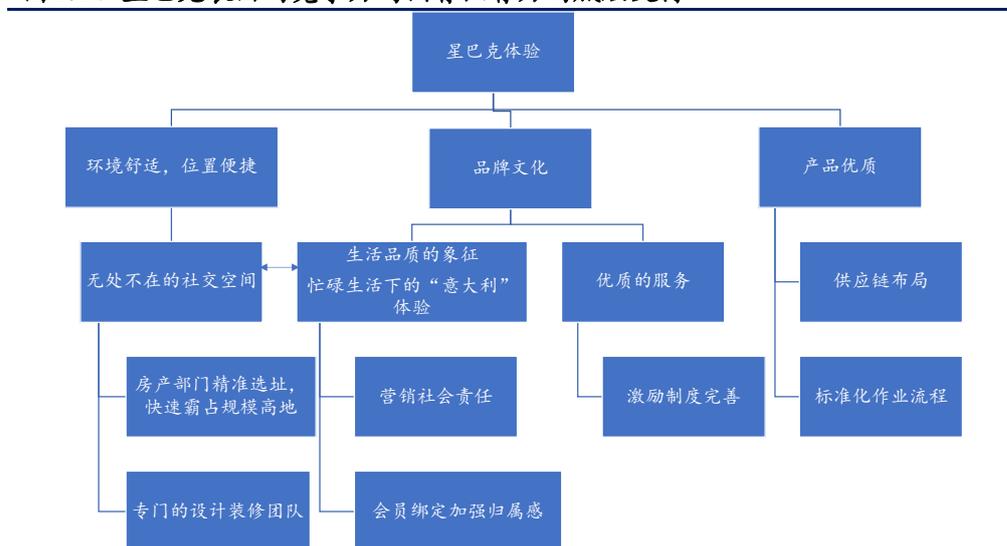
#### 总结、底层构建逐步成熟、品牌文化初见端倪，把握我国餐企崛起之时

星巴克的崛起、发展、重整历史及每阶段对应的估值表现颇具启示性。表面看，星巴克的独特在于其出品稳定、环境舒适、占据热门地段、拥有其独特的品牌文化。从内里看，公司品控稳定来自于供应链的把控及标准化的作业流程，优质的服务来自于有效的激励政策及人文关怀，优越的地理位置来自于专业的选址团队及系统等底层支持，而文化及品牌的建成又进一步保障了公司低于行业水平的租金成本。星巴克的成功之道不过是基于其强有力的细节把控、底层支撑所赢得的文化认同，在实现了价值创造的同时亦收取了收益。

我国餐饮业规模庞大而格局分散，后疫情时代居民对食品安全要求、品牌认知度

及生活品质的提升，使得街边小店压力加大，有望加速出清，我国以海底捞为首的连锁餐企已初成规模，在门店扩张、供应链布局、品牌度方面已有先发优势，未来三年的高速发展确定性仍强，值得长期关注。

**图101、星巴克表面的竞争力均拥有强有力的底层支持**



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

## 5、风险提示

竞争加剧；食品安全；门店扩张遇瓶颈；单店回报下降

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**有关财务权益及商务关系的披露**

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据