

2018-11-11

行业研究 | 深度报告

评级 看好 维持

社会服务行业

从星巴克经验，看餐饮连锁企业的扩张之道

报告要点

■ 咖啡帝国星巴克的诞生与壮大

星巴克成立于 1971 年，是世界领先的特种咖啡烘焙商、营销商和零售商，于 1992 年成功上市。回顾星巴克的发展历史，可分为三个阶段：(1) 初创阶段（1971 至 1991 年）：早期的星巴克只是耕耘西雅图一地的精品咖啡馆，舒尔茨将意大利咖啡理念引入，完成收购后开始全美范围内的扩张布局。(2) 发展阶段（1992 至 2007 年）：1992 年实现上市，随后以直营门店为主、收购为辅的策略开启国内扩张，1996 年进入日本市场，随后加快国际业务布局。(3) 成熟阶段（2008 年至今）：经济危机重挫业绩，完成改革后迎来发展新阶段，重视数字网络营销及全球市场布局，成就了享誉全球的“咖啡帝国”。

■ 叱咤全球的星巴克建立了怎样的护城河？

星巴克的商业模式存在五大护城河优势：一是触手可及的门店网络，直营占比不断提升；二是深厚的品牌文化，星巴克以 324.21 亿美元价值位列全球餐饮品牌第一；三是供应链体系和规模效应，星巴克利润率水平呈提升趋势；四是卓有成效的全球布局，中国及亚太市场成为增长主要动力之一；五是遍布全球的合作伙伴，依靠战略合作打开了新市场、提高了用户体验。这些护城河都需要长期耕耘积累形成，目前看星巴克在现制咖啡饮料的领先地位依旧牢固。

■ 星巴克在中国：从“小试牛刀”到“大放异彩”

星巴克于 1999 年进入中国，目前在大陆 148 座城市有超过 3500 家门店，到 2022 财年门店将倍增至 6000 家，覆盖 230 个城市。经营模式上，星巴克最初采取合资、许可授权等方式拓展以降低风险；在市场培育成熟后，星巴克采用直营模式获取更多利润，且利于长远发展。然而 2018 财年以来中国区同店销售增速放缓，市场环境生变：一是本土竞争者层出不穷，二是中国经济增长稳中有变，整体消费增长乏力。2018 年 8 月，星巴克与阿里巴巴达成战略合作，短期来看外卖业务的推广将有效提升在华业绩；长期来看，依托阿里新零售生态，星巴克有望提升门店体验和用户粘性，将咖啡主业继续做大做强。

■ 从盈利能力角度看星巴克的增长潜力

星巴克早期以自有资金下的直营模式扩张深耕美国市场，此后开始陆续借助股权及债券融资，以特许经营模式开拓新兴市场。在健康的现金流支撑下，星巴克重视对员工的股权激励以及对股东的分红派息。受成本费用提升影响，2018 财年星巴克公司层面营业利润率出现下滑。未来借助外送业务挖掘收入端增长潜力有望帮助星巴克重获增长动力。

风险提示：

1. 市场竞争加剧导致盈利能力下滑；
2. 消费环境不景气造成系统性风险。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《餐饮旅游行业 2018 年三季度报综述：单三季度增速放缓，免税、餐饮表现突出》2018-11-3

《单三季度增速放缓，免税、餐饮表现突出——餐饮旅游板块三季度报综述》2018-11-2

《餐饮旅游行业 18Q3 基金重仓持股分析》2018-10-28

目录

咖啡帝国星巴克的诞生与壮大	5
初创（1971 至 1991 年）：明确发展模式，深耕美国市场	6
发展（1992 至 2007 年）：上市后开启快速扩张之路	8
成熟（2008 年至今）：危机之后迎来发展新阶段	9
叱咤全球的星巴克建立了怎样的护城河？	13
护城河一：触手可及的门店网络	13
护城河二：品牌文化及品质定位	14
护城河三：供应链体系及规模经济	16
护城河四：进退有据的全球战略	19
护城河五：庞大的全球“朋友圈”	20
星巴克在中国：从“小试牛刀”到“大放异彩”	22
经营模式灵活调整，占据中国咖啡市场半壁江山	22
市场竞争迎来新格局，携手阿里谋突破	24
从盈利能力角度看星巴克的增长潜力	26
特许经营打开市场，直营模式支撑业绩	26
ROE 保持较高水平，高周转是关键	30
盈利模型剖析：外卖业务或打开新增长空间	31
从星巴克经验，看餐饮连锁企业的扩张之道	38
中国餐饮业市场潜力如何？	38
为何中国本土难以诞生餐饮连锁巨头？	39
星巴克经验可为国内连锁餐企带来哪些启示？	41

图表目录

图 1：星巴克收入及净利扩张经历三个阶段	5
图 2：星巴克上市以来市值及市盈率变化	6
图 3：星巴克早期的三位创始人	6
图 4：星巴克位于西雅图派克市场旁的第一家门店	6
图 5：Il Giornale 咖啡	7
图 6：早年的舒尔茨与星巴克	7
图 7：1991 年以来美国咖啡消费量及同比增速	8
图 8：1962 年以来美国生咖啡国内消费量同比增速	8
图 9：2008 年星巴克净利润出现大幅下降	10
图 10：2007 年至 2008 年星巴克市值不断缩水	10
图 11：星巴克自 2014 财年开始进入以提价方式推动同店增长的模式	12

图 12: 美国主要烘焙咖啡品牌所售热咖啡定价 (单位: 美元)	12
图 13: 美国主要烘焙咖啡品牌所售拿铁咖啡定价 (单位: 美元)	12
图 14: 1995 年以来星巴克两类门店数及门店总数同比增速 (单位: 家)	13
图 15: 星巴克的六大主要选址类型	13
图 16: 星巴克历年在上海新增的门店类型	14
图 17: 上海的星巴克门店较为密集	14
图 18: 2018 全球最有价值的餐厅品牌排名	14
图 19: 全球最大的星巴克门店上海星巴克烘焙工坊	15
图 20: 星巴克在相关领域对社会公益产生了积极影响	15
图 21: 星巴克在阿尔萨西亚建立的咖啡种植者支持中心	17
图 22: 星巴克将咖啡和种植者公平规范引进了云南	17
图 23: 星巴克库存管理的业务流程	17
图 24: 星巴克入库单据流程	17
图 25: 星巴克的门店结构	18
图 26: 剔除异常值后星巴克利润率整体稳中有升	18
图 27: 全球各地区咖啡零售销售额一览 (2014 年)	19
图 28: 星巴克门店在全球的布局	19
图 29: 星巴克亚太地区门店占比稳步提升	20
图 30: 星巴克亚太地区同店销售额同比增速较快	20
图 31: 星巴克除咖啡厅以外的其他业务收入占比稳定在 10% 左右	21
图 32: 星巴克快消品业务收入增长乏力	21
图 33: 星巴克中国发展历程	22
图 34: 最近 3 年星巴克中国大陆每年净增门店数在 560 家左右	23
图 35: 星巴克在中国大陆已实现全面直营	23
图 36: 星巴克的互联网关注度远远超过其他竞争对手	24
图 37: 连咖啡目前已经完成三轮融资	25
图 38: 瑞星咖啡目前已经完成 A 轮融资	25
图 39: 星巴克中国同店销售额同比增速显著放缓	25
图 40: 星巴克亚太地区同店营业利润率出现下滑	25
图 41: 星巴克特许经营门店占比在 21 世纪初快速提升	26
图 42: 星巴克直营店收入占比仍接近 80%	26
图 43: 早期星巴克的四大原则及此后的改变	27
图 44: 星巴克经营活动现金流量净额占收入比重整体呈提升趋势	29
图 45: 星巴克自由现金流文件增长	29
图 46: 星巴克在部分中国同店推出新产品	35
图 47: 星巴克月饼广受年轻消费者喜爱	35
图 48: 星巴克和饿了么合作拓宽配送范围	36
图 49: 阿里巴巴部分新零售产业布局	36
图 50: 2017 年社会零售总额餐饮收入接近 4 万亿	38
图 51: 2017 年全国餐饮各业态比重	39
图 52: 2017 年各年龄段消费者餐饮消费比重	39
图 53: 2013 年及 2015 年传统餐饮品牌的平均生命周期	39
图 54: 2009 年后全国餐饮法人企业数增长乏力	40

图 55: 2013 年后全国餐饮从业人数出现下滑	40
表 1: 星巴克上市后快速开启全美布局	8
表 2: 1996 年开始星巴克开启全球布局之路	9
表 3: 2001 至 2010 年星巴克特许经营店占比快速提升的同时店均创收出现下滑	10
表 4: 星巴克主要饮料产品推出历史	16
表 5: 亚太地区营业收入及营业利润增长最为强劲	20
表 6: 星巴克近年来重要合作事项	21
表 7: 星巴克在华主要市场经营方式	23
表 8: 中国市场当前主要现制咖啡饮品主要参与者	24
表 9: 星巴克特许经营及直营模式下单店收入对比	27
表 10: 星巴克针对海外市场的进入方式	28
表 11: 星巴克历年融资、经营现金流与资本开支情况 (单位: 百万美元)	28
表 12: 星巴克历年支付红利及股本回购情况	29
表 13: 2005 年至今星巴克 ROE 变化	30
表 14: 2016 及 2017 财年部分可比公司 ROE 分因素对比	31
表 15: 2017 财年星巴克、麦当劳、WTB 营业相关成本拆分对比	32
表 16: 星巴克全球业务营业利润拆分测算	33
表 17: 星巴克中国亚太业务营业利润 (单位: 百万美元)	34
表 18: 上海星巴克单店盈利模型测算	35
表 19: 外卖业务收入提升对星巴克单店营业利润的提振作用明显 (单位: 万美元)	36
表 20: 2017 年部分关店餐饮品牌	40

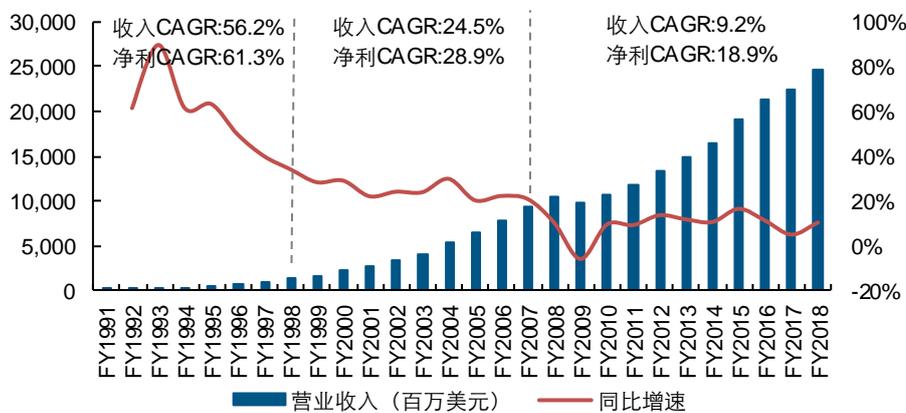
咖啡帝国星巴克的诞生与壮大

星巴克（Starbucks）咖啡公司成立于 1971 年，总部位于华盛顿州西雅图市，是世界领先的特种咖啡烘焙商、营销商和零售商。目前公司旗下零售产品包括 30 多款全球顶级的咖啡豆、手工制作的浓缩咖啡和多款冷热咖啡饮料、新鲜美味的各式糕点食品以及丰富多样的咖啡机、咖啡杯等商品。星巴克于 1992 年成功上市。

自 1991 年以来，星巴克的收入及净利增长分为三个阶段：

- (1) **高速增长阶段：**1991 至 1998 财年，上市初期的星巴克在全美各地快速开设门店，形成了一股“绿色旋风”，抢夺了很多地方性独立咖啡馆的市场份额，在这一阶段星巴克的收入和净利润复合增速均高达 55% 以上；
- (2) **调整增长阶段：**1999 至 2007 财年，星巴克在巩固了美国本土市场后，开始尝试进军国际，到 2007 年海外业务收入占比已经超过 10%，在这一阶段，星巴克的收入和净利润增长虽然有所放缓，但仍然保持复合增速在 24% 以上的较高水平；
- (3) **稳健增长阶段：**2007-2008 年的经济危机对星巴克的业绩产生了明显影响，导致 2008 财年公司收入增速降至 10.3%，且净利润出现腰斩；2009 财年收入更是下滑 5.9%，直到 2010 财年才实现收入及净利的双双恢复性增长。危机过后，星巴克调整经营理念和管理模式，迎来了 10 年的稳健增长时期，2008 至 2018 财年，星巴克净利润复合增速接近 19%。

图 1：星巴克收入及净利扩张经历三个阶段

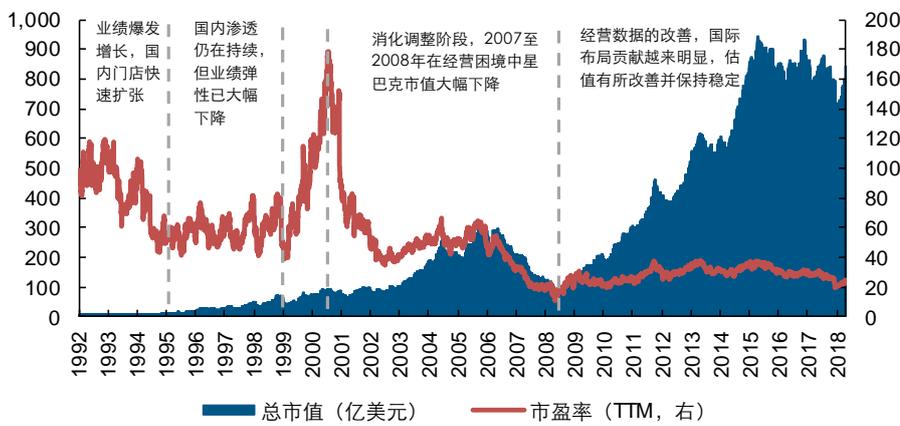


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

从市值角度看，可以发现在 2008 年危机下星巴克所采取的一系列改革措施奠定了其此后长达 10 年的繁荣发展。1994 年之前，星巴克市盈率（TTM）长期保持在 90 倍以上水平，表明资本市场对这一场横扫美国的“咖啡风暴”表现出极大的乐观态度，与之对应的是星巴克业绩规模的爆发式增长；1994 至 1999 年，星巴克估值仍保持 40 倍以上较高水平，此阶段星巴克的国内渗透仍在持续，但业绩弹性已大幅下降；2000 年至 2001 年初星巴克估值快速抬升，资本市场对星巴克的海外布局十分看好；此后数十年星巴克估值处于消化调整阶段，2007 至 2008 年在经营困境中星巴克市值大幅下降；而从 2009

年开始，自身经营数据的改善叠加美股的牛市行情，星巴克市值不断攀升，最高时超过940亿美元。

图 2：星巴克上市以来市值及市盈率变化



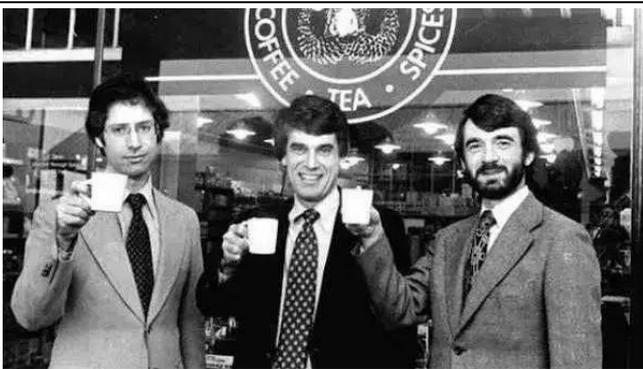
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

初创（1971 至 1991 年）：明确发展模式，深耕美国市场

星巴克咖啡的起源最早可以追溯到 1971 年。英文老师塞伍·西吉尔、历史老师杰瑞·鲍德温和作家戈登·鲍克于 1971 年每人投资 1350 美元，并从银行借了 5000 美元，在西雅图的旅游景点派克广场（Pikes Place）开设了一家名为星巴克的销售咖啡豆、茶和香料的商店。这家星巴克非常成功，销售额远远超过了预期。

第二家星巴克店于 1972 年在华盛顿大学校区附近开业。到了二十世纪八十年代初，星巴克公司在西雅图地区有四家星巴克咖啡店，每年都能盈利。在 1980 年，西吉尔决定离开公司，鲍德温接管了公司的日常管理，并担任首席执行官。

图 3：星巴克早期的三位创始人



资料来源：搜狐网，长江证券研究所

图 4：星巴克位于西雅图派克市场旁的第一家门店



资料来源：设计鲸，长江证券研究所

1982 年，霍华德·舒尔茨加入星巴克，担任市场和零售营运总监，成为了后来星巴克咖啡帝国的重要奠基者。他曾前住意大利考察咖啡馆文化以及浓缩咖啡机制作的美味饮料，回到美国后试图对传统的咖啡产品进项改变，但没有得到公司创始人的认可，他们认为若想保证“最优质的咖啡”这一立场，就无法把生意做到最大。于是舒尔茨 1985 年离开了星巴克，创办了 Il Giornale，并大获成功。

1987年，鲍德温和鲍克决定卖掉星巴克在西雅图的整个运营，包括西雅图所有的星巴克店、烘焙厂以及星巴克的商标。舒尔茨抓住机会，用丰厚的资金，从最初的创始人手中买下了星巴克，并开出了第一家销售滴滤咖啡和浓缩咖啡饮料的门店。Il Giornale 和星巴克合并后，舒尔茨为新公司命名为“星巴克企业”（Starbucks Corporation）。霍华德·舒尔茨，在35岁时成为了星巴克企业的主席和CEO。

此后星巴克开始了向全美各地的快速扩张。星巴克在1988年到1992年五年内，一共新建了161家新店，远远超过了1987年所设立的125家新店的目标。星巴克采取的策略之一是先在某一处开设门店立住脚，形成强势的品牌效应，然后向临近市场扩张；另一个策略是开设直营门店，使得公司可以完全控制产品的质量和商店的性质和位置。在11家店的基础上，星巴克在1988财务年度开设15家新店、1989财务年度开设20家店、1990财务年度开了30家店、1991财务年度开了32家店，在1992财务年度又开了53家店，扩张速度成加快趋势。

图 5：Il Giornale 咖啡



资料来源：百家号，长江证券研究所

图 6：早年的舒尔茨与星巴克

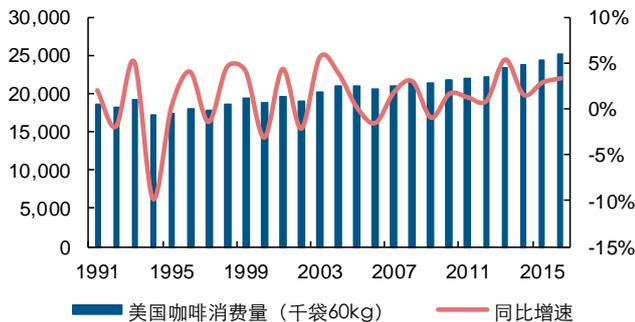


资料来源：百家号，长江证券研究所

而当时的美国，咖啡文化及市场规模也已经相当庞大，但是地域性明显、品质多为中低端。19世纪后，咖啡已经成为美国重要的进口商品，当时美国咖啡消费量虽大，却重量不重质，被讥为“牛仔咖啡”。1966年，荷兰裔美国人皮特在加州伯克利开了一家毕兹咖啡，擅长深度烘焙的他，让美国人对重度烘焙咖啡的润喉甘甜有了全新体验。1970年以后，星巴克、乔治·豪威尔，以及五年在芝加哥开业的后起之秀“知识分子咖啡”加入。在他们的推动之下，精品咖啡在美国扎下了根，成了全球精品咖啡大本营。

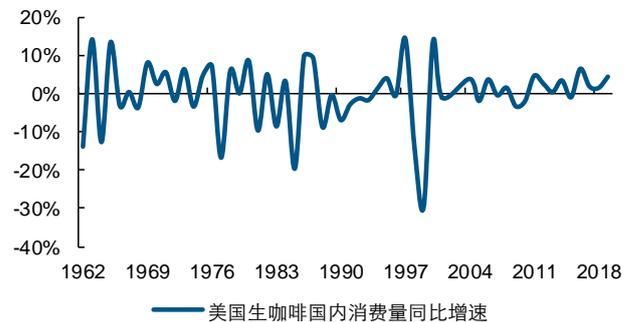
星巴克的发展壮大是建立在美国已经相对成熟的咖啡消费文化之上。上世纪90年代以后美国咖啡消费量同比增速保持在正负小个位数，已经趋于稳定。而星巴克的大功在于一流的品质与体验，在90年代美国第二次咖啡浪潮中脱颖而出。

图 7：1991 年以来美国咖啡消费量及同比增速



资料来源：国际咖啡组织，长江证券研究所

图 8：1962 年以来美国生咖啡国内消费量同比增速



资料来源：美国农业部，长江证券研究所

发展（1992 至 2007 年）：上市后开启快速扩张之路

在两家投资银行的帮助下，星巴克于 1992 年 6 月 26 日在纳斯达克上市交易，募资总额 2800 万美元，为星巴克此后的发展奠定了坚实基础。截止 1992 年 3 月 29 日星巴克提交招股说明书前，星巴克共开设 126 家门店，其中 87 家开满一年的门店年平均销售额达 65.4 万美元。1992 年年末，星巴克的销售额达到 93,078,000 美元，比 1991 增长了 61.5%，税后赚得 4,104,000 美元，比一年前增长了 70.4%，共开设了 53 家新店。

星巴克在此阶段采取了以直营门店为主、收购为辅的策略，同时重视人才团队。星巴克在波士顿第一次采取了收购的手段，在开出几家直营门店后，以 2300 万美元的股权置换收购了本土一家强劲对手“咖啡友谊公司”。

表 1：星巴克上市后快速开启全美布局

时间	地区
1992	进入圣地亚哥、旧金山和丹佛
1993	进入东海岸市场，华盛顿
1994	收购波士顿当地龙头咖啡友谊公司，进入纽约、明尼阿波里斯，亚特兰大，达拉斯，休斯敦，德克萨斯等
1995	进入费城，拉斯韦加斯，奥斯丁，圣安东尼，巴尔的摩，匹兹堡，辛辛加提等

资料来源：公司官网，长江证券研究所

在发展过程中，星巴克始终注重支持体系的搭建，从而保证了星巴克的口碑与品质。在星巴克之前，美国还没有全国性的连锁咖啡馆，多以城市或邻近区域的连锁咖啡为主，背后的主要原因一是各地的咖啡口味偏好略有差异，二是供应链体系难以支撑跨区域连锁。星巴克在扩张的过程则依靠一流的品质、完善的供应链支撑体系打入异地市场：

- 人才策略：**星巴克凭借品牌影响力吸引了许多有才干的人才加入，其中很多都是本地一些比星巴克规模更大的公司跳槽而来。同时星巴克设置了一个招募和培训咖啡师的机制，逐个城市进行复制。
- 开店策略：**星巴克于 1992 至 1993 年重新梳理了物业开发策略，基于区域人口测算和对运作效能的平均水平分析提出了三年拓展计划。在每个区域都先瞄准一个大城市作为中心，逐渐辐射周边市场。

- (3) **供应链策略**: 新门店开设之前烘焙工厂及配送体系先行建立。华盛顿州工厂于 1993 年 9 月落成、宾夕法尼亚州工厂在 1994 年落成; 此外, 星巴克还更新了邮购业务电脑系统, 支撑新的业务发展。
- (4) **新品策略**: 1993 年与百事可乐共同开发了一种碳酸型的瓶装冰咖啡饮料; 1994 年新产品法普其诺的推出大获成功, 1996 财年销售总额达到 5500 万美元, 占全财年收入的 7%。星巴克此阶段的核心生意在于扩大产品圈。

在国内市场高歌猛进的同时, 1996 年星巴克进入日本, 开启了跨出北美的全球化扩张战略。从 1996 年开始, 星巴克先后在日本、新加坡开设门店, 1997 年进军菲律宾, 1998 年继续拓展英国、马来西亚、新西兰、中国台湾、泰国市场, 1999 年正式进入中国大陆、科威特、黎巴嫩和韩国, 海外扩张速度加快。截至 2018 年 9 月, 星巴克在全球 78 个国家和地区经营超过 29,000 家门店。其中亚太地区为第二大市场。

表 2: 1996 年开始星巴克开启全球布局之路

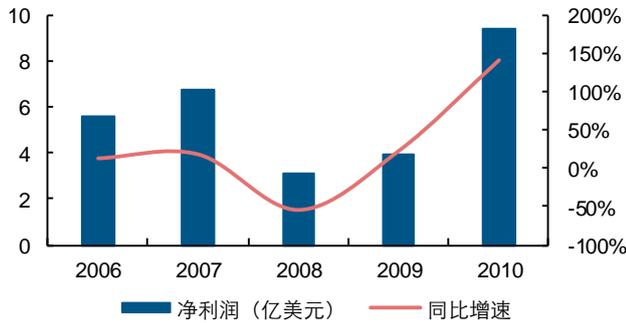
时间	地区	年末全球门店 (家)
1996	日本、新加坡	1015
1997	菲律宾	1412
1998	英国、马来西亚、新西兰、中国台湾和泰国	1886
1999	中国大陆、科威特、黎巴嫩和韩国	2498
2000	澳大利亚、巴林、中国香港、卡塔尔、沙特	3501
2001	奥地利、苏格兰、瑞士威尔士	4709
2002	德国、希腊、印度尼西亚、墨西哥、阿曼、波多黎各和西班牙	5886
2003	智利、塞浦路斯、秘鲁和土耳其	7225
2004	法国和北爱尔兰	8569
2005	巴哈马、爱尔兰和约旦	10241
2006	巴西和埃及	12440
2007	丹麦、荷兰、罗马尼亚和俄罗斯	15011
2008	阿根廷、比利时、保加利亚、捷克共和国和葡萄牙	16680
2009	阿鲁巴和波兰	16635
2010	萨尔瓦多、匈牙利和瑞典	16858
2011	危地马拉、库拉索岛和摩洛哥	17003
2012	哥斯达黎加、芬兰、印度和挪威	18066
2013	越南和摩纳哥	19767
2014	文莱和哥伦比亚	21366
2015	巴拿马	23043

资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

成熟 (2008 年至今): 危机之后迎来发展新阶段

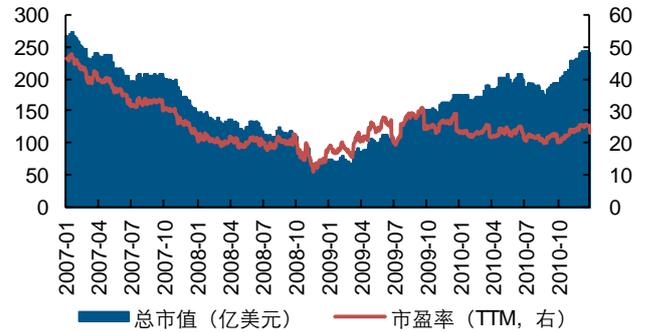
2008 年受经济危机影响, 星巴克的经营收到了显著冲击, 同时股价也随之明显回调。2007 年 8 月美国“次贷危机”爆发, 主要发达经济体都陷入了衰退。在恶化的经济环境下, 星巴克的此前积累已久的弊病开始凸显出来, 造成了 2008 年业绩下滑与估值回落的戴维斯双杀: 2008 财年星巴克实现净利润仅为 3.15 亿美元, 同比下滑 53.1%; 市盈率 (TTM) 也从危机前的接近 50 倍跌至最低点 11 倍左右。

图 9：2008 年星巴克净利润出现大幅下降



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 10：2007 年至 2008 年星巴克市值不断缩水



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

除了宏观环境影响外，星巴克在上市以后的快速扩张中产生了诸多问题：

- (1) **门店扩张速度过快影响质量。**为了实现每一季度的预期销售增长，星巴克迅速拓展门店，以至于尝尝选择了不合适的位置，并且也没有对新聘请的咖啡师进行足够的培训。公司只从表面判断发展好坏，从而造成饮品质量持续下滑。
- (2) **标准化生产牺牲了消费者体验。**星巴克在门店设置的新型浓缩咖啡机可以极大地提高售卖效率，但由于设备太高，影响了消费者和咖啡师的互动，使咖啡厅的浪漫氛围和新生感受大打折扣；此外，由于运送及储藏方式的改进使得门店内咖啡研磨的醇香淡失，影响了顾客的感知。
- (3) **数字营销基础弱。**星巴克一直认为品牌声誉不是借助营销及传统广告获得的，而是强调回归人性的体验。但是信息技术正在重塑人们之间的自然联系，技术的变革影响了星巴克及顾客的心理倾向，而星巴克的数字营销却没有得到足够重视。
- (4) **产品创新乏力。**从 2001 年到 2007 年星巴克几乎没有产生重要影响的产品创新，只是简单地将单一品种加以改良，或者提供与咖啡无关的附属产品，创新活力明显不足。

表 3：2001 至 2010 年星巴克特许经营店占比快速提升的同时店均创收出现下滑

财年	收入 (亿美元)	门店合计 (家)	特许经营店占比	店均创收 (万美元)
FY1995	4.65	677	7.2%	68.72
FY1996	6.96	1015	7.6%	68.62
FY1997	9.75	1412	7.9%	69.08
FY1998	13.09	1886	10.5%	69.39
FY1999	16.80	2498	14.5%	67.26
FY2000	21.69	3501	25.2%	61.96
FY2001	26.49	4709	30.6%	56.25
FY2002	32.89	5886	34.1%	55.88
FY2003	40.76	7225	37.1%	56.41
FY2004	52.94	8569	38.0%	61.78
FY2005	63.69	10241	40.8%	62.19
FY2006	77.87	12440	42.9%	62.60

FY2007	94.11	15011	43.3%	62.70
FY2008	103.83	16680	44.7%	62.25
FY2009	97.75	16635	46.9%	58.76
FY2010	107.07	16858	47.3%	63.52
FY2011	117.00	17003	47.0%	68.81
FY2012	133.00	18066	47.9%	73.62
FY2013	148.67	19767	48.4%	75.21
FY2014	164.48	21366	49.9%	76.98
FY2015	191.63	23043	46.9%	83.16
FY2016	213.16	25085	49.3%	84.97
FY2017	223.87	26514	51.4%	84.43
FY2018	247.17	29324	47.7%	84.29

资料来源：公司公告，长江证券研究所

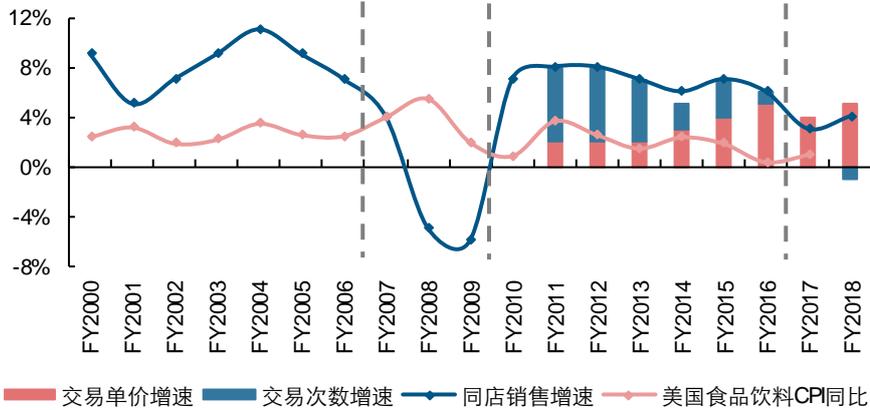
面对经营上的困难，星巴克管理层在 2008 年进行了一系列的变革，也为未来 10 年的长足发展奠定了坚实基础：

- (1) **人力资源重组**：星巴克总裁、CEO 舒尔茨对高层管理团队做了相当大的调整以适应新的商业环境；此外还在全球裁减了 1.2 万名员工，在员工的离职管理方面，舒尔茨所采取的措施是很有经验的。
- (2) **成本结构重建**：2008 年 7 月，星巴克宣布关闭美国本土正在运营的 600 家门店，占当时美国总店数量的接近 20%。在门店内部，通过接入信息化管理系统及新型咖啡机，提升了消费者体验、提高了门店经营效率。长期来看，星巴克的经营成本结构得到了科学的重构，原本发展于美国本土的扩张计划转向国际市场，寻求新的盈利点。
- (3) **推陈出新开辟新赛道**：一是重视产品的创新和搭配，陆续推出了速溶咖啡等新品类，在保持品牌初心及满足消费者需求之间找到平衡；二是推出消费卡及回馈计划等消费者激励政策，重获消费者的信任与依赖；三是上线网络，与 Facebook 等平台合作，扩大了品牌影响力。

从同店增长动力来看，目前客单价的提升已成为核心动力。从 2000 年以来，星巴克的美国（美洲）同店销售增长可分为四个阶段：2000 至 2006 财年同店销售增速较快，表明星巴克在全美的渗透率仍在快速提升；2007 至 2009 财年受经济危机影响同店销售增速下滑甚至出现衰退；2010 至 2016 财年同店增速回升，但明显看到消费者交易次数的增长略显乏力；2017 至 2018 财年同店交易次数开始出现下滑，影响整体同店销售增长，表明美洲市场的渗透率已经接近达到瓶颈，只有靠客单价的提升带动增长。

目前来看，星巴克客单价的提升比例已经明显超过美国食品饮料 CPI 同比增速。对比星巴克 2011 至 2018 财年的客单价增速和美国食品饮料 CPI 同比增速可以发现，自 2015 财年以来客单价提升快速，可能原因是星巴克的品牌力在不断增强、新产品或组合产品的推出提高客单价等。

图 11: 星巴克自 2014 财年开始进入以提价方式推动同店增长的模式

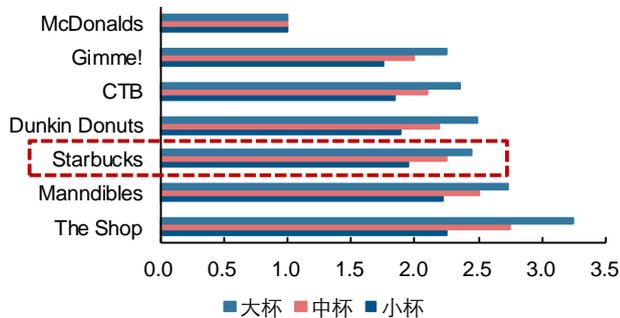


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

注: 2010 财年及以前为美国市场数据, 2011 财年及以后为整个美洲数据

在价格方面, 星巴克的各类烘焙咖啡属于中上水平。星巴克的定价和各地的精品咖啡馆相比持平或略有价格优势, 根据康奈尔大学 2015 年的一份调查报告, 星巴克的普通中杯热咖啡定价在 2.25 美元, 高于麦当劳及 Gimme! 等品牌, 但低于 The Shop、Mandibles 等品牌。一流的品质、适中的定价、多元的产品, 帮助星巴克快速成为流行于全美的咖啡品牌。

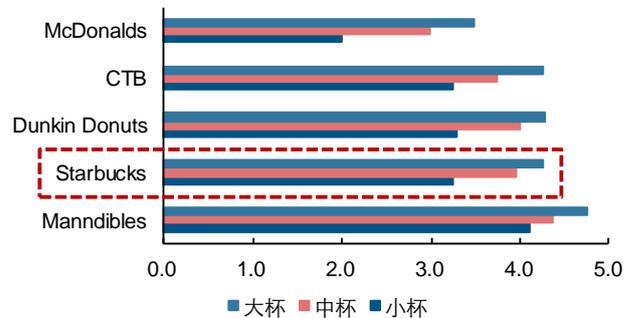
图 12: 美国主要烘焙咖啡品牌所售热咖啡定价 (单位: 美元)



资料来源: 康奈尔大学, 长江证券研究所

注: 调查时间为 2015 年

图 13: 美国主要烘焙咖啡品牌所售拿铁咖啡定价 (单位: 美元)



资料来源: 康奈尔大学, 长江证券研究所

注: 调查时间为 2015 年

叱咤全球的星巴克建立了怎样的护城河？

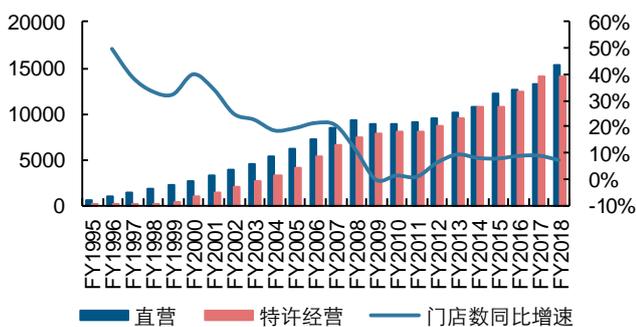
回顾星巴克的发展壮大历史，我们认为星巴克当前的商业模式存在五大明显的护城河优势：一是触手可及的门店网络、二是深厚的品牌文化、三是供应链体系和规模效应、四是卓有成效的全球布局、五是遍布全球的合作伙伴，依靠战略合作打开了新市场、提高了用户体验。这些护城河都需要长期耕耘积累形成，因此从目前来看，星巴克在全球现制咖啡饮料行业的领先地位依旧牢固。

护城河一：触手可及的门店网络

从总量上来看，星巴克的门店拓展可以分为两大阶段。2007 年之前星巴克先是在美国市场加大开店密度，此后逐步进入国际市场，每年的门店总数同比增长超过 20%，特许经营占比也快速攀升至 45%左右；2008 年经过门店整顿关闭之后，直到 2018 年每年门店数同比增速均在 10%以下，特许经营店增长超过直营店增长，但特许经营店占比增长开始放缓，目前在 48%左右。

星巴克在门店选址方面主要基于一套 GIS (Geographic Information System) 数据建模的选址系统。GIS 数据建模选址系统通过数据统计与分析按优次进行选择。其数据统计除一般地理位置的数据外，还包括商圈人口分析（年龄层、学历），商圈购买力分析（收入等）以及商圈的竞争力分析（哈夫模型），另外还包括人流量、人流动线、认知性甚至建筑物构造，通过以上（甚至更多）大数据的调研预估销售额，最后确认选址。综合来看，星巴克的选址主要包含核心商圈、高端写字楼、高端住宅区、特色景点、交通枢纽及区域商圈六类。

图 14：1995 年以来星巴克两类门店数及门店总数同比增速（单位：家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从密度上来看，星巴克主要集中在大中城市的商办场所及交通枢纽。以中国的一线城市为例，在北上广深，都有若干对星巴克存在于同一栋写字楼、商场或是其他建筑物中，它们之间的距离会小于 100 米。而在成都、杭州、苏州和宁波这样的新一线城市中，星巴克之间则至少会保持 200 至 300 米以上的“安全距离”。从 2008 年到 2018 年，除了深圳，7 座城市的最邻近门店距离中位数都有不同程度的降低。当前这一中位数最低的是北京，一半以上的星巴克距离周边最近的星巴克的距离都小于 346.9 米。

以上海为例，随着门店数量的翻倍增长，门店的定位也在发生变化。根据新一线城市研究的统计，目前星巴克在上海共有超过 660 家门店，可以分为三类：一是扩张型门店，

图 15：星巴克的六大主要选址类型



资料来源：搜狐网，长江证券研究所

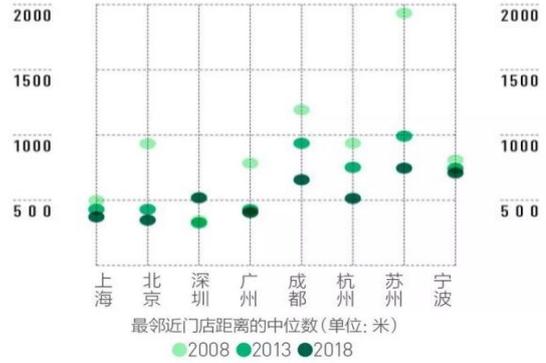
通常完全具备自己的独立服务范围，属于开辟新领地的门店；二是加密型门店，指典型的起到加密当前区域门店网络作用的门店；三是补充型门店，通常位于一些已有门店落点的外围区域，与老店保持一定距离但仍可构成联系。当前上海的扩张型门店布局占比已经明显下降，未来更多地将以加密及补充型门店的模式进一步增加。

图 16: 星巴克历年在上海新增的门店类型



资料来源: 新一线城市研究, 长江证券研究所

图 17: 上海的星巴克门店较为密集



资料来源: 新一线城市研究, 长江证券研究所

精准的选址定位以及触手可及的门店网络帮助星巴克培育起了强大的顾客粘性。由于星巴克的选址高度贴合潜在用户所在地，且分层次地科学布局，使得消费者能够方便地在附近购买星巴克的产品。

护城河二：品牌文化及品质定位

星巴克已经形成了鲜明的品牌特色及庞大的品牌价值。英国品牌评估机构 Brand Finance 发布“2018 全球最有价值 25 个餐厅品牌”排行榜，星巴克名列第一，324.21 亿美元，比上年增长 27%，而在所有类型的企业品牌价值排名中，星巴克位居第 33 位。麦当劳名列第二位，品牌价值 248.72 亿美元，比上年增长 23%。赛百味名列第三位，品牌价值 80.83 亿美元，比上年减少 4%。

图 18: 2018 全球最有价值的餐厅品牌排名



资料来源: Brand Finance, 长江证券研究所

星巴克的从四个角度出发打造了独特的品牌文化：

- (1) **从产品角度出发，星巴克建立了全球采购系统，选用上乘咖啡豆并统一在西雅图烘焙，以保证产品质量的一致性。**40 多年间，除直营店外，星巴克只允许法人合资和授权，拒绝个人加盟；希望加盟的法人也必须通过严格的强化培训，以确保经营者认同星巴克的品牌理念，立足长远盈利，而非透支品牌赚快钱。
- (2) **从服务角度出发，星巴克店员都经过仔细甄选和严格培训，以保证服务体验的一流。**公司每年的培训费用占总支出的 11%，不仅仅要讲授客服技巧，更要加深员工对咖啡文化的了解。星巴克选用高档半自动咖啡机，18 至 23 秒冲泡一杯咖啡后，必须在 10 秒内将它送到顾客手上。为了维护咖啡的原生香气，星巴克店内禁止吸烟，当班店员也不许使用香水。
- (3) **从场所角度出发，星巴克通过对第三空间这个概念进行了透彻研究从而全面而细微的了解了消费者的心理需求。**舒尔茨是最早提出第三空间概念的人，他希望通过咖啡的气味和环境让人们将星巴克当成家和公司之外的第三个去处。生活中有三个空间：第一空间是家庭，是生活之所；第二空间是公司，是工作之所；第三空间则是满足精神休闲需求的栖息地。
- (4) **从社会影响角度出发，注重公益事业使得星巴克得到了社会的认可。**在公益事业上星巴克不惜投入重金，用于环境、社区、教育等方面的改善，在维护社区建设和履行社会责任的同时，吸引了众多媒体和公众的关注，提升了星巴克品牌知名度。

图 19：全球最大的星巴克门店上海星巴克烘焙工坊



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：星巴克在相关领域对社会公益产生了积极影响



资料来源：公司官网，长江证券研究所

此外，星巴克通过不断地推陈出新使得其品牌与品质顺应时代潮流。早期的星巴克以手调浓咖啡为主打产品，随着进入美国不同的城市市场，产品也随之进行改变与创新。其中星冰乐推出后很快成为了星巴克的明星产品。此后星巴克陆续推出速溶咖啡（VIA）、茶瓦纳、冷萃咖啡、咖啡融合冰淇淋等产品，顺应时代变化满足消费者的需求。除了咖啡饮品外，星巴克还推出了甜点、面包等配套产品，虽然在其他食品的推广过程中遇到过一些问题（比如三明治气味对咖啡厅环境的影响），但是星巴克通过技术和工艺手段一一克服，最大程度地在满足消费者需求与保持优质体验之间寻得平衡。

表 4：星巴克主要饮料产品推出历史

产品名称	正式推出时间	产品示例
手工调制浓缩咖啡	1970 年代	
经典巧克力饮品	1980 年代	
星冰乐	1995 年	
茶瓦纳	2012 年收购	
冷萃冰咖啡	2016 年	
咖啡融合冰淇淋	2017 年	

资料来源：公司官网，长江证券研究所

为了迎合客户差异化的体验，开发出更加感性和个性化的简单的咖啡饮料和食品。如按照消费者的需求将咖啡分为十多种口味，安排季节性菜单等。星巴克特别强调在海外扩张中不能稀释品牌文化，因此推出适合不同地区的新品，如为了配合中国人的口味和风俗，每到端午节星巴克还推出该品牌的咖啡味粽子、中秋节则推出月饼产品等。

品牌价值帮助星巴克从普通的饮品升级成为一种生活与社交的方式，其产品价值早已不局限在咖啡的基础阶段。由于星巴克长期在品牌文化上进行大量的投入，既包括有形的产品品控、店内设计，也包括无形的消费理念、社会价值，短期内还看不到可以撼动星巴克品牌地位的竞品。

护城河三：供应链体系及规模经济

星巴克公司的迅速崛起离不开供应链的良好运营。由于星巴克的主要原料糖浆、咖啡来源于进口，而星巴克的牛奶、果汁饮品、食品等其他一部分原料为了保证其新鲜程度还是离不开本地供应。因此在星巴克的供应链管理中，库存管理、供应商及其供应链上下游的管理变得尤为重要。

在上游，星巴克与供应商们建立了坚实的伙伴关系。星巴克对供应商实施了完整的评量系统和数据库，可以精准的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，让合作的供应商有更大的配送量，最终降低物流成本。此外，星巴克在全球运营 8 个咖啡豆种植支持中心，帮助咖啡产地种植者科学种植、防治灾害，不仅加强了对上游资源

的控制，也确保了咖啡豆品质。公司采用固定价格和可变价格两种模式，其中可变价格模式是指咖啡豆的质量、交割期限以及其他条款已确定，但具体日期以及价格尚未确定。

图 21：星巴克在阿尔萨西亚建立的咖啡种植者支持中心



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 22：星巴克将咖啡和种植者公平规范引进了云南



资料来源：中国饮品快报，长江证券研究所

在中游，星巴克采取库存管理模式。首先管理部门需要定期了解销售的预测数据，并把预测的销售数据与库存结构情况相结合，进行库存结构调整。然后根据产品实际库存数量，结合定义的库存结构与消费者需求浮动，如果实际库存低于订货点水平，采购部门便下达补货指令。供应商在接到订单后立即生产。保证订货周期不超过两个星期。当销售部门接收到顾客订单并安排货物发运后，星巴克销售部门 ERP 系统自动产生结算订单，启动后续结算流程。随着模块化设计的兴起，生产逐渐变成在特定场所进行的组装，包括装配、包装，以及贴标签等活动。

2008 年金融危机背景下公司重点对之前因展点策略而有所忽略的物流效率进行改革。星巴克重新组织供应链，一个烘焙厂仅负责周边一定距离店面（类似中央厨房的形式），增强配送可靠度；另外通过谈判减少供应商数量，从而提升到货准时率、降低物流成本。

图 23：星巴克库存管理的业务流程



资料来源：第一物流网，长江证券研究所

图 24：星巴克入库单据流程



资料来源：第一物流网，长江证券研究所

在下游，星巴克公司的供应链支持三种渠道：直销渠道、零售渠道和特殊渠道。直销渠道处理邮购业务，该方式考虑到远距离顾客的购买需求，省掉了顾客往返用和时间，激发消费者的购买欲望；零售渠道为合资店铺和自己的店铺服务；特殊渠道则负责别家零售店、航空公司服务。目前星巴克的门店结构由高到低包括：烘焙工坊及臻选品鉴馆（Roastery）、臻选咖啡门店（Reserve Stores）、臻选体验吧（Reserve Bars）、提供臻选咖啡的门店（Stores with Reserve Presence）和普通门店（Core Stores）。

图 25：星巴克的门店结构

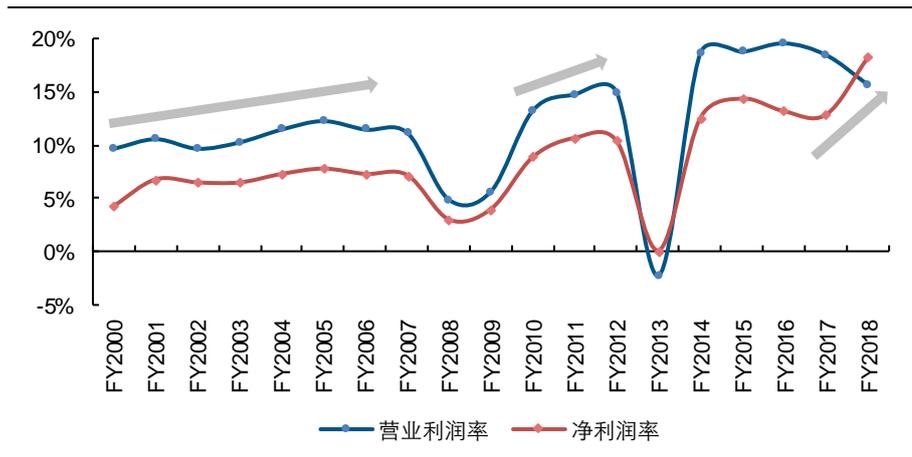


资料来源：公司官网，长江证券研究所

受益于规模经济效应以及高效的供应链体系，星巴克的利润率水平呈现提升的态势。从 2000 到 2018 财年，星巴克的营业利润率从 9.7% 提高至 15.7%，净利润率从 4.3% 提升至 18.3%。2008 和 2009 财年出现下滑主要是经济危机及公司内部结构调整影响；2013 财年营业利润率及净利率大幅下滑的原因是当年星巴克向卡夫公司支付了 27.6 亿美元赔款，计入营业开支。2018 财年营业利润率下滑但净利润率提升主要是中国华东地区加盟转直营、部分资产处置获得收益等影响。

整体来看，从经营角度来看，星巴克能够实现经营效率提升的主要原因一是规模扩大后，采购、生产、营销的边际成本均有效降低；二是产品种类多元搭配有效提升了客单价；三是供应链管理精益求精，相应成本费用率出现一定下降。

图 26：剔除异常值后星巴克利润率整体稳中有升



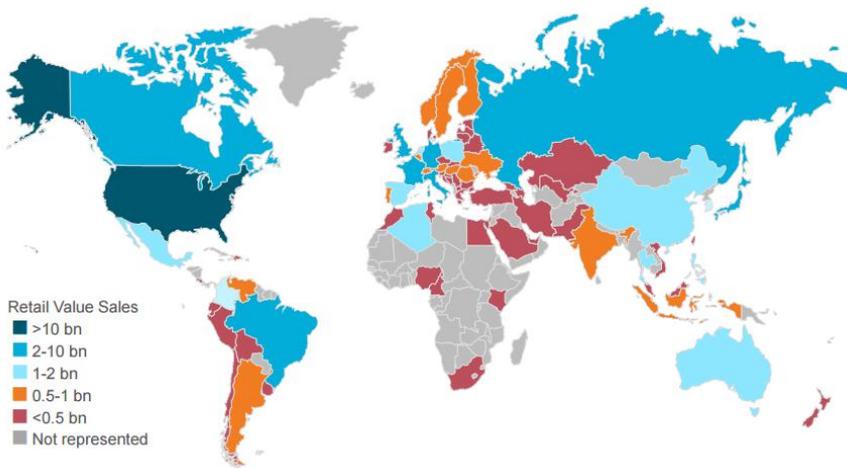
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

供应链体系和规模效应优势往往会随着消费环境的概念而出现变化，尤其是新技术的出现会成为竞争者赶超的良机。作为守成者，星巴克的供应链及规模护城河在转型时甚至可能成为负担，因此未来也必须因时因地而变，否则可能遭遇利润率下滑的困境。

护城河四：进退有据的全球战略

从 1996 年第一家日本门店开设开始，星巴克的国际布局势如破竹。星巴克与日本新兴零售商 SAZABY 合资成立了星巴克日本公司，双方各占 50% 的股权，合作共同开发日本市场，双方于 1996 年 8 月 2 日在日本东京银座建立第一家星巴克海外分店。之后，星巴克着重开拓亚洲市场，大举进入中国。截至 2018 年 9 月，星巴克在全球 78 个国家和地区经营超过 29,000 家门店，主要集中在北美、亚太及欧洲地区。

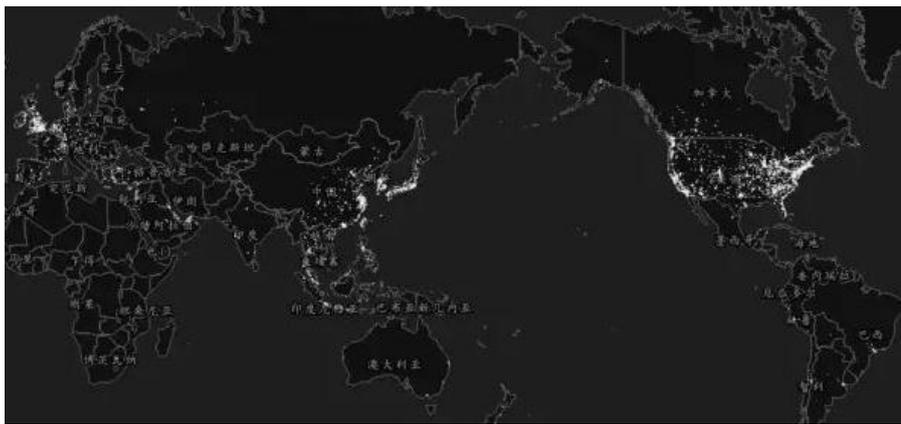
图 27：全球各地区咖啡零售销售额一览（2014 年）



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

当前，星巴克的战略重点聚焦在三个方面：一是加快在美国和中国两大市场的长远发展速度；二是在全球范围内拓宽星巴克品牌的影响力，加速整合全球咖啡产业联盟；三是提升股东回报，提升企业价值。

图 28：星巴克门店在全球的布局

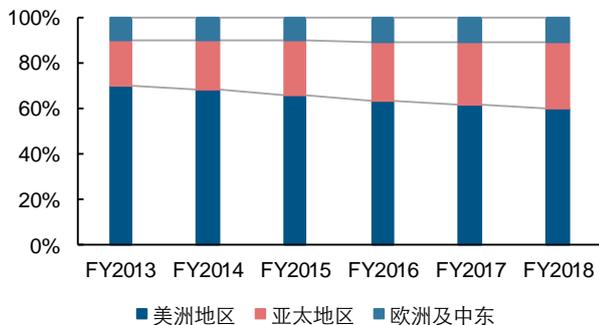


资料来源：GeoHey，长江证券研究所

门店结构进一步优化，亚太地区占比提升。截至 2018 年 9 月，星巴克亚太地区的门店数量占比达到 20.7%，约为美洲地区的 1/3。中国已成为除美国以外门店数最多的国家。从经营 13 个月以上的同店销售增速数据来看，亚太地区在 2013 财年至 2015 财年保持

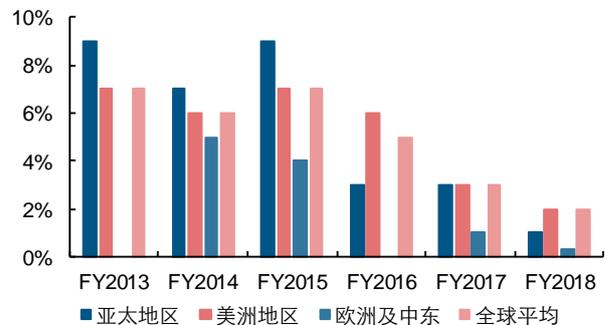
较快增长，2016 财年至 2018 财年同店增速放缓，主要原因一方面是新市场的竞争在加剧，另一方面是汇率波动所致。

图 29：星巴克亚太地区门店占比稳步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：星巴克亚太地区同店销售额同比增速较快



资料来源：公司公告，长江证券研究所

从整体市场来看，由于开店速度较快，亚太地区的营业收入及营业利润增长显著高于其他两个地区。2018 财年亚太地区、北美地区和欧洲中东地区净增门店数量分别为 1,051、895 和 346 家，亚太地区的收入增速达到 38.1%、营业利润增速达到 13.4%。亚太地区的营业收入占比已经达到 18.1%，较上一财年提高 3.6pct。其中一个重要的原因是特许经营门店逐步转向直营，对收入及利润的贡献显著提升。

表 5：亚太地区营业收入及营业利润增长最为强劲

	营业收入 (亿美元)			营业利润 (亿美元)		
	FY2018	FY2017	同比变化	FY2018	FY2017	同比变化
北美地区	167.32	156.20	7.12%	36.14	36.54	-1.07%
占比	67.69%	69.77%	-2.08pcts	93.08%	88.36%	4.71pcts
亚太地区	44.74	32.40	38.07%	8.67	7.65	13.39%
占比	18.10%	14.47%	3.62pcts	22.34%	18.50%	3.83pcts
欧洲及中东	10.48	9.59	9.31%	0.62	0.95	-34.92%
占比	4.24%	4.28%	-0.04pcts	1.58%	2.29%	-0.70pcts

资料来源：公司公告，长江证券研究所

优化美国本土门店结构，积极开拓国际市场为星巴克的持续增长奠定了基础。2008 年 7 月，星巴克宣布关闭美国本土正在运营的 600 家门店，占当时美国总店数量的接近 20%。长期来看，星巴克的经营成本结构得到了科学的重构，原本发展于美国本土的扩张计划转向国际市场，寻求新的盈利点。星巴克计划 2019 年在全球范围开设 2100 家新店，公司全球同店销售额同比增速在 3%至 5%之间。

护城河五：庞大的全球“朋友圈”

星巴克成功的还有一个主要原因就是其战略伙伴关系。通过与适当的公司建立战略合作关系，星巴克才得以达成目标、开拓新市场并增长其底线。星巴克的战略合作可以分为三种类型：一是自身产品的创新与发展，如何百事可乐、雀巢的合作；二是衍生自身的渠道与消费场景，如书店、酒店、机场等；三是在不同领域的客户中传播品牌价值，同时提升用户体验，如手机、音乐等。

表 6: 星巴克近年来重要合作事项

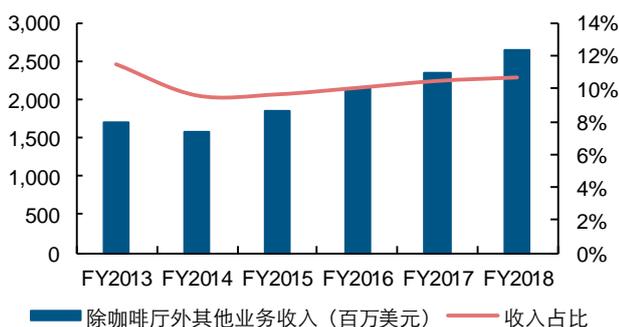
年份	合作方	合作内容	意义
1993	美国巴诺连锁书店	面向全美向书店顾客推出咖啡产品	拓展消费场景, 获得增量用户
1995	加拿大 Chapters	巩固加拿大市场, 向书店顾客提供咖啡饮品	进一步在书店市场立足
1996	百事可乐	建立合资企业共同研发罐装“卡布基诺”咖啡	改写了星巴克只卖咖啡豆的历史, 走上多元化之路
1996	德雷尔冰淇淋	推出了星巴克冰淇淋和星巴克冰淇淋棒	改变了美国冰淇淋市场格局, 开辟了新的赛道
1998	卡夫食品	帮助星巴克快消产品在零售店的销售	拓展销售渠道, 获得增量收入
2007	苹果公司	星巴克消费者可以通过店内 wifi 下载音乐	提升消费者体验
2007	美国首都唱片公司	共同组建一家唱片公司, 新唱片在星巴克门店销售	提升消费者体验、扩大收入来源
2018	雀巢	组建“全球咖啡联盟”, 转让咖啡店以外产品营销权	帮助星巴克聚焦核心业务, 同时扩大全球影响力
2018	阿里巴巴集团	联手开创全新的星巴克线上新零售智慧门店	改变星巴克在中国的经营模式, 有望提振星巴克在华业绩

资料来源: 福布斯, 公司官网, 长江证券研究所

2018 年对于星巴克来说, 是战略合作实现跨越的一年。食品巨头雀巢以 71.5 亿美元收购星巴克零售咖啡业务, 同时双方建立“全球咖啡联盟”。2018 年 8 月 28 日, 雀巢和星巴克以 71.5 亿美元的价格完成合作交易, 永久性授权雀巢在全球范围内星巴克咖啡店之外销售星巴克零售和餐饮产品。根据协议, 雀巢获得星巴克门市以外品牌咖啡和茶、西雅图最佳咖啡、TeavanaTM/MC, 星巴克 VIA Instant, Torrefazione 意大利咖啡和 K-Cup 等永久权利, 大约 500 名星巴克员工将加入雀巢在美国和欧洲公司。但是协议不包括即饮型产品以及星巴克咖啡店内销售的任何产品。

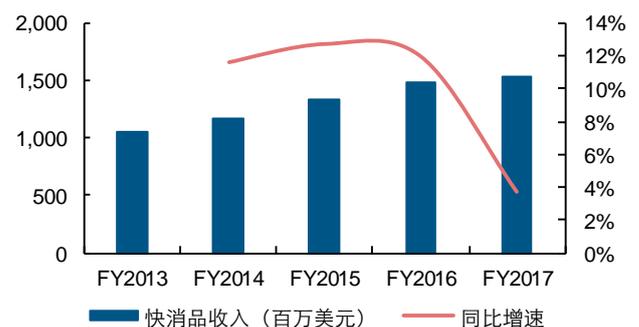
星巴克的包装型快消产品的销售规模一直表现平平, 选择与雀巢的合作主要是快速壮大星巴克的品牌影响力。雀巢已经在雀巢咖啡和 Nespresso 等知名品牌的咖啡业务中占有重要地位。雀巢与星巴克合作之后, 星巴克卖出包装型咖啡的收入将会计入到雀巢的财务数据中, 但是会支付星巴克一定的提成。将零售业务卖给雀巢, 是星巴克为扭转业绩颓势而制定的“精简战略”。

图 31: 星巴克除咖啡厅以外的其他业务收入占比稳定在 10%左右



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 32: 星巴克快消品业务收入增长乏力



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

星巴克之所以能够与全球范围内各个领域的巨头建立合作伙伴关系, 根本原因还是在于星巴克自身是咖啡领域的翘楚, 强强合作能够实现互利互惠。星巴克在选择合作伙伴时的眼观与远见是保证大部分合作都能取得成功的基础。

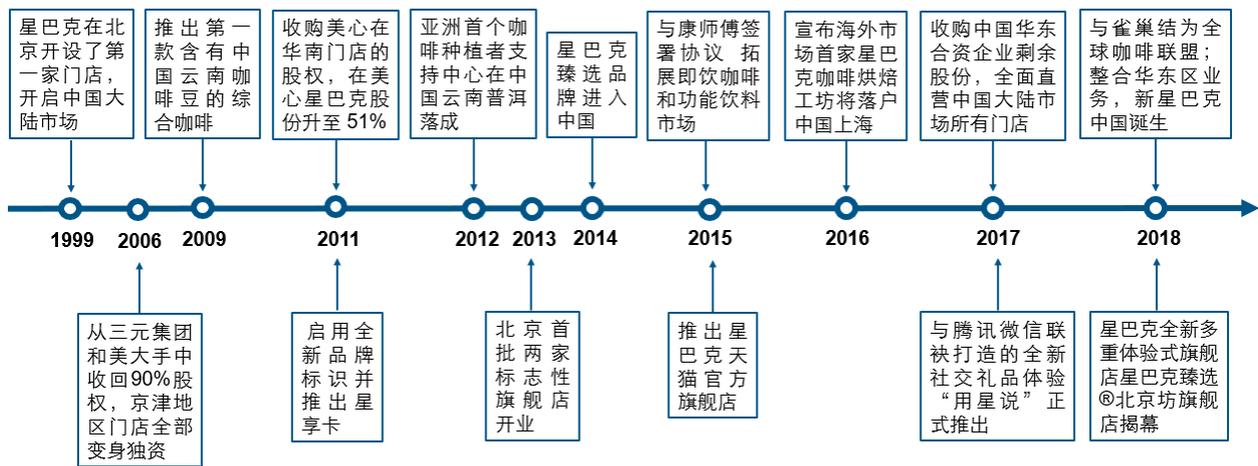
星巴克在中国：从“小试牛刀”到“大放异彩”

星巴克 1999 年正式进入中国，目前已是中国最大的连锁咖啡零售商，同时中国市场也是除美国外星巴克最大的海外市场。经过将近 20 年的发展，星巴克不仅帮助培育起了中国市场的咖啡消费理念，还成功地牢牢占据中国咖啡市场乃至整个茶饮市场的领先地位。然而随着消费者口味的多元、互联网对行业生态的改造以及行业内竞争者的层出不穷，星巴克的龙头地位正在面临调整。

经营模式灵活调整，占据中国咖啡市场半壁江山

中国目前已成为星巴克发展速度最快、最大的海外市场。星巴克于 1999 年 1 月在北京开设了中国大陆第一家门店。目前星巴克在中国大陆 148 座城市有超过 3500 家门店。星巴克在中国的发展可以分为三个阶段：

图 33：星巴克中国发展历程



资料来源：星巴克官网，长江证券研究所

- 第一阶段 (1999-2004 年)：市场摸索期。**1999 年进入中国市场时星巴克复制了此前拓展日本市场时同样的模式，把香港和广东的代理权授予了香港美心集团，把北京、天津为主的北方地区授予了北京美大咖啡有限公司，把台湾和江浙沪的代理权先后授予了台湾统一集团。借助合作伙伴的资源，星巴克在中国经济发达地区开始快速布局门店。
- 第二阶段 (2005-2011 年)：经营巩固期。**星巴克在 2005 年开始开辟西北和东北的潜在市场，大连、成都、沈阳的星巴克逐渐引人注目，后来全国各地的门店陆续进入全面扩张。同时，星巴克逐步回收中国大陆市场合资公司股权，加强对中国市场的经营，开启了全面深耕中国市场策略。2006 年星巴克回购了美大的股份、2007 年回购了三元的股份、2011 年回购了美心的股份，全面接管了华北、华南和华中地区的业务。
- 第三阶段 (2012 至今)：中国市场全面开花。**星巴克加强与中国合作伙伴的合作，在云南设立了亚洲第一个种植者支持中心。2017 年 7 月，星巴克以约 13 亿美元现金收购统一集团在中国华东市场合资企业（上海统一星巴克咖啡有限

公司)的50%股份。至此,星巴克取得在江苏、浙江和上海约1300家门店的100%所有权,在大陆市场全面实现直营。2018财年,星巴克在中国总共新开设了585家门店,新进入了17个城市。星巴克在2018全球投资者交流会上宣布,2019财年公司预计将在中国新开设将近600家门店,在2022财年末(2022年9月底)将中国大陆市场的门店数量倍增至6000家,新进入100个城市,覆盖总数达到230个城市。

表7: 星巴克在华主要经营方式

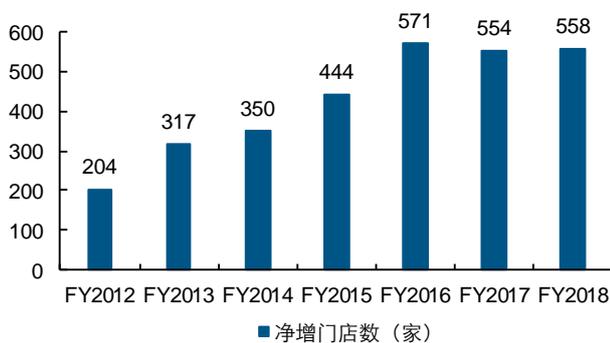
区域	合作公司	时间	城市	股权初期情况	股权回收情况
华北	北京美大	1999	北京、天津等	授权经营, 美大持股100%	2006年转直营, 星巴克持股100%
华东	上海统一	2000	上海、南京、杭州、苏州等	特许经营, 统一持股95%+星巴克持股5%	2003年收回50%, 2017年实现100%控股
华南	香港美心	2002	广州、深圳、东莞等	特许经营, 美心95%+星巴克5%	2005年收回51%股权, 2011年实现100%控股
西南	-	2006	成都、重庆	独资直营	星巴克持股100%
华中	-	2007	武汉	独资直营	星巴克持股100%

资料来源:《跨国连锁餐饮企业在华经营模式研究》, 长江证券研究所

最初进入中国市场时采取了合资、许可协议、授权经营等方式,有利于降低风险。首先,建立合资企业和特许经营可降低星巴克自有资金投入;其次,与合资公司合作可以充分利用当地合作者的知识和文化背景,三家授权公司本身实力强大,相关的餐饮连锁经营管理经验极为丰富,因此与它们合作能更好地将中国元素融入产品,适应中国本土市场,让星巴克的餐饮在中国的受众更广,也是推动产品创新的良好工具。

在市场培育成熟后,星巴克采用直营经营模式有利于长远发展。首先,直营可以获得更大的利润,也能更好地利用本土资源进行扩张;其次,能够保护品牌形象,保证用户体验;此外,改为直营模式能对星巴克的产品质量进行有效监管,所以直营模式更能保证从原材料采购到产品的最后销售是一条高质量的供应链。

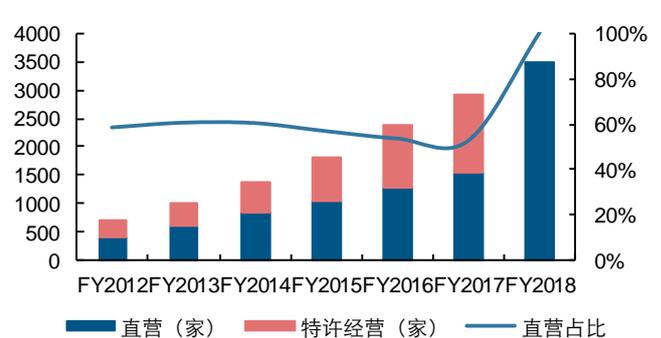
图34: 最近3年星巴克中国大陆每年净增门店数在560家左右



资料来源:公司公告, 长江证券研究所

星巴克在中国的经营侧重点与成熟的美国本土市场不同。美国市场的发展主要聚焦在通过增强店内体验提高消费者到店消费次数,增强消费者所需的饮料创新能力,同时通过数字化手段提升用户粘性。而在中国,星巴克更为关注总交易额的增长速度,其中既包含新店的扩张,也包括老店的同比增长。

图35: 星巴克在中国大陆已实现全面直营

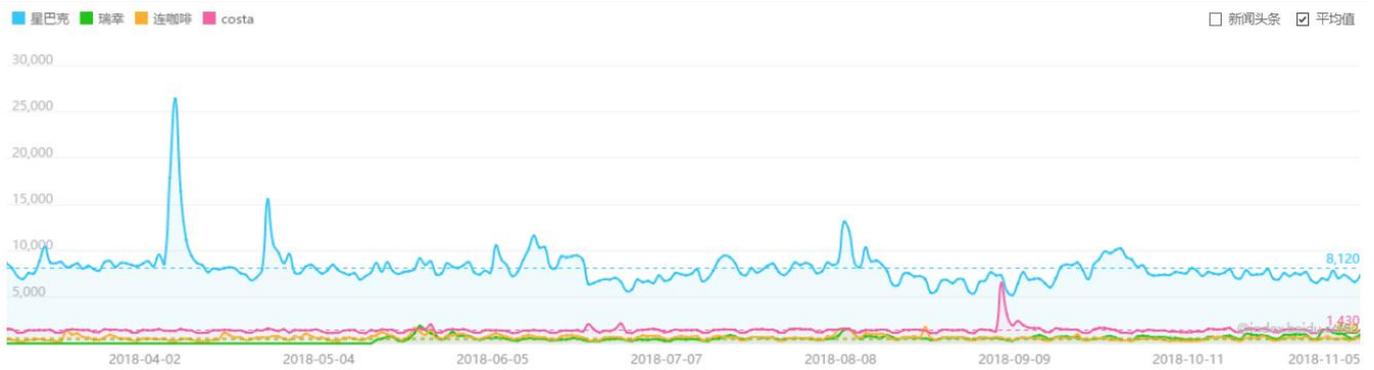


资料来源:公司公告, 长江证券研究所

市场竞争迎来新格局，携手阿里谋突破

作为相当一大批中国消费者的“咖啡启蒙”，星巴克目前在华仍具有强大的品牌影响力。从百度指数来看，星巴克在中国的影响力仍然远远超过其他品牌，表明其品牌定位事实上和其他对手有所差异。但在互联网深刻影响消费习惯的背景下，未来星巴克的竞争优势是否能在新一代消费者中继续保持吸引力，还不得而知。

图 36：星巴克的互联网关注度远远超过其他竞争对手



资料来源：百度指数，长江证券研究所

当前时点，中国市场竞争格局正在发生新变化。自 2010 年喜士多在中国便利店推出现磨咖啡，罗森和全家等品牌也陆续跟进，其咖啡价格通常只有星巴克的一半，同时便利店数目多、交通便利、速度快，都使它更具竞争力。此外，主打品质和便捷的外送咖啡品牌连咖啡和瑞幸的出现，从星巴克的弱点（即外送）出发发起了挑战。

表 8：中国市场当前主要现制咖啡饮品主要参与者

单位：家	上海门店数	全国门店数	介绍
星巴克	681	超 3500	全球最大的咖啡连锁店，靠咖啡豆起家、产品多元，定位中高端
瑞幸	174	超 1400	2018 年 1 月开始运营，中国新零售咖啡典型代表，线上线下双管齐下
Costa	101	超 250	起源于英国的咖啡连锁店，主打意式咖啡，2018 年可口可乐以 51 亿美元全资收购
连咖啡	78	近 500	2014 年成立，以微信为入口的咖啡外送平台，早期提供星巴克等咖啡外卖，后衍生出自有品牌

资料来源：星巴克公告，瑞幸官网，Costa 官网，大众点评，长江证券研究所

连咖啡以微信公众号为入口，早期通过提供星巴克、Costa 等第三方品牌咖啡外送服务积累用户，从 2015 年 8 月开始转型做自有品牌的咖啡。在转型后，连咖啡受到了资本市场的青睐，2016 年 4 月 7 日，连咖啡宣布完成 B 轮融资 5000 万元人民币，由华策影视领投。2018 年 3 月 12 日完成 1.58 亿元 B+轮融资，由启明创投领投，高榕资本跟投。

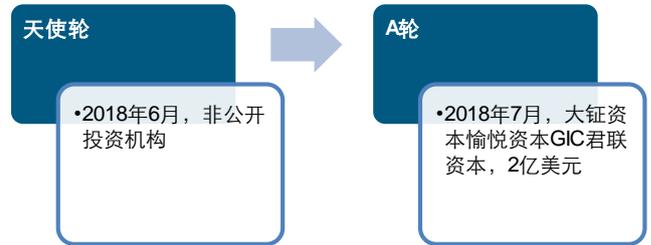
瑞幸咖啡瞄准了高品质新零售咖啡市场，号称目标是为消费者提供星巴克以外的第二个咖啡选择。瑞幸咖啡自 2018 年 1 月试运营以来，已在北上广深等 13 个城市建店接近 700 家，其中有 600 多家是正式营业的门店。瑞幸咖啡的天使轮融资来自神州优车董事长兼 CEO 陆正耀及瑞幸咖啡创始团队成员，2018 年 7 月已经完成 A 轮融资 2 亿美元。

图 37: 连咖啡目前已经完成三轮融资



资料来源: 投资界, 长江证券研究所

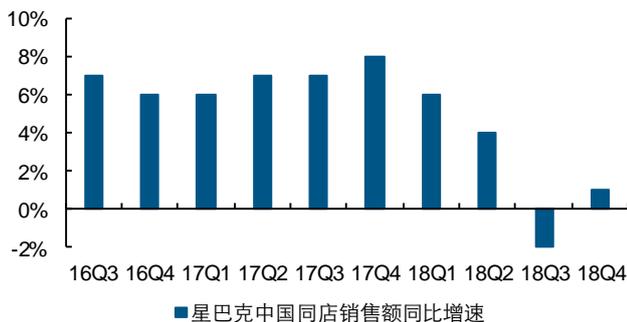
图 38: 瑞星咖啡目前已经完成 A 轮融资



资料来源: 投资界, 长江证券研究所

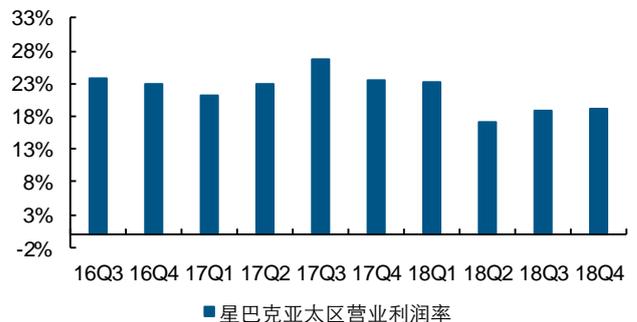
在加剧的竞争下, 星巴克在中国市场的经营似乎陷入了困境。从同店销售增长数据来看, 18Q3 中国区同店销售同比下降 2%, 是 9 年来第一次下降, 成为全球表现最差的市场, 此后 18Q4 公司在中国执行了一系列明确的经营计划, 虽然同店增长回升至 1%, 但相较此前几个季度的大个位数增长依旧明显放缓, 而且主要是依靠价的提升拉动, 交易笔数增长乏力。从营业利润率数据来看, 亚太地区营业利润率自 18Q2 以来显著下滑, 主要原因是 18Q1 对华东地区特许经营门店所有权转移事项的影响, 但背后可能也隐藏了门店的经营困境。

图 39: 星巴克中国同店销售额同比增速显著放缓



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 40: 星巴克亚太地区同店营业利润率出现下滑



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

星巴克 2018 财年以来中国区域同店销售额增速放缓, 存量门店增长乏力暴露一系列问题。一是本土竞争者层出不穷, 包括咖啡、茶饮、果汁在内的各路竞争者凭借便捷的外送服务、更低的价格、灵活的营销抢夺了部分星巴克的市场份额; 二是 2018 年下半年以来中国经济增长稳中有变, 整体消费增长乏力, 星巴克作为中高端的咖啡代表经营面临不确定性。2018 年 8 月, 星巴克与阿里巴巴达成战略合作, 未来有望借助阿里的外送及新零售能力改善在华经营。

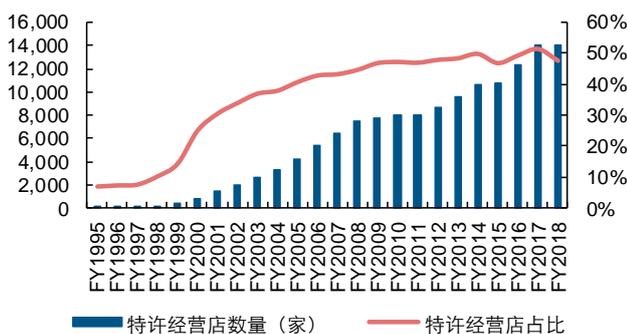
从盈利能力角度看星巴克的增长潜力

星巴克早期以自有资金下的直营模式扩张深耕美国市场，此后开始陆续借助股权及债券融资，以特许经营模式开拓新兴市场。回顾星巴克的增长历史，可以发现星巴克灵活运用特许经营模式以谋求公司利益最大化。同时在健康的现金流支撑下，星巴克重视对员工的股权激励以及对股东的分红派息。从盈利模型角度，未来借助外送业务挖掘收入端增长潜力有望帮助星巴克重获增长动力。

特许经营打开市场，直营模式支撑业绩

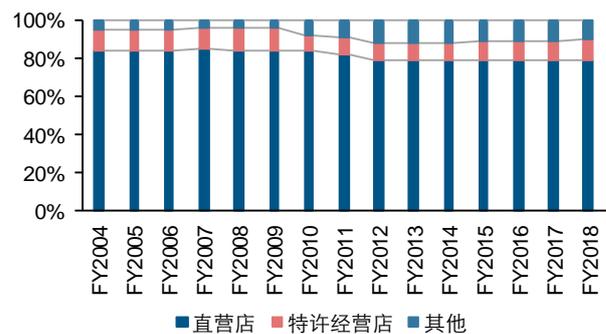
星巴克门店经营模式主要有直营模式和特许经营模式两种。直营模式下公司租赁门店进行装修，从事咖啡茶饮的销售，收入及成本费用全部由公司承担；特许经营模式下收入包括（1）向特许经营商销售产品和设备，（2）特许经营商支付的版税和（3）其他费用，向被许可方收取的运费也被视为收入，相关的运费计入公司综合损益报表中。

图 41：星巴克特许经营门店占比在 21 世纪初快速提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 42：星巴克直营店收入占比仍接近 80%



资料来源：搜狐网，长江证券研究所

特许经营与品质保证之间寻求平衡

从收入角度来看，特许经营模式的收入主要可分为一次性加盟费及持续性收入两类。星巴克在开业前收取一次性发展费用；当新的特许经营店开业后，按照收入一定比例计提的特许权使用费收入以及其他持续费用（如营销和服务费用）将按月度确认。根据公司披露的分业务收入数据及各类型门店数，取当年的的门店数量为上财年末与本财年末的平均值，计算出单店营收。可以发现，如果不考虑特许经营门店在选址、产品上的差异，初步判断特许经营店的持续经营提成+产品设备销售收入比例在 10%至 15%左右

从成本角度来看，特许经营模式仅有少部分销售及租金成本、其他经营成本和管理成本费用。特许经营版权费收入部分几乎不产生成本，但产品及设备销售收入部分需分担一定的销售成本、经营成本、管理成本及生产设备的折旧等。

从利润率角度来看，特许经营店相较直营店毛利率偏低、但营业利润率、净利率偏高。由于特许经营业务收入构成中销售产品和设备占比较大，因此特许经营模式业务通常相对直营模式有更低的毛利率以及更高的营业利润率。所以在特许经营店占比不断提升的过程中，营业利润率和净利率也得到提升。

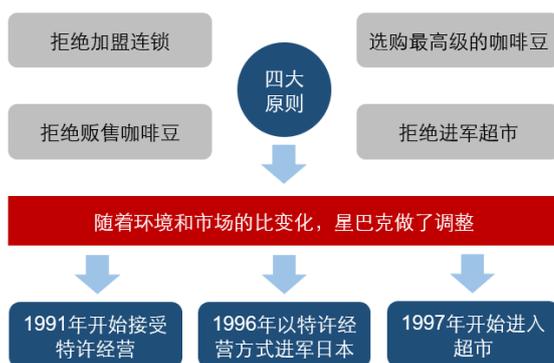
表 9：星巴克特许经营及直营模式下单店收入对比

财年	特许经营店营收 (百万美元)	特许经营店数量 (家)	特许经营单店营 收 (万美元)	直营店营收 (百万美元)	直营店数量(家)	直营单店营收 (万美元)	单店营收占比
FY2004	565.798	3259		4,457.378	5310		
FY2005	673.015	4179	18.10	5,391.927	6062	94.83	19.1%
FY2006	860.676	5338	18.09	6,583.098	7102	100.02	18.1%
FY2007	1,026.338	6506	17.33	7,998.265	8505	102.50	16.9%
FY2008	1,171.600	7463	16.77	8,771.900	9217	98.99	16.9%
FY2009	1,222.300	7803	16.01	8,180.100	8832	90.64	17.7%
FY2010	875.200	7969	11.10	8,963.500	8889	101.16	11.0%
FY2011	1,007.500	7996	12.62	9,632.400	9007	107.65	11.7%
FY2012	1,210.300	8661	14.53	10,534.500	9405	114.43	12.7%
FY2013	1,360.500	9573	14.92	11,793.200	10194	120.34	12.4%
FY2014	1,588.600	10653	15.71	12,977.900	10713	124.15	12.7%
FY2015	1,861.900	10808	17.35	15,197.300	12235	132.45	13.1%
FY2016	2,154.200	12374	18.59	16,844.100	12711	135.04	13.8%
FY2017	2,355.000	14064	17.82	17,650.700	13275	135.85	13.1%
FY2018	2,652.200	13983	18.91	19,690.300	15341	137.62	13.7%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

早期的星巴克几乎所有的店面都是直营店，由总部进行直接管理，统一领导，其根本目的就是为了维护品质标准。1991年，星巴克为开办机场经营店签署了一份特许经营协议，这是星巴克第一家特许加盟店，此后渐渐在全美国的机场都开了店铺，并适当扩大了特许经营店的比例。

图 43：早期星巴克的四大原则及此后的改变



资料来源：公司官网，长江证券研究所

在特许经营授权的门店运营中，星巴克利用当地合作伙伴的专业知识，同时嫁接公司的运营和门店开发经验。大多数特许经营合作企业都是知名的零售商，拥有深厚的市场营销知识和渠道资源。海外扩张伊始星巴克采取的四中模式：分别是独资直营、合资公司、许可经营和授权经营。特许经营模式的适当运用，帮助星巴克抢占并培育了市场。

表 10: 星巴克针对海外市场的进入方式

合作方式	星巴克所占股份	应用地区
独资直营	100%	英国、泰国、澳大利亚
合资公司	50%	日本、韩国
许可经营	5%左右	中国台湾、上海、香港、夏威夷
授权经营	0%	菲律宾、新加坡、马来西亚、中国北京

资料来源:《星巴克的市场进入战略分析》,长江证券研究所

自有资金、股权及债权融资配合支撑扩张

公司早期以自有资金进行扩张,上市后初期以股权融资为主、债券融资为辅助,后期回到以自有资金扩与债券融资共同助力的道路。公司 1992 年上市时募资近 4900 万美元,并于 1995 年再度发行股票募资近 1.7 亿,支撑了其 90 年代的门店扩张;2007 至 2009 年公司连续进行短期借款,公司的经营活动现金流量净额大幅提升;2013 财年以来公司先后发行了多次长期债券。

星巴克长期以来重视员工激励。1991 年开始,星巴克向雇员、非雇员董事和顾问授予提供股票期权、限制性股票或员工持股计划,自 2000 财年之后多数年份普通股发行募资现金超过 1 亿美元。

表 11: 星巴克历年融资、经营现金流与资本开支情况(单位:百万美元)

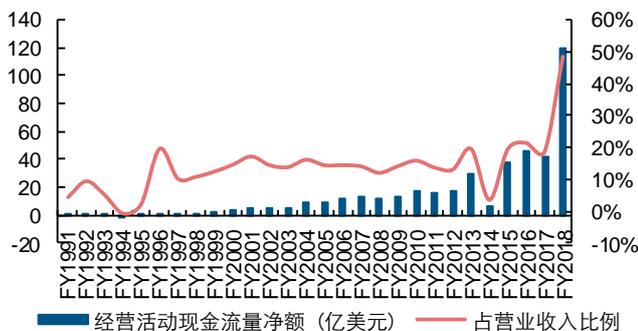
	短期借款 增加	长期借款 增加	普通股 发行	融资活动现 金流量净额	经营活动现 金流量净额	资本开支
FY1991	—	—	0.03	—	4.24	2.61
FY1992	—	—	48.78	—	40.77	8.86
FY1993	—	—	5.86	—	88.58	9.25
FY1994	—	—	2.57	—	10.43	-1.53
FY1995	—	—	167.29	—	176.77	11.40
FY1996	—	—	9.77	—	179.77	136.68
FY1997	9.54	—	2.31	-3.60	29.95	100.29
FY1998	4.85	—	4.65	—	37.59	142.88
FY1999	29.91	—	9.39	18.62	90.53	210.57
FY2000	—	—	10.26	—	59.35	318.57
FY2001	—	—	12.98	—	14.82	456.31
FY2002	—	—	107.47	—	54.52	477.69
FY2003	—	—	107.18	—	30.76	566.45
FY2004	—	—	137.59	—	-66.55	858.54
FY2005	—	—	163.56	—	-673.83	922.92
FY2006	—	—	159.25	—	-155.33	1131.63
FY2007	18081.09	548.96	176.94	-3.51	-171.89	1331.22
FY2008	66299.00	—	112.30	-1.70	-184.50	1258.70
FY2009	22303.40	0.00	57.30	-1.60	-642.20	1389.00
FY2010	—	—	127.90	-1.80	-346.00	1704.90
FY2011	—	—	250.40	-5.20	-608.00	1612.40

FY2012	—	—	236.60	-0.50	-745.50	1750.30
FY2013	—	749.70	247.20	10.40	-108.20	2908.30
FY2014	—	748.50	139.70	-6.90	-623.30	607.80
FY2015	—	848.50	191.80	-18.10	-2256.50	3749.10
FY2016	—	1254.50	160.70	-8.40	-1750.00	4575.10
FY2017	—	750.20	150.80	-4.40	-3001.60	4174.30
FY2018	—	5584.10	153.90	-41.20	-3242.80	11937.80

资料来源：公司公告，长江证券研究所

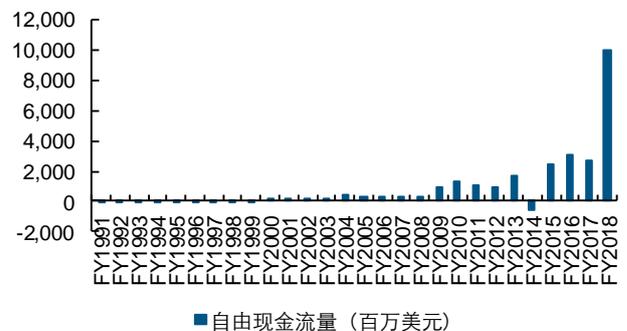
公司经营情况不断改善，支撑其业务的扩张。2015至2018财年星巴克经营活动现金流量净额占收入比重均在20%以上，每年的自由现金流超过20亿美元。2018财年现金增加较多主要是星巴克向雀巢授予消费品和餐饮产品全球永久营销权，并获得71.5亿美元现金先期款项加专利费。

图 44：星巴克经营活动现金流量净额占收入比重整体呈提升趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：星巴克自由现金流文件增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司自2001年以来多数年份均有不同数量的股本回购，自2010年以来每年都进行分红。目前星巴克正在执行一项50亿美元的加速股票回购计划，此前计划在2020财年年底以前以回购和派息的形式向股东返还250亿美元。目前星巴克称将使用与雀巢公司最近完成的交易的收益来执行上述已于10月1日生效的计划，加速回购股票预计最早于2019年2月完成，不会晚于2019年3月。

表 12：星巴克历年支付红利及股本回购情况

	已付红利 (百万美元)	减少股本开支 (百万美元)	宣布回购股本数 (百万股)
FY2001	—	49.79	60
FY2002	—	52.25	10
FY2003	—	75.71	10
FY2004	—	203.41	9
FY2005	—	1113.65	15
FY2006	—	854.05	25
FY2007	—	996.80	25
FY2008	—	311.40	5
FY2009	—	—	—
FY2010	171.00	285.60	10
FY2011	389.50	555.90	20
FY2012	513.00	549.10	25

FY2013	628.90	588.10	—
FY2014	783.10	758.60	—
FY2015	928.60	1436.10	50
FY2016	1178.00	1995.60	100
FY2017	1450.40	2042.50	—
FY2018	1743.40	7133.50	100

资料来源：公司公告，长江证券研究所

ROE 保持较高水平，高周转是关键

星巴克的 ROE 除了经济危机年份外，长期保持较高水平。2014 财年之后星巴克 ROE 水平相较前几年的 30%左右有了大幅提高，达到 40%左右。主要是近年来星巴克收入增长逐渐由订单量驱动转换到客单价驱动，销售净利率的提升明显。此外，公司的权益乘数也有小幅提高，主要是公司近年来长期借款有所增加。另外 2018 财年受雀巢支付大额现金版权费影响，权益乘数大幅提高，造成 ROE 出现偏离。

表 13：2005 年至今星巴克 ROE 变化

	ROE(%)	销售净利率(%)	资产周转率(%)	权益乘数
FY2005	21.66	7.76	1.84	1.51
FY2006	26.13	7.25	1.96	1.84
FY2007	29.81	7.15	1.93	2.17
FY2008	13.21	3.04	1.89	2.31
FY2009	14.12	4.00	1.74	2.03
FY2010	28.14	8.86	1.79	1.78
FY2011	30.91	10.67	1.70	1.71
FY2012	29.15	10.41	1.71	1.64
FY2013	0.17	0.06	1.51	2.06
FY2014	42.41	12.57	1.48	2.28
FY2015	49.73	14.40	1.65	2.09
FY2016	48.16	13.22	1.59	2.29
FY2017	50.90	12.89	1.56	2.53
FY2018	136.51	18.28	1.28	5.82

资料来源：公司公告，长江证券研究所

横向对比来看，星巴克的 ROE 水平领先部分可比公司。在可比公司中，麦当劳 ROE 水平与星巴克相近（2016 级 2017 财年受非经常性事项影响出现偏离），均能达到 40% 以上，其他部分海内外可比公司 ROE 均明显低于星巴克。

拆分开看，星巴克在可比公司中保持较高的净利率、领先的资产周转率：

- （1）销售净利率方面，简餐类企业普遍较高，麦当劳、星巴克、WTB(COSTA)近年来均保持在 12%以上，主要原因是这类公司产品标准化程度高或产品定位较高；

- (2) 资产周转率方面，饮品甜品类企业明显更高。与麦当劳等快餐、正餐类公司相比，星巴克、85° C 等企业的门店规模及投资小（加盟占比星巴克更低）、交易频次高，有利于其资产周转率的提升；
- (3) 权益乘数方面，星巴克权益乘数也保持较高水平，但与多数可比公司差异不大。

表 14：2016 及 2017 财年部分可比公司 ROE 分因素对比

指标	公司	FY2017	FY2016	FY2015
ROE(%)	星巴克	50.90	48.16	49.73
	WTB(COSTA)	17.10	12.14	12.73
	麦当劳	-189.77	191.93	45.43
	达登饭店	23.64	17.50	31.60
	美食-KY(85° C)	23.18	21.46	15.87
销售净利率(%)	星巴克	12.89	13.22	14.40
	WTB(COSTA)	13.76	13.26	14.04
	麦当劳	22.75	19.03	17.82
	达登饭店	6.68	5.41	10.49
	美食-KY(85° C)	9.36	8.09	5.70
资产周转率(%)	星巴克	1.56	1.59	1.65
	WTB(COSTA)	0.68	0.72	0.74
	麦当劳	0.70	0.71	0.70
	达登饭店	1.42	1.31	1.03
	美食-KY(85° C)	1.57	1.71	1.85
权益乘数	星巴克	2.53	2.29	2.09
	WTB(COSTA)	1.84	1.26	1.22
	麦当劳	-11.85	14.12	3.62
	达登饭店	2.49	2.47	2.92
	美食-KY(85° C)	1.59	1.59	1.54

资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利模型剖析：外卖业务或打开新增长空间

从横向对比角度拆分营业成本及费用

对比星巴克、麦当劳及 WTB (COSTA 母公司) 的营业成本及费用构成，可以看出星巴克与 WTB 类似。由于各家公司 2017 财年年报成本披露口径不一，为方便对比我们合并部分项目。可以看出销售、租金、管理及原料成本占收入比重三家公司相近，麦当劳水平略高达到 47.77%；其他门店运营成本占比星巴克及 WTB 较高，主要是薪酬福利较高所致；折旧摊销成本麦当劳未计入营业成本中，而是单独计算，为了方便比较我们统一进行考虑，星巴克的折旧摊销占收入比重偏低，这和加盟占比相对较高、单店面积规模较小有关。

表 15：2017 财年星巴克、麦当劳、WTB 营业相关成本拆分对比

	星巴克 (百万美元)	麦当劳 (百万美元)	WTB (百万英镑)
收入	223.87	228.20	32.951
运营成本	182.52	132.68	27.073
占收入比重	81.53%	58.14%	82.16%
销售、租金、管理及原料	104.31	109.02	14.477
占收入比重	46.59%	47.77%	43.93%
其他门店运营	64.93	23.65	9.972
占收入比重	29.00%	10.36%	30.26%
折旧摊销	10.11	13.634	2.322
占收入比重	4.52%	5.97%	7.05%
其他成本	3.17	-	0.302
占收入比重	1.42%	0.00%	0.92%
营业利润	41.35	81.89	5.88
营业利润率	18.47%	35.89%	17.84%

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

从公司角度拆分盈利模型

受成本费用提升影响，2018 财年星巴克公司层面营业利润率出现下滑。从星巴克披露的整体经营数据来看，2018 财年营业收入达到 247.20 亿美元，同比增长 10.4%，其中自营店、特许经营店、零售餐饮等服务收入占比分别为 79.7%、10.7%和 9.6%。

在收入增长的同时，成本及费用增长也较快。目前成本中占比最大的仍然是销售及租金成本（占收入比超 40%），其次为门店运营成本（占收入比超 29%）。2018 财年销售及租金成本同比增长 12.6%、门店运营成本增长 10.8%、折旧及摊销增长 23.3%、管理及行政费用增长 26.2%。在各项运营相关成本费用增长较快叠加重组费用等变动影响，星巴克整体营业利润率由 2017 财年的 18.47%降至 2018 财年的 15.71%。

为了进一步测算星巴克分业务的经营情况，我们做核心假设如下：

- (1) 销售及租金成本：**特许经营模式下毛利率比直营模式更低（主要是特许经营模式收入包含加盟费收入及原材料销售收入，后者毛利率偏低），但由于公司未披露详细数据，假设自营店、特许经营店及其他业务销售及租金成本率分别在 36%、60%和 65%左右；
- (2) 门店运营成本：**全部由自营店产生；
- (3) 其他经营成本、折旧及摊销及管理行政费用：**按照收入占比在三类业务中分摊，但实际情况特许经营模式相关成本费用率应比假设情况更低；

基于以上假设，测算得星巴克自营店营业利润率在 14%左右，特许经营店营业利润率在 25%左右，而包装品零售及餐饮服务整体营业利润率在 20%左右。

表 16：星巴克全球业务营业利润拆分测算

单位：亿美元	FY2017	FY2018	同比变动
营业收入	223.87	247.2	10.40%
——自营店	176.51	196.9	11.60%
——特许经营店	23.55	26.52	12.60%
——零售及其他	23.81	23.77	-0.20%
(-)销售及租金成本	90.38	101.75	12.60%
<i>占收入比重</i>	40.37%	41.16%	0.79%
——自营店	61.78	69.9	13.10%
——特许经营店	13.66	16.18	18.40%
——零售及其他	14.95	15.67	4.80%
(-)门店运营成本	64.93	71.93	10.80%
<i>占收入比重</i>	29.00%	29.10%	0.09%
(-)其他经营成本	5.54	5.39	-2.60%
<i>占收入比重</i>	2.47%	2.18%	-0.29%
——自营店	4.37	4.3	-1.60%
——特许经营店	0.58	0.58	-0.70%
——零售及其他	0.59	0.52	-12.00%
(-)折旧及摊销	10.11	12.47	23.30%
<i>占收入比重</i>	4.52%	5.04%	0.53%
——自营店	7.97	9.93	24.60%
——特许经营店	1.06	1.34	25.80%
——零售及其他	1.08	1.2	11.50%
(-)管理及行政费用	13.93	17.59	26.20%
<i>占收入比重</i>	6.22%	7.12%	0.89%
——自营店	10.99	14.01	27.50%
——特许经营店	1.47	1.89	28.80%
——零售及其他	1.48	1.69	14.10%
(-)重组费用及资产减值	1.54	2.24	46.20%
(+)股权投资收益	3.91	3.01	-23.00%
营业利润	41.35	38.83	-6.10%
——自营店	26.47	26.83	1.40%
——特许经营店	6.78	6.54	-3.50%
——零售及其他	5.72	4.69	-17.90%
——其他	2.38	0.77	-67.70%
营业利润率	18.47%	15.71%	-2.80%
——自营店	15.00%	13.63%	-1.40%
——特许经营店	28.78%	24.66%	-4.10%
——零售及其他	24.02%	19.75%	-4.30%

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

而具体到中国及亚太区业务，直营店持股比例加大叠加新开门店贡献显著增厚收入及营业利润，但利润率下滑明显。华东地区星巴克自 18Q1 财报季持股比例提至 100%，2018 财年全年确认收入。与此同时由于自营店营业利润率偏低，且自营店折旧摊销金额较大，造成整个亚太区营业利润率同比下滑 4.2pct 至 19.39%，但仍显著高于全球平均水平。

表 17：星巴克中国亚太业务营业利润（单位：百万美元）

	FY2017	FY2018	同比变动
营业收入	32.40	44.74	38.1%
(-)门店运营成本	8.46	11.49	35.9%
(-)其他经营成本	0.21	0.23	8.0%
(-)折旧及摊销	2.02	4.12	103.8%
(-)管理及行政费用	2.07	2.42	16.7%
(+)股权投资收益	1.97	1.17	-40.4%
营业利润	7.65	8.67	13.4%
营业利润率	23.61%	19.39%	-4.2pct

资料来源：公司公告，长江证券研究所

从单店角度拆分盈利模型

换一个角度自下而上测算，验证中国区星巴克门店的营业利润率大致在 20% 上下。我们作核心假设如下：

- (1) **销售数量**：按照保守 500 杯/日、中性 600 杯/日、乐观 700 杯/日估算，主要与坐落地区客流及外卖业务增量有关；
- (2) **平均单价**：假设为 35 元，若未来搭配轻食或者销售单价更高的饮料、甜点产品，客单价有提升空间；
- (3) **原材料成本**：假设占收入比重为 35%，借助供应链及规模优势有下降可能；
- (4) **单店员工数**：央广网报道今年 5 月星巴克 8000 家门店停业培训，涉及员工 17.5 万人，测算的平均每家门店大约 22 名员工，考虑到日均销售数量差异，假设在 21 至 25 人不等；
- (5) **平均工资**：看准网显示上海星巴克员工平均薪资为店长 6500、值班经理 4500、见习经理 3380、吧员 2650、实习生 2500 元，假设每家门店 1 名店长、2 名值班经理、4 名见习经理、3 名实习生，剩余为普通吧员，且假设员工收到工资占门店实际支付公司的 70%（含五险一金等）；
- (6) **租金成本**：百姓网披露的静安区南京西路一处面积 145 平方米的星巴克年租金为 120 万；
- (7) **能耗成本**：假设为收入的 5%；
- (8) **折旧与摊销**：假设初期装修投入 200 万，按 5 年进行折旧。

基于上述假设，测算得知上海普通星巴克门店的营业利润率大致在 15% 至 25% 的区间，这与集团层面亚太地区平均 19.39% 的营业利润率接近。若在一定的固定成本基础上通过外卖业务等方式提升销售数量，营业利润率将得到明显提升。

表 18：上海星巴克单店盈利模型测算

营业收入 (万元)	638.75	766.50	894.25
——销售数量 (万杯)	18.25	21.90	25.55
——平均客单价 (元)	35	35	35
原材料成本 (万元)	223.56	268.28	312.99
占收入比	35.0%	35.0%	35.0%
人工成本 (万元)	112.58	121.66	130.75
占收入比	17.6%	15.9%	14.6%
——员工数 (人)	21	23	25
——平均工资 (万/年)	5.36	5.29	5.23
租金成本 (万元)	120	120	120
占收入比	18.8%	15.7%	13.4%
能耗成本 (万元)	31.94	38.33	44.71
占收入比	5.0%	5.0%	5.0%
折旧与摊销 (万元)	50	50	50
占收入比	7.8%	6.5%	5.6%
营业利润 (万元)	100.67	168.24	235.80
营业利润率	15.76%	21.95%	26.37%

资料来源：看准网，百姓网，长江证券研究所测算

面对市场的竞争，18Q4 财报季星巴克中国的经营业绩已经有所好转，主要是采取了以下几个措施：一是持续的产品创新，例如咖啡融合冰淇淋咖啡被推广到中国接近 1/3 的门店内；二是面包糕点等新产品的贡献，尤其是中秋特色月饼产品，2018 年这类产品的销量及销售额增速均超过 10%；三是数字化营销，星巴克与阿里巴巴在 8 月达成战略合作，与饿了么、盒马、天猫、支付宝等多个平台形成实质合作。

图 46：星巴克在部分中国同店推出新产品



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 47：星巴克月饼广受年轻消费者喜爱



资料来源：公司官网，长江证券研究所

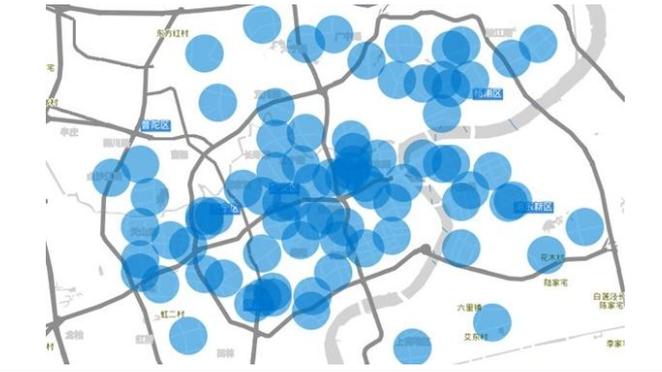
星巴克与阿里巴巴集团的合作有望帮助其在华业务迎来新机遇。2018 年 8 月 2 日，星巴克与阿里巴巴集团在上海宣布，达成全方位战略合作，阿里旗下的新零售业务，包括饿了么、盒马、淘宝、支付宝、天猫、口碑等，将与星巴克全面对接，为其提供线上入口和外卖服务。总结来看，主要是两方面的合作：一是外卖配送，二是智慧新零售。

- (1) **外卖配送方面：**星巴克将与盒马合力打造进驻盒马鲜生的首家品牌外送厨房——星巴克“外送星厨”，开星巴克将依托饿了么成熟配送体系，今年 9 月开始

在北京上海的主要门店进行外送试点，年底覆盖至 30 个城市超过 2000 家门店。

- (2) **智慧新零售方面：**星巴克新零售智慧门店将改变传统的线上线下的概念，纵向突破零售生活的时间空间限制，与消费者建立起全时段的情感连接。未来星巴克新零售智慧门店还将为每位会员个性化定制专属星巴克体验，最终实现“千人千店”的新零售体验。

图 48：星巴克和饿了么合作拓宽配送范围



资料来源：中关村在线，长江证券研究所

图 49：阿里巴巴部分新零售产业布局



资料来源：品途智库，长江证券研究所

短期来看，面临瑞幸、连咖啡等中国本土品牌的外卖咖啡攻势，星巴克接入饿了么开展外卖业务有望短期提振在华业绩。为了测算外卖业务增量对星巴克单店营业利润的提振作用，我们做核心假设如下：

- (1) **自营门店数量：**取全球 2017 和 2018 财年末数据的均值 14299 家，计算全球范围内平均单店营业收入及各项营业成本费用；
- (2) **自营店固定成本：**假设为销售及租金成本的 20%（主要为房屋租金），加上门店运营成本的 50%；
- (3) **自营店可变成本：**假设为销售及租金成本的 80%（除租金以外的部分），门店运营成本的 50%，加上其他经营成本，且随产品销量增长而增长；
- (4) **自营店管理费用：**由于管理费用存在规模效应，因此假设增长幅度为产品销量增长幅度的 80%。
- (5) **自营店折旧及摊销：**考虑到生产环节设备等有部分折旧，假设折旧及摊销增长幅度为产品销量增长幅度的 20%；

基于上述假设，测算得知，当外卖业务为星巴克门店带来 5% 的收入增长时，单店营业利润提升比例将达到 16.3%；当外卖业务为星巴克门店带来 15% 的收入增长，单店营业利润提升比例有望接近 50%。

表 19：外卖业务收入提升对星巴克单店营业利润的提振作用明显（单位：万美元）

外卖业务贡献增量收入比例	0%	5%	10%	15%	20%

单店营业收入	137.70	144.59	151.47	158.36	165.24
单店固定成本	34.93	34.93	34.93	34.93	34.93
单店可变成本	67.27	70.63	73.99	77.35	80.72
单店管理费用	9.80	10.19	10.58	10.97	11.37
单店折旧及摊销	6.95	7.02	7.09	7.16	7.22
单店营业利润	18.76	21.82	24.88	27.95	31.01
营业利润提升比例	0.0%	16.3%	32.6%	48.9%	65.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

综上所述，短期来看星巴克外卖业务的推广将有效提升在华经营业绩，巩固龙头地位；长期来看，依托阿里系的新零售生态，星巴克有望提升门店体验和用户粘性，将咖啡主业继续做大做强。

从星巴克经验，看餐饮连锁企业的扩张之道

星巴克作为全球现制饮料行业的领先企业，其扩张及经营经验值得中国本土企业借鉴。作为市场规模接近 4 万亿的庞大行业，中国的餐饮业却迟迟未出现类似国外麦当劳、百胜餐饮之类的巨头公司。制约中国餐饮企业做大做强原因，主要有四个方面：一是“边际交付时间成本”高，难以实现垄断；二是 SKU 多，难以产生规模效应；三是标准化程度低，难以进行异地复制；四是中外市场环境存在明显差异。从星巴克的经验可以看出，餐饮企业要想实现规模和效率的扩大提升，首先要选择合适的赛道；其次要坚守品质和食品安全；再次要打造品牌影响力；此外还需要根据需求积极进行商业模式的调整。

中国餐饮业市场潜力如何？

中国餐饮市场蓬勃发展，市场规模已接近 4 万亿。2017 年，我国餐饮业收入达到 3.9 万亿元，比上年增长 10.7%，高于社会消费品零售额增长 0.5 个百分点，占 GDP4.8% 规模仅次于美国¹。社会越是向前发展，对餐饮业的需求就越强烈，餐饮业的发展前途也就越光明。

但是中国餐饮市场在业态、质量、地域、城乡等方面还存在发展不平衡、不充分等问题。整个餐饮产业链发展不完善、产业集中化程度不高、缺少享誉全球的餐饮品牌、人均餐饮消费水平很低，美国人均餐饮消费水平是超过中国数倍以上。在 4 万亿的市场中却没有一家巨头企业，市场份额分散程度极高，中国餐饮业与世界先进水平仍有较大差距。

图 50：2017 年社会零售总额餐饮收入接近 4 万亿

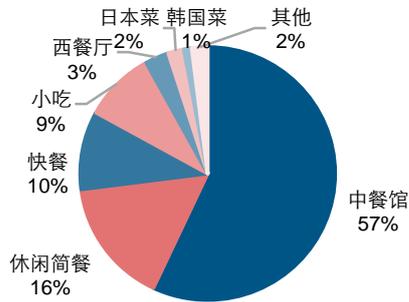


资料来源：国家统计局，长江证券研究所

目前中国餐饮市场中，中餐仍然是主流，消费者年轻化趋势越来越明显。根据央视财经频道《消费主张》披露的数据，2017 年全国餐饮各业态中，中餐馆占比达到 57%，依旧是中流砥柱。其中大城市中餐馆占比略低，其他业态更为丰富。从消费者年龄阶段来看，29 岁及以下的消费者占比超过 60%，其中以大学生以及初入职场的年轻群体为主。在消费群体年轻化的趋势下，传统餐饮业也迎来了一系列变革，外卖、移动支付、网红菜品等成为新亮点。

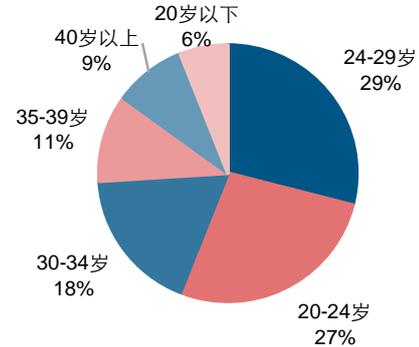
¹ 新浪网，<http://news.sina.com.cn/c/2018-01-21/doc-ifyquixe5374806.shtml>

图 51：2017 年全国餐饮各业态比重



资料来源：央视财经，百度地图，长江证券研究所

图 52：2017 年各年龄段消费者餐饮消费比重

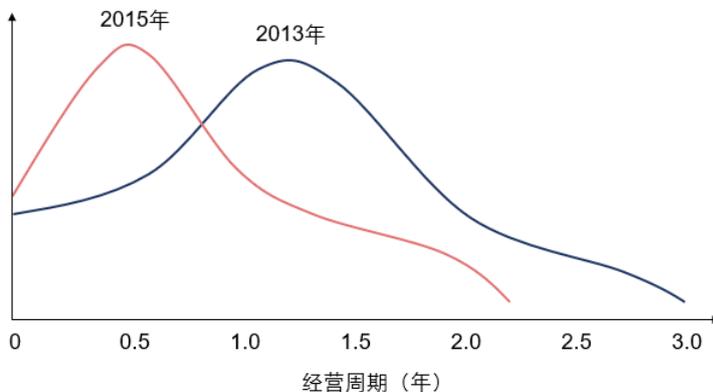


资料来源：央视财经，美团点评，长江证券研究所

为何中国本土难以诞生餐饮连锁巨头？

从餐饮品牌及餐厅生命周期来看，虽然市场规模稳健壮大，但餐饮市场的竞争也越来越激烈。2015 年 1~10 月，中商数据在上海数百个餐饮商家中进行大范围调查，发现传统餐饮品牌的平均生命周期已经从 2013 年的 2.9 年缩短到了 2.1 年，经营峰值也从一年缩短至 6 个月。根据《中国餐饮报告 2018》统计，2017 年，年底比年初新增了 311 万家餐厅，但也有 285 万家餐厅在这一年中倒闭。已关闭餐厅的平均寿命为 508 天，餐饮行业整体竞争愈发激烈。

图 53：2013 年及 2015 年传统餐饮品牌的平均生命周期

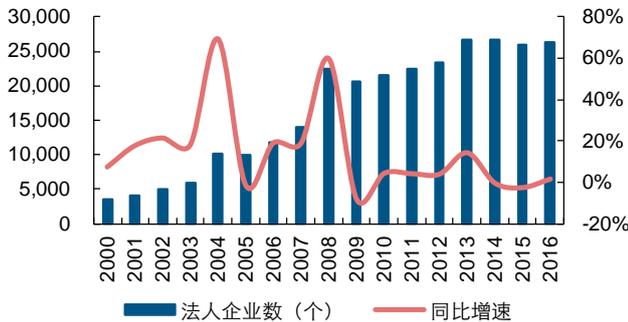


资料来源：中商数据，长江证券研究所

从餐饮企业数量和从业人数角度来看，从 2009 年之后行业供给侧扩张态势显著放缓。2009 年后，全国餐饮法人企业数增速放缓，其中 2009、2015 年两年出现负增长。此外，餐饮从业人数增速从 2009 年后波动放缓，其中 2014-2016 年连续三年下滑。

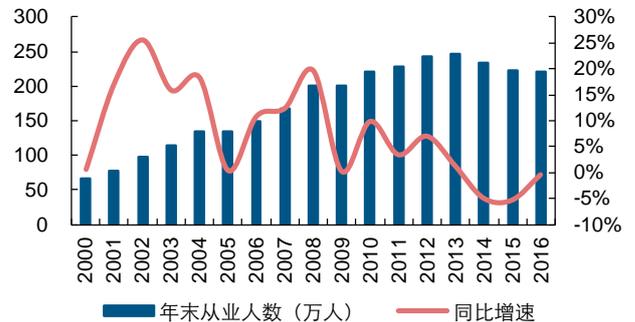
背后的原因我们认为主要有三方面：一是 2008 年经济危机后经济增速放缓，导致餐饮需求也随之放缓；二是长期以来的市场竞争加剧，导致缺乏核心竞争力的企业经营难以继；三是 2013 年后限制“三公消费”逐渐推行，高端餐饮首当其冲。

图 54：2009 年后全国餐饮法人企业数增长乏力



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 55：2013 年后全国餐饮从业人数出现下滑



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

微观层面来看，2017 年众多知名品牌也出现了“关店潮”。根据百家号的不完全统计名单中显示，在关店餐饮品牌中不乏味干拉面、金钱豹、一笼小确幸等品牌，关店时间大多在 2017 年初以及下半年，关闭所有门店的餐饮品牌就达到 4 家。

表 20：2017 年部分关店餐饮品牌

餐饮品牌	关店时间	关闭门店
茶香书香	1 月	所有门店
黄记煌三汁焖锅	1 月	上海松江新理想店
利苑	1 月	成都兰桂坊店
鼎泰丰	2 月	成都来福士店
水货餐厅	2 月	退出郑州市场
小猪猪烤肉	2 月	深圳福田 COCOpark 店
后会友期	6 月	所有门店
味干拉面	6 月	部分门店 (13 家)
金钱豹	7 月	所有门店
一笼小确幸	7 月	上海地区门店
面包新语	8 月	福州、南昌地区门店
很高兴遇见你	8 月	所有门店
小天鹅火锅	9 月	成都市区 6 家门店
赵小姐不等位	11 月	上海 3 家门店

资料来源：百家号，长江证券研究所

为什么 4 万亿规模的餐饮业中，却出不了高市占率的巨头公司？我们认为，制约餐饮企业做大做强的原因，主要有四个方面：

一是“**边际交付时间成本**”高，难以实现垄断。一家餐厅里座位有限、厨师有限，厨师在做菜的同时顾客接受服务，因此在一天有限的三餐内，不能覆盖到的用户只有转移给别的餐厅。“**边际交付时间成本**”越高的行业，越是分散市场，符合正态分布，难以出现垄断性巨头。

二是 **SKU 多**，难以产生规模效应。传统的正餐一对一服务性质明显，即厨师根据每一桌消费者制定的需求进行菜品的制作，批量化生产的程度十分有限（部分菜品的半成品、配料可以实现一定的批量化生产，但占比不高）。此外消费者对于餐饮天然拥有“尝鲜”的特征，餐饮供应商百花齐放，因此餐饮行业相较于食品行业难以形成规模优势。

三是**标准化程度低，难以进行异地复制**。从菜品来说，大部分餐饮产品受厨师或制作者的水平影响明显，除了部分快餐小吃外，其他业态很难做到所有门店同一标准同一风味；从管理来说，集团总部对原材料的把控能力较高，但对单个门店的终端管理能力参差不齐，尤其是加盟模式下，餐厅服务标准不统一易给消费者带来不佳的用餐体验。

四是**中外市场环境存在明显差异，也导致中国难以诞生诸如麦当劳、星巴克之类的巨头企业**。美国没有发达的饮食文化，不同地域的消费者都选择类似的汉堡牛排、披萨等。而中国各个地域的饮食文化和风俗差异明显，重口难调，因此很难孕育出垄断级的餐饮巨头。

星巴克经验可为国内连锁餐企带来哪些启示？

餐饮行业虽然是蓬勃发展的行业，但是企业要想在竞争中长期存活甚至占据优势地位则**挑战重重**。从星巴克的经验可以看出，餐饮企业要想实现规模和效率的扩大提升，需要具备如下特征：

- (1) 首先要选择合适的赛道。由于餐饮企业“边际交付时间成本”高难以实现垄断，同时 SKU 多难以产生规模效应，因此大部分赛道不具备孕育巨头企业的基础。星巴克所处的饮品行业具有潜在消费者众多、制作时间短、标准化程度高的赛道，且星巴克后期还推出了速溶咖啡、瓶装咖啡等零售包装产品，能够较容易地实现规模扩张、达到规模效应。以此为标准，未来中国市场诸如类食品行业、泛火锅行业、快餐小吃等细分行业有可能出现大规模企业。
- (2) 其次需要提升管理能力。过快的开店扩张以及不成熟的管理体系容易导致品控失效。星巴克在全球建立了可靠的供应链体系，对原材料的把控严格、对产品制作的流程标准化，因此保证了星巴克在全球不同门店一致的口感。此外经历过经济危机后星巴克重塑了管理体系，在提升效率的同时，保持了产品的品质和员工的热情，因此成功的餐饮企业必须具备良好的产品管理能力。
- (3) 再次是打造品牌影响力。品牌的作用体现在三个方面：一是提升复制扩张能力，二是精准定位消费者，三是增强盈利能力。星巴克的品牌影响力源自其优质的产品、舒适的环境、企业社会责任等，这一切因素构成了其独特的品牌文化。在中国餐饮市场，随着市场竞争的加剧，行业的“马太效应”将会越来越明显，一些规模小、单纯靠低价竞争的企业生存空间将会越来越小，行业集中度将得到进一步加强。
- (4) 此外还需要根据市场需求积极进行商业模式的调整。星巴克以特许经营入手、逐步加大直营比例的做法在拓展异国市场的过程中起到了积极作用。此外星巴克还基于自身特色打造了 5 个层级的门店类型，适应不同消费者的需求。中国餐饮消费主体需求随着时代不同而发生变化，经济环境的波动也对餐饮业有一定影响，因此餐饮企业决策者需要具备敏锐的市场洞察力，能够对市场变化进行有效的应对，并保持开放的心态进行同业或跨业的合作。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 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

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级: 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。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。