

餐饮

深度复盘星巴克成长路径

——咖啡 vs. 高端现制茶饮，星巴克 vs. 奈雪

评级：增持（维持）

分析师：范欣悦

执业证书编号：S0740517080004

Email: fanxy@r.qlzq.com.cn

相关报告

<<高端现制茶饮行业深度之二——空间测算、单店模型及敏感性分析>>2021.04.09

<<高端现制茶饮：打造茶饮“第三空间”>>2021.03.03

投资要点

- **星巴克如何成长为连锁咖啡巨头。**星巴克成立于1971年，是全球领先的连锁咖啡企业。回顾其发展历史，可分为五个阶段：（1）星巴克的出现改变了美国喝咖啡的偏好；（2）1993~2000：本土快速扩张，规模效应显现；（3）2001~2008：强控制力的授权模式，大举进军海外市场；（4）2009~2019：改善供应链与门店管理，毛利率持续提升；（5）2019至今：打造啡快概念店，提升数字化运营。
- **星巴克估值复盘：快速扩张期估值超50x，稳定增长期估值约30x。**（1）1992年6月~1993年9月，PE从75X升至97X，资本市场对咖啡赛道有极强的信心，同时上市后门店快速扩张，估值一路上行；（2）1993年9月~1999年12月，PE从97X降至50X左右，门店扩张导致同店销售额增速放缓，估值趋于合理；（3）2000年1月~2001年2月，PE从61X升至141X，此时星巴克大举开拓海外市场，打开想象空间，估值迅速提升；（4）2001年3月~2007年5月，PE从141X下降到30X左右，星巴克海外经营业绩不达预期，估值下行；（5）2007年5月~2009年3月，PE从30X下滑到16X，金融危机期间同店收入下滑，叠加星巴克供应链管理和门店经营效率低带来的成本费用率提升导致其盈利能力下降；（6）2009年4月~2020年5月，PE从21X升至30X左右，舒尔茨重新掌权提振资本市场信心，供应链与门店改革之后净利率持续提升，中国市场迅速发展，估值平稳向上；（7）2020年6月至今，全球流动性宽松带来股价迅速上涨，估值提升。
- **茶饮与咖啡行业异同：**（1）**产品优化驱动市场规模扩大。**更加优质的饮品（包括原材料、口感等）是连锁咖啡市场和现制茶饮市场的主要驱动因素。（2）**高端现制茶饮黏性和消费频次更低。**2020年美国人均每天消费咖啡1.87杯，高端现制茶饮每天消费一次以上人群仅12%。咖啡消费具备功能属性，而茶饮消费场景更加休闲，其消费黏性和频次更低。（3）**高端现制茶饮可以实现对产业链更高程度整合。**咖啡豆生产区域集中，受生产国政策影响难以实现对产业链上游的延伸，高端现制茶饮企业可以通过自建原材料生产基地实现对全产业链控制。（4）**高端现制茶饮市场集中度仍有提升空间。**截至2020年9月，高端现制茶饮CR5为55%，对比2020年美国连锁咖啡市场CR2的65%，高端现制茶饮市场集中度仍有上升空间。
- **星巴克和奈雪的相似之处：**（1）**品牌差异化：**通过打造第三空间满足社交需求，增加产品附加价值，实现品牌差异化。（2）**产品创新：**加速产品迭代，打造爆款产品。（3）**增强消费者忠诚度：**建立丰富的会员体系，提升会员消费黏性和频次，增强消费者品牌忠诚度。
- **以星巴克为锚，奈雪如何做得更好：**（1）**快速扩张抢占市场，提升品牌影响力。**线下门店对于连锁企业而言既是获客渠道也是品牌形象的集中展示，门店迅速加密有利于提升品牌价值，增强租金议价能力从而获得租金成本优势。（2）**注重同店表现：差异化门店体验，提供极致服务。**持续优化门店体验，提高门店服务质量和水平，增强产品附加价值，改善同店营收。（3）**加强门店管理：重视员工管理。**通过多种激励措施提升员工积极性，畅通内部晋升机制，为门店扩张储备管理人员。（4）**建立区域为核心的供应体系，降本增效提升盈利能力。**向前整合产业链，实现对原料端控制。加强供应链管理，提高供应链控制能力。
- **风险提示：**食品安全风险；高端现制茶饮头部品牌产品具有同质化的趋势，随着门店数量扩张，竞争加剧；门店快速扩张带来客流分散，进而导致单店营收和利润下滑；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

以史为鉴：星巴克如何成长为连锁咖啡巨头——从扩张、产品、供应链、智能化的角度	- 3 -
1971~1992：星巴克的出现改变了美国喝咖啡的偏好.....	- 3 -
1993~2000：本土快速扩张，规模效应显现	- 3 -
2001~2008：强控制力的授权模式，大举进军海外市场	- 5 -
2009~2019：改善供应链与门店管理，毛利率持续提升	- 7 -
2019 至今：打造啡快概念店，提升数字化运营	- 8 -
财务与经营复盘：扩张驱动&量价轮动，同店表现优异.....	- 9 -
经营数据复盘.....	- 9 -
财务复盘	- 11 -
估值复盘	- 14 -
从咖啡看茶饮：产业链、市场空间和集中度.....	- 15 -
连锁咖啡市场规模：现磨咖啡主导	- 15 -
咖啡产业链：下游产出绝大部分的价值.....	- 16 -
茶饮与咖啡行业的异同	- 20 -
从星巴克看奈雪：奈雪如何成为茶饮届的“星巴克”	- 22 -
星巴克和奈雪的相似之处	- 22 -
以星巴克为锚，奈雪如何做得更好	- 25 -
风险提示	- 31 -

以史为鉴：星巴克如何成长为连锁咖啡巨头——从扩张、产品、供应链、智能化的角度

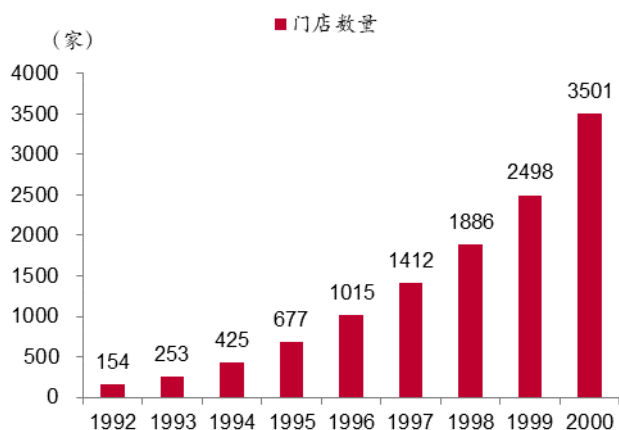
1971~1992：星巴克的出现改变了美国喝咖啡的偏好

- **速溶咖啡培育了美国咖啡市场。**二战时期，美军为提高军队战斗力，将速溶咖啡作为补给发给士兵以改善精神状态，士兵们对咖啡形成了依赖，他们在战后推动了速溶咖啡消费的大众化，速溶咖啡培育了美国咖啡消费市场。但速溶咖啡以深度烘焙为主，在制作过程中会损失咖啡的香醇，焦苦味比较重。
- **瞄准意大利式咖啡馆体验，切入咖啡连锁赛道。**星巴克品牌成立于 1971 年，公司以咖啡豆、茶以及香料的原料售卖业务起家，由于咖啡豆质量高，迅速在西雅图地区建立良好的品牌声誉。1982 年，霍华德·舒尔茨加入星巴克，并担任市场与零售运营总监。在一次意大利的商务考察中，霍华德·舒尔茨看到意式咖啡馆的潜力。通过研磨新鲜的高品质咖啡豆并结合不同的烘焙方式，意式咖啡馆的手工咖啡的口感远强于速溶咖啡，同时咖啡馆为顾客提供第三空间，咖啡不再只是提神饮料而变成一种社交媒介。1985 年，霍华德·舒尔茨离开星巴克成功创办“*Il Giornale*”咖啡馆，并于 1987 年完成对星巴克的收购，“*Il Giornale*”与星巴克合并，以星巴克这一品牌切入咖啡连锁赛道。

1993~2000：本土快速扩张，规模效应显现

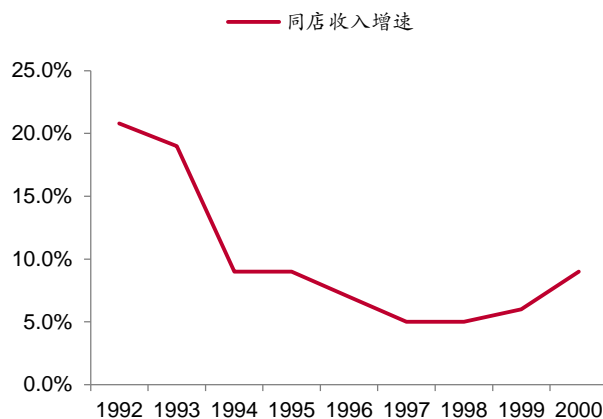
- **门店网络迅速加密，同店收入正向增长。**根据《Starbucks: Delivering Customer Service》，这一时期，美国咖啡市场持续扩大，1.9 亿人口（近 50%）有每天喝咖啡的习惯，可见咖啡在美国的渗透率很高。而星巴克在美国尚有一半城市尚未覆盖，有广阔的拓店空间；在已经覆盖的市场上，星巴克门店密度还未饱和，在南部市场上，平均每 11 万人只有 1 家门店，而在西南太平洋地区平均每 2 万人就有 1 家门店。92~00 年，星巴克的门店数量从 154 家增至 3501 家，CAGR 达到 47.7%，快速开店的过程中星巴克的同店销售额依旧保持正向增长，97 年之后同店销售额增速稳定在 5% 左右。
- **直营为主，少量授权。**91 年之前，星巴克为了保证门店服务的质量，所有门店都是直营店，由公司统一管理；从 91 年开始，在机场、高端酒店开始采取授权经营模式。

图表 1: 92~00 年门店数量快速增长



来源：公司公告、中泰证券研究所

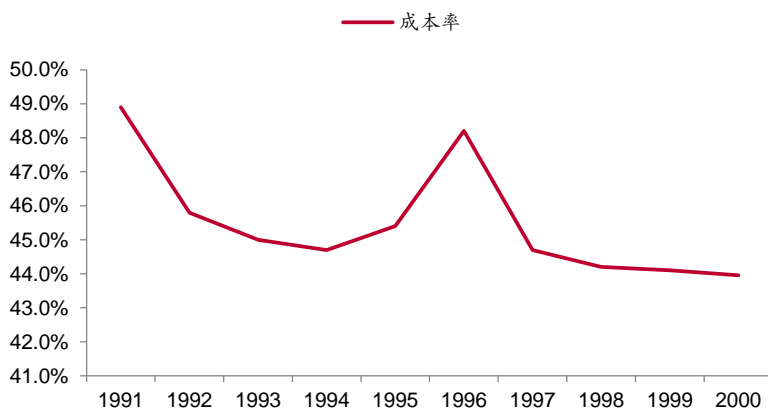
图表 2: 同店收入增速正向增长



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **规模效应渐现，成本率降低。**门店的高速扩张使星巴克逐渐获得规模效应。93 和 94 年，星巴克分别在华盛顿和宾夕法尼亚州建立两座烘焙工厂提高了运输配送效率，同时不断扩大原材料的供应网络，带来成本率（包含原材料，运费、租金等）的下降。

图表 3: 91~00 年成本率逐年降低



来源：公司公告、中泰证券研究所

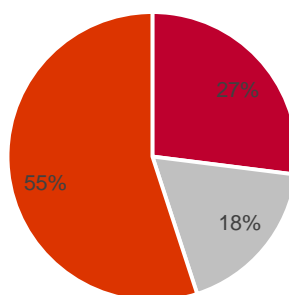
- **研发爆款产品驱动收入增长。**星巴克自 87 年到 95 年之前从未增加过任何新品，这主要源于舒尔茨对意式浓缩咖啡的追求。当门店拓至加州时，发现上午天气较为凉爽时人满为患，下午温度升高，顾客寥寥，因此从 90 年代初很多团队都在努力配置用粉末调成的冰糕，当时舒尔茨对此口感非常反感。94 年 5 月，曾就职于软饮店的两位员工进行各种尝试，在使用现有库存配料的基础上，调配出口感优质的饮料。同年，星巴克收购 Coffee Connection，沿用其奶昔饮品的名称，将改良后的配方取名为“星冰乐”。95 年夏天，星巴克将星冰乐引入美国及加拿大的所有门店，产品上市仅一周就售出 20 万杯，星冰乐当年销售额占总收入的 11%（根据财报）。96 年星巴克还推出瓶装即饮星冰乐。星冰乐的诞生丰富了星巴克的产品矩阵，吸引了原本没有喝咖啡习惯的消费者，增加了非咖啡

主要消费时间段（一般为早晨和午后）的收入。

- **拓展其他零售业务增强客户触达。**星巴克通过杂货店、批发店（与卡夫食品合作）、线上渠道以及邮件点单渠道销售咖啡豆等产品，并和百事可乐合作推出瓶装的卡布奇诺软饮，与 Dreyer 合作推出优质的雪糕产品。根据《Starbucks: Delivering Customer Service》，2000 年公司非门店渠道收入占比仅为 15.9%，但 40% 的星巴克顾客在第一次门店消费之前就通过非门店渠道购买过星巴克的产品。多种渠道的建设，使星巴克的品牌形象更够触达的范围更广，开拓新的消费人群。

图表 4：其他零售业务构成（2000 年）

■ 咖啡豆销售（酒店、机场、餐厅等） ■ 授权费 ■ 其他（杂货店、批发商等）



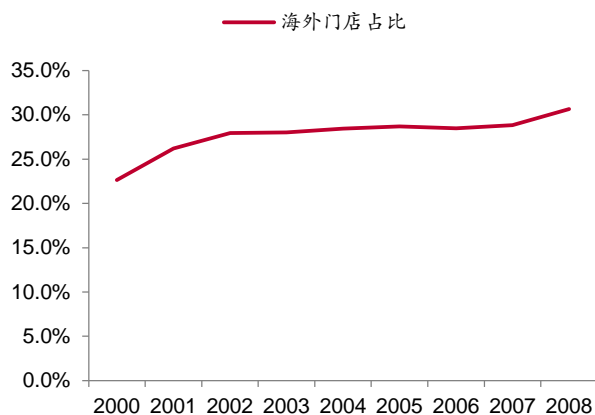
来源：《Starbucks: Delivering Customer Service》、中泰证券研究所

2001~2008：强控制力的授权模式，大举进军海外市场

- **引入全自动咖啡机，提升产品的标准化程度。**00 年之前，星巴克门店主要使用半自动咖啡机 La Marzocco，咖啡师需要手工操作，控制萃取时间和压力，制作一杯咖啡的时间常常在 3 分钟以上。随着全球化扩张，星巴克大部分门店逐步换成 Verismo 和 Mastrena 等全自动咖啡机，简化咖啡制作流程，提高咖啡制作效率。标准化程度提高，手工操作环节减少之后使咖啡品质的稳定性得到保证，为全球化扩张打下基础。
- **授权模式进行全球扩张，控制力强。**自 96 年开始，星巴克开启全球扩张的步伐，先后进入日本、新加坡等市场，海外门店占比从 00 年的 22% 增至 08 年的 30%，海外扩张明显提速。星巴克倾向于选择授权模式进行海外扩张，根据各个国家不同的市场情况，星巴克采取独资自营（股权比例 100%）、合资公司（股权比例 50%）、许可协议（股权比例 5%）、授权经营（股权比例 0%）四种模式。如在中国市场，星巴克最初采取授权经营和许可经营方式开展业务，此后随着中国市场的门店运营成熟以及 05 年中国放开外商设立独资商业企业政策，星巴克逐步收回股权，17 年星巴克实现对中国大陆市场所有门店 100% 控股。与麦当劳等主要依靠特许经营模式扩张的餐饮企业不同，星巴克对授权门店的控制力度大：授权方都是在当地市场拥有长时间连锁餐厅经营的龙头企业；授权门店的位置要符合星巴克对客流量和目标客群的要求；门店的咖啡豆、咖啡机等物料和设备都由星巴克独家供应，同时门店员工也需经过星巴

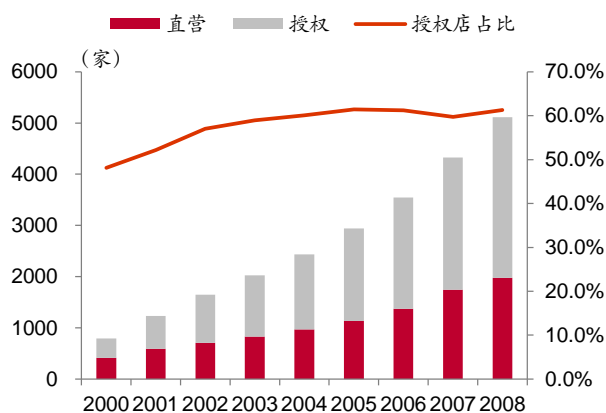
克的专业培训。

图表 5：海外门店占比稳中有升



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6：海外授权门店占比明显提升



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：星巴克海外市场进入方式

合作方式	星巴克股权占比	地区
独资自营	100%	英国、泰国、澳大利亚
合资公司	50%	日本、韩国
许可协议	5%	中国台湾、上海初期、中港香港、夏威夷
授权经营	0%	菲律宾、新加坡、马来西亚、北京初期

来源：《星巴克在华经营模式研究》、中泰证券研究所

图表 8：星巴克在华经营模式演变

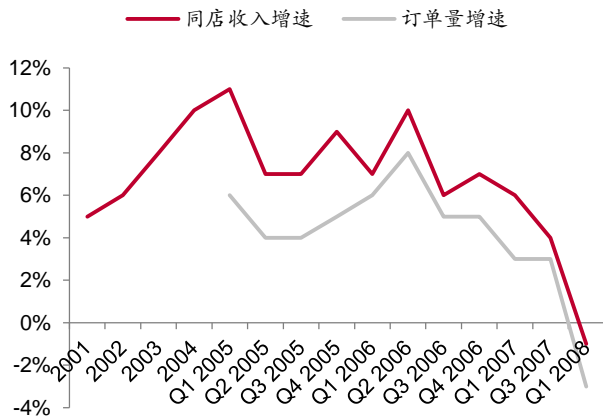
区域	合作公司	时间	城市	股权初期情况	股权回收情况
华北	北京美大	1999	北京、天津等	授权经营：美大 100%； 星巴克 0%	2006 年转直营：星巴克 100%
华东	上海统一	2000	上海、南京、苏州、杭州等	特许经营：统一 95%； 星巴克 5%	2003 年星巴克增持至 50%，2017 年增持至 100%
华南	香港美心	2002	广州、深圳、东莞等	特许经营：美心 95%； 星巴克 5%	2006 年星巴克增持至 51%，2011 年增持至 100%
		2005	成都		
东北	青岛星巴克	2005	青岛	独资自营	星巴克 100%
西南	星巴克	2006	成都、重庆	独资自营	星巴克 100%
华中		2007	武汉		

来源：《星巴克在华经营模式研究》、中泰证券研究所

- **供应链与门店管理能力未与扩张同步，经营面临挑战。**00~08 年，星巴克全球门店数量增长了 1.31 万家，导致星巴克的运输和物流系统压力增大，根据《一路向前》，08 年能够及时收到所需物品的门店比例仅为 35%，尽管公司在这一时期向上游加强了产业链整合，原材料的价格得到控制，但由于物流运送的低效率，成本率（包含原材料、运费、租金等）不降反升。另外，快速扩张带来员工服务质量下降，预磨咖啡粉的使用也令咖啡口感发生变化，导致了门店体验的下降。04 年之后，北美市场星巴

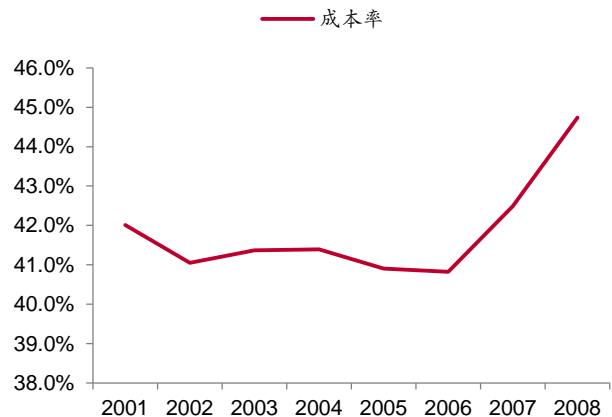
克的订单量和同店手速增速趋缓，叠加金融危机的影响，08Q1 首次出现同店收入的下滑。

图表 9：美洲市场订单量增速与同店营收增速双下滑



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 10：00~08 销售成本率

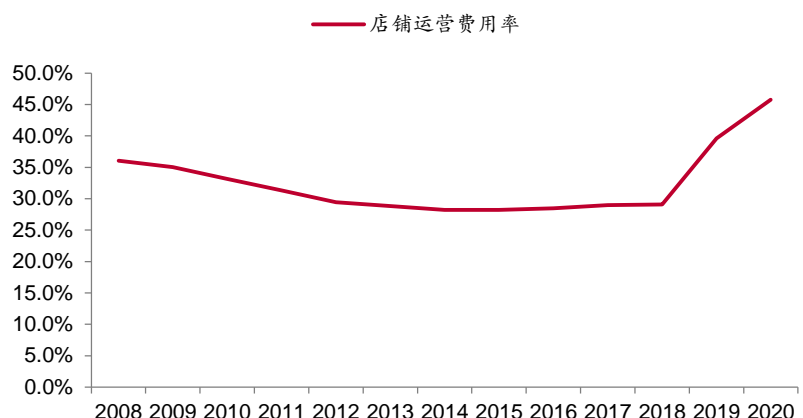


来源：公司公告、中泰证券研究所

2009~2019：改善供应链与门店管理，毛利率持续提升

- **引入智能化技术提升门店经营效率。**星巴克门店经营效率低的原因之一在于门店管理系统较落后，舒尔茨重新掌权之后的第一件事就是引入智能化设备进行门店管理，如用自动收款机替换了不容易操作的收银机。另外，在快速开店的过程中，员工数量的增加和培训费用的增长导致了店铺运营成本不断上升，星巴克通过引入新的人力安排软件帮助门店经理安排人手以及简化工作流程，提升员工的工作效率，降低店铺运营成本。08 年星巴克的运营费用率 36.1 %大幅降至 18 年的 29.1%。

图表 11：改革后店铺运营费用率下降明显



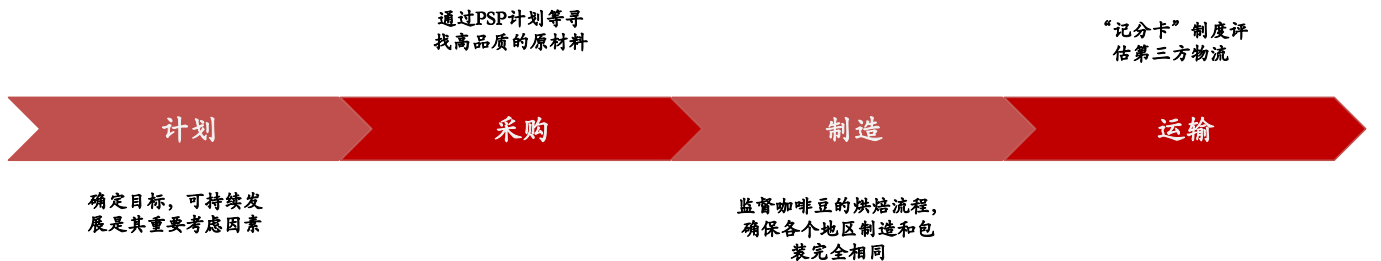
来源：公司公告、中泰证券研究所

注：2019 年会计准则变更后租金不计成本转计费用使店铺经营费用上升

- **改革供应链管理体系。**星巴克的供应链改革分三个层面：（1）重组管理团队，将供应链管理分为四个环节：计划、采购、制造、交付，每个环

节各司其职。(2)“记分卡”制度管理第三方物流,星巴克的运输环节大多外包给第三方物流,根据 supply chain quarterly 数据,供应链成本中 65~70%支出发生在运输环节,通过记分卡制度挑选表现优异的第三方物流公司,提高第三方物流的效率。(3)培养专业人才补充供应链管理团队,为现有员工提供供应链管理能力培训,提升整个团队管理能力。

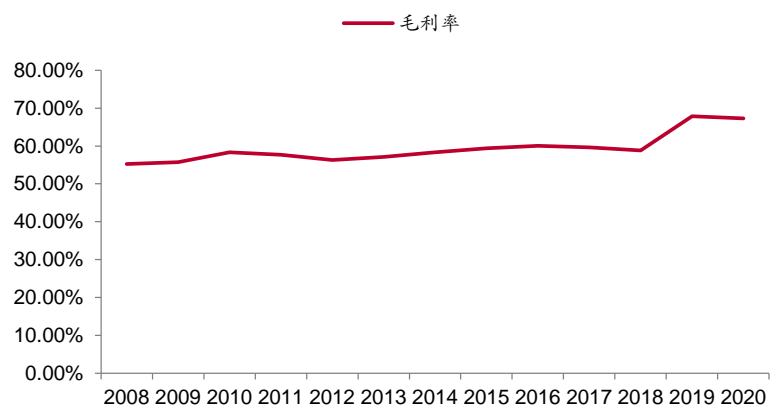
图表 12: 改革后星巴克的供应链管理流程



来源：中泰证券研究所

- **强调产品与用户体验，毛利率持续提升。**星巴克在金融危机后关闭了近 600 家门店，特别在 08 年 2 月，全美门店统一停业，对所有咖啡师进行 3 小时咖啡制作培训，星巴克的经营战略由快速扩店回到了为顾客提供优质的服务与产品。另外，在社交媒体上进行广告投放，并推出“猫爪杯”等爆款周边产品强化品牌形象。根据《一路向前》，08 年的“选举”广告（市民在投票结束以后能够免费获得一杯星巴克咖啡）以较低的获客成本触达了 7000 万用户，强化消费者粘性。强品牌力也令星巴克的毛利率持续提升，08~18 年，星巴克毛利率超过 55%且持续提升。

图表 13: 08~20 年毛利率稳中有升



来源：公司公告、中泰证券研究所

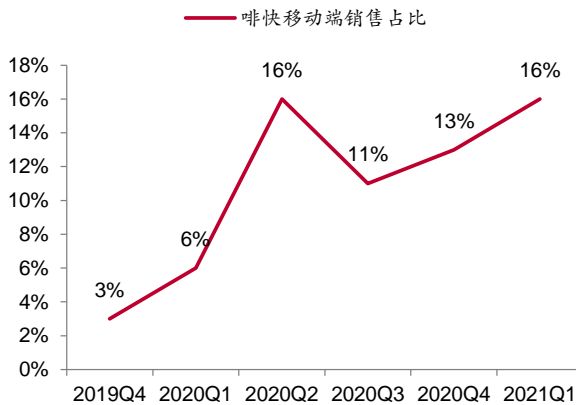
注：2019 年会计准则变更后租金不计成本转计费用使销售成本率下降，毛利率大幅提升

2019 至今：打造啡快概念店，提升数字化运营

- **打造“啡快”店，提升门店运营效率。**19 年，星巴克在中国推出在以数字化为核心的“啡快”概念店，以“线上付，到店取”的模式满足消费

者对便利性和速度的需求。门店主要开在写字楼附近，面积 10 平米左右，并设有少量位置。啡快店的目标消费人群是追求高效、无需第三空间体验的消费者，有效降低成本，提高门店效率。20 年的疫情促进了啡快的发展，截至 21 年 4 月，中国啡快门店数达到 40 家。2019Q4 啡快移动订单销售额占比仅 3%，2021Q1 增至 16%。疫情加速了啡快概念店在中国市场的成熟。

图表 14：中国地区啡快移动订单销售额占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 15：星巴克“啡快概念店”



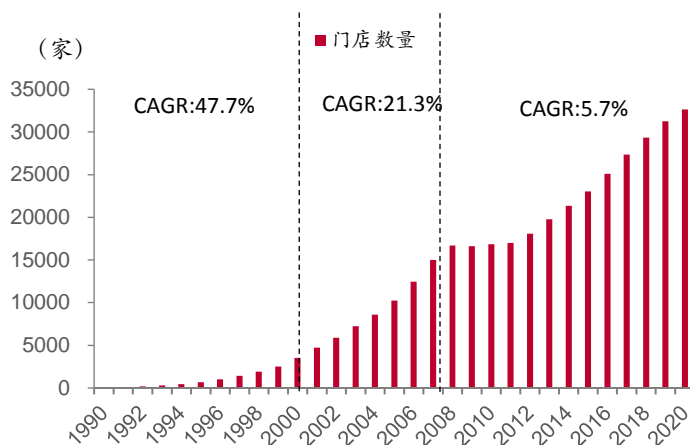
来源：草根调研、中泰证券研究所

财务与经营复盘：扩张驱动&量价轮动，同店表现优异

经营数据复盘

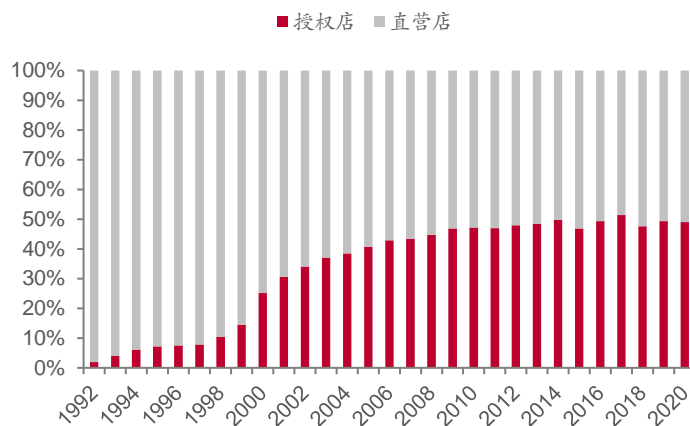
- **门店数量高速扩张，授权门店占比提升迅速。**截至 2020 年末，星巴克在全球共有 3.26 万家门店，其中授权门店占比逐年提升，近 5 年稳定在 50%左右。门店数量增长经历三个阶段：（1）1992~2000 年门店数量 CAGR 为 47.7%，这一时期主要在本土市场加密拓店，且主要以直营店为主。（2）2001~2007 年门店数量 CAGR 为 21.3%，进军海外市场，授权门店数量快速上升。（3）2008~2020 年门店数量 CAGR 为 5.7%，金融危机后全球门店整顿，关闭经营差的门店，注重提升店铺经营效率，海外扩张更关注质量。

图表 16: 全球门店快速扩张



来源: Bloomberg、公司公告、中泰证券研究所

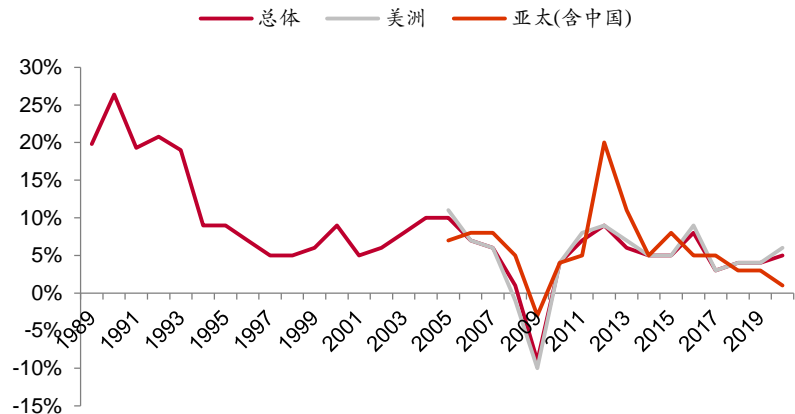
图表 17: 授权门店占比提升迅速



来源: Bloomberg、公司公告、中泰证券研究所

- **同店收入表现强劲，海外门店逐渐发力。**除 08~09 年受金融危机影响，同店增速为负，星巴克实现了长达 30 年的同店收入正向增长。分地区来看，美洲同店收入增速更平稳，亚太同店收入增长更快，但波动较大。

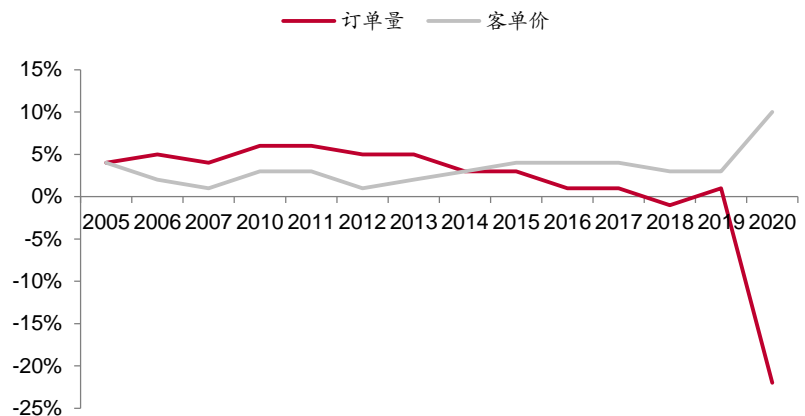
图表 18: 同店营收增速



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **同店收入增长由量驱动转为由价驱动。**14 年之前, 星巴克同店收入增长主要由门店快速扩张以及订单量高速增长驱动。14 年以后, 随着门店密度增加, 订单量增速放缓, 同店收入增长转而由客单价提升驱动。

图表 19: 同店客单价与订单量增速 (整体)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 中国与美国的主要提价时间与幅度

	2012.1	2013.1	2014.6	2015.6	2016.6	2017.9	2018.11	2021.7
中国	5%~10%	/	/	/	3%~10%	/	3%~5%	/
美国	约 2%	约 1%	约 1%	约 1%	约 1%	约 0.5%	5%-10% (2018.6 调整)	计划提价

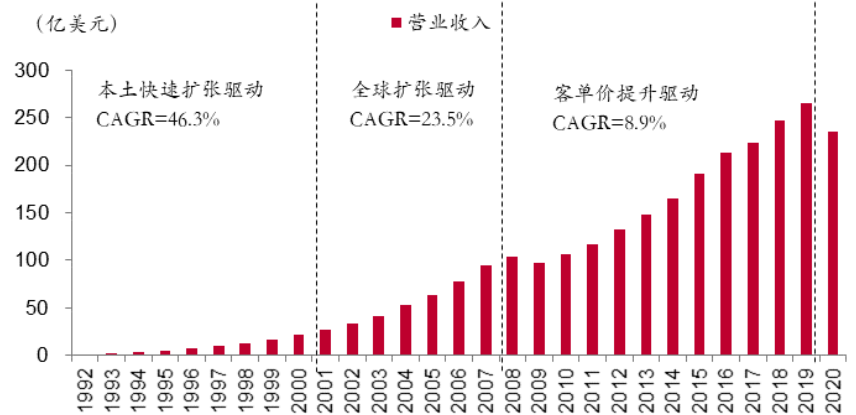
来源: 搜狐网、Businessinsider、Usatoday、Bloomberg、中泰证券研究所

财务复盘

- **快速扩张和强劲的同店表现共同驱动收入增长。**上市以来, 星巴克的营收增长经历了三个阶段: (1) 1992~2000 年收入 CAGR 为 46.3%, 国内门店快速扩张, 同店订单量增长, 同店销售额增速超过 5%; (2)

2001~2007 年收入 CAGR 为 23.5%，海外门店的增长推动营收增长，同店销售额持续增长但增速放缓；(3) 2008~2019 年收入 CAGR 为 8.9%，金融危机之后，星巴克订单量增速放缓，收入主要驱动因素为客单价的提升。

图表 21: 1992~2020 年营收

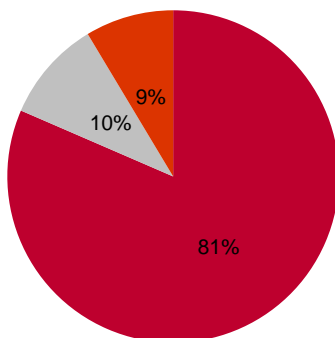


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- **直营门店收入占比超 80%，饮品收入为主。**截至 2020 年末，星巴克共有 3.27 万家门店，其中直营店门店数量比重 51%，但贡献了 81% 的收入。从产品构成看，2020 年饮品收入占总收入比重 61%，占直营门店收入比重达 75%，为收入的主要来源。

图表 22: 2020 年直营门店营收占比超过 80%

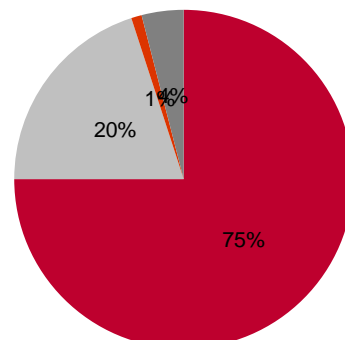
■ 直营店 ■ 授权店 ■ 其他收入



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 2020 年饮品占直营门店收入比重超过 75%

■ 饮品 ■ 食物 ■ 咖啡豆及一次性咖啡及茶饮 ■ 其他

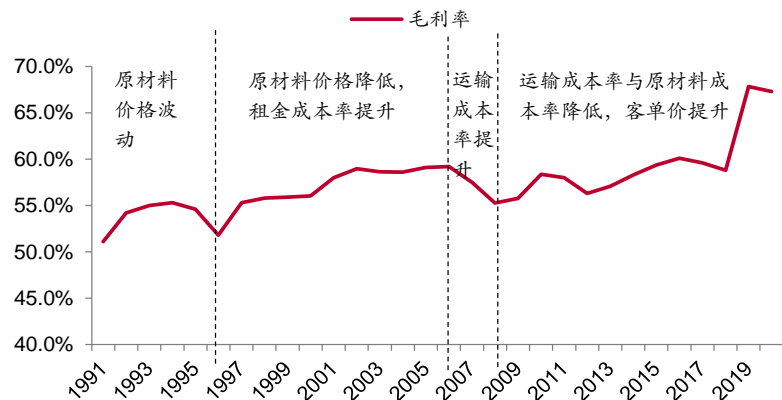


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **毛利率呈上升趋势。**(1) 1991~1996 年，毛利率波动较大，主要是原材料的价格波动所致；(2) 1997~2006 年，即使在全球扩张导致租金成本率提升的背景下，毛利率依旧从 51.80% 增至 59.10%，主要原因是星巴克不断在全球拓展供应商网络，带来原材料成本的下降；(3) 2006~2008 年，毛利率从 59.18% 降至 55.23%，主要原因是供应链拖累，以及门店快速扩张导致运输成本提升；(4) 2009~2018，毛利率从 55.75% 增至 2018 年的 58.80%，主要原因是供应链和门店改革后，运输成本率下降，

原材料利用效率提高以及客单价的持续提升。

图表 24：毛利率平稳上升

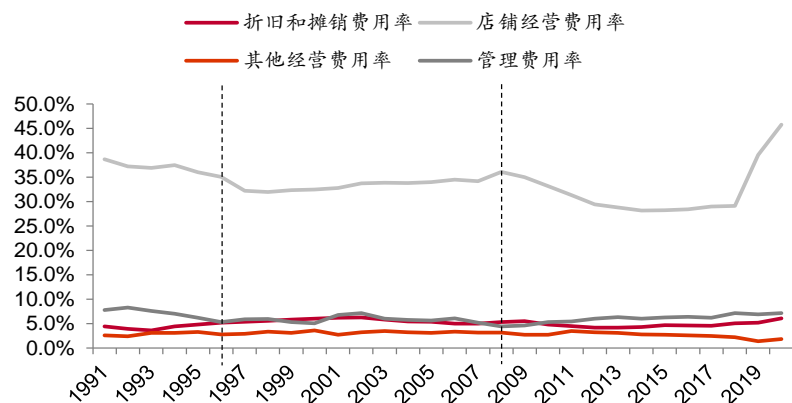


来源：公司公告、中泰证券研究所

注：2019 年，会计准则变更后租金不再计入销售成本使得毛利率大幅提升

- **期间费用率逐年下降，其中店铺经营费用占比高。**店铺运营费用主要包括人力支出和租金支出。（1）1991~1996 年，期间费用率降低，主要原因是同店营业额高增长及门店数量扩大带来的规模效应，店铺经营费用率下降；（2）1997~2008 年，期间费用率基本持平，店铺语音费用率小幅上升，主要是门店高速扩张导致人力成本上升所致；（3）2009~2018 年，期间费用率明显下降，主要是门店引入智能化设备后，人员配置效率提高，店铺经营费用率下降所致。

图表 25：期间费用率逐年降低

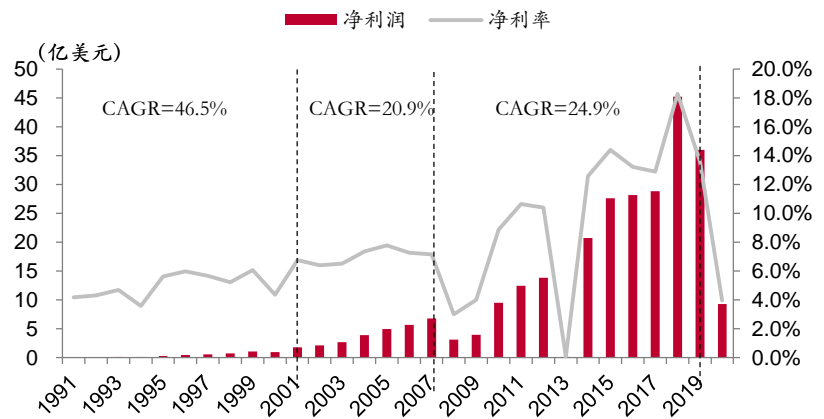


来源：公司公告、中泰证券研究所

注：2019 年会计准则变更后租金不计成本转计费用使店铺经营费用上升

- **净利润增长迅速，净利率波动上升。**除 13、18、20 年特殊情况以外，星巴克的净利率基本呈上升趋势，19 年达到 13.6%。08 年以后净利率提升较为明显，主要是供应链和门店改革后，毛利率提升叠加期间费用率降低所致。

图表 26: 净利润与净利率



来源：公司公告、中泰证券研究所

注：2013 年向卡夫公司赔款 27.6 亿美元导致净利润下降明显，2018 年将此前收购华东地区合资公司 50% 的所有权权益调整为公允价值增加 13.76 亿美元收入带来净利润提升。

估值复盘

- **快速扩张期估值超 50x，稳定增长期估值约 30x。**(1)1992 年 6 月~1993 年 9 月，PE 从 75X 升至 97X，资本市场对咖啡赛道有极强的信心，同时上市后门店快速扩张，估值一路上行；(2) 1993 年 9 月~1999 年 12 月，PE 从 97X 降至 50X 左右，门店扩张导致同店销售额增速放缓，估值趋于合理；(3) 2000 年 1 月~2001 年 2 月，PE 从 61X 升至 141X，此时星巴克大举开拓开外市场，打开想象空间，估值迅速提升；(4)2001 年 3 月~2007 年 5 月，PE 从 141X 下降到 30X 左右，星巴克海外经营业绩不达预期，估值下行；(5) 2007 年 5 月~2009 年 3 月，PE 从 30X 下滑到 16X，金融危机期间同店收入下滑，叠加星巴克供应链管理和门店经营效率低带来的成本费用率提升导致其盈利能力下降；(6) 2009 年 4 月~2020 年 5 月，PE 从 21X 升至 30X 左右，舒尔茨重新掌权提振资本市场信心，供应链与门店改革之后净利率持续提升，中国市场迅速发展，估值平稳向上；(7) 2020 年 6 月至今，全球流动性宽松带来股价迅速上涨，估值提升。

图表 27: 星巴克估值与市值表现



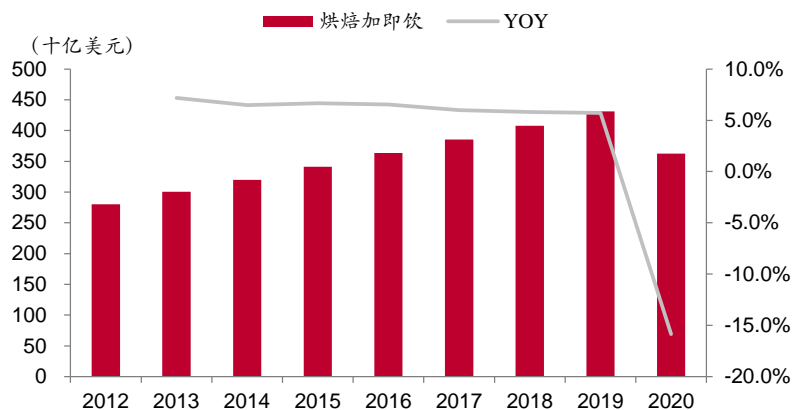
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

从咖啡看茶饮：产业链、市场空间和集中度

连锁咖啡市场规模：现磨咖啡主导

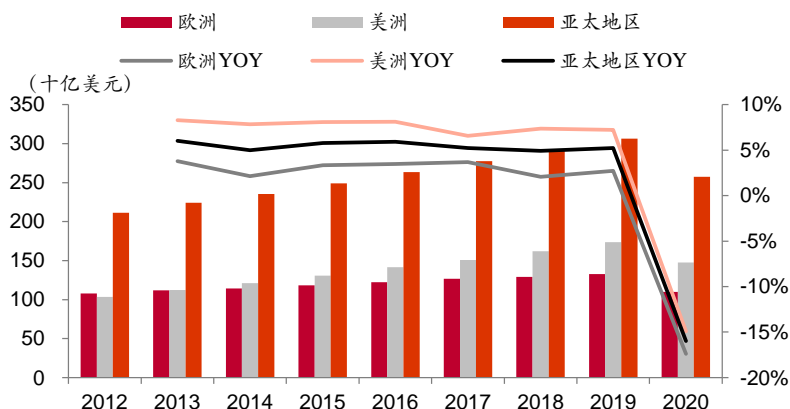
- 咖啡产业市场规模达到 4310 亿美元。咖啡、茶、可可并称为世界三大无酒精饮料。咖啡豆含有丰富的咖啡因，具有独特醇香口味和提神作用，使得咖啡的消费具有较强的黏性。2019 年，全球咖啡市场规模达到 4310 亿美元，2012~19 年 CAGR 为 6.2%。欧美地区仍是咖啡的主要消费地，北美地区咖啡产业总产值达到 1476 亿美元，连锁咖啡市场规模达到 475 亿美元。

图表 28: 全球咖啡行业市场规模



来源: Statista、中泰证券研究所

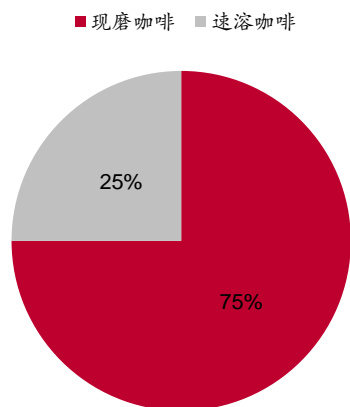
图表 29：亚太和美洲市场高速增长



来源：Statista、中泰证券研究所

- **现磨咖啡消费占比高，连锁咖啡馆市场空间大。**咖啡的消费可以分为速溶咖啡和现磨咖啡。相较于速溶咖啡，现磨咖啡的风味更充足，同时由于工艺的差异，现磨咖啡的咖啡因含量是速溶咖啡的 2 倍以上。消费者对咖啡品质要求的提高，叠加现磨咖啡具有更强的消费黏性，现磨咖啡的消费量迅速提升。按收入规模计算，2019 年现磨咖啡市场占比 75%，现磨咖啡市场的发展推动了以现磨咖啡为主的连锁咖啡店的迅速扩张。

图表 30：现磨咖啡市场占主导

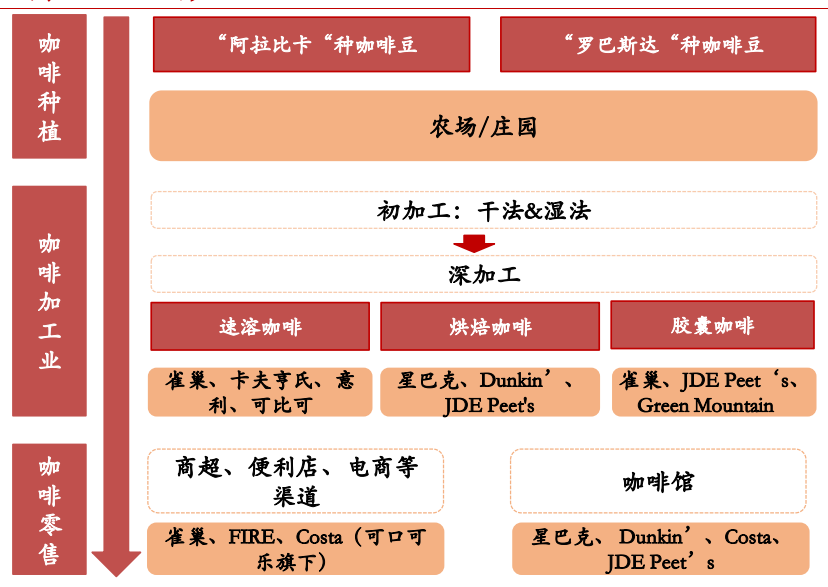


来源：Statista、中泰证券研究所

咖啡产业链：下游产出绝大部分的价值

- **下游占据绝大部分价值。**咖啡产业链由上游的咖啡种植业、中游的咖啡深加工行业以及下游的咖啡零售行业构成。根据锐观咨询数据，咖啡上、中、下游的价值占比分别为 1/6/93%，可见下游是咖啡产业链主要的收入来源。

图表 31: 咖啡产业链

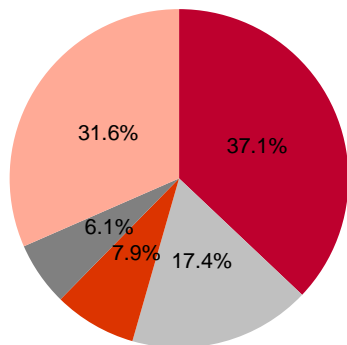


来源：锐观咨询、中泰证券研究所

- **上游：全球咖啡豆生产区域集中，价格波动大。**咖啡产业链上游是咖啡种植业，多为大型农场或庄园。由于历史和气候等原因，全球咖啡豆生产集中在巴西、越南、哥伦比亚和印度尼西亚四个地区。其中，巴西是世界上最大的咖啡豆出口国，2019 年生产的咖啡豆产量为 6480 万袋，占比达到 37.1%。从咖啡豆的品种看，最重要的是“阿拉比卡”种咖啡豆和“罗巴斯达”种咖啡豆。其中“阿拉比卡”由于酸度和甜度更高，具有丰富的水果香气，因而风味更佳，深受市场喜爱，占全世界咖啡豆总产量的 57.4%。以星巴克为代表的意式咖啡馆主要使用“阿拉比卡”咖啡豆。由于“阿拉比卡”咖啡豆对生长环境的要求更高且容易受病虫害影响，其供给端不稳定，价格波动比较大。为了保证咖啡豆质量和价格稳定，下游咖啡产品供应商往往会在世界范围内建立稳定密集的咖啡豆供应商网络。

图表 32: 全球咖啡豆生产集中度高

■ 巴西 ■ 越南 ■ 哥伦比亚 ■ 印度尼西亚 ■ 其他国家及地区



来源：美国农业部、中泰证券研究所

图表 33: 阿拉比卡咖啡豆期货价格波动大



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 34：两种咖啡豆对比

	阿拉比卡	罗布斯塔
生长温度	15-24℃	24-30℃
咖啡因含量	0.9-1.2%	1.6-3.5%
主要种植区域	中南美洲、东非、印度	西非、巴西、亚洲热带地区
抗病性	易受病虫害侵蚀、不耐高温洪涝	抗高温多雨与病虫害但不耐寒
风味	酸度及甜度高；水果风味，醇度相对低	苦味重；有木头、泥土、巧克力风味；醇度相对高

来源：搜狐网、中泰证券研究所

- **中游：不同加工工艺对咖啡口感影响大。**咖啡产业中游是咖啡加工行业。按照产品的形态，咖啡深加工可以分为速溶咖啡深加工、烘焙咖啡深加工以及近年来兴起的胶囊咖啡深加工。速溶咖啡加工的产品可以长期保存，标准化程度高。烘焙咖啡相较于速溶咖啡，咖啡香气更浓郁且冲泡口感更好，同时咖啡馆里的冲泡咖啡以鲜奶作为添加品相较于速溶咖啡的人工奶精更健康。但烘焙咖啡的加工品难以储藏，最好的口感保持在加工完成后两周内，因此烘焙咖啡加工企业多为小型烘焙厂或者以星巴克为代表的咖啡店。胶囊咖啡加工先将烘焙好的咖啡豆研磨成咖啡粉再将其装入铝制的胶囊中，然后充入氮气防止空气渗入导致咖啡粉氧化、变酸而影响其口感。胶囊咖啡兼具速溶咖啡的便捷性和烘焙咖啡的口感。由于咖啡豆的加工方式对成品味道的影响，加工环节与零售环节往往很难分开，因此下游咖啡企业一般都有各自咖啡豆加工厂和独特的加工工艺。

图表 35：星巴克烘焙工厂



来源：星巴克官网、中泰证券研究所

图表 36：雀巢的速溶咖啡厂



来源：gettyimages、中泰证券研究所

- **下游：（1）中低端品牌与高端品牌并存，满足不同群体的需求。**美国市场高端连锁咖啡品牌主要包括星巴克、皮爷咖啡以及“精品浪潮”中诞生的 blue bottle 等，其均价在 4 美元左右，提供高品质的咖啡口感和舒适的门店体验。中低端品牌主要包括以 Dunkin' 为代表的主打性价比和高效率的咖啡店，以及传统连锁餐饮巨头的咖啡业务，例如肯德基和麦当劳的现磨咖啡。以 Dunkin' 为例，其门店区位选择上以街边小店、超市、加油站为主，客区面积小，顾客流动性高。Dunkin' 产品均价在 2.84 美

元，门店点单到结束在 1 分钟之内完成，出餐效率高。

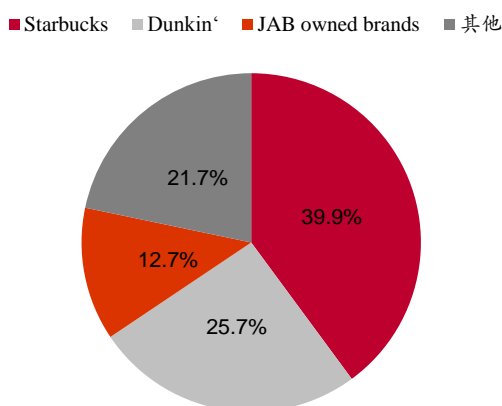
图表 37: 2020 年 Starbucks 与 Dunkin' 对比

	Starbucks	Dunkin'
平均价格	3.93 美元	2.84 美元
产品组合	提供小吃、早餐、午餐等；咖啡和茶饮品的品类占比达到 40%	提供小吃、三明治、烘焙食品、早餐等；咖啡和茶饮品的品类占比 37.55%
区位选择	高端写字楼、核心商圈、交通枢纽、旅游景点、高端住宅区	街边小店、加油站、超市、购物中心、机场
经营方式	直营为主、授权及联营方式作为补充	加盟方式为主
门店数量（北美）	15328	8500
门店数量（国际）	17318	2800

来源：搜狐网、NDTV、中泰证券研究所

- （2）星巴克占据本土连锁咖啡店龙头地位。以美国连锁经营咖啡市场为例，2019 年星巴克和 Dunkin' 市占率分别为 39.9%/25.7%，行业竞争格局稳定。截至 2020 年末，星巴克在北美拥有 1.53 万家门店，牢牢占据连锁经营咖啡市场龙头地位。

图表 38: 2019 年星巴克美国市场市占率接近 40%

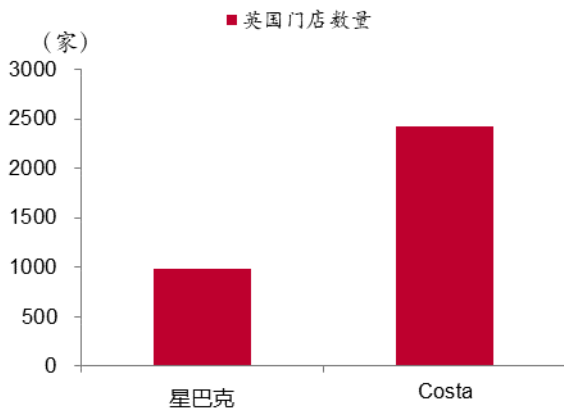


来源：Statista、中泰证券研究所

注：时间点数据截至 2019 年 10 月

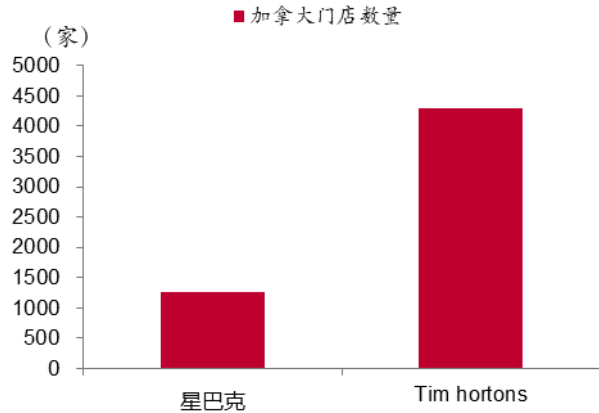
- （3）部分国家有当地龙头，先发优势助力星巴克占领全球市场。从区域市场看，英国和加拿大都诞生了可以和星巴克抗衡的本土连锁咖啡品牌（Costa 和 Tim hortons）。这些连锁咖啡馆在星巴克进入本土市场前已耕耘多年，品牌更受当地人认可。但由于进行全球化扩张较晚，这些品牌在国际市场上品牌力远落后于星巴克。星巴克凭借授权模式较早进行全球化扩张，在东亚（日本、韩国、中国）等地区咖啡市场培育中奠定了品牌地位，先发优势明显。

图表 39: Costa 与星巴克英国门店数量 (2018)



来源: Statista、中泰证券研究所

图表 40: Tim hortons 与星巴克加拿大门店对比 (2021)



来源: scrapehero、中泰证券研究所

图表 41: 中国市场上的咖啡品牌

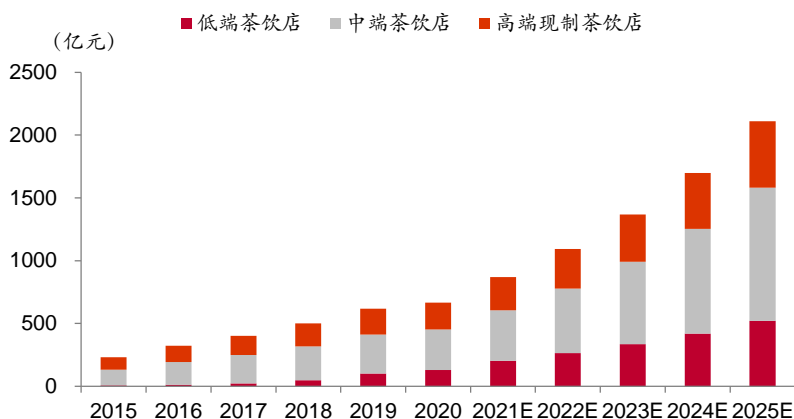
	星巴克	COSTA	Tim hortons
诞生时间 (地区)	1971 (美国)	1971 (英国)	1964 (加拿大)
价格/元 (拿铁)	29	29	27
门店数量	4700	400+	100+
进入中国市场时间	1999 年	2006 年	2019 年

来源: 各公司官网、美团、中泰证券研究所

茶饮与咖啡行业的异同

- **产品优化驱动市场快速增长。**根据灼识咨询, 2020 年中国现制茶饮市场规模 1136 亿元, 15~20 年 CAGR 为 24.5%。更加优质的饮品 (包括原材料、口感等) 是连锁咖啡市场和现制茶饮市场的主要驱动因素。连锁咖啡使用品质更好的咖啡豆并保证新鲜度, 相较于速溶咖啡更香醇。高端现制茶饮的以茶叶、鲜奶、水果等高品质原料作为原材料, 相较于人工合成剂制成的奶茶更健康、口感更好。

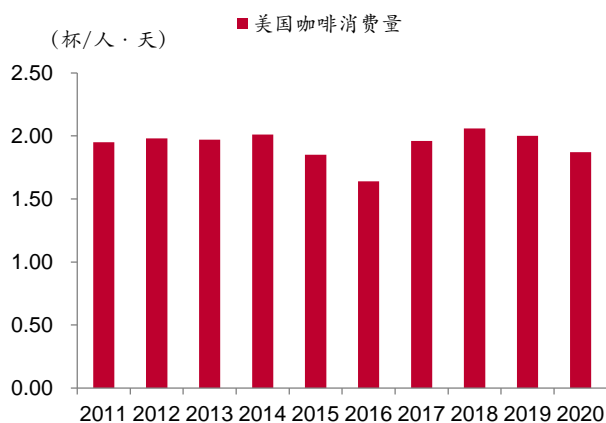
图表 42: 2015-2025E 中国现制茶饮产品零售消费价值总额



来源: 灼识咨询、中泰证券研究所

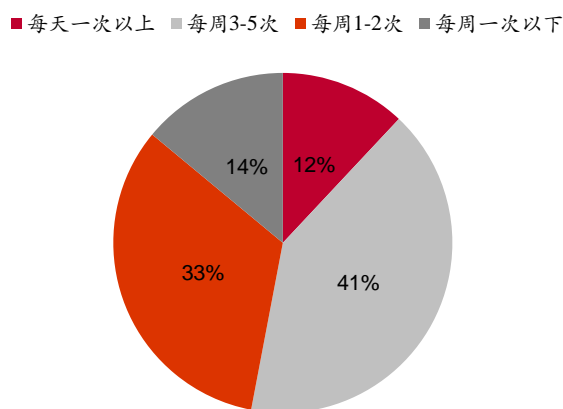
- 目前高端现制茶饮消费黏性、频次较低。咖啡产品中的咖啡因能够起到提神作用因而具备很强的功能属性，其消费场景主要是工作与早餐。2020 年，美国市场平均每人每天消费 1.87 杯咖啡，其中 1.3 杯是在早餐期间消费。高端现制茶饮的消费场景更休闲，以外卖和逛街为主，每天消费一次以上的人群占比仅 12%，相较于咖啡，高端现制茶饮消费频次更低。

图表 43: 咖啡消费粘性高



来源: Statista、中泰证券研究所

图表 44: 高端现制茶饮消费频次低



来源: CBNDdata、中泰证券研究所

- 高端现制茶饮可以实现对供应链更程度的整合。由于咖啡豆的生产区域集中，受生产国政策的影响，连锁咖啡品牌向咖啡上游延伸产业链难度大，咖啡豆依赖于进口。但根据 CBNDdata，高端现制茶饮企业可以通过承包果园、茶园的方式对上游进行控制。其次，现制茶饮的原材料加工对于其口感影响较小，没有复杂的加工环节和对制作工艺的要求，可以做到更标准化。

图表 45：茶饮企业供应链

品牌	供应链
喜茶	自建供应链，自主研发的新品反向定制供应链：自建茶园，并溯及上游茶叶供应商；同时根据年轻消费者的消费需求，改良烘焙工艺和拼配方式，随即向上游供应链进行“反向”定制，有利于在供应链上获得先发优势。
奈雪的茶	自建供应链包括茶园、果园、花园；自研供应链系统，通过智能商品中心为门店自动匹配最佳用料，实现门店、仓库库存管理一体化基础上的自动订货、自动耗材，从供应商到仓、运、配、生产等全环节数字化，自动采集+大数据分析。
一点点	垂直整合供应链，3 大生产基地配送中心，门店 90% 的原料为总部供应。
乐乐茶	原料选择与优质品牌合作。
蜜雪冰城	依靠大体量的采购需求，提高议价能力。
茶颜悦色	茶叶自建供应链，配料选择与优质品牌合作，果汁主要采用现萃。

来源：CBNdata、中泰证券研究所

- **高端现制茶饮市场集中度仍有较大提升空间。**高端现制茶饮马太效应初显，按照 2020 年 1-9 月全部产品零售消费额计算，高端现制茶饮 CR5 为 54.9%。而对比美国连锁咖啡市场 CR2 为 65.65%，高端现制茶饮市场集中度仍有提升的空间。

图表 46：我国前五大高端现制茶饮店市场份额、门店数量、客单价等

排名	品牌	按全部产品零售消费价值总额的市场份额	门店数量	直营门店数目 (直营门店占比)	覆盖城市数量	新式茶饮产品平均售价 (元)	客单价 (元)
1	喜茶	25.50%	600	600 (100%)	54	25	40
2	奈雪的茶	17.70%	420	420 (100%)	61	27	43
3	KOI	4.40%	194	194 (100%)	21	20	35
4	乐乐茶	3.80%	58	58 (100%)	12	22	40
5	伏见桃山	3.50%	170	85 (50%)	54	21	29

来源：灼识咨询、中泰证券研究所

注：时间段数据为 2020 年 1~9 月，时间点数据为截至 2020 年 9 月

从星巴克看奈雪：奈雪如何成为茶饮届的“星巴克”

星巴克和奈雪的相似之处

- 高现制茶饮与连锁咖啡都面临三个类似的局面：（1）品牌众多，竞争激烈；（2）产品趋于同质化严重；（3）用户转换成本低。星巴克和奈雪的茶的做法有以下相似之处：
- **“第三空间”沉淀顾客，链接品牌与消费者。**星巴克不仅为消费者提供优质的产品，同时设计风格独特和宽敞的客区为消费者提供了合适的社交场所，从门店的体验出发，满足了消费者的社交需求。通过将消费者留在店内，星巴克加强了消费者与品牌的联系，品牌影响力逐渐提升。奈雪的茶也以“第三空间”作为品牌差异化的切入口，门店设计以白色为主，光线明亮，主打日式小清新风格，门店配有宽敞的客区供顾客休息和交流，同样满足消费者的社交需求。

图表 47：第三空间满足消费者的社交需求



来源：中泰证券研究所

- “口碑效应”持续提升品牌影响力。星巴克和奈雪都注重品牌力的打造，通过跨界联名、周边、开设以产品体验为主的旗舰店等方式增强品牌价值。从微博和抖音的话题关注度看，星巴克相关话题关注度高，从侧面反映出其强大的品牌力。而现制茶饮中喜茶和茶颜悦色无论在微博平台还是抖音平台的关注度都要远高于奈雪，奈雪在品牌建设上仍有较大的提升空间。

图表 48：各品牌微博与抖音相关话题关注度

	微博阅读量 (亿)	微博讨论量 (万)	抖音播放量 (亿)
星巴克	5.7	614.8	51
奈雪的茶	0.64	6.3	4.1
喜茶	4.8	441.7	8.1
乐乐茶	0.72	5.8	0.35
茶百道	0.18	1.7	2.3
沪上阿姨	0.12	1.8	1.2
茶颜悦色	6.2	212.8	10.3

来源：微博、抖音、中泰证券研究所

注：数据选取时间点为 2020 年 05 月 14 日，抖音相关话题取最高播放量话题。

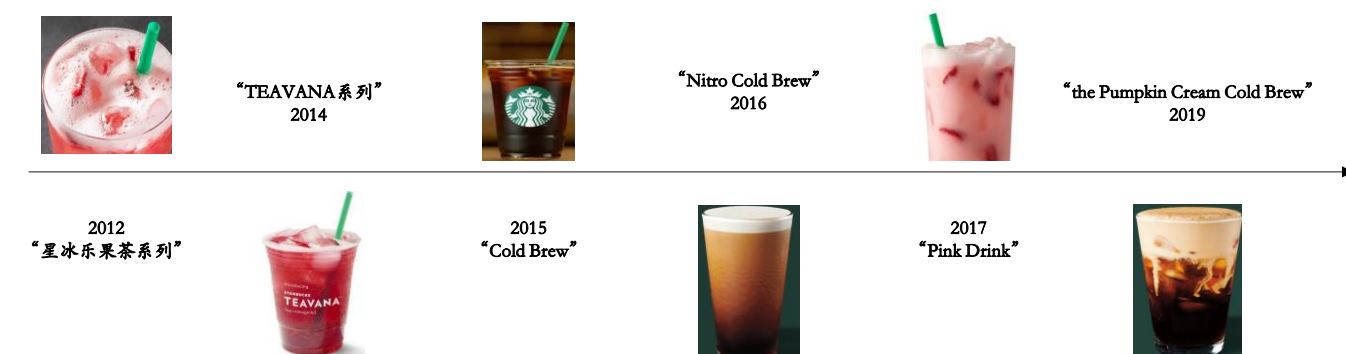
- 加速产品迭代，打造爆款。星巴克在西雅图设立研发部门进行新品研发和创新，新品在推出前会经历对照组测试、店内和市场测试、配方改进等流程，新品开发周期在 12~18 个月。奈雪平均每周推出一款新茶饮，新品开发周期更短，从 2018 年到 2020 年 9 月末，奈雪共推出约 60 种季节性饮品。正如 95 年星冰乐的推出，爆款新品能有效驱动收入增长。根据奈雪的茶招股书，奈雪在 2020 年 3 月推出的霸气芝士葡萄在 6 个月内售出 400 万杯，占 2020 年前 9 个月收入的 5.3%。

图表 49: 奈雪的茶新品研发流程



来源：奈雪的茶招股书、中泰证券研究所

图表 50: 星巴克今年推出的主要新品



来源：businessinsider.com、中泰证券研究所

- **零门槛的会员体系，培养品牌忠诚度。**星巴克的会员体系经过多次改革，18 年星巴克取消了购买星享卡或星礼包注册会员的制度，用户通过手机端注册即可免费成为会员，会员门槛大大降低，星巴克降低了升级需要的条件，使更多会员能够达到玉星级和金星级。同时，缩短了降级制的期限时间和优惠券的有效期促进了消费频次提高，进一步增强会员的黏性。21Q1，星巴克 90 天活跃会员总数 2180 万人，收入贡献比高达 50%，会员的高粘性是收入增长的重要基础。2020Q4，奈雪的活跃会员达到 580 万人，复购会员占比达到 29.8%，2020 年前 9 个月会员订单贡献比 49.4%。

图表 51: 星巴克会员制度

		原会员计划	新会员计划
积星制		消费 50 元积一颗星	
降级制		超过一定时间（3 个月~1 年）未达到消费标准，星星清零并降级	
会员等级制	银星	购买一张星享卡（88~108 元）或星礼卡（100+元）注册成为会员，获得：买一赠一券 x3；升杯邀请券 x1；早餐咖啡邀请券 x1	通过手机客户端免费注册会员，无任何福利
	玉星	积满 5 颗星（消费 250 元）可升级，获得：生日邀请券 x1；买三赠一券 x1	积满 4 颗星/购买星礼包/绑定星礼卡可升级，获得：玉星晋级券 x1；金星在望券 x1；生日邀请券 x1
	金星	积满 25 颗星（消费 1250 元）可升级，获得：周年邀请券 x1；生日邀请券 x1；买三赠一券 x1；买十赠一券 x1	积满 20 颗星（消费 640~800 元）可升级，获得：周年邀请券 x1；生日邀请券 x1；金星晋级券 x1；使用 9 颗星兑换饮品和小食的特权
消费卡		通过星享卡或者星礼卡成为会员，星礼卡为预付卡，面值为 100/200/500 元	星礼包 98 元（内含 5 张咖啡优惠券和一张周边商品优惠券）；星礼卡为预付卡，面值为 100/200/500 元，通过星礼卡消费，40 元即可积一颗星
优惠券有效期		领券后 3 个月	领券后 7 天

来源：星巴克微信小程序、中泰证券研究所

图表 52: 奈雪的茶会员制度

级别	经验值	特权	额外权益
V1	0<100	5 元外卖券；5 元现金券	/
V2	100<500	5 元外卖券；茶饮满 2 赠一券；生日免费券	/
V3	500<1000	5 元外卖券；茶饮满 2 赠一券；买茶送包券；生日免费券	活动优先报名权
V4	1000<2000	5 元外卖券；茶饮满 2 赠一券；买茶送包券；生日免费券	活动优先报名权
V5	2000<5000	5 元外卖券 x2；茶饮满 2 赠一券 x2；买茶送包券 x2；生日免费券	活动优先报名权、新品鉴赏会
V6	5000	5 元外卖券 x2；茶饮满 2 赠一券 x2；买茶送包券 x2；生日免费券	活动优先报名权、新品鉴赏会、线下体验活动、不定期新品体验券

来源：奈雪的茶微信小程序、中泰证券研究所

以星巴克为锚，奈雪如何做得更好

- 在《高端现制茶饮：打造茶饮“第三空间”》与《高端现制茶饮行业深度之二》中，我们详细分析了奈雪的经营状况以及高端现制茶饮的开店空间，高端现制茶饮目前处于快速扩张期，在一线、新一线、二线城市的高速扩张期仍可持续 2~3 年。奈雪的成长将取决于拓店速度、同店收入增速、人员管理以及供应链管理等。
- **（1）快速扩张：快速扩张抢占市场，提升品牌力**
- 迅速布局高线城市，再做下沉。截至 2020 年 9 月末，奈雪在全国有 420 家门店，覆盖 61 座城市，计划在 2021/22 年分别开设 300/350 家门店（70%为 PRO 店），继续在一线和新一线城市渗透。1992 年，星巴克在上市之后同样开启了大规模扩张的步伐，扩张路径首先选择美国

人均收入排行靠前的州和城市，通过收购波士顿大型连锁咖啡馆 Coffee Connection，成功打入康涅狄格州、新泽西州、马萨诸塞州以及纽约州市场，在不断加密已覆盖市场的同时星巴克相较于竞争对手更早地做下沉市场的布局。当时这些地区主要是独立个人咖啡馆，连锁咖啡品牌少，星巴克很快占领了下沉市场。

图表 53：上市之后星巴克的扩张路径

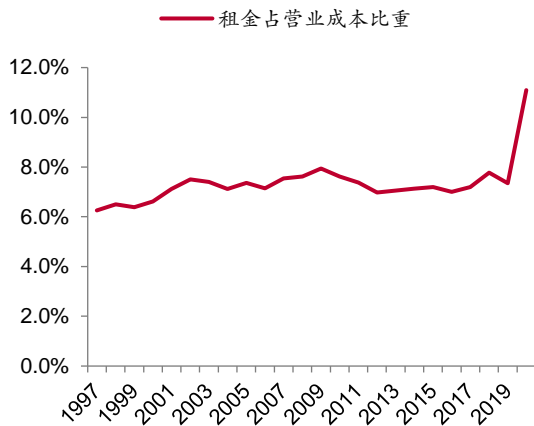
	人均收入排名	进入时间
康涅狄格州	1	1994
新泽西州	2	1994
马萨诸塞州	3	1994
纽约州	4	1994
马里兰州	5	1994 年以前
新罕布什尔州	6	/
伊利诺伊州	7	1987
阿拉斯加州	8	/
特拉华州	9	/
加利福尼亚州	10	1992
内华达州	15	1995
宾夕法尼亚州	16	1995
科罗拉多州	17	1992
明尼苏达州	18	1994
佐治亚州	30	1994
得克萨斯州	32	1994

来源：Bea、中泰证券研究所

注：人均收入排名为 1992 年数据

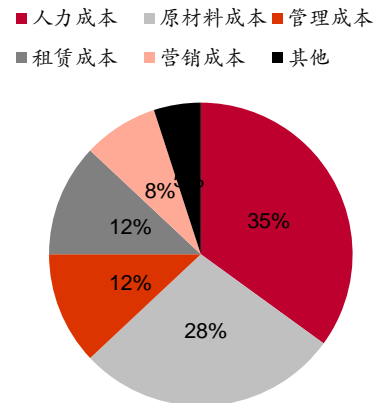
- **快速扩张带来先发优势，提升品牌力获取租金优势。**连锁餐饮品牌的影响力会随着门店网络密集程度提高而增强。线下门店既是获客载体，也是品牌形象集中展示的媒介，能起到重要的宣传作用。形成强品牌力后，星巴克能够以更加优惠的方式租下商铺，19 年星巴克租金成本占总成本比重为 7.27%，远低于咖啡馆行业平均租金成本占总成本比重为 10~12%，品牌影响力为其带来了较大的租金成本优势。

图表 54: 星巴克租金成本占营业成本比重



来源: 公司公告、中泰证券研究所

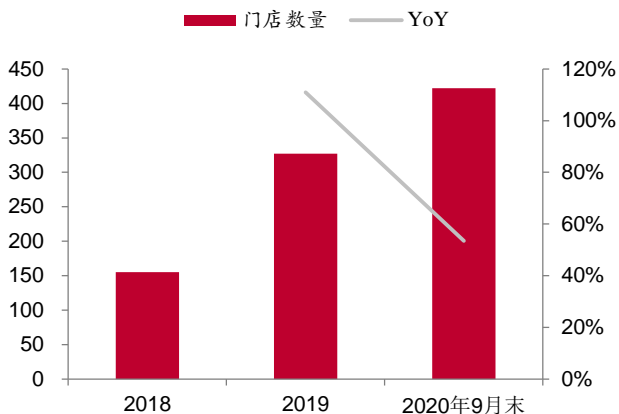
图表 55: 独立咖啡馆成本构成



来源: FIT small business、中泰证券研究所

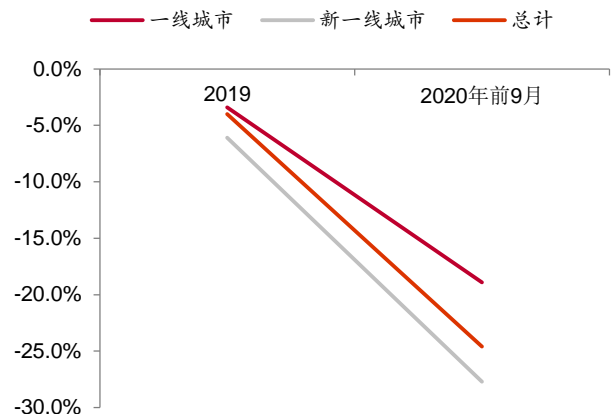
- (2) 注重同店表现: 差异化门店体验, 提供极致服务
- 奈雪快速扩张的同时, 同店收入下滑。2019 年, 奈雪门店数量同增 110%, 客流和订单摊薄令同店收入下滑 4%。而星巴克在早期快速扩张时, 同店收入仍保持正向增长。

图表 56: 奈雪门店快速扩张



来源: 奈雪的茶招股书、中泰证券研究所

图表 57: 奈雪同店销售额下滑



来源: 奈雪的茶招股书、中泰证券研究所

- 打造差异化门店体验。A.极致的门店细节: 星巴克在门店设计上充分照顾消费者的感受, 整体色调以茶色和柔和色调为主, 暖色系使人更愿意在店内停留。柜台的横向设计使每一位顾客都能面向吧台, 降低了排队的焦虑感。星巴克用隔音罩降低星冰乐搅拌器噪音, 店内设有独立的客区供顾客休息和交流, 并且收购 “HearMusic” 音乐公司专门为门店设计音乐。B.优质的服务: 服务是门店体验的重要部分。早期在美国市场扩张时, 星巴克对门店服务非常重视。星巴克要求新员工学习软性技能, 包括如何迎客、保持眼神交流、面带微笑、能够记住顾客的名字、主动创造沟通的机会等。早期星巴克接受顾客的定制化需求, 这虽然导致较高的人力成本以及咖啡制作的低效率, 但有效的拉近了品牌与顾客的距离。

离，增强了顾客粘性，提升星巴克的品牌形象。

图表 58：星巴克门店设计



来源：草根调研、中泰证券研究所

- **（3）加强门店管理：重视员工管理**
- 奈雪门店智能化水平较高，但仍需注重顾客情感粘性。奈雪门店采用 Teacore 智能系统管理门店原料、库存和人员，高度智能化有利于提高门店的经营效率，这是星巴克早期扩张中不具备的优势。对于主打“第三空间”体验的企业，相比智能化和数字化运营更重要的员工传达给顾客的体验和服务，员工将在很大程度上影响顾客的消费体验从而对品牌产生影响。
- **“伙伴文化”降低员工流失率，内部培养机制提升员工业务能力。**星巴克倡导“伙伴文化”“让员工满意再到让顾客满意”，根据 forcebrands 数据，星巴克全职员工流失率为 65%，而其他快餐平均员工流失率为 150~400%，远低于行业平均的员工流失率有利于其服务质量的稳定。另外，星巴克内部设有星巴克大学对所有员工进行门店经营、咖啡知识和文化的培训，帮助员工提高自身的业务能力。
- **内部晋升机制通畅，为门店扩张储备管理人员。**星巴克所有空缺的职位首先对内部伙伴开放，一线职位晋升依次为普通伙伴、值班经理、店副理、店经理、区域经理、营运高阶职位，整个晋升过程最短需要两年。星巴克通过“店经理甄选”从人品、咖啡专业度、团队管理水平三个方面对值班经理进行选拔和培训，培养大量的储备店长，为其快速扩张奠定人才基础。

图表 59: 星巴克内部晋升机制

职位	主要职责
门店伙伴	主要负责咖啡制作、点餐、配餐以及卫生工作
值班经理	主要负责订货、商品陈列、排班等日常工；确保门店员工操作流程符合规范、为顾客提供品质稳定的产品等；通过“店经理甄选”之后可进行为期 5 个月的店经理培训，成为店经理候选人
店副理	主要负责制定训练计划、追踪训练质量；协助店经理完成门店的日常管理工作；兼具储备店长属性
店经理	带领门店员工在服务、产品品质、清洁等各方面达到目标，同时承担门店的业绩压力
区域经理	加大对店经理工作年限的考量

来源：联商网、中泰证券研究所

- **多种激励措施提升服务水平，鼓励员工传播品牌文化。**星巴克是行业内最早为员工提供国家保险之外的额外医疗保险和意外险的企业，并定期向员工自发设立的“星基金”互助计划投入资金。特别是星巴克提供高于行业的薪酬以及为所有员工（包括兼职员工）发放“咖啡豆股票”增强了员工的积极性。多种激励措施下，星巴克的员工有着极强的归属感和服务热情。

图表 60: 星巴克员工管理制度



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **（4）整合供应链：建立区域为核心的供应体系，降本增效提升盈利能力**
- **奈雪供应链管理尚有提升空间。**高端现制茶饮主要原料包括茶叶、乳制品、水果以及鲜榨果汁，原材料种类多且容易变质，供应链管理难度大。奈雪已经建立比较高效的运输系统和庞大的供应商网络。在全国有 8 个运输仓库，其中一个仓库由奈雪自己运营，其余 7 个仓库外包给第三方，这些第三方物流企业都具备冷链运输能力，并且奈雪通过车载 GPS 和温控系统对运输环节监控。截至 2020 年 9 月末，拥有超过 300

家原材料供应商，其中前十供应商都有超过 2 年的合作经验。但其供应链体系仍有提升空间，从采购环节看，奈雪的主要原材料水果就地向农户采购，或难以控制品质的标准化，且供应商主要为第三方企业，对供应链的控制力度较弱。

图表 61：奈雪的供应链体系

环节	原材料/过程	方式
采购	茶叶	与第三方茶园合作，合作方按标准制造茶叶
	水果	与当地农户合作采购普通水果；向有全球业务的进口商采购进口水果
	乳制品	鲜牛奶每两到三天配送至门店
	鲜榨果汁	向第三方采购
运输	物流	与 30 多个物流合作方合作，要求车辆装载 GPS 设备和温控设备监控运输情况
	仓储	全国 8 个仓库，7 个由第三方运营

来源：奈雪的茶招股书、中泰证券研究所

- **向前整合产业链，建立供应商评级体系。**星巴克的咖啡豆供应商分布数十个国家，为了保证咖啡豆的品质，星巴克在全球运营和创立了 9 个种植者中心，帮助当地种植者科学种植，提高咖啡豆质量。另外，在咖啡豆供应商管理上有一套完整的评价系统，从 2001 年开始，星巴克建立 C.A.F.E. 条例（咖啡和种植者公平条例）用来评价和考核咖啡豆供应商，产品质量，经济责任，社会责任和环境领导力四个方面给供应商打分，将供应商分为战略供应商、首选供应商和认证供应商，星巴克只接受通过认证的农场提供的咖啡豆。由于咖啡豆国际价格的波动较大，星巴克通过固定价格采购合同锁定咖啡豆的价格，避免了国际咖啡豆价格的波动对企业经营的影响。

图表 62：星巴克全球种植者中心分布

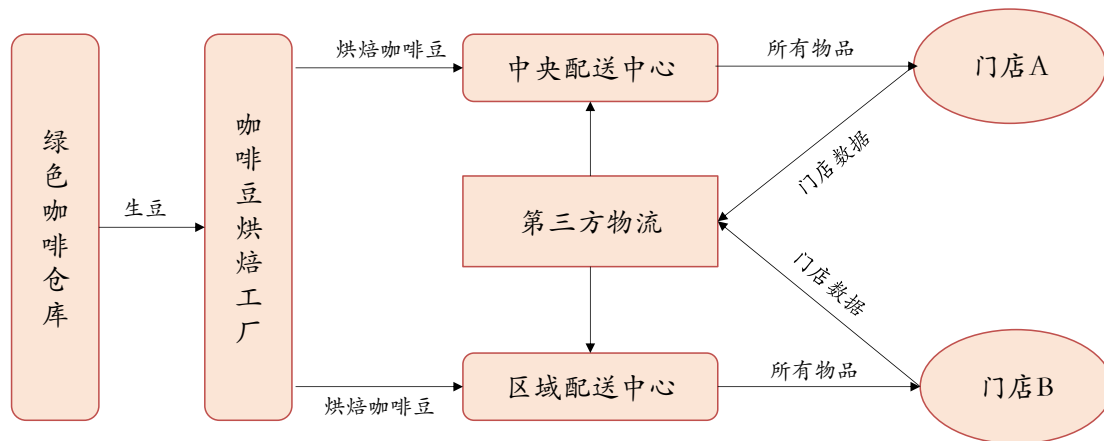


来源：公司官网、中泰证券研究所

- **建立区域为核心的加工和配送系统，加强对第三方物流的管理。**（1）从加工环节看，星巴克的咖啡豆由烘焙工厂集中加工再向门店供应。目前星巴克已经拥有 5 家咖啡烘焙工厂，并在全球有 24 个合作制造商为当地市场提供烘焙咖啡豆供应。区域化的集中加工简化门店咖啡制作流程，减少门店的人员配备，提高门店效率。（2）从配送环节看，星巴克产品

的配送由三大模块组成，6 个“绿色咖啡”仓库、9 个区域配送中心、48 个中央配送中心。“绿色咖啡”仓库位于烘焙工厂附近，其作用是储存未加工的咖啡豆。区域配送中心负责配送包括烘焙好的咖啡豆在内的所有星巴克零售店需要的物品。其中 7 个区域配送中心都由第三方物流公司运营管理。中央配送中心和区域配送中心的功能作用较为类似，根据零售店的位置不同，对区域配送中心形成补充。其中除了 1 家由星巴克自己运营之外，全部由第三方物流公司运营。星巴克对第三方物流公司采取积分卡模式进行考核淘汰，同时按照商店、交货路线和库存单位向供应链合作伙伴提供数据服务帮助其提高效率。

图表 63：星巴克加工运输环节供应链



来源：CSCMP、中泰证券研究所

- **外包非核心业务，专注饮品制作。**星巴克门店出售的面包等甜点大多外包给第三方，大陆地区主要的供应商包括中粮香雪、东莞黑玫瑰食品等，不同区域有不同的供应商。所有食品均先运送到星巴克的区域配送中心，再由第三方物流企业统一配送。食品业务外包，门店无需专门的面包房和面包师，可以有效控制店铺运营成本。

风险提示

- 食品安全风险。
- 高端现制茶饮头部品牌产品具有同质化的趋势，随着门店数量扩张，竞争加剧。
- 门店快速扩张带来客流分散，进而导致单店营收和利润下滑。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。