

星巴克 研究报告(Draft_4)

一.公司简介

- 1.公司是做什么的
- 2.公司在行业内的地位
- 3.管理层及公司文化
- 4.大股东情况

二.公司及其竞争对手的历史与现状

- 1.分段介绍公司历史
- 2.竞争对手的历史及现状
- 3.间接竞争对手讨论

三.公司经营状况（财务）

- 1.资产负债分析
- 2.利润表分析
- 3.杜邦分析

四.对公司未来发展的预期（市场）

- 1.北美市场
- 2.中国/泛亚市场
- 3.EMEA 市场
- 4.行业的整体趋势
- 5.公司推出新品及获取反馈的能力

五.公司股价自上市以来的表现及其分析

- 1.自 1992IPO 以来股价的走势
- 2.对目前价位的判断

六.对公司的估值与风险判断

- 1.PE 估值
- 2.给出预判价格区间
- 3.公司可能面对的风险
- 4.关于 7-12 这次加薪与提价

七.总结

一.公司简介

1.公司是做什么的

星巴克是美国也是全球最大的咖啡专门连锁店，总部位于美国华盛顿州西雅图市。旗下**零售商品**包括多款全球顶级的咖啡豆、手工制作的咖啡以及多款咖啡冷热饮料。星巴克同时在门店中供应简单的餐食、甜食。在几乎全部门店提供茶制品，并在极少数门店中提供酒精制品。星巴克旗下有包括 TEAVANA 及 Seattle's best coffee 等**子品牌**，拥有较为完整的饮品产品线。截止至 2016Q2，星巴克在全球 77 个国家及地区拥有 23921 家门店，并且在全球拥有近 24 万名员工。

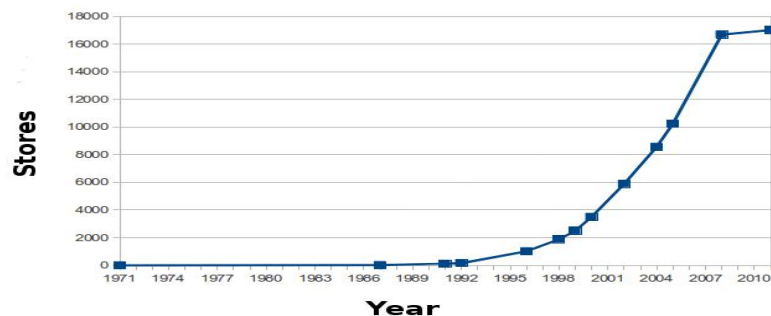
2.公司在行业中的地位

星巴克所主要从事的行业是**咖啡及咖啡制品的零售业**，同时也提供餐食甜食以及茶制品。咖啡在欧美国家是非常主流饮品，因而公司在这个领域里直接与间接的竞争对手数量极大。**直接的竞争对手**包括其他咖啡连锁品牌（Caribou Coffee, Coffee Bean & Tea Leaves, Dunkin' Donuts, COASTA COFFEE 等）及非连锁的或区域性的咖啡馆。而**间接的竞争对手**则更包含了如麦当劳，汉堡王等出售咖啡饮品的快餐店，及出售较为廉价的咖啡的加油站等。截止至 2016 年 Q2，星巴克依然是咖啡专门连锁店行业内以销售额及门店数量记最为领先的公司。



3.管理层及公司文化

星巴克的 Chair 兼 CEO 是大名鼎鼎的霍华德·舒尔兹，一个非常有个人魅力的企业领袖。他虽然不是最初星巴克的创始人，但早在 1987 年就联合其他出资人一起收购了规模仍然很小的星巴克，并带领公司走上了扩张之路。霍华德可以说是“第二波咖啡浪潮”的最大贡献者，以风靡全球的星巴克带领咖啡饮品进入了注重选材注重烘焙度以及制作浓缩咖啡（ESPRESSO）的新阶段。霍华德及其管理团队非常有魄力，并且敢于扩张，在不到 30 年间增加了超过两万间门店并雇佣了超过 20 万员工。星巴克公司在其影响下，非常注重对质量的监管。从咖啡豆选材到门店卫生，到浓缩咖啡制作工序等，星巴克都有非常严格的标准并被严格执行。



4.大股东情况

公司的股权较为分散，没有一个单一持股超过 10%的大股东。前三位大股东持股比例都在 5%左右，且都是机构投资者，分别为 **FMR（既 Fidelity）,BLACKROCK, VANGUARD**。这三位大股东都非常有实力，资源丰富能帮助星巴克成长。值得注意的是 **CHAIR/CEO 霍华德** 本人持股为 2.66%。而这样的股东构成给了管理层更大的施展空间，既给了霍华德本人扩张战略的实施空间。



:Base Boston MA, AUM 2.04 Trillion



Vanguard

:Base Malvern PA, AUM 3.4 Trillion

BLACKROCK

:Base NYC NY, AUM 4.6 Trillion

二. 公司及其竞争对手的历史与现状

1.分段介绍历史

时间段	公司发展阶段	具体描述
1971-1987	从品牌创立到霍华德接手前	在霍华德接手前的星巴克只在地小有名气,在全美乃至全世界范围籍籍无名
1987-1992	快速发展至 IPO	从霍华德接手开始便进入了快速扩张阶段,在全北美广开门店并将第二波咖啡浪潮带到全美。“高质量及高价格”。在 1992 年上市之前星巴克拥有 140 家门店。
1992-1996	星巴克继续在全北美布点	1996 年之前的星巴克不断完善在北美的布点,从 92 年的 140 家门店发展至超过一千家门店。
1996-2003	快速在全球布点	星巴克于 1996 年进入日本东京,开始了北美之外的全球布局。截止至 2003 年星巴克在全球拥有超过 7500 家门店。
2003-2015	快速扩张,收购或创立子品牌	截止至 2015 年底,星巴克拥有超过 23000 家门店。这一时期星巴克通过兼并其他公司或自己创立的方式发展出了一些子品牌。2003 年收购的 Seattle's Best Coffee 以补充低端的产品线,2005 年收购 Ethos Water 补充瓶装水市场,2013 年收购 TEAVANA 补充高端茶市场。

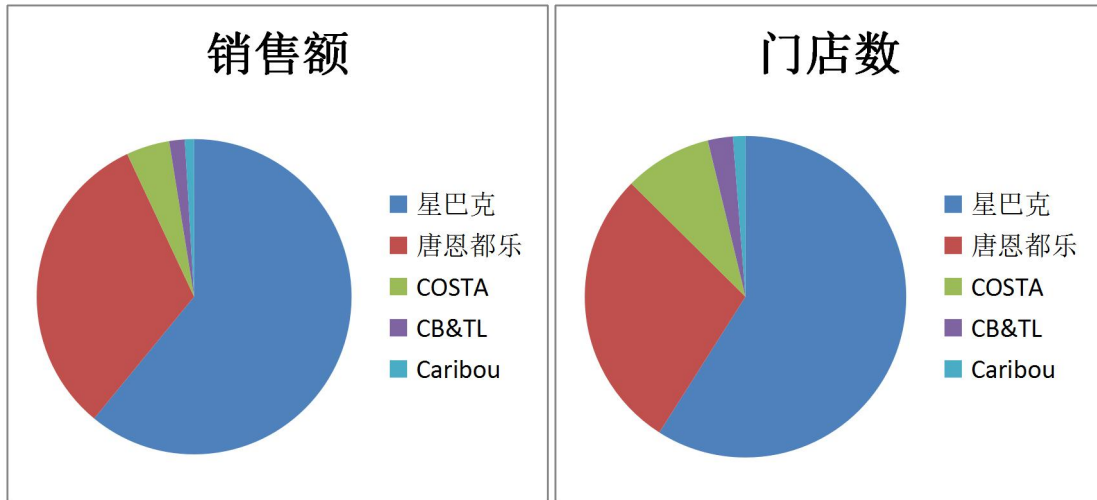
2.主要直接竞争对手的历史及现状、与星巴克的对比

星巴克主要的直接竞争对手(连锁咖啡店)包括 Dunkin' Donuts, COSTA Coffee, Coffee Bean & Tea Leaf, Caribou 等。间接对手包括麦当劳旗下的 McCafe, 众多加油站的咖啡供应店(在高速沿线布点众多),以及数不清的小众的**第三波咖啡馆**。我首先主要分析一下四家主要直接竞争对手的发展历史和在市场中的占有率。



Dunkin' Donuts(唐恩都乐)	成立于 1950 总部位于麻省	自成立开始便发展迅速,目前在全球 33 个国家及地区拥有超过 11300 家门店。其主要销售各种咖啡以及甜甜圈等欧美主流烤制甜品。唐恩都乐的产品定价和定位略低于星巴克,但在以美东地区为核心的广大范围内拥有很好的市场。
COSTA coffee	成立于 1971 总部位于英国	COSTA 是英国著名品牌 WITBREAD 旗下的咖啡连锁店(于 1995 年被收购)。目前在全球 30 个国家及地区拥有超过 2900 家门店。同时 COSTA 拥有超过 3500 台自动贩卖机以销售自己的咖啡产品。其价格及产品定位与星巴克相当,网络上许多人评价其咖啡档次在星巴克之上。
Coffee Bean& Tea Leaves	成立于 1963 总部位于美国洛杉矶	Coffee Bean & Tea Leaves 在美国西海岸较为流行。经过数十年的发展,其已经成长为在全球 26 个国家及地区拥有超过 1000 家门店的咖啡连锁店,并拥有超过一万名员工。这家咖啡馆的著名产品是冰咖啡,并以此为特色推出了很多冰咖啡饮品,在美国西海岸以洛杉矶为核心地区对星巴克形成一定竞争。
Caribou Coffee	成立于 1992 总部位于美国明尼苏达州	作为一家比较历史比较短的咖啡连锁店, Caribou 的发展不算太慢。目前已经在超过 10 个国家拥有共计 500 家以上门店。虽然数量较少对星巴克不构成直接威胁,但其拥有较高质量的咖啡产品及自己的咖啡产地及烘焙工厂。2013 年至 2014 年期间 Caribou 关闭了几十家经营不良的门店,但国际市场并不受影响。

这四家主要竞争对手近期的销售额与门店数及与星巴克的对比（2015）：



可以发现不管在门店数量还是销售额上星巴克都遥遥领先主要竞争对手

3.间接竞争对手的分析

以上这四家咖啡连锁店为代表的直接竞争对手目前在市场占有率方面无法与星巴克抗衡。但星巴克同时还面临许多间接竞争对手制约其发展。这其中包括拥有众多门店的快餐品牌如麦当劳和汉堡王，也包括主要产品为罐装咖啡的 ILLY 和 UCC 等品牌，甚至包括雀巢和麦斯威尔等速溶咖啡生产商。严格来说，为数众多的第三波咖啡馆尤其是其中的连锁品牌，甚至是区域性的小咖啡馆都能在局部来和星巴克形成竞争。

以麦当劳为代表的快餐连锁店，在门店数量上远超星巴克（仅麦当劳一家就有超过三万五千家门店），且咖啡饮料价格便宜。McCafe 甚至成为了一个独立的品牌与星巴克形成了较强的竞争关系。但我仍然认为在星巴克所代表的咖啡馆消费与在麦当劳为代表的快餐店消费属于不同的消费情景。既消费者在想去吃快餐顺便喝咖啡时的消费选择与单纯想去咖啡馆喝咖啡并社交或是阅读、工作时的消费选择是不同的。

而以 ILLY、UCC 为代表的罐装咖啡饮品虽然也在市场中占据一定份额，但仍然不能代替咖啡馆消费。对咖啡品质或花样以及消费环境稍有追求的消费者都不会认为星巴克的新鲜咖啡饮品和普通超市购买的罐装咖啡是良好替代品。我认为罐装咖啡有其自己的市场，甚至随着咖啡文化的方兴未艾会有自己的发展，但并不会对咖啡馆的市场份额带来太大影响。

第三波咖啡馆更专注于咖啡豆的品质和咖啡的制作工艺，因而在要求更高的消费者中拥有日益强大的影响力。第三波咖啡文化所影响的咖啡馆虽然数量不少，但是很少能在规模上做大。我认为这主要是因为第三波咖啡馆专注追求咖啡质量和营造氛围本身就制约了在门店数量上的扩张。但对于星巴克来说，仍然需要警惕第三波咖啡文化的兴起以及这类连锁门店的扩张。如坐落于洛杉矶及其周边城市的 UrthCafe,就以其对咖啡质量和绿色环保的追求屡受好评，在 Yelp 上被消费者高度评价。

在这些间接竞争对手中，我认为只有第三波咖啡文化所影响下的咖啡馆长期来看会对星巴克形成竞争压力。人们毕竟不会在短期内改变去咖啡馆喝咖啡的习惯，或者完全将速溶咖啡罐装咖啡视作咖啡馆中现磨现制咖啡的良好替代品。

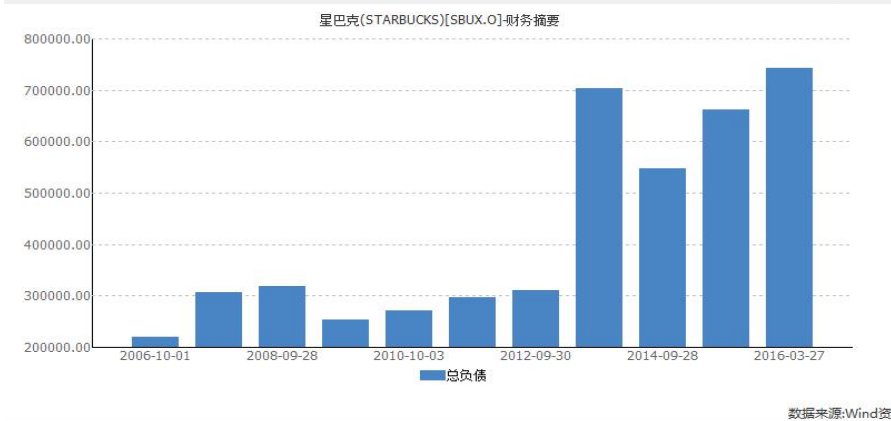
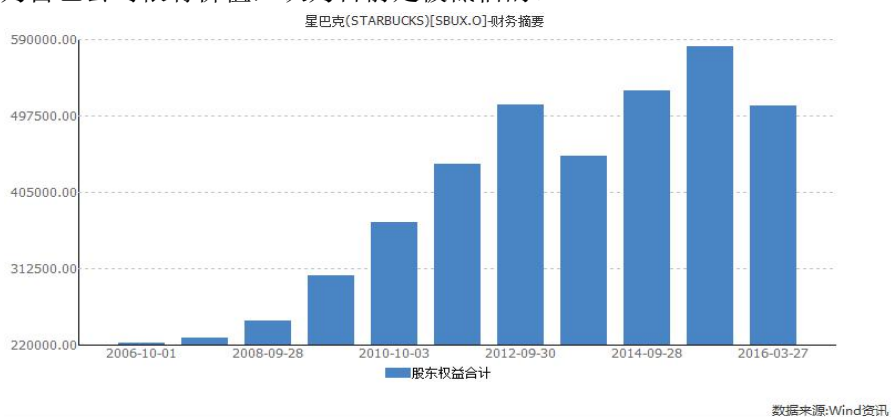
三.公司经营现状（财务）

1.资产负债表分析

报告期	2016-03-27	2015-09-27	2014-09-28	2013-09-29	2012-09-30	2011-10-02	2010-10-03	2009-09-27	2008-09-28	2007-09-30	2006-10-01
期间跨度	6个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月
资产负债表摘要											
总资产	1,251,940.00	1,244,610.00	1,075,290.00	1,151,670.00	821,920.00	736,040.00	638,590.00	557,680.00	567,260.00	534,387.80	442,894.10
总负债	742,300.00	662,630.00	547,920.00	703,440.00	310,470.00	297,310.00	270,360.00	253,110.00	318,170.00	305,976.10	220,043.50
普通股权益	509,640.00	581,980.00	527,200.00	448,020.00	510,900.00	438,490.00	367,470.00	304,570.00	249,090.00	228,411.70	222,850.60
股东权益合计	509,640.00	581,980.00	527,370.00	448,230.00	511,450.00	438,730.00	368,230.00	304,570.00	249,090.00	228,411.70	222,850.60

重点 1: 总资产在过去 10 年基本稳步上涨, 仅 2014 年有所下降。应该是与星巴克积极地在海外扩张有关。

重点 2: 在 2016Q2 股东权益合计出现了很大的下降。2016Q2 股东权益减少原因是公司加大了回购力度。两个季度共 245.8 (Q2) +1584.5(Q1)M 共约 1.82B 的回购。这说明了星巴克认为自己公司很有价值, 认为目前是被低估的。



观察总负债表, 可以发现 2013 年以及近 2015-2016Q2 星巴克的**负债增长很快**。

重点 1: 2013 年负债增长过快主要是由于和卡夫之间的诉讼案赔款引起的。共计 2.78B 的诉讼欠款导致负债剧增,同时长期欠款也增加。这个负债上升属于黑天鹅事件不具备长期参考价值。

重点 2: 2015-2016Q2 的负债上升,由几个因素造成。

A.海外扩张速度很快,每年 2000 家左右的新店在全世界范围落成。

B.近一年左右星巴克在更新电子系统(支付)和员工合伙人(股票)方面投入很大(Digital Investment & Partner Investment)。

C.2015 财年中星巴克收购了星巴克日本的剩余股份并将其变为全资子公司,此次收购花费超过 9 亿美金(0.914B)。

D.我曾经怀疑过星巴克新开的门店是否能很快进入角色并贡献销售额,但年报中对门店分析时将 12 个月内新开门店排除出去不给出其增长率。我认为在本土市场星巴克的品牌影响力已经很大,是标准化和质量保证的象征,因此应该很快能够进入角色并贡献销售额。新兴市场如中国进驻的门店都在地理位置极佳的区域,应该也很快能提供稳定销售额。

2 利润表分析

报告期 期间跨度	2016-03-27 中报 6个月	2015-09-27 年报 12个月	2014-09-28 年报 12个月	2013-09-29 年报 12个月	2012-09-30 年报 12个月	2011-10-02 年报 12个月	2010-10-03 年报 12个月	2009-09-27 年报 12个月	2008-09-28 年报 12个月
利润表摘要									
总营业收入	1,036,680.00	1,916,270.00	1,644,780.00	1,489,220.00	1,329,950.00	1,170,040.00	1,070,740.00	977,460.00	1,038,300.00
同比(%)	10.68	16.51	10.45	11.98	13.67	9.27	9.54	-5.86	10.32
营业利润	179,260.00	335,110.00	279,260.00	220,730.00	178,670.00	152,460.00	132,430.00	77,250.00	65,720.00
同比(%)	13.07	20.00	26.52	23.54	17.19	15.13	71.43	17.54	-30.52
税前利润	191,000.00	390,300.00	315,970.00	-22,990.00	205,910.00	181,110.00	143,700.00	55,920.00	45,950.00
同比(%)	-7.35	23.52	1,474.38	-111.17	13.69	26.03	156.97	21.70	-56.50
持续经营净利润	126,260.00	275,740.00	206,810.00	830.00	138,380.00	124,570.00	94,560.00	39,080.00	31,550.00
非持续经营净利润									
净利润	126,260.00	275,740.00	206,810.00	830.00	138,380.00	124,570.00	94,560.00	39,080.00	31,550.00
同比(%)	-14.59	33.33	24,816.87	-99.40	11.09	31.74	141.97	23.87	-53.10
非经常性损益		32,950.00	2,020.00	-278,410.00		3,020.00	-5,300.00	-33,240.00	-26,690.00
扣非后归属母公司股东的净利润		242,790.00	204,790.00	279,240.00		121,550.00	99,860.00	72,320.00	58,240.00
同比(%)	16.08	18.56	-26.66	101.79	13.85	21.72	38.08	24.18	-13.42
研发费用									
EBIT	194,480.00	397,350.00	322,380.00	-20,180.00	209,180.00	184,440.00	146,970.00	59,830.00	51,290.00
EBITDA	245,410.00	490,730.00	397,220.00	45,380.00	267,240.00	239,440.00	201,050.00	116,160.00	111,740.00

(以上单位为万美元)

重点 1: 2016Q2 营业额增长 10.68%, 2015 年营业额增长 16.51%, 虽然有所下降但仍然迅速。

重点 2: 在营业收入和营业利润都有所上升的情况下,税前利润和净利润反而下降。这主要是 2016Q1 的净利润下降比较大,有超过 30%的降幅。但管理层对此很乐观,因利润一部分被投入在员工的 Partner Investment 计划及投入在 Digital Investment 上的支出抵消掉了(2016 年初预计为 2.4 亿美金)。同时今年仍然会继续扩张全球的店面,共计约 2000 家。

重点 3: 2013 年的利润极小,是因为和卡夫之间的诉讼要支付 2.8Billion 的罚单,吃掉一年利润有余(参考 2015 全年净利润 2.42Billion 及 2014 年 2.04Billion)因而不具备长期参考价值。

3.杜邦分析

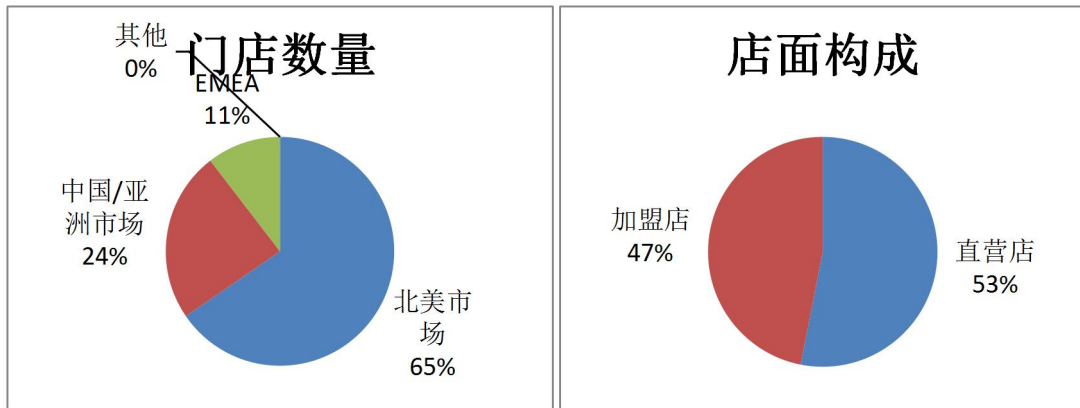
报告期	2016-03-27 中报	2015-09-27 年报	2015-06-28 三季报	2015-03-29 中报	2014-09-28 年报	2014-06-29 三季报	2014-03-30 中报	2013-09-29 年报
杜邦分析								
权益净利率(ROE)(%)	23.14	49.73	37.83	26.21	42.41	31.00	20.53	0.17
同比增长率	-3.07	7.31	6.82	5.68	42.24	8.14	4.76	-28.98
因素分解:								
销售净利率	12.18	14.40	14.79	15.80	12.57	12.07	11.93	0.06
净利润/利润总额	66.10	70.70	70.07	71.81	65.44	66.21	66.09	-3.83
利润总额/息税前利润	98.21	98.23	98.29	98.42	98.01	97.91	97.91	113.92
息税前利润/营业总收入	18.76	20.74	21.47	22.36	19.60	18.61	18.43	-1.36
资产周转率	0.83	1.65	1.21	0.82	1.48	1.12	0.75	1.51
权益乘数	2.29	2.09	2.12	2.03	2.28	2.29	2.29	2.06
归属母公司股东的净利润占比(%)	100.00	99.93	99.91	99.86	100.02	100.01	100.00	94.32

重点 1: ROE 降至较低水平,同比增长率为负,主要原因是 Q1ROE 增长率为-30%左右拖累整体上半年发展。而 Q1 增长率为负是因为星巴克的 Partner Investment 计划以及 Digital Investment 计划的影响。

重点 2: 权益乘数为近期以来的高点,自 2015Q2 以来增长了约百分之十。证明公司对杠杆

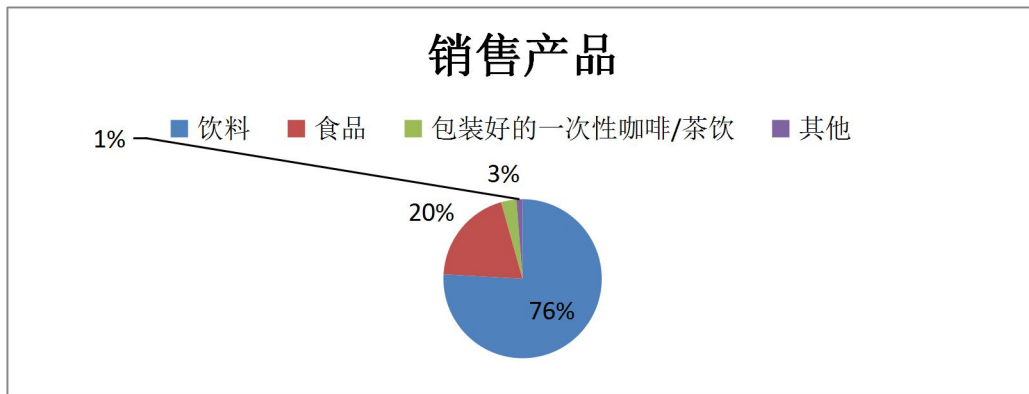
的使用力度加强了。这意味着财务风险。相比于 2013 年之前的 1.6 来说更明显，但 2013 年的加杠杆是因为与卡夫之间的诉讼而背上了 2.78Billion 的巨大债务。

四.对公司未来发展的预期



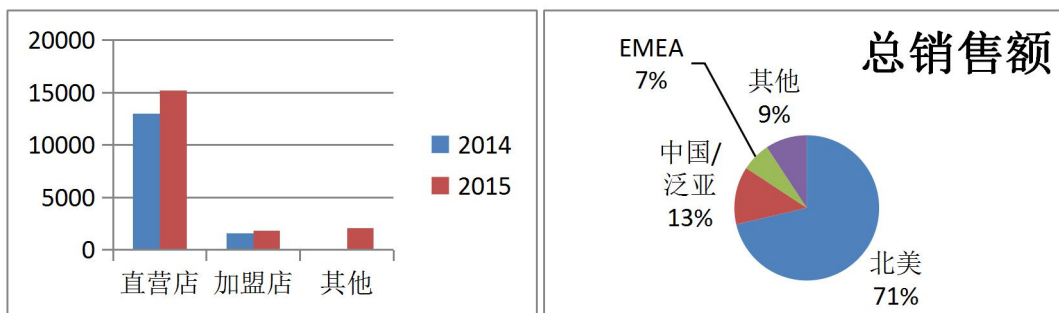
公司市场总评：直营店与加盟店数量差距不大。大部分直营店的地理位置选在市中心的商业区，高速休息站，大学校园等人流量很高的地区。加盟店相对直营店毛利率较低，这也部分解释了星巴克收购星巴克日本剩余股份的动机，大概是对自己公司的管理能力更有信心。

直营店中的销售额来源分布如下：



可见饮品是销售额的最大来源。这一点很关键，在后面的 7-12 提价会详谈。

销售额统计：（**总销售额增长 17%**）

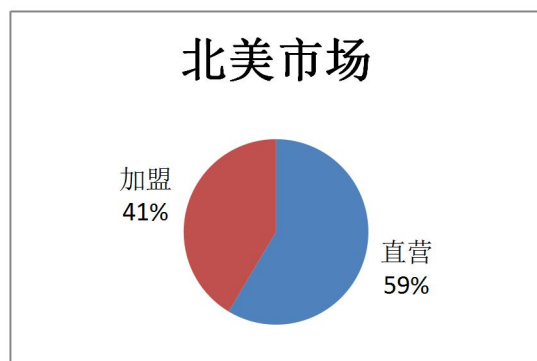


由此表可看到直营店销售额贡献最大，增长也最快。

销售额区域划分：可见北美销售额依然遥遥领先

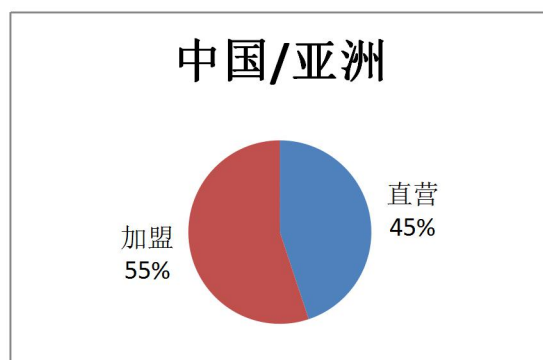
1. 星巴克公司北美市场

星巴克在北美市场截止至 2015 财年末共拥有 14803 家门店，超过其他市场之和。而其也贡献出了 13.3B 的收入，增长了 11%。预期未来北美市场仍然是星巴克最大的收入来源。2016 年预计开设 700 家新店。虽然少于中国/泛亚市场的 900 家，但仍然不容小觑。伴随着月度消费者指数连续站上 90 点，美国市场消费力复苏强劲，对星巴克来说应该还是比较大的利好。随着新产品如 TEAVANA 及冷萃咖啡的营销，星巴克北美市场的领先地位应会被维持下去。因此我预计这个市场表现仍然会强劲。值得注意的是北美市场直营店比例很高。



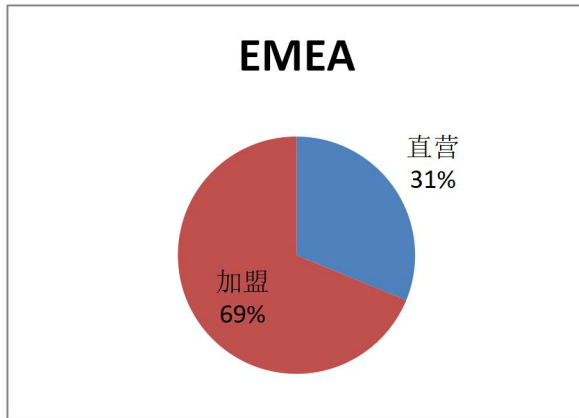
2. 中国/泛亚市场

星巴克在中国/泛亚市场拥有 5462 家门店，超过北美市场的三分之一，远超过其他市场总和。中国/泛亚市场贡献销售额 2.4B，增长为 112%，主要由于收购了 Starbucks Japan，但同时也由于直营店销售额增长 11% 这一重要因素（直营店数量本身增长，直营店销售额又增长）。泛亚市场，尤其是中国市场对于星巴克越来越重要。星巴克进入中国以来共开设了超过 2000 家门店，并且这个数字每年都在增加。CEO 霍华德本人曾在近期表示，中国市场有望在未来超过美国本土，这个预期真是野心不小。但无论实际情况如何，亚洲市场对于星巴克来说应该远远没有饱和，因此在这一地区星巴克仍然拥有不小的增长潜力。并且出于在亚洲市场尤其是中国市场的轻奢奢侈品地位，星巴克拥有比其他竞争者更强大的定价权。在中国市场出售的星巴克饮品普遍较北美市场贵。



3. EMEA 市场

星巴克在 EMEA（欧洲，中东及非洲）地区拥有 2362 家门店。而在销售额方面，EMEA 市场在 2015 财年销售额为 1.21B，比上年度减少 6%。这主要是因为公司在英国的销售额下降导致的。而这轮销售额下降主要是因为英镑美元汇率变化。我对这一市场未来并不看好。一来欧洲本土拥有不少咖啡品牌，如英国本土品牌 COSTA。二来欧洲是咖啡文化的重要发源地，如意大利法国德国等国家更是将咖啡馆当做文化在经营。而非洲市场购买力仍然有限。中东市场表现平平，门店数量少而且在许多国家并没有布点。



4.行业整体与咖啡文化的发展、公司产品定价

从整个行业的角度来说，以星巴克为代表的第二波咖啡品牌正在受到第三波咖啡潮流的冲击。以星巴克为代表的咖啡品牌强调对咖啡豆选材的使用和烘培的过程，让咖啡在北美市场逐渐从几十美分的较为廉价的提神饮品成为了如今更重视品质与口感且定价较高的休闲饮品。而进入 21 世纪以来，有一批咖啡经营者认为星巴克为代表品牌在烘培过程中过于强调重度烘培和浓缩咖啡以带来强烈的口感。他们认为这掩盖了不同产地的咖啡原本风味，因而采用浅度或中度烘培，保留各种类型的咖啡豆特色。第三波咖啡经营者更喜欢采用与浓缩咖啡不同的方法制作咖啡，如 FRENCH PRESS, 滴壶等，口感好又文艺。虽然相比于星巴克的浓缩咖啡加奶和调味剂的制作咖啡方式费时费人工，但确实能保留咖啡豆的独到风味且具有观赏价值。但是星巴克能提供给普通消费者的却是第三波咖啡潮流难以带来的，既在保证标准化的质量与速度的前提下尽可能服务消费者。正如许多在 QUORA 上为星巴克辩护的人所说：大家就是喜欢这种标准化而又让人喜欢的东西而并不考虑原因（口感，咖啡档次）。



Bridget O'Neill, Actress
9.5k Views

As a barista (who happens to be from Seattle) I've had my fair share of Starbucks coffee (and no, I never worked there). I believe the reason so many people enjoy it is because Starbucks's espresso is a dark roast with a strong (dare I say bitter) flavor to which, when you add sweet and creamy ingredients to, you can still taste the coffee. That's key. Starbucks's coffee goes well with cream and sugar, if you're into that. It's the kind of coffee you doctor up. It's strong and bold no matter what you do to it.

In my experience as a Barista (working with beans from Counter Culture and Intelligensia) I've tasted some beautiful, single origin coffee beans, medium roast, they had interesting and varied flavor profiles (sometimes "tea-like") etc. and they were all delicious as is, black, but it (practically) ruined them if you add cream and sugar.

If someone likes a strong cup of coffee, to which they like to add cream and sugar to, they would typically complain about a light or a medium roast.

Ultimately, people like what they like, and they don't really care why 🙄

而从一些消费者的意见中可以看出，星巴克品牌的影响力和其地理位置的优越都对其吸引力起到了加成：



Dave Samwell, Sound engineer, mixer, specialist, international traveler, 1000 fan
434 Views

I'm with you.

I actually find it hard to believe just how bad Starbucks coffee is.

I'm an espresso drinker. Starbucks coffee is pretty much my benchmark for "bad".

It is extremely rare to find coffee worse than what you get at Starbucks.

If it's worse than Starbucks, it's usually actually because something's gone wrong. Like the beans were over roast, or someone who doesn't know how to use a proper coffee machine made it.

But I do still go there.

Why?

Because they are everywhere, they are landmarks, and for some reason, people seem to like them.

Most people aren't coffee connoisseurs. They don't like taking risks, they know exactly what they are getting at a Starbucks, and for most people the atmosphere of a coffee shop, the seating, and the element of familiarity are more important.

For those reasons, I still meet people in a Starbucks from time to time.

It's a very "safe" place to meet someone, be it a date, a friend, a family member, or a work colleague.

而从定价来说,包括 Business Insider 等许多媒体近期都在争相报道星巴克准备提价的消息。这一方面说明了咖啡饮品市场仍然具有潜力可以发掘,另一方面说明了星巴克本身在这一领域有一定的议价权。具体提价方案仍需拭目以待。在新兴市场如中国,咖啡文化更是方兴未艾,成为了众多都市上班族提神醒脑和休闲娱乐的饮品。因此在以中国为主的新兴市场未来仍能为星巴克提供不错的增长。

5.公司推出新品和获取消费者反馈的能力(新品、Stealth Starbucks 及 Reserved Roastery)

星巴克从 2009 年以来开始将自己的几个店面伪装成非星巴克的普通咖啡馆并在这些咖啡馆中做销售实验。星巴克至少在西雅图和纽约都开设了这样的“潜伏星巴克”,在其中销售一些新的产品以观察大家对这些产品的反应。星巴克甚至在一些店面推出了酒精产品,甚至在一些店面组织诗歌朗诵表演等等。由此可见星巴克非常注重用户对产品和服务的反馈,想方设法获取消费者的真实意见。

星巴克从 2015 年初起将旗下高端茶饮品牌 TEAVANA 搬进了星巴克门店,既在星巴克门店可以购买 TEAVANA 的茶饮和部分茶叶。这一举动完善了星巴克在茶饮和健康饮品的市场。在 2016 年初,星巴克又推出了“冷萃冰咖啡”系列以弥补重烘培浓缩咖啡不能满足较为挑剔的客人这一不足。这一组合拳说明了星巴克在不断调整自身产品线,在规模扩张之余更加注重加强自身产品对客户的吸引力。

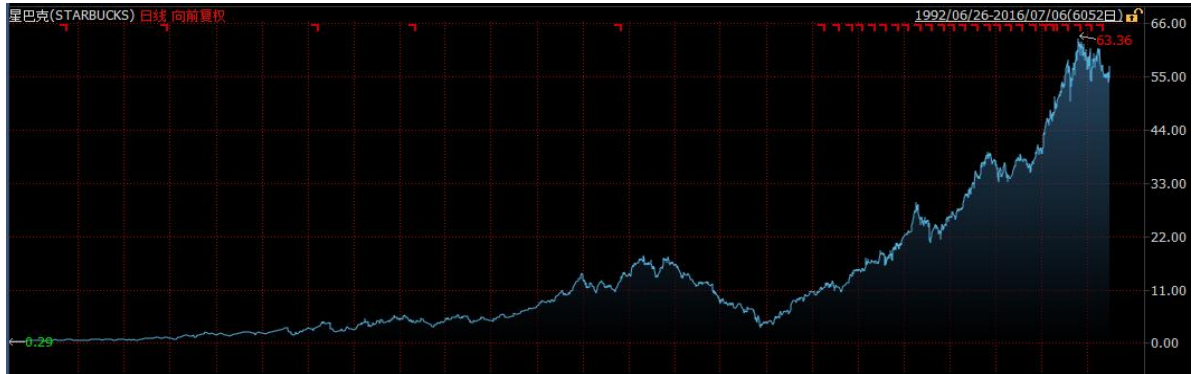
星巴克近些年来在西雅图开设了一家“Reserved Roastery”,占地面积远超一般的星巴克门店,且装修古典。其目的在于提供给消费者一个近距离参观星巴克在咖啡领域的“技术储备”的能力,类似一间体验店。这间 Reserved Roastery 提供类似第三波咖啡的诸多咖啡饮品,注重以不同方式制作不同咖啡豆以保留其独到口感。并且通过推出咖啡对比体验的方式让参观者体验咖啡文化的魅力。我曾有幸在近期参观过这家与众不同的门店,并在其中品尝了几种咖啡。应该承认星巴克在咖啡饮品领域仍然拥有不少技术储备,很多产品都没有推向市场,且口味也很不错。星巴克不是不能做第三波咖啡,只是现在还不需要。星巴克可以在咖啡品质领域做的更好,我相信在面临更大竞争的情况下星巴克也会拿出这些新产品和技术储备。星巴克通过这间 Reserved Roastery 一方面向消费者宣传星巴克的实力并“圈粉丝”,另一方面也是一个收集消费者意见的好平台,为以后可能面对的第三波咖啡直接竞争做准备。

而在 QUORA 平台上,大家对这间 Roastery 反应很好:

Exception: the Starbucks 'reserve' roastery in Seattle which is actually a bona fide paradise for coffee lovers.

五.自上市以来的股价表现及分析

1.自 IPO 以来股价的走势



这是从 1992 年上市以来 SBUX 的历史走势。可以看到除了大约 2006 年至 2009 年之间有一波较大幅度的下跌之外，星巴克的股票表现还是相当不错的。24 年间股价最多增长了超 200 倍。虽然近几年有些回调，但总体来看投资回报非常可观。我认为这是以星巴克的快速扩张战略为支撑的走势。1992 年到 2016 年这 24 年间星巴克门店数由 140 家增长至将近 24000 家，且这个数字每年都在以大约 2000 家的速度增长。尤其从 2008 年底的约 4 美金上涨至 2015 年底的 63 美金这一波非常可观，证明其增长仍有动力。目前星巴克整体市值约在 83B 美金上下浮动，体量已经十分巨大。

2.目前价位的判断

而在我看来目前星巴克的估价处于较高位置，在历史上也相当接近高点。而公司未来的发展很大程度上取决于新兴市场尤其是中国市场的拓展。目前看来这一过程比较顺利，新店投入运营后也能尽快为公司带来客户和营业额。值得注意的是，星巴克本身在 2016Q1 的回购说明董事会认为自身股价是被低估的。

六.对公司的估值

1. PE 估值

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
1										
2 市盈率 (P/E, ttm)										
3 平均值	46.19	1,927.11	30.49	28.73	25.23	35.14	57.74	22.49	43.36	56.98
4 最大值	232.58	7,440.35	36.34	36.26	28.07	66.32	156.63	34.96	60.33	108.09
5 最小值	24.71	35.45	24.36	23.12	21.78	20.68	11.22	15.60	33.53	45.18
6 期末值	31.96	227.42	36.34	27.86	23.85	23.51	59.37	23.32	34.65	52.06

从平均值和末期值来看，现在的 PE 既约 32 是处于合理区间的。排除 2014 年由于诉讼所产生的巨额负债这一独立事件，星巴克的 PE 均值都在 20 到 60 之间，并长期处于 25-45 这一区间内。因此我觉得目前 32 倍的估值是比较合理的。

2. 给出预判价格区间

以 2016 年-2017 年 EPS 分别为 1.87 及 2.18 预测 (JPMorgan)，20-50 倍 PE 估值估价分别为：

	PE=20	PE=25	PE=30	PE=35	PE=40	PE=45	PE=50
2016 (E)	37.4	46.75	56.1	65.45	74.8	84.15	93.5
2017 (E)	43.6	54.5	65.4	76.3	87.2	98.1	109

而以 30 倍 PE 这个在历史上较为合理的比例判断，2016 及 2017 对应估价为 56.1 及 65.4，依然处于 2015 年中的高点 63.36 附近。而结合之前 EPS 的历史数据，我相信 JPMorgan 的数据虽然比较往年偏低但基本合理。2016Q2 的数据也印证了这一点。因此我判断目前的股价处于相对较高的位置。

3. 公司可能面对的风险: 公关，本土消费，全球经济低迷, 权益乘数上升

星巴克可能面对的风险除了已经暴露的诉讼风险之外，我觉得仍然在其他方面存在隐患。这其中包括但不限于：

1. 公关风险

自从星巴克成功做大以来，其品牌遭受过许多次公关危机。例如其快速扩张战略曾经被许多新开发的市场所抵制。星巴克常用的扩张手段包括支付更高的价格以获取现有咖啡馆的房租租约，逼迫竞争对手离开。另外常用的方式包括亏损竞争，让没有足够资本支持的小咖啡馆不得不关门大吉。这样的竞争方式经常在新开发的市场被抵制，而对这类争议的公关如果做的不恰当很可能会对公司销售产生难以想象的影响。



A local coffee shop in New York's East Village claiming it had to close because Starbucks is willing to pay higher rent for the space



A damaged front window of a Starbucks coffee shop in Toronto



A store on Piccadilly with its windows boarded up after being smashed by protesters

2. 本土市场已经面临第三波咖啡的强力竞争：

在洛杉矶和纽约等大城市，咖啡饮用者在有时间的情况下越来越关注咖啡的品质和口

味。从这两个城市的 Yelp 评价可以看出，很多第三波咖啡馆已经赢得了越来越多的青睐。虽然这些咖啡馆短期内不能在数量和销量上追赶星巴克，但这种风潮是星巴克的巨大风险。虽然星巴克可以通过更新自己的咖啡制作工艺来在质量上赶超第三波咖啡馆，但其长时间积累的品牌口碑却不能在短时间内改变。咖啡文化的趋势如果从“标准化”、“商务化”演变成“个性化”、“文艺化”，那么星巴克可能面临很大挑战。而在北美本土市场这一势头已经有所展露。

3. 全球经济状况

目前美国本土的月度消费者信心指数已经连续数月站稳 90 点，处于经济危机之后的历史高位。但如果经济形势回调，有可能会对星巴克产生较大的影响。新兴市场的经济情况仍然没能明确好转，而英国脱欧对世界经济的影响仍在发酵。

4. 权益乘数上升

杜邦分析的结论显示，权益乘数从 2012 年之前的 1.6 倍左右上升到 2016Q2 的 2.29 不可谓不快。虽然主要是因为 2013 年与卡夫之间的诉讼案，但权益乘数在 2015 年后仍然在增长。过高的权益乘数意味着公司杠杆较高，未来如果再出现诸如诉讼案等小概率事件则可能对公司产生难以预料的影响。

4. 关于 7-12 这一次针对北美市场的加薪与提价

北美市场中 7-12 这一次给员工的加薪和为产品的提价应该独立看待、我认为是两次单独的行动，但碰巧时间安排在一起。或者说是为了在给员工加薪之后为产品提价凑得时间，以令提价显得更具合理性。

加薪本身是不得已而为之的。在这一次加薪之前已经有许多员工通过网络在线请愿以表达对被削减工时的不满。这次涨薪只针对北美 15 万员工，幅度在 5% 上下。但因为 Store Operating Expense (员工薪资因包在其中) 只占 Revenue 的 28%，所以预计这次加薪对成本增加不会太大。值得注意的是加薪在十月份才生效。基本对 2016 全年无影响。

而这次产品提价主要针对咖啡制品。Brewed Coffee 提价在每杯 10-20 美分，而星巴克招牌的 Espresso 咖啡制品每杯提价 10-30 美分。星巴克预计这次提价将对消费者每次消费平均值增加约 1%，我认为这个数字可能相对保守了一些，更有可能是为了安抚消费者。但无论如何提价本身是星巴克的一次摸索，以试图取得最大的 Revenue。基础经济学理论表明，提高产品价格会降低产品的需求量，但需求量*价格产生的销售额会怎么变取决于目前已经处于的价格区间和人们对产品的依赖度。如果星巴克因为提价反而导致销售额下降，那么再把价格降下来也不迟，而如果销售额上升则不但说明人们对产品依赖度较高，也暗示未来仍有提价的空间。因此我认为提价是利好消息。

提价之后公司股票价格当天上升大约 2%，证明市场对此消息是看好的。

七. 总结

总的来说，我认为星巴克是一家非常好的公司，并且目前看来仍然具有可持续的成长性。但是目前的价位已经处于较高位置，透支了其未来的价值。但如果价格能回调到 50 这个区间，则仍然有利可图。