



〔投資研究報告〕

2026/8/12

星巴克轉型救回客流

目錄

- 一、客流崩跌逼出改革
- 二、四項策略開始奏效
- 三、客流利潤同步驗證
- 四、現金流決定估值

利潤回升現金流待考

2026/8/12 新光投顧

星巴克這一輪轉型源自一場典型的品牌與營運同步失速。2024 財年第四季，北美同店銷售衰退 6%，交易量減少 10%，平均客單價增加 4%，北美營業利益率由 23.2% 降至 18.7%。公司當時已增加新品、應用程式促銷與行銷投入，官方仍直接承認這些措施沒有改善會員與非會員的來客行為。價格仍能上升，顧客卻持續離開，問題已從總體消費疲弱延伸至門市等待時間、訂單複雜度、服務品質與品牌體驗。

Brian Niccol 於 2024 年 9 月接任執行長後啟動「Back to Starbucks」，核心策略集中在簡化菜單、增加第一線人力、提高尖峰吞吐量、恢復咖啡館體驗，以及降低中國直營模式的資本負擔。轉型歷經一年多後，美國同店銷售由負 6% 回升至 2026 財年第三季正 7.9%，交易量由負 10% 轉為正 4.2%；北美同店更達 8.1%，交易量增加 4.5%。客流修復已從管理層敘事進入財務數字。

利潤端也開始確認改革有效。第三季非一般公認會計準則合併營業利益率升至 14.4%、年增 430 個基點；法說會調整後口徑下，北美營業利益率年增約 280 個基點，即使排除關稅退款仍改善超過 100 個基點。星巴克目前面臨的研究問題已從「轉型有沒有效」進入「利潤與現金流能否支撐高估值」。

截至 8 月 11 日收盤，股價 106.66 美元，距 52 週高點 109.23 美元僅約 2.4%。以公司 2026 財年調整後每股盈餘財測中值 2.60 美元計算，本益比約 41 倍；公司正式提出的 2028 財年調整後每股盈餘目標為 3.35 至 4.00 美元，以中值 3.675 美元計算仍約 29 倍。兩年間要從 2.60 美元成長至 3.675 美元，隱含每股盈餘年複合成長約 19%。市場已經提前支付相當比例的轉型成果。

目錄

- 一、 客流崩跌逼出改革
- 二、 四項策略開始奏效
- 三、 客流利潤同步驗證
- 四、 現金流決定估值

一、客流崩跌逼出改革

星巴克原有模式的第一個問題是**價格無法補足交易量流失**。2024 財年第二季北美交易量減少 7%，第三季減少 6%，第四季擴大至 10%。第四季平均客單價仍增加 4%，營收與營業利益卻同步下降，說明公司已觸及依賴定價維持成長的邊界。

第二個問題是**營運複雜度侵蝕服務能力**。櫃台、行動點餐、得來速與外送共享同一套製作流程，客製化飲品與持續擴張的菜單又提高備料與製作工時。Niccol 接手後把四分鐘服務時間、菜單精簡、訂單排序與尖峰排班列為主要工程，顯示管理層已將吞吐量視為核心營運瓶頸。星巴克後續在 2026 Investor Day 再次將 Green Apron Service、Smart Queue 與新一代設備列入長期生產力方案。

第三個問題來自中國。2024 財年第四季中國同店銷售衰退 14%，交易量減少 6%、客單價下降 8%，本土品牌競爭與價格壓力同步侵蝕直營模式報酬。星巴克最終與博裕資本成立合資公司，博裕持有 60%、星巴克保留 40%，中國零售門市自 2026 財年第三季起轉為授權與權益法結構。

這場轉型因而包含四個明確任務：恢復來客頻率、降低門市複雜度、提高服務吞吐量，以及提高海外資本效率。

二、四項策略開始奏效

第一項改革是**縮減複雜度**。菜單逐步削減低銷量與製作複雜品項，促銷依賴下降，產品策略重新集中在咖啡、茶、蛋白質食品與高頻核心品類。這能同時降低訓練、備料與製作時間，為尖峰交易量留出產能。

第二項改革是**增加第一線服務能力**。Green Apron Service 重新設計排班與作業流程，Smart Queue 統一排序門市、行動、得來速與外送訂單，公司也增加門市人力投入。2026 Investor Day 披露，第一財季咖啡館與得來速尖峰平均服務時間已壓至四分鐘以下。從結果觀察，美國交易量由 2025 財年第四季負

1%、2026 第一財季正 3%，一路提高至第三財季正 4.2%，營運改善與客流方向一致。

第三項改革是**恢復咖啡館體驗**。公司重新增加座位、改善門市環境並擴大店面翻修，同時規畫 2026 財年淨增 600 至 650 家全球門市。第三財季已淨增 175 家，期末全球門市 41,304 家，其中美國 16,933 家。公司 2028 財年規畫全球超過 2,000 家淨新增門市，包含約 400 家美國直營店。

第四項改革是**降低中國資本密度**。中國去合併後，國際部門第三財季營收年減 34%，營業利益率卻由 13.6% 升至 19.1%，反映授權模式改變了收入與成本基礎。星巴克並使用中國交易所得完成約 13 億美元債券本金的要約買回，長期債務由 2025 財年末 145.8 億美元降至 2026 第三財季 117.8 億美元。

競爭壓力也要求這些改革持續有效。7 Brew 截至 8 月已有超過 800 個據點、遍及 38 州，每日銷售超過 100 萬杯，8 月 12 日正式推出具備預點、客製化與會員功能的行動應用程式；Dutch Bros 第二季已達 1,225 家門市，公司直營同店銷售成長 8.3%、交易量增加 3.4%。兩家公司都以得來速速度、客製化與數位會員作為主要賣點，直接競爭星巴克正在修復的服務領域。

三、客流利潤同步驗證

第三財季美國同店銷售成長 7.9%，由交易量增加 4.2% 與客單價增加 3.6% 共同驅動；北美則為 8.1%、4.5% 與 3.5%。這組數字已確認美國分項與全球數字並非誤植。公司法說亦指出，定價對客單價成長的貢獻低於 1 個百分點，客單改善主要來自外送、食品搭售與飲品客製化。需求回升具有較高的交易量含量。

利潤率的修復也比法定報表所呈現的 30 個基點更強。一般公認會計準則北美營業利益率由 13.3% 升至 13.6%；法說會採非一般公認會計準則與固定匯率口徑，年增約 280 個基點，排除關稅退款後仍改善超過 100 個基點。關稅退款提高了本季數字，但核心營運效率本身已經轉正。

這項結果意味 5 億美元級別的門市人力與服務投資已開始產生營運槓桿。第三季合併非一般公認會計準則營業利益率提高 430 個基點至 14.4%，公司同時維持至 2028 財年完成 20 億美元毛成本節約的計畫，來源涵蓋產品與配送成本、

營運費用及一般行政費用。節約資金部分仍會重新投入門市、科技與產品，因此 20 億美元不能直接轉換成營業利益；它提供了一條可量化的利潤率改善來源。

一次性因素仍需扣分。第三季非一般公認會計準則有效稅率由 31.4% 降至 21.8%，下降 960 個基點，使每股盈餘年增 70% 的速度高於營運利益改善；中國處分另帶來 5.363 億美元稅前利益，推升一般公認會計準則每股盈餘。關稅退款亦一次抵銷此前三季相關關稅。營業利益率改善成立，每股盈餘增速則包含較低稅率與一次性項目的助力。

FY2027 還有另一道難度：**比較基期提高**。2024 財年第四季的負 6% 同店與負 10% 交易量，讓 2026 年的 7% 至 8% 成長享有低基期修復；當 FY2027 開始對比今年的高成長季度，維持相同增速的難度會提高。公司 2028 財年的正式長期框架只要求全球與美國同店成長 3% 以上，因此 FY2027 更合理的驗證線應設定在高基期下仍能維持約 3% 至 4% 正成長，同時保有正交易量。

四、現金流決定估值

損益表修復之後，星巴克最大的估值約束落在現金流與資本配置。

2025 財年營運現金流 47.48 億美元，固定資產投入 23.06 億美元，按「營運現金流減固定資產投入」計算，自由現金流約 24.42 億美元；同期實際支付現金股利 27.71 億美元，自由現金流覆蓋股利只有 0.88 倍。2024 財年相同口徑為 33.18 億美元自由現金流、25.85 億美元股利，覆蓋率 1.28 倍。2025 年是明確的現金流惡化。

2026 財年前三季情況已改善。營運現金流 36.04 億美元，固定資產投入僅 8.88 億美元，自由現金流約 27.16 億美元；同期股利支付 21.18 億美元，覆蓋率回升至約 1.28 倍。改善的主要來源包含營運現金流增加 2.38 億美元，以及資本支出較去年同期減少約 9.62 億美元。公司 10-Q 明確表示，2026 全年資本支出預計低於 2025 年，前三季下降主要來自北美與中國的新店投資及門市翻修減少。

這使現金流問題變得更精確：股利目前已重新獲得自由現金流覆蓋，但改善高度依賴資本支出下降。另一方面，公司正在提高門市翻修目標、規畫 2026 財年淨增 600 至 650 家全球門市，2028 年還要加快美國新店速度。中國去合併可以永久降低一部分公司資本支出，北美服務與店面升級仍需要現金投入。FY2027 若資本支出重新上升，自由現金流覆蓋率會成為比每股盈餘更重要的觀察值。

股利本身已接近調整後盈餘上限。目前季度股利 0.62 美元，年度化 2.48 美元；對照 2026 財年調整後每股盈餘財測中值 2.60 美元，名目配息率約 95%。這個比例不等同現金股利覆蓋率，但清楚反映目前盈餘留存空間有限。公司已連續 65 季配息，維持股利具有高度資本配置優先性。

股票買回則完全停擺。2024 財年星巴克花費約 12.7 億美元買回股票，2025 財年沒有買回；2026 財年前三季仍為零。截至 6 月底，公司仍有 2,980 萬股授權額度可以買回。流通股數由 2025 財年末約 11.369 億股提高到今年 6 月底約 11.398 億股。以目前資本配置為基準，2028 年每股盈餘從 2.60 美元中值提高到 3.675 美元中值，主要需要依賴淨利成長，縮減股數尚未提供助力。

資產負債表也需要正確解讀。2026 年 3 月底股東權益為負 84.65 億美元；中國交易完成、獲利與其他綜合利益入帳後，6 月底負值已縮小至 76.74 億美元。因此「負 84.58 億美元」屬上一季附近的口徑，最新數字已改善。負股東權益與星巴克歷史長期買回股票及資本返還有關，不能單獨解讀成流動性危機；它代表帳面資本緩衝有限，使未來股利、門市投資與債務管理更依賴持續現金流。

估值因此進入較嚴格的第二階段。106.66 美元對 2026 財年調整後每股盈餘中值約 41 倍，對 2028 財年官方目標中值約 29 倍。S&P Global 彙整的 36 位分析師目前平均 12 個月目標價約 112.23 美元，對現價上檔約 5.2%；目標區間 81 至 143 美元，代表市場對轉型最終利潤率仍存在很大分歧。

多方延續需要同時通過三道門檻。第一，高基期下美國同店仍維持 3%至 4%以上，交易量保持正成長，證明客流修復沒有在低基期結束後消失。第二，排除關稅退款後北美營業利益率持續年增，2028 財年 13.5%至 15%的官方調整後

合併營業利益率目標保持可達。第三，自由現金流在資本支出重新增加後仍至少覆蓋股利 1 倍以上，避免展店、翻修與股東回報重新形成資金排擠。

下修條件也更明確：美國同店在 FY2027 高基期下跌回 2% 以下、交易量轉負；7 Brew 與 Dutch Bros 持續以更快得來速、客製化與數位會員分流年輕消費者；北美調整後營業利益率停止改善；資本支出回升後自由現金流再次無法覆蓋股利。

星巴克已經證明轉型能把顧客帶回門市，也開始證明新增人力能透過銷售槓桿轉成利潤。下一階段的估值裁決落在現金流：2025 財年自由現金流曾經蓋不住股利，2026 年前三季靠營運改善與資本支出下降重新恢復覆蓋。41 倍 2026 財年本益比要求公司同時完成高基期同店成長、利潤率正常化與現金流修復。三者缺一，轉型成功仍可能伴隨股價報酬有限。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告