

2025 年 3 月 17 日

转型中的新翔集团 (SATS)：环美航务 (WFS) 收购的前景与代价

明鉴企业分析有限公司 (“Corporate Monitor”) 是一家致力于研究及分析新加坡交易所上市公司的非营利组织，现发布我们对新翔集团 (SATS) 收购环美航务 (WFS) 的研究分析报告。

收购 WFS 将根本地改变 SATS。这家原本主要专注于航空和企业餐饮及地勤服务的新加坡企业，通过收购不仅大幅提升收入和员工规模，还扩展市场覆盖范围，并将航空货运业务拓展至全球。

我们赞赏 SATS 管理层和董事会在冠病疫情挑战期间作出的这一大胆决策。当时许多人仍对航空业能否恢复到疫情前水平，持怀疑的态度。尽管当时这项收购的不确定性很大，但 SATS 选择主动出击，而非消极观望。

即便如此，我们对收购的估值持保留看法。在疫情期间，WFS 的收益因政府的财政补贴而出现暂时性提升。按 WFS 账面的利润估值方式，这项收购的企业价值/息税折旧摊销前利润 (EV/EBITDA) 比率为 9.7 倍。但若剔除疫情期间的特殊收益，该比率可能高达 14.3 倍。也就是说，此次收购的估值，其实更为昂贵。

SATS 的真正考验：WFS 收购的整合成效

SATS 支付高额溢价收购 WFS，意味着未来的核心挑战是，能否成功整合 WFS 并取得可观的收入和成本协同效应。SATS 提出了一个清晰的五年发展路线图，并设定了具体的量化目标，阐明在 2029 年的收入，利润率和股本回报率等指标。这在新交所上市公司中实属罕见。我们假定，如果 SATS 能够实现这些目标，这将是一项为 SATS 增值的收购。但我们希望 SATS 能确认这一点。通过收购实现增长是理所当然的，但增长的幅度必须足以产生足够的回报。这又取决于收购后的业务整合。对 SATS 来说目前的外部风险比以前来得大，包括特朗普引发的关税战，可能影响跨境贸易及空运货物需求。

在 2023/24 财年 (收购 WFS 后的首个完整财年)，SATS 的业绩表现不佳。但在过后的 9 个月内，SATS 交出亮丽的业绩。收入比去年同期有两位数的增长，与收购 WFS 前的停滞期，形成鲜明的对比。它的盈利率也大幅改善，尤其是原 WFS 的货运服务业务。与最接近的竞争对手 Dnata 对比，SATS 的表现也更优异。即便如此，SATS 的盈利率和股本回报率 (ROE) 仍低于疫情前的水平，每股盈利 (EPS) 仍因收购融资的股份增发而被摊薄。

尽管在前 9 个月取得稳健的进展，但 SATS 的 FY24/25 财年的净利润估计仍难以超越其疫情前的水平。此次收购的潜在收益尚未完全显现。——对 SATS 而言，1+1 尚未大于 1。

加强领导层和董事会以确保业务成功整合

在过往的新加坡企业并购海外公司的案例中，成功的例子不多。正如前文所述，目前断言 WFS 收购取得成功，还为时尚早。SATS 要想通过此次交易创造价值，必须成功整合 WFS 的多元化国际业务。这是一项艰巨的任务，特别是对于一直以亚洲市场为核心的 SATS 而言。要实现这一目标，SATS 需要一个拥有丰富跨国经验的领导团队，以推动业务协同、优化运营，并实现规模化增长。因此，SATS 应当优先考虑加强管理团队，并重新评估和强化董事会的组成，以确保他们与集团的全球化发展战略的步伐一致。

在这一关键阶段，具有跨国业务经验及航空货运专业知识的董事会成员，将能使 SATS 大大受益。但是根据 SATS 最新的年度报告，在董事会成员中，拥有全球业务经验者很少，而独立董事中似乎没有人在航空货运或物流领域有丰富的经验。对于 SATS 而言，增强董事会并吸纳能够积极引导集团完成转型的人加入，至关重要。

此外，在 SATS 整合 WFS 的过程中，董事会应建立合理的管理层激励机制。关键管理人员应设定透明的业绩考核目标，以确保公司拥有正确的执行团队，而管理层的利益应该与股东一致。SATS 应制定清晰的绩效考核目标，并披露高管薪酬的关键绩效指标（KPI）。虽然新交所的上市规则并未强制要求详细披露高管薪酬结构，但更高的透明度将使 SATS 更符合全球最佳治理实践，并向股东发出管理层利益与其一致的信号。我们在报告第 24 至 27 页，进一步阐述关于加强管理层与股东利益一致性的建议。

完整的《转型中的新翔集团（SATS）：环美航务（WFS）收购的承诺与代价》报告（英文版）可在 <https://corporate-monitor.org/research/> 查阅。