

2025 年 4 月 23 日

Sheng Siong Group Ltd – Inflection Point for a Great Performer

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，现发布我们对昇菴集团的研究分析报告。

我们对昇菴集团 (Sheng Siong) 充满敬意。成立于 1985 年，它已成为新加坡最成功的超市连锁企业。自 2011 年上市以来，该集团为投资者带来了丰厚的回报。过去 14 年里，其股价以每年 12.7% 的复合年增长率 (CAGR) 增长。这得益于其强劲的财务表现-收入和利润持续增长，毛利率和净利率稳步提升。昇菴集团的现金流非常强劲，截至 2024 年 12 月，其资产负债表上的现金达到 3.534 亿新元。昇菴集团在新加坡交易所 (SGX) 上市公司中表现突出，其股本回报率 (ROE) 长期保持在 20% 以上。

与区域和全球同行相比，昇菴集团在 ROE、净利率和财务稳定性方面均优于规模更大的企业，如 Woolworths、Tesco 和 Lotte。事实上，昇菴集团 10% 的净利率远超同行 3-4% 的水平。

2020 年得利於疫情封锁措施拉动了对食品和生活用品的需求，昇菴的收入和利润大幅增长，但随后的几年昇菴的业务增长滞后。2020 年至 2024 年，收入的复合年增长率仅为 0.6%，而净利润的复合年增长率为 -0.2%。与此同时，随着资产负债表膨胀以及集团近年来涉足房地产投资，ROE 从 2020 年的 37.2% 下降至 2024 年的 25.7%。

与其他零售商一样，昇菴集团面临多重挑战和威胁。其中之一是来自电子商务平台的激烈竞争，这些平台正日益瞄准生活用品甚至生鲜食品领域。这一趋势在 2020 年疫情前已初现端倪，而封锁措施可能加速了线上渗透率。线下竞争也变得更加激烈。随着消费习惯的改变和持续的移民，销售日本、韩国和中国食品的新超市连锁在新加坡快速扩张。在收购了超市品牌冷藏公司 (Cold Storage) 和巨人超市 (Giant) 在新加坡的九十多家超市门店后，来自马来西亚的 Macrovalue 集团已经成为最新的市场挑战者。此外，随着连接柔佛新山的地铁 (RTS) 于 2026 年底完工，对价格敏感的消费者可能会北上新山购物消费，从而导致昇菴集团的收入流失。

作为一家以新加坡为主，依赖线下业务的超市连锁，昇菴的增长瓶颈是显而易见的。新加坡市场较小，昇菴集团在新门店开设方面已接近饱和点，这一点从过去几年同店销售额下滑可见一斑。尽管同店销售额在 2024 年有所回升，但能否持续尚不确定。在收入停滞的情况下，毛利率的持续改善是一个亮点。产品组合向生鲜食品的转变以及自有品牌 (毛利率更高) 的增长是成功的策略。目前自有品牌收入占比为 7%，仍有提升空间 (全球同行自有品牌收入占比为 20-30%)，但不断上升的成本低消了毛利率的增长。

可以庆幸的是，昇菘集团拥有强大的品牌，广泛的门店网络，全球采购能力以及雄厚的财务资源。公司管理层稳定团结，也深得股东信任。

摆在昇菘集团前面的是两个战略选项：一是维持现状，即在新加坡逐步开设新门店；二是通过海外市场有机扩张、并购、推进线上和全渠道战略、多样化零售形式等方式重振增长。尽管这些举措都有执行风险，但昇菘集团可以借鉴全球同行应对类似挑战的成功案例。

目前，昇菘集团似乎选择了“维持现状”的策略。其在昆明开设的 6 家门店是唯一的海外业务，收入占比不到 3%，公司似乎不急於在昆明或者其他地方更积极地开店。尽管在 2013 年已启动线上业务，但线上销售额仅占总收入的 1%。过去几年管理层在股东大会上总是重复公司必须持续保留巨额现金以备发展之需，但未披露具体战略计和资金用途。

如果昇菘集团选择“维持现状”，我们认为它应将全部利润作为股息分配。然而，集团却斥资 1 亿新元购买商业房地产，这与过去不持有房地产的政策背道而驰。我们认为这导致了 ROE 下降，损害了股东利益。

我们建议昇菘集团管理层明确战略方向，并制定公司财务框架以明确未来投资和股息策略。同时，集团应审视其组织和治理结构，具体建议包括：

1. 制定关键管理人员，包括董事长和 CEO 的接班人计划。今年闹得沸沸扬扬的城市发展公司父子差点对簿公堂的新闻对于同是家族企业的昇菘是一个很及时的提醒。
2. 建立透明的高管薪酬框架，将薪酬与业绩指标挂钩。
3. 引入专业管理团队，特别是在公司财务、战略和人力资源领域。
4. 优化董事会构成，确保其具备应对未来挑战的能力。

昇菘集团是一家优秀的企业，在过去几十年为股东创造了巨大的价值。但企业必须与时俱进。以昇菘目前的规模，继续深耕新加坡市场意味着过去的增长幅度无以为继。如果增长还是公司的首选，那制定适当的增长战略迫不及待。无论公司最终如何选择，改善公司治理和优化资源配置都至关重要。只有这样，昇菘才能继续为股东创造价值。

完整的昇菘集团报告可在 <https://corporate-monitor.org/research/> 查阅。