

2025 年 7 月 17 日

Starhub Ltd 星和电讯 – An Analysis of the Returns to Shareholders and Governance 股东回报与公司治理分析

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。以下是对《STARHUB 分析报告 (2025 年 7 月)》摘要部分的中文翻译：

执行摘要

我们认可 StarHub (星和电讯) 对股东回报的重视。在其年度报告中，回报往往是核心主题。首席执行官的薪酬也有一部分与回报目标挂钩。这在新交所 (SGX) 上市公司中实属罕见。根据明鉴企业研究所的分析，超过 80% 的 SGX 公司的五年平均净资本回报率 (ROE) 在 10% 以下。也就是说，大多数上市公司的 ROE 低于股本成本，说白了它们都在摧毁股东价值。

星和在 2024 年的 ROE 为 22.8%，比其他 SGX 上市公司和其他电讯公司都高出不少。自从新加坡电信行业于 2016 年开放市场竞争以来，整个行业 ROE 普遍下滑，但 StarHub 的跌幅 (10.8 个百分点) 小于 Singtel (15.6 个百分点)、Verizon (13.8 个百分点) 及 Telstra (14.6 个百分点)。星和的 ROE 表现看来确实可圈可点。

ROE 的三大驱动因素是净利润率、资产周转率和财务杠杆。换句话说，企业如果能赚取更高的利润率，以更少的资产赚取更大的收入，以及适当地运用负债，ROE 就会高。

本报告分析发现，星和拥有高于同行的 ROE，主要得益于较高的资产周转率和资产对股东权益比率 (即财务杠杆)。然而，其净利润率是同行中最低的。星和最近三年 ROE 的变化主要由净利润率趋势所驱动，因此本报告聚焦于该因素。

我们认为 StarHub 利润率将进一步下滑。StarHub 的战略是：(a) 守住消费者业务 (如移动、宽带和娱乐) 的营收和盈利；(b) 转向资产较轻的企业服务业务。但消费者业务面临激烈竞争，利润空间持续被压缩；企业服务业务虽增长迅速，但利润率较低。这其中网络安全业务虽有显著增长，但直到 2024 年才刚刚盈亏平衡。星和并未给出该业务明确的盈利目标或时间表。区域 ICT 业务利润率亦偏低，尚无明显上升趋势。综合来看，随着高利润的消费者业务萎缩，而低利润企业业务占比上升，StarHub 的整体利润率可能进一步下滑，并拉低 ROE。

资产周转率方面，虽然 StarHub 正朝轻资模式转型（例如发展企业业务及与 M1 共享 5G 基础设施），但这些措施对提升资产周转率的实际效果有限。网络安全业务虽然增加营收，却几乎不带来利润。我们希望 Starhub 能向股东交待，大力发展低利润率的企业业务的意义何在。

财务杠杆方面，我们认为 StarHub 的杠杆水平较高，其总资产对股本的比例显著地高于其他可比公司。虽然其净债务对 EBITDA 比率较低，但 EBITDA 并不等同于现金流。电信公司仍需大量资本开支（CAPEX）。Starhub 每年的 capex 都在总收入的 9-11%，也就是 S\$2 亿以上。StarHub 的自由现金流（FCF）从 2021 年的 S\$4 亿 8 千万下降至 2024 年的 S\$1 亿 6 千万。在 2025 年第一季度，FCF 的下降加速到 63%。

现金流的下滑直接影响 StarHub 的企业金融决策。Starhub 承诺每年支付股息（每股 6 分，总计 S\$1 亿）。它也回购过股票。但是，在近期内，如要必须支付即将到期的 700MHz 频谱费用（S\$2 亿 8 千万）和维持常规 CAPEX，StarHub 的 FCF 可能转负。我们的分析显示，为了持续发股息，Starhub 可能需额外借入约 S\$2 亿 2 千万。如果 Starhub 的经营现金流持续下降，新增债务将超过此数额。这将加剧其偿债压力，特别是在截至 2026 年中前还有 S\$7 亿 7 千万债务需再融资的情况下。

背上更多的债，星和的财务杠杆会上升，从纯数学公式的推算，这反而拉高 ROE！但这当然不是可取的做法，因为届时现金流转负，债务上升，公司的运营与财务风险都已经在拉警报的情况下，追求单纯的 ROE 数字已经毫无意义。股神巴菲特就从不考虑靠高财务杠杆推高 ROE 的公司。

从公司治理角度来看，StarHub 董事会人数为 12 人，略高于 Singtel、Telstra 与 Verizon 等同行公司。这可能影响决策效率。4 位董事为非独立非执行董事，其中 3 位与控股股东淡马锡有关联，另外一位在董事会任职超过 9 年。星和董事会构成基本符合治理规范，但因为与淡马锡有关联的董事占比不小，可能引发股东对关联交易的公平性的担忧。

我们建议 StarHub 在以下方面加强信息披露：

1. 战略计划成果：StarHub 已经完成了 DARE，现正在推进 DARE+ 的战略计划。我们认为星和应明确说明这些战略计划最终的财务与运营目标，以及预期达成时间表。StarHub 称其在

DARE 取得了 S\$2 亿 7 千万的成本节约，以及 S\$3 亿 4 千万的新业务收入。但实际情况是，星和在 DARE 实施的 2018 至 2021 年间，总收入下降了 S\$3 亿 2 千万，而税后利润下降了 S\$5 千万！对于 DARE+，StarHub 也只透露了 S\$2 亿 2 千万的毛利润增长及 S\$2 亿 8 千万的成本节约目标。星和没有提供 ROE 目标。其他如收入构成，利润，增长率，capex 等等一般战略计划都会含盖的重要指标也都缺位了。

2.网络安全业务透明度：星和也应披露更多 Ensign 的信息，尤其是其目标利润率。Ensign 不再是一家起步公司，其收入已达 S\$4 亿，占星和总收入的 15%。星和应该披露 Ensign 客户、收入结构（项目型 vs. 经常性收入）等等信息，以帮助投资者评估其可持续性与估值。在 2025 年第一季，Ensign 的收入就出现了近年来第一次的衰退，其原因就是某个项目的完成拖延了。另外重要的披露是星和与淡马锡对 Ensign 股权的协议。这关系到 StarHub 在 Ensign 最终的持股比例，直接影响到 StarHub 能否继续合并 Ensign 的财务报表。

3.高管薪酬披露：我们认可星和对 CEO 的股权激励设有明确的股东回报目标，这说明星和对股东回报的关注不是仅为空谈。其他 SGX 上市公司应该效仿星和的做法。我们认为星和为 CEO 的薪酬框架设计合理，但建议某些薪酬的组成部分有更多的披露。

总结而言，虽然 StarHub 是当前 ROE 高企，但前景并不乐观。针对消费者的电讯业务持续面临巨大的竞争压力导致盈利能力下行。企业业务有增长但获利能力还不明朗。加上高杠杆和自由现金流恶化，星和可能必须在负债增加或者是股息减少之间做出取舍。

完整的星和报告可在 <https://corporate-monitor.org/research/> 查阅。