

尚阳通“骨折价”福利

记者 褚念颖

近期，深圳尚阳通科技股份有限公司(下称“尚阳通”)提交了招股说明书，拟在上交所科创板上市。

近年来，公司业绩猛涨，但内部存在诸多风险。如尚阳通产品结构较为单一，对第一大供应商存在高依赖，第二大供应商又是关联方。此外，公司多次以“骨折价”进行股权激励。IPO之前，实控人已着手将激励“落袋为安”……

“三高”风险

尚阳通是国家级高新技术企业和深圳市“专精特新”企业。公司聚焦高性能半导体功率器件的研发、设计和销售。

招股书显示，半导体功率器件是以电能转换为核心的半导体器件，通过对电流与电压进行调控实现电能系统中的形式转换与传输分配，将调整后的电能输送到对应的用电终端，为系统运行提供基础保障。尚阳通的高压产品线包括超级结 MOSFET、IGBT 及功率模块、SiC 功率器件，中低压产品线主要包括 SGT MOSFET，覆盖车规级、工业级和消费级等应用领域。

2020年-2022年(下称“报告期”)，公司营业收入分别为12696.70万元、39241.89万元和73648.34万元，年均复合增长率为140.84%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为-1484.89万元、5031.05万元和17744.23万元。

报告期内，尚阳通成功扭亏为盈，业绩呈现出较快的增长趋势。

此外，税收优惠为公司的业绩提升也起到了一定作用。

尚阳通在报告期内因符合政策条件享受的税收优惠金额分别为0万元、276.07万元和4016.46万元，占当期归属于母公司股东的净利润的比例分别为0%、5.68%和28.88%。

毛利率方面，公司报告期内的综合毛利率分别为21.70%、32.29%和38.42%，同行业可比公司平均值分别为23.18%、30.09%和30.45%，整体变动趋势一致。

值得注意的是，报告期内，尚阳通的主要产品超级结 MOSFET 占营业收入比例达70%以上。公司存在产品结构单一的风险。

报告期内，公司还存在供应商和客户集中度双高的问题。

报告期各期，尚阳通对前五大客户销售收入占主营业务收入的比例分别为62.64%、51.93%和66.82%，集中度较高。

同期，尚阳通前五名主要供应商的采购额占当期采购总额的百分比分别为98.67%、98.60%和98.41%，集中度也较高。

其中，公司对第一大供应商华虹宏力的采购额占当期采购总额的比例分别为84.85%、77.92%、81.58%，保持在80%左右。

“骨折”价激励

尚阳通采用半导体专业化垂直分工



来源：公司官网

模式下的 Fabless 模式。通俗解释即公司专注于半导体功率器件的研发、设计和销售，将产品的生产进行委外加工，由晶圆代工厂依据公司的设计方案完成晶圆制造，并由封装测试厂完成晶圆中测、封装和成品测试等工序。

在此模式影响下，公司的采购端呈现出集中度高的迹象。

这一模式下，为尚阳通封装测试的供应商引起了《国际金融报》记者的注意。

报告期内，华达微和通富微电(同一实控人)一直是公司的前两大供应商，采购金额占比分别为11.33%、12.77%和10.88%。最重要的是，华达微和通富微电是尚阳通的关联方，均为间接持有尚阳通5%以上股份的明达控制的企业。

报告期内，公司与华达微和通富微

电的交易占营业成本比例分别为13%、13.24%、14.15%，比例逐年上升。

其实在尚阳通的历史沿革中，存在无锡赛新、无锡锡海为华达微代持有公司股权的情形。

2017年6月7日，华达微成立全资子公司南通华泓。华达微认为其及通富微电已和公司的同类客户保持稳定合作，解除公司代持情况不会影响其及通富微电与其他客户的交易稳定性，因此决定解除公司的股权代持情形，由其全资子公司南通华泓直接持有公司股权。

报告期内，尚阳通共发生了8次增资及2次股权转让。在多次增资或出资额转让中，目的为股权激励的注册资本价格显著低于其他情形。

比如，2022年4月以及上一年8月，因股权激励而增资的子公司咨询，其价

格为2元/注册资本。

子鼠咨询为尚阳通实控人蒋容、董事肖胜安等持股的员工持股平台，出资比例分别为31.23%、13.70%。

2022年10月，尚阳通发生报告期内一次增资及股权转让。此时每注册资本价格为99.48元。蒋容分别将其持有的公司6.785万元及5.0259万元出资额(分别占公司本次增资前注册资本0.145%及0.105%)以675万元及500万元价格转让给山东尚顺及烟台山高。肖胜安分别将其持有的公司6.785万元及5.0259万元出资额(分别占公司本次增资前注册资本0.145%及0.105%)以675万元及500万元价格转让给山东尚顺及烟台山高。

短短六个月时间，IPO之前实控人就已着手将股权激励“落袋为安”了。

“身小”计大

需要注意的是，尚阳通无控股股东，股权结构相对分散。

本次发行前，尚阳通实际控制人蒋容直接持有公司8.58%股份，且直接持有子鼠咨询31.23%份额和青鼠投资13.33%份额，直接及间接合计持有公司发行前15.90%股份。同时，蒋容通过担任员工持股平台子鼠咨询、股东青鼠投资的执行事务合伙人，得以间接控制公司股东大会22.51%、2.18%的表决权。另外，肖胜安、姜峰为蒋容的一致行动人，分别持有公司发行前4.08%、3.23%的股份。因此，蒋容合计可以控制公司股东大会表决权达40.57%。

也就是说，本次发行后实际控制人的持股比例将进一步降低，未来若公司其他股东通过增持股份谋求影响甚至控制公司，公司控制权存在发生变化的风险。

受经营模式影响，公司员工数量也不算多。

数据显示，公司在报告期各期末员工数量分别为42人、69人、94人。虽然人员配置上精打细算，但尚阳通本次IPO的野心不小。

公司拟首次公开发行不超过1702.45万股人民币普通股，募集资金扣除发行费用后的净额全部用于与公司主营业务相关的项目。

尚阳通将投入约17亿元的募集资金在硅功率器件芯片升级迭代及产业化项目、化合物半导体功率器件芯片研发及产业化项目、高压功率模块(含车规级)产品研发及产线建设项目、应用研究中心建设项目以及科技与发展储备基金上。前四大项目主要是针对产品进行研发和升级，将投入4.6亿元募集资金的科技与发展储备基金项目将用于投资并购、补充流动资金。

值得注意的是，截至2022年12月31日，公司及其下属子公司在中国境内共拥有54项已获授权专利，包括发明专利50项，实用新型专利4项。

数量上虽然看起来比较多，但近年来的新增数量并不多，仅有子公司南通尚阳通在2022年有两项发明专利申请。

力王股份股权纠纷

记者 吴鸣洲 见习记者 李昕

自从实行全面注册制以来，新股发行周期有所加快。相比之下，部分企业漫长的IPO之路显得格外醒目。

2022年5月，广东力王新能源股份有限公司(下称“力王股份”)的IPO申请被受理，拟于上交所发行上市，此后接连收到两封来自北交所的问询函。今年4月6日，公司才提交了对于第二轮问询的回复。截至目前，力王股份仍处于问询进程中，距离其申请被受理，已经过去了整整一年时间。

而伴随着力王股份整个IPO进程的，还有实控人李维海、王红旗的股权纠纷案，目前此案二审正在审理中。

另外，结合公司产品结构和经营模式来看，公司未来发展与增长性或存在一定的隐忧。

股权纠纷

截至招股书签署日，李维海持有公司2756.30万股股份，占公司股本总额的40.53%；王红旗持有公司2746.10万股股份，占公司股本总额的40.38%；二人合计持有公司5502.40万股股份，合计占公司股本总额的80.92%，为力王股份的共同实际控制人。目前李维海担任公司董事长，王红旗担任公司副董事长、总经理。

而我们目光转向公司设立之初，会发现上述二人的名字并不在出资人名单之中。

招股书显示，2001年，东莞市力王电池有限公司(下称“力王有限”)设立，注册资本65元，其中王宏群出资25万元，持有38.50%股权；何泰华出资25万元，持有38.50%股权；沈改兰出资15万元，持有23%股权。

虽然彼时何泰华、王宏群被登记为力王有限的股东，但其各自对公司的25万元出资实际来源于李维海、王红旗，何

泰华系李维海姐姐的儿子，王宏群为王红旗的弟弟。公司解释称，这是系力王有限筹备设立时，李维海、王红旗虽已离开原任职单位，但人事关系解除手续未同时办理完成，担心以自己的名义设立公司，不利于办理与原任职单位的离职手续，故委托他人代为设立并持有股权。

2003年和2004年李维海、王红旗先后与彼时的股东解除了代持关系，并且在2004年4月5日，另一位代持人沈改兰与李维海、王红旗分别签订了《股权转让合同》，将自己所持力王有限7.5万元出资额转让给二人。

但在2021年2月，沈改兰一纸状书将李维海、王红旗告上法庭，要求二人各返还公司12.5%的股份，理由是对2004年4月5日涉及向李维海、王红旗转让东莞市力王电池有限公司股权的《股权转让合同》并不知情。值得一提的是，据招股书，沈改兰最初实际持股其实只有23%，但公司在进行工商变更登记手续时，误将沈改兰的持股比例登记为25%。

在深圳市罗湖区人民法院、深圳市福田区人民法院此前的判决中，一致驳回了原告沈改兰的全部诉讼请求。但由于沈改兰不服一审判决，进一步向深圳市中级人民法院提起上诉，目前二审正在审理中。

力王股份在回复北交所的问询函中称，上述股权诉讼纠纷不会导致公司实际控制人的变化。但若二审判决支持沈改兰诉讼请求或作出与一审不同的判决，可能会对本次发行造成不利影响。

前景不乐观

根据力王股份招股书内披露的业绩表现来看，公司未来发展也不容乐观。

根据招股书，我们可以看到，力王股份的主营业务构成非常简单，主要是对环保锌锰电池和锂离子电池进行生产、研发和销售。公司拥有自主品牌



图虫创意 图

“Kendal”。

其中，锌锰电池就是俗称的“干电池”，是日常生活中最为常见的电池。根据电解液和工艺的不同，锌锰电池主要分为碳性锌锰电池和碱性锌锰电池。

由于碳性锌锰电池生产技术成熟、性能稳定且售价相对便宜，因此主要应用于遥控器、手电筒和玩具等小型电子设备。而碱性锌锰电池具有工作电压高、内阻低等优点，主要适用于家用电器、智能家居用品和户外电子设备等高耗能、高电流电子产品。高性能环保碱性电池无汞、无镉、无铅，对环境友好，可随生活垃圾一起处理。

从我国锌锰电池出口情况看，较为高端的碱性电池主要出口到欧、美、日等发达国家或地区，相对廉价的碳性电池主要出口到亚洲、非洲等地的发展中国家。

而相比于锌锰电池，锂离子电池属于二次电池，也被称为蓄电池，即电量耗尽之后可以再次充电使用。且锂离子电池是二次电池技术中能量密度较高、综合性能较好的电池，目前主要应用于手机、笔记本电脑和智能穿戴设备等产品。2019年-2021年(下称“报告期”)，

力王股份分别实现营业收入3.32亿元、4.02亿元、4.69亿元，呈上升趋势，但公司整体规模与同行相比差距较大。根据公开资料，2019年虎头电池实现营业收入64.79亿元，南孚电池、长虹能源分别实现营收31.61亿元、30.71亿元；2021年，就连和力王股份处于行业同一梯队的恒威电池也实现营收5.47亿元，略高于力王股份。

从公司主营业务构成来看，锌锰电池依旧是公司营收的主要来源。

报告期内，锌锰电池营收占比分别为82.16%、82.39%、76.86%，分别实现销售收入2.72亿元、3.31亿元、6.89亿元，呈上升趋势。但作为较早入局锌锰电池赛道的企业，这一数字并没有那么令人满意。公开资料显示，2021年，长虹能源依靠锌锰电池实现营业收入12.79亿元，野马电池的锌锰电池业务营收为11.51亿元，差距较为明显。

而且，根据招股书，公司锌锰电池业务的毛利率也出现了下滑趋势。报告期内，公司碱性电池毛利率为24.26%、30.89%、23.34%，碳性电池毛利率为14.41%、18.56%、10.68%。面对大幅波动且出现下滑趋势的毛利率，公司解释称，这是由于原材料采购价格大幅上涨及新

冠疫情影响所致。

而据《国际金融报》记者观察，公司锌锰电池的毛利率与同行差距较大。

首先就行业而言，锌锰电池在国内的生产工艺已经较为成熟，市场格局趋于稳定。全球范围内，金霸王、劲量、雷诺威、松下等国际知名品牌在欧洲、美国、日韩等发达国家和地区占据了较大的市场份额。从国内来看，只南孚电池一家，市占率就高达80%，行业发展接近“天花板”。

其次，就生产模式而言，力王股份的锌锰电池以OEM(一种代工生产方式)为主，自有品牌销售为辅。报告期内，公司锌锰电池销售收入中超过七成收入来自OEM销售，自有品牌销售收入占比不足三成。

但相比自有品牌来说，代工模式销售溢价较低，整体毛利率也相对较低。同时，由于力王股份自有品牌市场投入不足，销售规模偏小，相比国内市场上其他电池品牌，其自主品牌“Kendal”的行业知名度并不高。

对比亚锦科技来看，其依靠自有品牌南孚电池，实现遥遥领先的毛利率水平。2019年度、2020年度及2021年上半年，碱性电池毛利率水平均在50%以上，碳性电池的毛利率也基本接近40%。

电子烟“救命”?

结合招股书来看，力王股份此前就已经意识到锌锰电池市场即将饱和，于是有意扩大公司产品版图。按照“内生增长不行转外延并购”的理念，公司在2016年对金辉电源进行收购，自此将业务体系扩展至锂离子电池市场。

报告期内，公司的锂离子电池销售收入分别为4457.18万元、5785.72万元、9870.46万元，收入占比已由2019年的13.45%上升至2021年的21.16%，成为第二大主营业务。

首先，这一数值对比同行来说，仍有较大差距。长虹能源的锂电池业务在2017年只有509.70万元，但在2018年并入上市公司后，营收增至2.33亿元，且增长快速，2020年营收达到7.41亿元；并且在2021年上半年实现收入7.74亿元，超过2020年全年的锂电池业务收入。

其次，力王股份的锂离子电池增速迅猛的主要原因，要归功于电子烟市场的快速发展。报告期内，力王股份锂离子电池收入中超过九成来自电子烟领域，2021年公司来自深圳市汉清达科技有限公司、深圳市格林韵达科技有限公司的收入占当期锂离子电池收入的78.19%。据悉，汉清达是韩国和俄罗斯最大的电子烟生产商、美国第三大电子烟生产商。

但就国内和国际环境来看，电子烟行业的发展前景似乎不容乐观。

就国内电子烟市场来说，目前我国电子烟消费市场渗透率较低，一方面与国内传统文化、烟草制品消费习惯，以及人们健康水平意识提升有关。另一方面，监管的加强也让我国电子烟市场未来发展面临较大风险。

2022年3月11日，国家烟草专卖局发布《电子烟管理办法》，并于同年5月1日正式施行。2022年4月12日，国家市场监督管理总局、国家标准化委员会发布《电子烟》强制性国家标准，于同年10月1日起实行。

国际上，电子烟似乎也不像之前那般“受欢迎”。此前欧盟公民(ETHRA)组织表示，除非电子烟用户和尼古丁袋、CBD和加热烟草产品的使用者现在发出自己的声音，否则他们可能会面临更多不受欢迎的规定——包括口味和在线销售禁令、最低年龄增长以及互联网广告禁令。

而美国目前已经有五个州禁止销售调味烟草，包括加利福尼亚州、马萨诸塞州、新泽西州、纽约州、罗德岛州。