

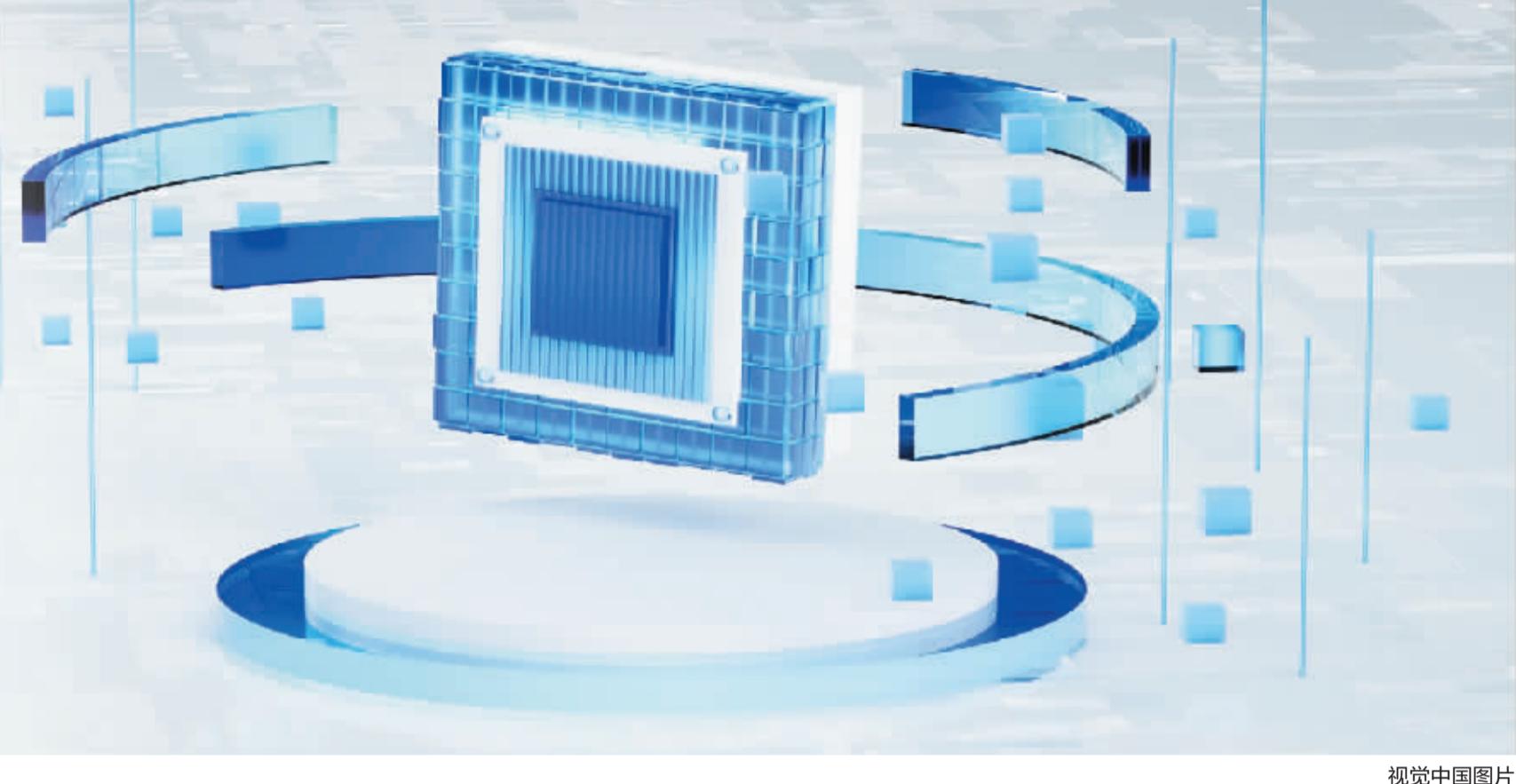
尚鼎芯IPO存忧：

超高毛利率迷雾萦绕 代理商身份深藏不露

何以规避“价格战”取得远超同业的毛利率、产品是自研还是代理、部分海外客单价异常、“擦线”上市盈利指标……诸多疑点让“闯关”港股IPO的深圳市尚鼎芯科技股份有限公司蒙上阴影。尚鼎芯从事芯片设计业务，实控人夫妇握有公司约95%的权益。截至2024年末，公司共有全职雇员64名。

4月29日，中国证券报记者就相关问题联系采访尚鼎芯，公司工作人员称收到采访邮件后已发给负责该业务板块的相关负责人。5月6日，尚鼎芯方面回复采访邮件，但对相关问题未予正面回应，只表示查阅公司招股书及公开披露信息。

● 本报记者 吴科任



视觉中国图片

代理商之谜

招股说明书显示，尚鼎芯于2011年在深圳成立，从事功率半导体器件的开发、销售，主要产品为硅基MOSFET（一种主要用于放大或转换电子信号的晶体管），以及少量的IGBT产品。区别于重资产的IDM模式（设计-制造-封装/测试一体），公司采用轻资产的Fabless模式（无晶圆厂），只做芯片设计，芯片制造、封装、测试等环节委外。

截至2024年末，尚鼎芯共有全职雇员64名，其中高级管理层、研发、销售及营销、业务运营及行政分别有3人、11人、33人及17人。2022年-2024年，公司研发开支分别为950万元、730万元和580万元，对应研发强度分别为5.68%、6.46%和4.77%。公司共有4项发明专利、5项实用新型专利、19项集成电路布局设计专有权。

记者调查发现，尚鼎芯有另一特殊身份。新三板挂牌公司拓普泰克2024年6月发布的一则公告显示，尚鼎芯是日本鼎日株式会社的深圳地区代理商。另据公开信息，日本鼎日株式会社成立于2000年，是一家专注于电源管理领域的芯片设计公司，产品线包括MOSFET、LDO、PWN IC等。天眼查显示，尚鼎芯于2023年7月提交过一次网站备案（www.din-tek.jp），点击该网站，首页面用日文和英文提示其处于更新状态，无公司相关信息。尚鼎芯在招股说明书中披露的公司网站为“www.dintek-semi.com”，语言仅为英文；“www.din-tek.cn”是尚鼎芯又一公司网站，语言可选择中英文。无论哪个网站，“din-tek”是关键域名信息，而“din-tek”为鼎日的产品品牌。尚鼎芯在其海外电子商务平台（https://sdxin.en.alibaba.com/）上的企业宣传片直言，公司是日本鼎日的亚洲总代理和授权代表（英文原文为“the general agent and authorized representative of Din-Tek Semiconductor (JP) in Asia”）。国内电子元器件交易平台“电子街”上一条发布于2023年9月的产品推销信息显示，尚鼎芯确有“大量供应鼎日株式会社原厂MOS管”。此外，尚鼎芯在2022年8月设立了一家名为“鼎日半导体股份有限公司”的全资子公司，主要从事功率半导体产品的进出口贸易。

在“华强电子网”平台上，供应DIN-TEK品牌产品的商家不少。以产品型号DTM4015为例，多位商家告诉记者，其产品均为鼎日原装进口，而非国产替代产品；然而，价格方面差异极大，有些商家报每颗1元，有些商家报每颗0.32元或0.2元。一位商家对记者表示，报每颗0.32元或0.2元的肯定为国产，原厂不可能这个价。

还有更让人摸不着头脑的一幕。上述某商家问：“不要求鼎日的，行吗？”记者反问：“有国产的吗？”对方表示：“鼎日也是国产的，不是进口的。”记者追问：“鼎日不是日本那家吗？”对方回答：“不是。”记者继续追问：“是尚鼎芯吗？”对方“嗯”了一声。

可见，尚鼎芯与日本鼎日关系匪浅。诡异的是，招股说明书对双方关系未有任何披露。一般而言，芯片原厂与代理商之间有着明确的分工和利益划分，代理商从原厂采购芯片，通过销售获得收入，扣除采购成本和运营成本后获得利润。从尚鼎芯披露的信息看，其更像一家独立自主的芯片设计公司，从研发到生产，再到销售，实现了运营闭环。这难免让外界对尚鼎芯的研发实力和产品竞争力生疑。

毛利率畸高

当国内一众功率半导体头部企业为百分之二三十的毛利率苦苦支撑时，尚鼎芯的毛利率却长期稳定在55%上方——与行业毛利率下行态势迥异。

虽然尚鼎芯收入体量不大，但毛利率尤为亮眼。招股说明书显示，2022年-2024年，公司分别实现营业收入1.67亿元、1.13亿元和1.22亿元，毛利分别为9328.6万元、6214.7万元和6921.2万元，对应毛利率分别为55.8%、55%和56.9%。分产品类型来看，沟槽MOSFET分别实现收入6131.6万元、4690.2万元和5322.8万元，毛利率分别为54.6%、54.9%和57.6%；SGT MOSFET分别实现收入10089.5万元、5968.6万元和5956.5万元，毛利率分别为56.6%、

55.8%和57.1%；超结MOSFET分别实现收入498.7万元、637.4万元和862.5万元，毛利率分别为54.9%、48.6%和51.6%。

“行业很难有这么高毛利的”，一家涉足MOSFET的功率半导体大厂高管直截了当地告诉记者。一位资深半导体行业分析师对记者表示，2022年以来，A股功率半导体上市公司（包括IDM模式和Fabless模式）的硅基MOSFET产品综合毛利率介于20%到40%之间。

一位IDM模式头部功率半导体大厂的内部人士告诉记者：“近几年，公司MOSFET产品综合毛利率在20%-30%水平，而Fabless模式企业一般高于30%。除了产线折旧摊销和价

格竞争，有时为填充产能，也要做一些低毛利产品，而Fabless企业可挑高毛利产品做。公司沟槽和SGT两个MOSFET品类毛利率要高一些，但也就30%出头。”

记者获悉，一般情况下，在晶圆产能紧张、晶圆价格持续上升的情况下，采用IDM经营模式的功率半导体企业毛利率水平相对较高；相反，在晶圆产能充裕、晶圆价格稳定处于较低水平的情况下，采用Fabless模式的功率半导体企业毛利率水平会优于IDM模式。尚鼎芯属于例外情形，无关产业周期变化，报告期内公司毛利率始终领跑。

在华东一家涉足MOSFET的功率半导体大厂高管看来，“如果这家公司（指尚鼎芯）是

客单价诡异

从成本收益角度分析，尚鼎芯想要取得并维持“超额”毛利，要么公司产品附加值高、价格高于竞品，要么在供应链上下功夫、有显著的成本优势，或者二者兼备。

先看价格，招股说明书显示，2022年-2024年，尚鼎芯单颗沟槽MOSFET平均售价分别为0.62元、0.54元和0.45元，整体降幅为27.42%；单颗SGT MOSFET平均售价分别为0.60元、0.54元和0.46元，整体降幅为23.33%；单颗超结MOSFET平均售价分别为2.56元、1.71元和1.73元，整体降幅为32.42%。这一时段，公司销售量从2.705亿颗下降到2.513亿颗，降幅为7.1%；收入从1.67亿元下降到1.22亿元，

降幅为27.29%。

再看成本，招股说明书显示，2022年-2024年，尚鼎芯销售成本分别为7402.3万元、5090.4万元和5244.4万元，整体降幅为29.15%。其中，晶圆等原材料成本分别为6219.7万元、3901.5万元和3712.7万元，整体降幅为40.31%；封装服务等外包制造费用分别为1359.7万元、1158.1万元和1383.8万元，整体涨幅为1.77%。

根据上述数据，虽然公司产品价格下降，但受成本同步下降抵消影响，尚鼎芯实现了毛利率不降反升，即从2022年的55.8%到2024年的56.9%。细究发现，疑点不少。

首先，2022年第四季度以来，随着下游应用市场整体景气度持续下行，叠加产能持续释放和终端库存高企，硅基MOSFET产品价格竞争激烈，尤其是消费电子领域。不过，尚鼎芯在招股说明书中将公司MOSFET产品均价下降主要归因为原材料价格下跌。

其次，尚鼎芯采购晶圆的成本显著低于行业平均水平。招股说明书显示，2022年-2024年，公司单片晶圆平均采购成本分别为1861.8元、2329.5元和2078元，而国内用于生产硅基MOSFET的8英寸晶圆平均价格分别为3730.8元、3313.6元和2631.3元。

再次，同类芯片因性能、制程等不同价格

踩线盈利指标

尚鼎芯选择上市的板块为港交所主板，但公司在目前公开的招股说明书中未透露具体选择哪一套上市标准。

根据《港交所上市规则》，主板提供三套财务测试路径，企业需满足其中一项。第一套为盈利测试，最近一年的股东应占盈利不得低于3500万港元，及其前两年累计的股东应占盈利亦不得低于4500万港元。第二套为市值/收益/现金流测试，上市时市值至少为20亿港元，经审计的最近一个会计年度的收益至少为5亿港元，以及前三个会计年度的现金流入合计至少为1亿港元。第三套标准为市值/收益测试，上市时市值至少为40亿港元，经审计的最近一个会计年度的收益至少为5亿港元。

由于不适用港交所“特专科技公司”上市情形，尚鼎芯只能在上述三套财务标准中选择。2022年-2024年，尚鼎芯收入均不足2亿元，股东应占盈利分别为5360.9万元、3101.7万元和3511.2万元。结论一目了然，其尚可匹配第一套上市标准。

尚鼎芯能够“擦线”盈利标准，除了毛利提升，也严控运营成本。公司2024年毛利较2023年高出706.5万元；2022年-2024年，销售及分销开支分别为1436万元、1342.7万元和1554万元，相对平稳；行政开支分别为1814.3万元、1430.1万元和1350.2万元，降幅明显。对照行政开支明细，主要削减了研发成本和员工成本。

一位华南地区的资深保荐代表人对记者

表示：“盈利或收入‘擦线’满足上市标准，一般很难通过保荐人推荐，预留一些空间比较好。从近期审核来看，绝大部分冲击港股IPO的公司，财务指标往往远超上市标准。联交所审核时，会重点关注‘踩线’公司的收入真实性以及持续经营能力，因为如果拼凑业绩上市，业绩的持续性将存疑。”

成立于2017年的金联资本（企业融资）有限公司为尚鼎芯本次上市独家保荐人。东方财富Choice数据显示，在2017年以来上市的港股公司中，首发保荐机构无金联资本身影。

尚鼎芯“前脚分红，后脚募资”的行为亦受关注。招股说明书显示，尚鼎芯于2022年和2024年合计已付股息6546.7万元；截至2024年

底，公司现金及现金等价物只剩1621.9万元，可分派储备为2000万元。截至目前，尚鼎芯董事长、总经理刘道国及其配偶合计持有公司约95%的权益。也即，九成以上现金分红进入了刘道国夫妻口袋。

“监管尺度不太会对齐A股，香港对分红这事很开放，对募集资金用途也没要求很细。”一位深耕香港市场的律师事务所合伙人说。

尚鼎芯拟将募资用于三部分：研发开支、扩充办公室及实验室空间、购置新研发基础设施及设备。公司表示，目前办公室、仓库及实验室总面积约为1941平方米，几乎全部使用，缺乏足够空间放置新的研发设备及机器，计划租用及翻新约1300平方米的工作空间。

恒指连续反弹 机构称港股或存全球资金再配置需求

● 本报记者 周璐璐

近期，港股市场整体呈反弹走势。据Wind数据，截至5月6日收盘，恒生指数已连续四个交易日上涨，自4月8日以来已累计涨逾14%。

从资金面看，南向资金5月6日大幅净流入港股市场，净流入金额再度超过100亿港元；在截至4月30日的一周时间里，EPFR统计的主动外资净流出港股和ADR（美国存托凭证）的速度与前一周相比有所放缓，且连续三周放缓。

分析机构称，海外流动性短期“易松难紧”，对港股制约或有限，港股或存全球资金再配置需求。

恒指连续4个交易日上涨

5月6日，港股市场震荡走高。根据Wind数据，截至当日收盘，恒生指数上涨0.70%，连续四个交易日上涨。自4月8日以来，该指数已累计涨逾14%。

从资金面看，南向资金5月6日表现亮眼。截至收盘，

Wind跟踪的主题行业板块中，食品饮料板块以2.40%的涨幅领涨，消费者服务、交通运输板块均涨逾2%，有色金属板块涨1.97%。恒指成分股中，农夫山泉大涨7.07%，周大福、金沙中国有限公司均涨逾5%。

港股科技股5月6日整体走弱，新能源汽车股跌幅明显。截至当日收盘，恒生科技指数下跌0.09%；指数成分股中，蔚来-SW跌逾6%，小鹏汽车-W跌逾3%，舜宇光学科技、小米集团-W、同程旅行均跌逾2%。

对于港股市场近期的反弹，光大证券策略首席分析师张宇生表示，近期美国资本市场对关税政策的负反馈，特别是美债利率的攀升，促使美国政府释放阶段性缓和信号加以安抚。海外扰动减弱利于港股市场回暖。

南向资金净流入超百亿港元

近期，南向资金整体净流入港股市场，5月6日净流入金额再度超过100亿港元。

根据Wind数据，5月6日，南向资金大幅净流入港股市场，收盘时净流入金额为134.75亿港元。上一次南向资金单日净流入金额超100亿港元是在4月22日。

拉长时间周期看，自2024年11月以来，南向资金整体保持较快净流入步伐。2024年11月、2024年12月、2025年1月至4月南向资金月度净流入金额分别为1250.20亿港元、954.49亿港元、1255.92亿港元、1527.78亿港元、1602.82亿港元、1666.72亿港元。

根据EPFR统计，主动外资净流出港股和ADR的速度连续三周放缓。在截至4月30日的一周时间里，主动外资净流出港股和ADR的金额为0.8亿美元，此前一周净流出1.2亿美元。被动外资则转为净流出，在截至4月30日的一周时间里，被动外资净流出港股和ADR的金额为0.5亿美元，此前一周则净流入7.6亿美元。

对于2025年以来南向资金大幅净流入的情况，中金公司海外策略首席分析师刘刚表示，本轮南向资金大举流入的过程中，ETF资金

的流入非常强劲，这背后可能存在不少个人投资者通过ETF配置港股的情况。据刘刚测算，今年后续相对确定的南向资金增量大概在2000亿港元至3000亿港元区间，预计全年累计净流入区间为8000亿港元至10000亿港元。

对于外资未来是否加码港股市场这一问题，华泰证券首席宏观经济学家易峘表示，海外流动性短期或“易松难紧”，对港股形成负面影响。4月，海外投资者购买日本债券和股票的规模创1996年以来最高，这或意味着全球资金正寻求美国资产替代品。港元汇率近期持续走强，港美利差空间缩窄但港元强势不改表明港股或存全球资金再配置需求。

港股相对收益仍有支撑

港股市场近期反弹能否持续？

“鉴于美国关税政策对全球经济、股市带来巨大的不确定性，短期港股市场走势震荡可能是大概率事件。”国信证券海外策略研究首

席分析师王学恒表示。

易峘认为，近期美国方面释放关税谈判信号，短期贸易冲突或存降级空间，风险偏好提振下港股或迎来重定价窗口。展望后市，短期贸易冲突悲观情绪缓和、中期港股产业结构优势或持续支撑港股相对收益。

投资策略方面，易峘建议，风格上可适度转向进攻；配置上关注三大主线：一是海外不确定性升高背景下具备政策逆周期调节预期的泛消费领域，尤其是同时受益于AI产业升级和内需上行逻辑的标的；二是盈利预期抬升明显、具有技术突破能力、存政策预期支撑的港股硬科技方向；三是高股息板块，可沿一季度业绩稳定的方向寻找线索。

张宇生认为，可采取哑铃型策略，关注科技成长及高股息板块。具体而言，张宇生建议，一方面，关注有望受益于国内扶持政策持续出台的芯片、高端制造相关概念板块以及具有自身独立景气度的部分互联网科技公司；另一方面，关注高股息低波动的相关领域，包括通信、公用事业、银行等行业。