

昂瑞微IPO过会 持续亏损盈利难题待解

中经记者 顾梦轩 李正豪
广州 北京报道

在经历了上交所两轮问询后，昂瑞微IPO迎来新进展。10月15日，上交所上市审核委员会召开了2025年第42次审议会议，审议北

拆解亏损原因

2022年至2024年，昂瑞微连续三年亏损，扣非净利润分别为-4.74亿元、-3.01亿元、-1.10亿元。

公开资料显示，昂瑞微主要从事射频、模拟领域的集成电路设计，产品线包括面向智能移动终端的5G/4G/3G/2G全系列射频前端芯片，以及面向物联网的射频SoC芯片。报告期内，射频前端芯片在昂瑞微主营收入中的占比一直超过80%。

昂瑞微招股说明书最新业绩预告显示，今年1—9月，昂瑞微营收预计同比下滑19.19%—21.57%，亏损额扩大至6000万—7000万元，同比跌幅为403.40%—487.30%。同时，2022年至2024年，昂瑞微连续三年亏损，扣非净利润分别为-4.74亿元、-3.01亿元、-1.10亿元。

对于业绩表现，昂瑞微在《发行人及中介机构关于第二轮审核问询函的回复意见》(以下简称“二轮回复意见”)中指出，公司2025年上半年射频前端芯片收入下滑的主要原因包括：第一，2024年下半年至2025年上半年，发行人第一大终端客户结合自身终端销售预期及供应链情况调整了采购节奏及采购结构，阶段性减少采购规模。第二，公司战略性放弃部分低毛利、非品牌项目订单，聚焦高质量健康发展。2024年下半年，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润的变化主要系营业收入减少及毛利率降低带来的毛利变动所致。

分析公司长期亏损的情况，受访人士皆认为，高研发投入是首要原因。星图金融研究院研究员张思远向记者表示，2022年至2024年，

负债高企

昂瑞微短期借款占整体负债的比例从2022年的9.74%大幅上升至2025年上半年的52.6%。

招股书显示，在2022年至2025年6月，公司前五大客户销售收入占比长期居高不下，介于59%至76%之间。其中，对“客户A”的依赖极强。2025年1—6月，公司对“客户A”的销售收入同比骤降73.54%。

对此，张思远向记者指出，主要客户可能转向竞争对手、使用自研芯片等技术路线调整或自身需求萎缩，都有可能导致昂瑞微对主要客户的销售收入骤降。

张思远认为，这种情况带给昂瑞微的影响有以下几个方面：第一，营收波动性加大，业绩风险升高。第二，议价能力薄弱，为维持客户关系承接低毛利订单，2024年战略性放弃后加剧收入波动，形成“大客户依赖—低毛利—研发投入不足—份额流失”的恶性循环。第三，供应链集中，若主要客户转向竞争对手会直接导致昂瑞微业

京昂瑞微电子技术股份有限公司(以下简称“昂瑞微”)首发事项，最终顺利过会。

昂瑞微是一家专注于射频前端芯片、射频SoC芯片的集成电路设计企业，头顶“国家级专精特新重点小巨人”光环。然而，随着

其IPO审核进程的推进，在招股书、上交所的两轮问询以及昂瑞微的回复材料中暴露出的持续亏损、负债升高等问题，也受到了市场的关注。

南开大学金融发展研究院院长田利辉在接受《中国经营报》记

者采访时指出，昂瑞微持续亏损源于“高研发投入+低毛利率+供应链成本上升”的三重压力。昂瑞微增收不增利，源自低价扩张与研发投入的双重压力，是行业竞争格局与企业战略选择的综合结果。

从扣非净利润来看，2025年1—6月，除泰凌微和慧智微同比上涨外，唯捷创芯、昂瑞微均同比下降。不过，唯捷创芯下降幅度为897.54万元，小于昂瑞微的7047.93万元。

对此，田利辉表示，部分射频企业业绩波动是行业转型升级的阵痛。“低端内卷、高端失守”已成行业痛点。国际巨头在BAW、高端SAW滤波器领域构筑专利壁垒，而国内企业扎堆中低端SAW，陷入“价格战”泥潭。

“不过，行业正从基础突破向高端攻坚迈进。”田利辉表示，Sub-6G模组国产化率已达90%，国产滤波器专利数量激增。所以，射频行业亟须跳出“价格战”陷阱，聚焦高端滤波器突破与产业链协同创新。

原材料采购到成品交付需经历设计验证、流片、封测等多个环节，备货周期的延长导致存货在库时间增加，进一步推高存货余额。

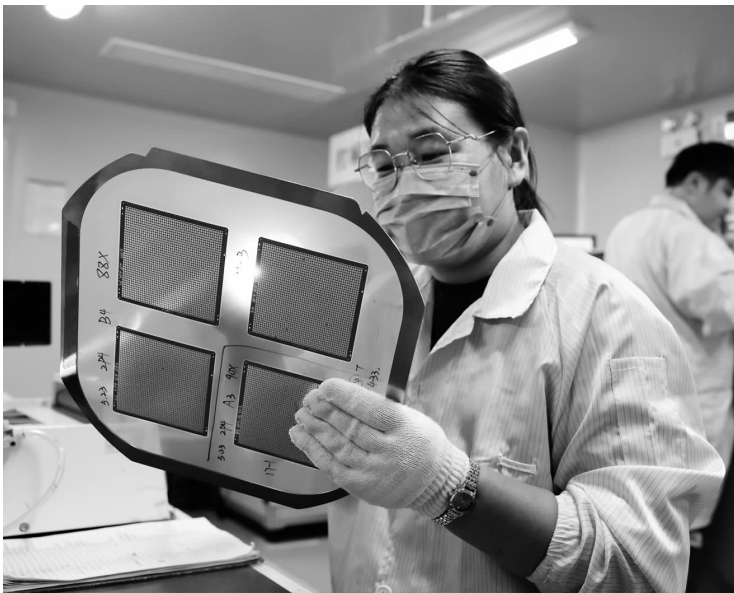
记者同时注意到，昂瑞微短期借款占整体负债的比例从2022年的9.74%大幅上升至2025年上半年的52.6%；流动负债合计总额从2022年的2.05亿元上升到2025年上半年的5.8亿元。

同时据招股说明书，2022年至2024年，昂瑞微经营活动现金流净额分别为-3946万元、-6709万元、-1.87亿元，持续大额净流出，业务现金收入无法完全覆盖日常运营资金需求，这也在一定程度上导致公司负债上升。

田利辉向记者指出，经营活动产生的现金流净额连续三年为负，使公司被迫通过短期融资维持运营。短期债务占比翻倍，反映流动性压力加剧。

张思远向记者指出，昂瑞微研发投入与原材料采购激增，营运资金需求扩大。公司2022年至2024年累计研发费用9.80亿元，2024年研发费用3.14亿元；同时，随着营收规模扩张，原材料采购额从2022年的7.81亿元增至2024年的20.49亿元，研发与采购的双重资金需求导致营运资金缺口扩大，短期借款成为主要补充方式，2024年短期借款达2.62亿元，较2022年增长超10倍。

“而存货余额和负债之间也有紧密的关联。”张思远向记者指出，存货高企导致营运资金被大量占用，叠加持续亏损和经营现金流净额为负，公司不得不通过大幅增加借款补充流动性，最终推高有息债务规模并加剧债务结构短期化风险。存货积压导致营运资金被大量占用，这意味着库存变现能力弱，资金回笼周期长。



昂瑞微在推进IPO过程中暴露出的持续亏损、负债升高等问题受到了市场的关注。视觉中国/图

股权与控制权背离

昂瑞微IPO前，实际控制人钱永学直接持有发行人3.86%的股份，并通过特别表决权机制合计控制62.43%的表决权。

记者注意到，在频繁的融资之下，昂瑞微的股权高度分散。企业预警通显示，昂瑞微的股东多达71个，其中持股最多的是北京鑫科股权投资合伙企业，但其持股比例仅为9.12%。

昂瑞微二轮回复意见显示，昂瑞微IPO前，实际控制人钱永学直接持有发行人3.86%的股份，并通过特别表决权机制直接控制发行人21.95%的表决权；通过北京鑫科间接控制发行人9.12%的股份，并通过特别表决权机制间接控制发行人28.54%的表决权；通过南京创芯、南京同志、南京科芯间接控制发行10.38%的表决权；同时通过一致行动关系间接控制发行人1.56%的表决权。钱永学在本次发行前合计控制62.43%的表决权。

这种情形会给昂瑞微带来哪些风险？张思远向记者指出：第一，实控人钱永学实际控制62.43%表决权，创始人兼技术奠基人杨清华2019年退出管理层，或影响技术路线稳定性；第二，短期借款激增与研发费用率下滑可能反映战略优先级偏移；第三，中小股东利益或被稀释，公司决策透明度下降；第四，外部融资难度增加，投资者担忧控制权不稳定；第五，存在监管风险，科创板允许差异化表决权，但需披露特别风险提示，可能影响发行估值。

田利辉指出，昂瑞微5G模组

打破垄断，技术突破是亮点，但持续亏损、现金流净额为负、债务高企、治理存疑。

昂瑞微在二轮回复意见中指出，如不将北京鑫科持有发行人的部分股份设置为A类股份，而将三家员工持股平台中归属钱永学的份额全部设置为A类股份，则即使将钱永学直接持有发行人的全部股份设置为A类股份，并将A类股份表决权设置为B类股份表决权的上限10倍，钱永学本次公开发行前控制发行人的表决权仅为52.3399%，本次公开发行后控制发行人的表决权仅为42.1895%，低于50%，可能会影响钱永学对发行人的实际控制权。如按当前特别表决权设置方案，钱永学本次公开发行前控制发行人的表决权为62.4309%，本次公开发行后控制发行人的表决权为52.4783%，钱永学在本次公开发行前后对发行人的控制权均超过50%。

张思远向记者指出，设置A类股份的核心目的是通过差异化表决权安排，确保实际控制人钱永学对公司的控制权稳定。若仅依赖钱永学个人直接持股及员工持股平台份额，将面临公开发行后表决权不足50%的风险，可能导致控制权旁落。因此，将北京鑫科持有的部分股份纳入A类股份范围，是弥补表决权缺口、确保控制权稳定的必要安排。

光模块狂飙之下 新易盛董事长高位套现37亿元

中经记者 秦泉 北京报道

10月9日晚间，市值一度逼近3500亿元的光模块领军企业新易盛(300502.SZ)发布公告称，公司董事长、实际控制人

高光荣计划通过询价转让方式转让1143.07万股，转让价格确定为328元/股，初步确定受让方为16家机构投资者。据此计算，此次套现金额高达37.49亿元。高光荣的转让原因为

自身资金需求，主要用于支持新质生产力方向的前沿科技投资。

在接受《中国经营报》记者采访时，多位业界专家指出，在人工智能迅猛发展的今天，光

模块扮演着至关重要的“数据传输使者”角色。新易盛的实际控制人在股价处于高位时进行了套现，与此同时，以中际旭创(300308.SZ)为代表的行业领军企业也出现了减持现象，这

一系列动作引起了市场对于光模块行业估值是否过高的担忧。然而，对于实际控制人及行业龙头的减持行为，不能仅以对行业前景的悲观态度来简单概括。目前，光模块行业尚未出

现明显的泡沫现象，但企业仍需对高估值可能带来的风险保持警觉。面对市场竞争的日益激烈，企业应致力于加强技术研发，提高产品品质和市场竞争力，以迎接未来市场的挑战。

半年股价暴涨7倍

随着人工智能大模型、云计算等数字技术的迅速发展，科技巨头对数据中心的布局步入了加速阶段。与此同时，由于人工智能大模型的训练和推理应用需求海量并行数据计算，对网络带宽提出了更高的要求，因此，人工智能数据中心的发展促进了高速光模块的快速发展和广泛应用。

新智派新质生产力会客厅联合创始人袁帅指出，在AI蓬勃发展的进程中，光模块堪称关键的“数据传输使者”。AI系统尤其是大规模的深度学习模型训练与推理，会产生海量的数据交互需求。这些数据需要在不同的计算设备、存储单元以及数据中心之间快速、准确地传输。光模块作为光通信系统的核心组件，承担着将电信号转换为光信号，以及将光信号还原为电信号的重任。

作为主营业务包括全系列光通信应用的光模块制造商，新易盛在2024年实现了86.47亿元的营收，同比增长179.15%；归属于母公司的净利润达到28.38亿元，同比增长312.26%。2025年上半年，新易盛实现营业收入104亿元，同比增长282.64%；归母净利润达到39.42亿元，同比增长355.68%。

凭借暴增的业绩，新易盛的股价开启了一轮迅猛上涨行情。今年4月9日，新易盛股价跌至46.56元/股的阶段性低点，然而到今年9月2日，股价达到401.1元/股的最高点，区间最大涨幅高达761%。

然而，就在新易盛股价一路高歌猛进之时，9月30日，新易盛发布公告，高光荣拟以询价方式转让1143.07万股公司股份，占高光荣所持股份比例15.56%，占公司总股本的比例为1.15%。公告披露后，10月9日，新易盛股价开盘后震荡下行，最终以351.15元/股收盘，单日跌幅达4%；10月10日，股价再度下跌1.41%，收于346.2元/股。短短两个交易日，公司市值缩水超89亿元。

从减持方式来看，高光荣选择了询价转让而非直接在二级市场抛售。根据公告内容，共有29家机构参与了此次询价报价，有效认购倍数达到2.6倍，最终16家机构脱颖而出，成为此次股份转让的承接方，涵盖了公募基金、证券公司等多个类型的专业投资机构。

中关村人才协会RWA工作委员会委员吴高斌对记者表示，机构

投资者愿意承接的核心逻辑有以下几点：首先，光模块行业具有广阔的发展前景。随着5G、AI等技术的快速发展，光模块市场需求持续增长，行业空间巨大。新易盛作为光模块领军企业，具有强大的技术实力和市场竞争能力，其未来发展前景值得期待。其次，新易盛上半年显示出公司业绩的强劲增长态势。在当前市场环境下，机构投资者愿意投资具有成长性的优质企业。最后，相较于二级市场直接抛售，询价转让方式对股价的影响较小，转让价格相对合理，避免了股价大幅波动。

在薪火私募投资基金管理有限公司总经理翟丹看来，实控人在高位减持，并非全然负面信号，其动机可能是多元的。或者因为个人财富管理需要，创业多年终于迎来价值兑现期，适当套现用于家庭规划、税务安排、分散投资属正常现象；或者优化股权结构，部分资金可能用于员工激励或战略投资，反向促进公司发展。对企业而言，尽管当前景气，但光模块技术迭代极快(三年一代)，企业需预留充足现金应对研发与产能扩张风险。

否定“泡沫论”

在资本市场，新易盛、中际旭创和天孚通信(300394.SZ)被股民称为“易中天”。

中际旭创在2025年上半年，光通信收发模块销量905万只，同比增长46%。其中第二季度，高端产品800G收入占比提升、硅光占比提升、良率提升。其实现的营业收入、归母净利润分别为147.89亿元、39.95亿元，同比分别增长36.95%、69.40%。天孚通信2025年上半年营业收入为24.6亿元，同比上升57.8%；归母净利润为8.99亿元，同比上升37.5%。其中第二季度，公司营业收入为15.1亿元，同比上升83.3%；归母净利润为5.62亿元，同比上升49.6%。

与新易盛一样，中际旭创的股价也连创新高。2025年年初，中际旭创的股价为123.01元/股，9月23日，盘中股价最高达457.01元/股，创了历史新高。如果以2025年4月9日盘中低点66.70元/股计算，近五个多月来，中际旭创股价涨幅达485%。天孚通信2025年年初的股价为64.14元/股，9月1日，盘中股价最高达

224.55元/股，创了历史新高。10月10日，公司收盘价为158.2元/股，较年初上涨了约150%。

与新易盛的情况相似，两家公司的高层管理人员均作出了减持股份的决定。9月26日，中际旭创发布公告，公司控股股东中际投资计划在接下来的三个月内减持不超过550万股，此举将不超过公司总股本的0.49%。此前天孚通信发布公告，股东朱国栋通过询价转让方式减持公司股份990万股，占公司总股本的1.27%，减持价格为88.55元/股。

吴高斌表示：“从目前情况来看，光模块行业整体估值相对较高，但并未出现明显泡沫。一方面，光模块行业具有较大的发展空间，市场需求持续增长，企业业绩有望持续提升。另一方面，随着技术的不断进步，光模块产品性能不断提升，成本逐渐降低，有利于行业的长期发展。总之，光模块行业目前尚不存在明显泡沫，但企业仍需警惕高估值背后的风险。在市场竞争加剧的背景下，企业应加大技术研发力度，提升产品质量和竞

争力，以应对未来市场的挑战。”

袁帅指出，连续的减持潮可能会引发市场对行业估值的重新审视。如果市场对光模块行业的增长预期过于乐观，导致股价过度上涨，而实际业绩增长无法持续支撑如此高的估值水平，那么行业确实可能存在一定程度的泡沫。不过，从行业发展的大趋势来看，AI技术的不断进步将持续推动对光模块的需求，行业长期发展前景依然广阔。因此，不能仅仅因为短期的减持现象就判定行业高估值存在严重泡沫，需要综合考量行业的基本面、市场需求、技术发展趋势等多方面因素，以更全面、客观地判断光模块行业的估值合理性。

“判断是否有泡沫，关键在于当前估值是否透支了未来3—5年的成长空间。”翟丹指出，“我们可以用PEG指标(市盈率/净利润增长率)辅助分析。从数据来看，三家公司即便PE(市盈率)绝对值偏高，但由于净利润增速极高，PEG普遍低于0.5，显著低于1的‘合理区间上限’，说明市场并未过度高估，反而可能存在一定低估。”