

海菲曼(920183.BJ)

——具备全球影响力的高端电声品牌商，不断丰富产品线和提升产品性能

投资要点：

- **发行价格 19.71 元/股，发行市盈率 14.5X，申购日为 2026 年 2 月 24 日。**海菲曼本次公开发行股份数量为 1,052.7020 万股，发行后总股本 4,895.2000 万股，本次公开发行股份数量占发行后总股本的 21.50%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25.13%，老股占可流通股本比例为 14.43%。本次发行战略配售发行数量为 105.2702 万股，占本次发行数量的 10.00%。募集资金在扣除发行费用后拟用于投资“先进声学元器件和整机产能提升项目”、“监听级纳米振膜及工业 DAC 芯片研发中心建设项目”等。
- **国家级专精特新“小巨人”企业，2024 年营收超 2.3 亿元。**海菲曼是国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商，主要从事自主品牌“HIFIMAN”终端电声产品的设计、研发、生产和销售，公司产品包括头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机、播放设备等。公司专注“还原最真实声音”，产品定位高端电声市场，致力于为全球用户提供 HiFi (High-Fidelity，高保真) 级听音享受。公司为国家级专精特新“小巨人”企业、高新技术企业，公司研发中心被认定为苏州工程技术研究中心、苏州市企业技术中心。公司凭借其出色的创新研发能力，截至 2025 年 9 月末已获得 199 项境内专利（其中发明专利 84 项）、21 项境外专利、29 项软件著作权和 5 项作品著作权，参与制定 1 项国家标准、7 项团体标准。2022-2025H1，公司头戴式耳机营收分别为 1.19 亿元、1.49 亿元、1.66 亿元与 0.79 亿元，同比增长 1.04%、25.23%、11.30% 和 30.41%，占主营业务收入比例分别为 77.75%、73.98%、73.40% 和 73.78%。公司归母净利润从 2021 年的 0.34 亿元上升至 2024 年的 0.67 亿元 (yoy+20.58%)，2021-2024 年年均复合增长率为 25.01%。
- **国内领先的电声产品制造商逐步向中高端电声市场迈进。**我国电声行业自 20 世纪 80 年代以来保持了快速发展态势，已自行研发并逐步掌握了从电声元器件到终端电声产品的多项生产技术，形成了较为完整的电声工业体系和相关产业链。国内领先的电声产品制造商逐步从低端电声元器件市场竞争中突围，向中高端电声市场迈进。**全球耳机市场规模**从 2013 年的 84 亿美元增长至 2022 年的 583 亿美元，CAGR 为 24.02%。**我国耳机行业总产值**从 2013 年的 492.56 亿元增长至 2021 年的 1,374.22 亿元，CAGR 达到 13.68%，其中无线耳机为产值增速较快的细分产品。**相对于普通的大众消费级耳机，发烧级耳机的研发、生产对技术要求较高，该市场通常由领先音频厂商发布的旗舰产品占据。**根据 Business Research Insights 数据，全球发烧级耳机市场 2022 年达到 28.50 亿美元，预计 2028 年达到 41.58 亿美元，CAGR 达到 6.5%。
- **申购建议：建议关注。**公司在全球高保真音频产品领域建立了较高的市场地位，产品广受全球消费者喜爱。公司以自主品牌业务为核心，引领国产高端电声品牌出海，已构建全球化销售渠道，自主产业链保障持续盈利能力。截至 2026 年 2 月 12 日，可比公司 PE TTM 中值达 27X，建议关注。
- **风险提示：技术与产品升级迭代风险、品牌声誉受损风险、发烧级类别市场空间较小，消费级耳机市场竞争激烈导致自身市场空间受限的风险**

内容目录

1. 初始发行 1052.7 万股，申购日为 2026/2/24.....	4
1.1. 发行情况：发行价格 19.71 元/股，发行市盈率 14.5X.....	4
1.2. 募投：“产能提升项目”主要为头戴式耳机、真无线耳机、耳机放大器等电声产品的规模化生产.....	5
2. 国家级专精特新“小巨人”企业，2024 年营收超 2.3 亿元.....	6
2.1. 业务：2025H1 头戴式耳机营收 0.79 亿元 (yoY+30.41%)，占总营收 73.70%.....	6
2.2. 模式：2025H1 前五大客户占比约为 16%，客户有京东、亚马逊等.....	8
2.3. 财务：2025Q1-Q3 公司营收 1.64 亿元 (yoY+13.23%)、归母净利润同比+29.49%.....	9
3. 行业：我国 2013-2021 年耳机行业总产值 CAGR 为 13.68%，电声产品制造商逐步向中高端市场迈进.....	11
4. 申购建议：建议关注.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 海菲曼本次发行价格 19.71 元/股	4
图表 2: 战略配售发行数量为 105 万股	4
图表 3: 公司募投项目拟总投资达 4.3 亿元	5
图表 4: 边防持有海菲曼 58.03% 的股权, 为实际控制人 (2026.2.12 数据)	6
图表 5: 公司形成了一系列终端电声产品	7
图表 6: 2025H1 头戴式耳机营收达 0.79 亿元, 占比最高 (单位: 万元)	8
图表 7: 2025H1 头戴式耳机的毛利率为 74.25%	8
图表 8: 2022-2025H1 北京京东世纪贸易有限公司等为前五大客户	8
图表 9: 2025Q1-Q3 公司归母净利润达 0.50 亿元, 同比增长 29.49%	10
图表 10: 全球范围内具备较高知名度且近年来曾披露收入数据的终端品牌商整理	12
图表 11: 全球耳机市场规模从 2013 年的 84 亿美元增长至 2022 年的 583 亿美元	13
图表 12: 我国 2021 年耳机行业总产值为 1,374.22 亿元	13
图表 13: 我国 2021 年无线耳机产值为 953.51 亿元	13
图表 14: 全球发烧级耳机市场规模预计 2022-2028 年 CAGR 为 6.5%	14
图表 15: 可比公司 PE TTM 中值达 27X	14

1. 初始发行 1052.7 万股，申购日为 2026/2/24

1.1. 发行情况：发行价格 19.71 元/股，发行市盈率 14.5X

海菲曼本次发行价格 19.71 元/股，发行市盈率 14.5X，申购日为 2026 年 2 月 24 日。本次公开发行股份数量为 1,052.7020 万股，发行后总股本 4,895.2000 万股，本次公开发行股份数量占发行后总股本的 21.50%。本次发行不安排超额配售选择权。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25.13%，老股占可流通股本比例为 14.43%。

图表 1：海菲曼本次发行价格 19.71 元/股

基本信息	股票代码	920183.BJ	所属国民经济行业	计算机、通信和其他电子设备制造业
	股票简称	海菲曼	发行代码	920183
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	19.71
	募集金额(万元)	20,748.76	主承销商	申港证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,052.70	占发行后总股本比例	21.50%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2026-02-13	申购日	2026-02-24
基本面信息	申购款退回日	2026-02-26	网上最高申购量(万股)	47.37
	2024年总营收(亿元)	2.27	2024年归母净利润(万元)	6,652.36
股本信息	2024年毛利率	70.10%	2024年加权ROE%	36.38%
	2024年营收增速	11.30%	2024年归母净利润增速	19.86%
价格信息	发行前总股本(万股)	3,842.50	发行前限售股(万股)	3,664.95
	发行后预计可流通比例	25.13%	老股占可流通股本比例	14.43%
	发行PE(LYR)(倍)	14.50	发行后2024EPS(元)	1.36

资料来源：wind、公司公告、华源证券研究所

注：表中数据均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 105.2702 万股，占本次发行数量的 10.00%。网上发行数量为 947.4318 万股，占本次发行数量的 90.00%。

图表 2：战略配售发行数量为 105 万股

序号	战略投资者名称	承诺认购股数(股)	承诺认购金额(元)	获配股票限售期限
1	申港证券海菲曼创富 1 号北交所战略配售集合资产管理计划	768,702	15,151,116.42	12 个月
2	江苏省大运河文化旅游投资管理有限公司	137,000	2,700,270.00	6 个月
3	昆山市新澄投资发展有限公司	137,000	2,700,270.00	6 个月
4	昆山创业控股集团有限公司	10,000	197,100.00	6 个月
	合计	1,052,702	20,748,756.42	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：“产能提升项目”主要为头戴式耳机、真无线耳机、耳机放大器等电声产品的规模化生产

公开发行募集资金扣除发行费用后，拟投资于先进声学元器件和整机产能提升项目、监听级纳米振膜及工业 DAC 芯片研发中心建设项目和全球品牌及运营总部建设项目。“产能提升项目”拟通过在新增土地建设智能制造工厂，开展头戴式耳机、真无线耳机、耳机放大器等电声产品的规模化生产，解决公司产能瓶颈。募集资金投资项目实施后，或将有助于公司市场占有率进一步提高，增强公司主营业务的盈利能力，提高公司在行业内的核心竞争力，提升公司抗风险能力。

图表 3：公司募投项目拟总投资达 4.3 亿元

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	先进声学元器件和整机产能提升项目	24,258.00	24,258.00
2	监听级纳米振膜及工业 DAC 芯片研发中心建设 项目	13,917.80	13,917.80
3	全球品牌及运营总部建设项目	4,824.20	4,824.20
	合计	43,000.00	43,000.00

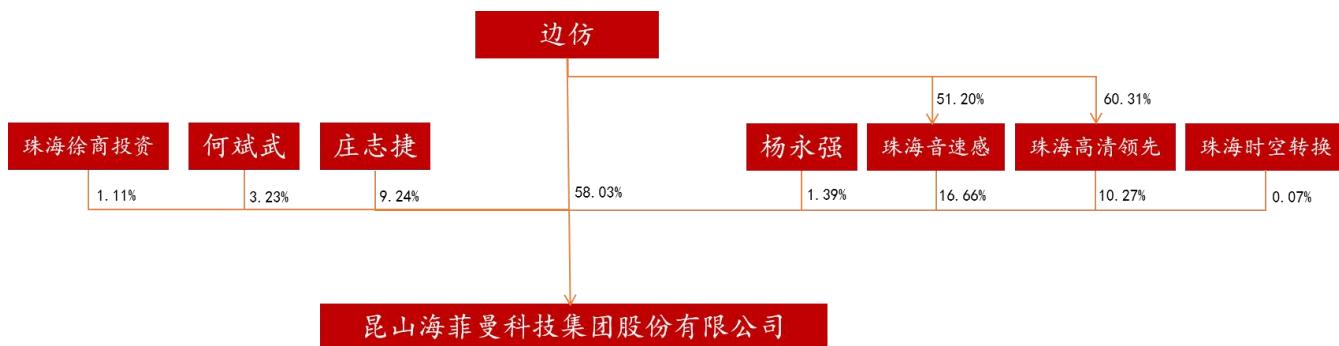
资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

2. 国家级专精特新“小巨人”企业，2024年营收超2.3亿元

海菲曼是国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商，主要从事自主品牌“HIFIMAN”终端电声产品的设计、研发、生产和销售，公司产品包括头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机、播放设备等。公司专注“还原最真实声音”，产品定位高端电声市场，致力于为全球用户提供 HiFi (High-Fidelity, 高保真) 级听音享受。公司为国家级专精特新“小巨人”企业、高新技术企业，公司研发中心被认定为苏州工程技术研究中心、苏州市企业技术中心。公司凭借其出色的创新研发能力，截至 2025 年 9 月末已获得 199 项境内专利（其中发明专利 84 项）、21 项境外专利、29 项软件著作权和 5 项作品著作权，参与制定 1 项国家标准、7 项团体标准。

截至 2026 年 2 月 12 日，边仿先生直接持有公司 2,229.78 万股股份，占公司股本总额的 58.03%，为公司的控股股东，并通过与珠海音速感、珠海高清领先、珠海时空转换结成一致行动关系，合计控制公司 85.03% 股份的表决权，为公司实际控制人。

图表 4：边仿持有海菲曼 58.03% 的股权，为实际控制人（2026. 2. 12 数据）



资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

2.1. 业务：2025H1 头戴式耳机营收 0.79 亿元 (yoY+30.41%)，占总营收 73.70%

公司在全球高保真音频产品领域建立了较高的市场地位，产品在客观指标和主观听感评价上相比国际知名品牌竞品具备较强竞争力，在全球中高端音频市场具有较高知名度和美誉度，多次获得国内外奖项。公司经过多年持续的研发投入和技术积累，掌握了中高端耳机和播放设备领域的核心技术，主要产品包括头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机、播放设备等终端电声产品。

图表 5：公司形成了一系列终端电声产品

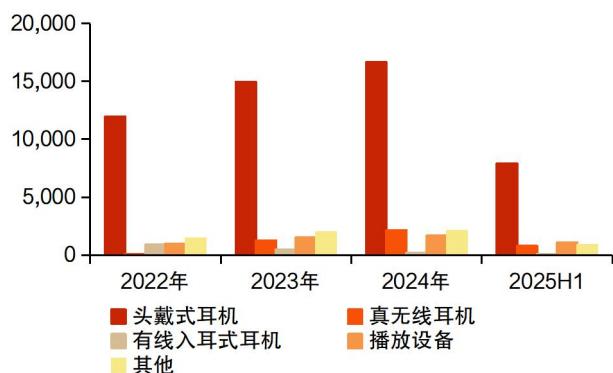
产品	类别	产品简介
头戴式耳机	独立头戴式耳机	公司自研核心元器件纳米振膜扬声器综合应用纳米厚度振膜技术、隐形磁体结构技术、低高頻响应均衡技术、振膜质量分布调整等先进技术，大幅度提升振膜效率，该产品频响范围达到 6Hz-100kHz，大幅超过主流动圈式扬声器，且避免了动圈式扬声器的锥形结构分割振动导致的失真问题，全面应用于公司头戴式耳机产品
	静电耳机系统	静电耳机系统由搭载静电扬声器的头戴式耳机和专用功放设备组成，相较于其他发声单元，静电扬声器失真率低、重放频率宽，但其结构精密，对材料要求较高，通常为人工装配调试，且必须搭配独立专用耳放电路使用，综合成本高昂
真无线 (TWS) 耳机		真无线耳机是在蓝牙技术不断升级的基础上，由于传输带宽的不断提高，使得真无线立体声 (TWS) 技术实现应用，创新出现的两个扬声单元（即左耳和右耳）之间没有传统的物理线材连接的产品
有线入耳式耳机		有线入耳式耳机是指可以通过音频线与电脑、智能手机连接的，使用时塞入耳道的机型较小的耳机，具有音质细腻、方向感较强、小巧轻便、佩戴舒适等优点，用于音乐播放等视听娱乐领域和移动办公，也作为消费电子产品的配套产品
播放设备		根据使用场景，公司的播放设备可分为便携播放器、台式播放器两大类：便携播放器（随身听）指体积小、重量轻便于随身携带的媒体播放器，台式播放器是 HiFi 音乐欣赏的主流设备

资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

收入情况：2022-2025H1, 1) 头戴式耳机营收分别为 1.19 亿元、1.49 亿元、1.66 亿元与 0.79 亿元，同比增长 1.04%、25.23%、11.30% 和 30.41%，收入占比超 70%。公司坚持在平面振膜耳机领域深耕，自研核心元器件纳米振膜扬声器频响范围达到 6Hz-100kHz，全面应用于公司头戴式耳机产品，此外公司持续推出 Arya Organic、ANANDA Nano 等新品，并对 Edition XS、Sundara 等经典款改款升级，带动头戴式耳机产品在保持整体销售快速增长的同时，产品均价进一步提升；2) 播放设备营收分别为 0.10 亿元、0.15 亿元、0.17 亿元和 0.11 亿元，同比增长 33.95%、54.66%、8.40% 与 43.50%，占主营业务收入比例分别为 6.43%、7.56%、7.31% 和 10.11%，销售额持续较快增长；3) 真无线耳机营收分别为 0.01 亿元、0.13 亿元、0.21 亿元和 0.08 亿元，同比 -72.12%、+1,420.20%、+68.78% 和 -23.64%，占主营业务收入比例分别为 0.54%、6.23%、9.37% 和 7.17%；4) 有线入耳式耳机营收占主营业务收入比例分别为 5.87%、2.40%、0.77% 和 0.75%，整体金额较小。

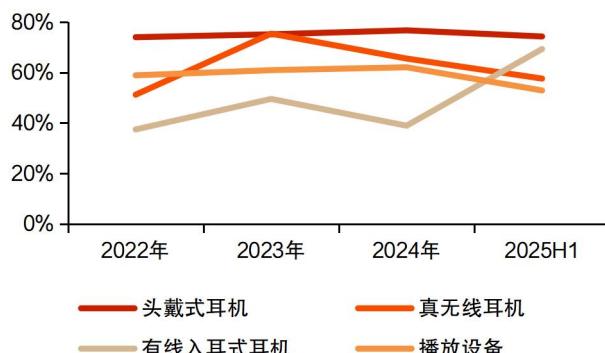
毛利率情况：2022-2025H1，公司头戴式耳机毛利率分别为 73.97%、75.11%、76.68% 和 74.25%；真无线耳机毛利率分别为 51.20%、75.37%、65.51% 和 57.58%；有线入耳式耳机毛利率分别为 37.43%、49.53%、38.92% 和 69.27%；播放设备毛利率分别为 58.87%、60.91%、62.06% 和 52.88%。

图表 6: 2025H1 头戴式耳机营收达 0.79 亿元, 占比最高
(单位: 万元)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 7: 2025H1 头戴式耳机的毛利率为 74.25%



资料来源: iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式: 2025H1 前五大客户占比约为 16%, 客户有京东、亚马逊等

公司以直销、经销相结合, 综合运用线上、线下渠道, 服务全球市场。公司产品的线上销售渠道涵盖京东、天猫、抖音、亚马逊、AliExpress、Shopee 等各大主流电商平台, 并在海外通过自建官网商城直营销售; 公司境内线下经销商超过 40 家, 线下门店遍及全国大中城市, 境外线下经销商超过 100 家, 遍布北美、欧洲、澳洲、亚太等地区。2022-2025H1, 公司前五大客户销售占比分别为 21.95%、17.95%、14.26% 和 16.15%, 北京京东世纪贸易有限公司和亚马逊 VC 始终为公司前五大客户。

图表 8: 2022-2025H1 北京京东世纪贸易有限公司等为前五大客户

2025H1				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	北京京东世纪贸易有限公司	889.99	8.29%	否
2	亚马逊 VC	297.83	2.77%	否
3	东莞市特品电源技术有限公司	211.48	1.97%	否
4	SIEVEKING SOUND GMBH CO.KG	188.00	1.75%	否
5	上海慧音数码科技有限公司	147.37	1.37%	否
合计		1,734.67	16.15%	-
2024 年度				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	北京京东世纪贸易有限公司	1,658.94	7.32%	否
2	亚马逊 VC	492.12	2.17%	否
3	SIEVEKING SOUND GMBH CO.KG	460.55	2.03%	否
4	HEADPHONES INC.	367.10	1.62%	否
5	北京天域联达科技发展有限公司	255.54	1.13%	否
合计		3,234.26	14.26%	-
2023 年度				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	北京京东世纪贸易有限公司	1,259.89	6.19%	否
2	亚马逊 VC	887.99	4.36%	否
3	SIEVEKING SOUND GMBH CO.KG	579.73	2.85%	否
4	北京天域联达科技发展有限公司	466.23	2.29%	否
5	惠州拉格朗贸易有限公司	457.97	2.25%	否
合计		3,651.81	17.95%	-

2022 年度				
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	是否为关联方
1	北京京东世纪贸易有限公司	1,131.38	7.36%	否
2	亚马逊 VC	1,077.09	7.01%	否
3	北京天域联达科技发展有限公司	433.13	2.82%	否
4	Rifen International Limited	371.98	2.42%	否
5	SOHGOM	358.74	2.34%	否
合计		3,372.32	21.95%	-

资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2025Q1-Q3 公司营收 1.64 亿元 (yoy+13.23%) 、归母净利润同比+29.49%

营收方面，2021-2025H1 公司营收呈增长趋势，2025Q1-Q3 营收达 1.64 亿元 (yoy+13.23%) ，营业收入增速较快主要系公司持续推出各类市场竞争力较强的新品。

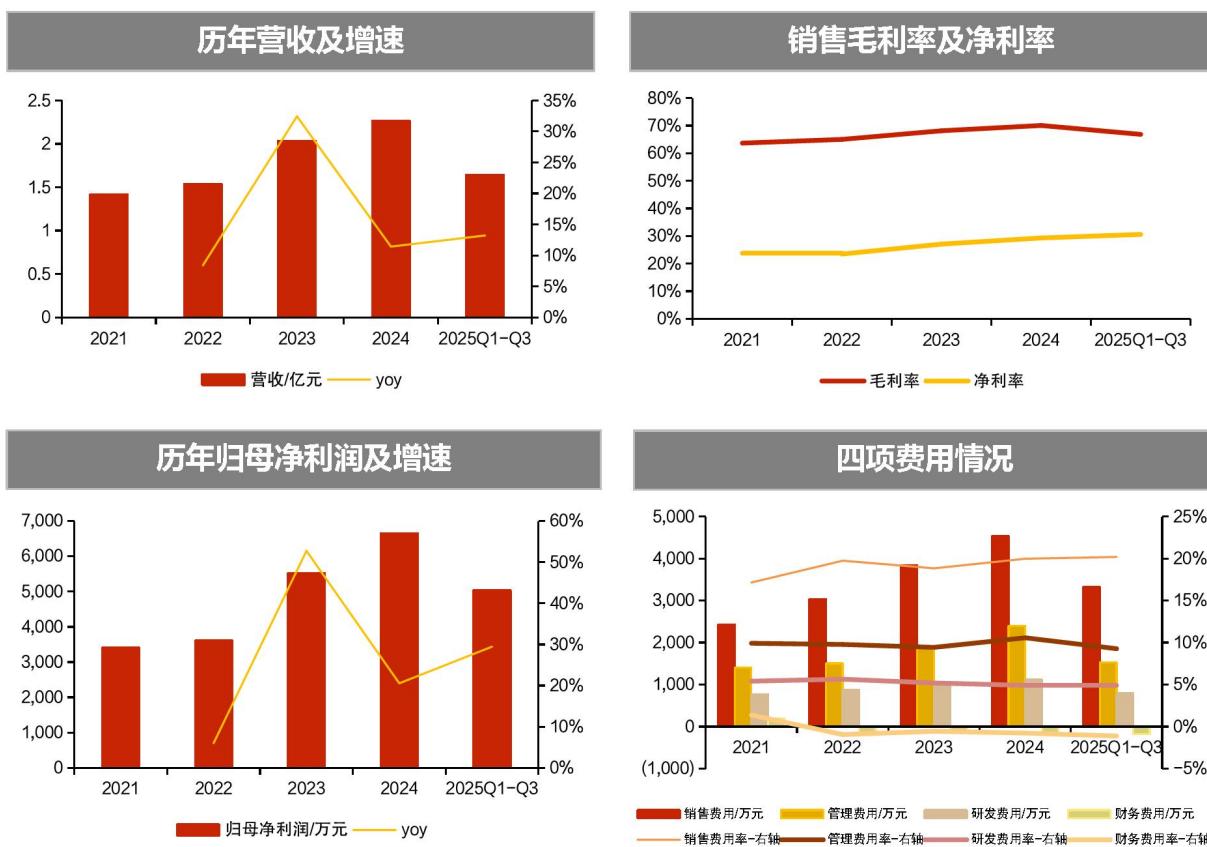
利润方面，公司归母净利润从 2021 年的 0.34 亿元上升至 2024 年的 0.67 亿元 (yoy+20.58%) ，2021-2024 年年均复合增长率为 25.01%。2025Q1-Q3 公司归母净利润达 0.50 亿元，同比增长 29.49%。

盈利能力方面，2021-2025Q1-Q3 公司销售毛利率分别为 63.71%、65.06%、68.18%、70.10% 和 66.88%

成本管控方面，2021-2025Q1-Q3 期间费用率分别为 33.90%、34.27%、32.95%、34.74% 和 33.22%，销售费用持续上升，主要原因一系广告宣传及市场推广费增加，公司为吸引更多的潜在客户、提高品牌知名度和市场份额，公司在各类电商平台、社交媒体、短视频平台等渠道通过大量的广告推广来提升自身的竞争力；二系平台服务费增加，公司为减少中间环节、扩大市场覆盖、快速响应市场变化，积极布局线上直销业务。

2025 年度，公司营业收入为 23,941.90 万元，归属于母公司股东的净利润为 7,482.05 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润为 7,098.22 万元。

图表 9：2025Q1-Q3 公司归母净利润达 0.50 亿元，同比增长 29.49%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 行业：我国 2013-2021 年耳机行业总产值 CAGR 为 13.68%，电声产品制造商逐步向中高端市场迈进

根据海菲曼的招股书，电声产品最早是应用于军事领域和通讯领域，主要用于情报传播和信息交流；在随身听等便携式播放设备出现以后，电声产品逐渐普及，但还仅限于“发出声音”的基本功能；随着视听娱乐产业的繁荣，电声产品在外观、音质等方面不断改善，国外的哈曼、森海塞尔、索尼等品牌通过长期积累的优势，逐渐占据了高端消费市场；在智能手机普及以后，人们对于可移动的电声产品的需求逐渐走向多样化，电声产品不再局限于信息通讯和欣赏音乐，具备运动防水、心率监测、降噪等功能的电声产品层出不穷，电声产品逐渐成为智能化生活方式最重要的入口之一，带来了较大的增量市场，并可向智能家居、智能办公、智能汽车、智能监测、智能穿戴等多样化场景逐渐渗透。

根据海菲曼的招股书，我国电声行业自 20 世纪 80 年代以来保持了快速发展态势，已自行研发并逐步掌握了从电声元器件到终端电声产品的多项生产技术，形成了较为完整的电声工业体系和相关产业链。21 世纪以来，我国电声行业开始逐步从片面的追求规模型 OEM 厂商向质量效益型 ODM 厂商转变，国内电声企业在电声元件开发和应用、声学信号处理、嵌入式软硬件开发系统、产品测试等方面加大研发投入，形成了较强的技术实力，国内领先的电声产品制造商逐步从低端电声元器件市场竞争中突围，向中高端电声市场迈进。经过多年的快速发展，我国电声行业的市场化程度较高，大多数电声企业已经参与到国际竞争中。目前我国电声企业主要集中在广东、山东以及江浙一带，形成了比较充分的市场竞争格局。

根据海菲曼招股书，电声行业终端品牌商的竞争集中在销售渠道、市场推广、创意设计、核心技术等方面上。近年来，终端品牌商为控制成本并保证产品质量，不断优化供应链体系，部分终端品牌商自身也具备较强的技术能力、产能规模和产品质量优势。**电声品牌商：**电声品牌商专注于音频领域，产品布局涉及耳机、音响、麦克风等电声设备，在音质与音效方面具有更专业和成熟的技术，音频厂商在“音乐爱好者”群体中更具品牌号召力，但愈来愈多的音频厂商通过拓展不同产品线，满足消费者在通勤、游戏、运动等不同场景的需求，提升品牌认知度。电声品牌商主要包括哈曼集团（Harman、JBL、AKG）（现为韩国三星集团旗下）、索尼（Sony）、森海塞尔（Sennheiser）（消费者业务部门现为瑞士索诺瓦公司旗下）、漫步者、惠威科技、海菲曼等。**其他品牌商：**除专业的电声品牌商外，苹果公司等智能手机厂商近年来推出的 TWS 耳机、智能音箱等产品在电声市场占据较大份额，手机厂商的客户群体基数较大，并且其电声产品通过与智能手机硬件配对实现部分特色功能，具有一定体验优势。其他品牌商主要包括苹果、三星、华为、小米等智能手机厂商，此外部分互联网公司也借助平台生态优势跨界推出电声产品。

图表 10：全球范围内具备较高知名度且近年来曾披露收入数据的终端品牌商整理

地区	公司简称	旗下主要电声品牌	公司类别	主要电声产品	2023 年电声相关收入 (亿元)	收入口径
美国	苹果	AirPods、Beats	其他品牌商	真无线耳机、头戴式耳机	2,807.76	可穿戴设备、家居和配件
中国	华为	华为	其他品牌商	真无线耳机、家用音响	2,514.96	终端业务
中国	小米集团	小米	其他品牌商	真无线耳机、家用音响	801.08	IoT 与生活消费产品
韩国	三星集团	三星 Samsung、哈曼卡顿 Harman/Kardon、AKG、JBL	其他品牌商	车载音响、家用音响、真无线耳机、头戴式耳机	779.02	哈曼及其子公司
美国	Bose	Bose	电声品牌商	车载音响、家用音响、头戴式耳机	211.4	总收入
日本	索尼	SONY、Audeze (美国平面振膜耳机品牌)	电声品牌商	真无线耳机、头戴式耳机、家用音响	197.17	音频和视频
美国	Sonos	Sonos	电声品牌商	家用音响	116.64	总收入
丹麦	GN Store Nord	捷波朗 Jabra、BlueParrott	电声品牌商	真无线耳机、头戴式耳机、家用音响	115.96	GN 音频
美国	麦斯莫医疗	宝华韦健 Bowers&Wilkins、天龙 Denon	电声品牌商	家用音响、真无线耳机	54.44	非医疗业务
中国	漫步者	漫步者 EDIFIER、STAX (日本静电耳机品牌)	电声品牌商	真无线耳机、头戴式耳机、家用音响、车载音响	26.94	总收入
瑞典	马歇尔	马歇尔 Marshall	电声品牌商	家用音响、真无线耳机、头戴式耳机	26.67	总收入
丹麦	B&O	B&O	电声品牌商	家用音响、真无线耳机、头戴式耳机	26.52	总收入
瑞士	索诺瓦	森海塞尔 Sennheiser	电声品牌商	头戴式耳机、真无线耳机	18.88	消费听力产品
中国	先歌国际	乐富豪 Wharfedale、力仕 Luxman、傲立 Audiolab、国都 QUAD、美声 Mission	电声品牌商	家用音响、播放设备	4.53	总收入
中国	惠威科技	惠威 SWAN	电声品牌商	家用音响、车载音响、扬声器单元	2.23	总收入
中国	海菲曼	HIFIMAN	电声品牌商	头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机	2.03	总收入

资料来源：海菲曼招股书、wind、华源证券研究所

注：上述信息依据各公司公开披露文件及官方网站整理，海外公司收入根据 2023 年平均汇率折算；各公司财报期间不完全一致；
上述公司一般不披露单一业务或品牌相关数据，上表已具体说明电声相关收入的列示口径

耳机是电声行业最重要的终端电声产品之一，随着应用场景的拓深和技术创新的推动，耳机行业逐渐向高音质、多功能、生态化、智能化等方向发展。根据海菲曼招股书、Statista 数据，全球耳机市场规模从 2013 年的 84 亿美元增长至 2022 年的 583 亿美元，年均复合增长率为 24.02%。根据 Grand View Research 数据，预计全球耳机市场规模从 2023 年的 715 亿美元增长至 2030 年的 1,638 亿美元，预期 CAGR 达到 12.6%。

图表 11：全球耳机市场规模从 2013 年的 84 亿美元增长至 2022 年的 583 亿美元



资料来源：Statista、海菲曼招股书、华源证券研究所

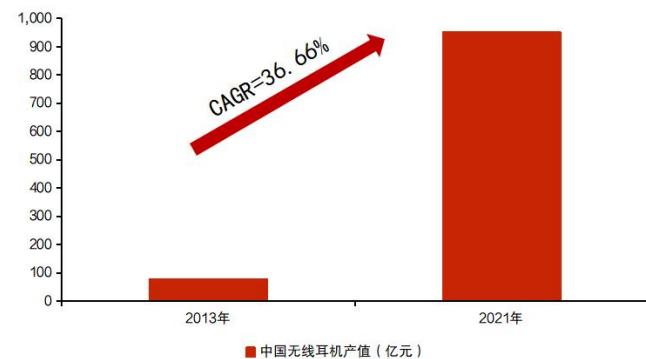
我国作为全球耳机产业主要生产及消费国，耳机行业产值继续保持整体增长态势。根据海菲曼招股书、中国电子音响行业协会统计，我国耳机行业总产值从 2013 年的 492.56 亿元增长至 2021 年的 1,374.22 亿元，CAGR 达到 13.68%。无线耳机是我国耳机行业产值增速较快的细分产品。根据中国电子音响行业协会统计，我国无线耳机产值从 2013 年的 78.39 亿元增长至 2021 年的 953.51 亿元，CAGR 达到 36.66%。

图表 12：我国 2021 年耳机行业总产值为 1,374.22 亿元



资料来源：中国电子音响行业协会、海菲曼招股书、华源证券研究所

图表 13：我国 2021 年无线耳机产值为 953.51 亿元



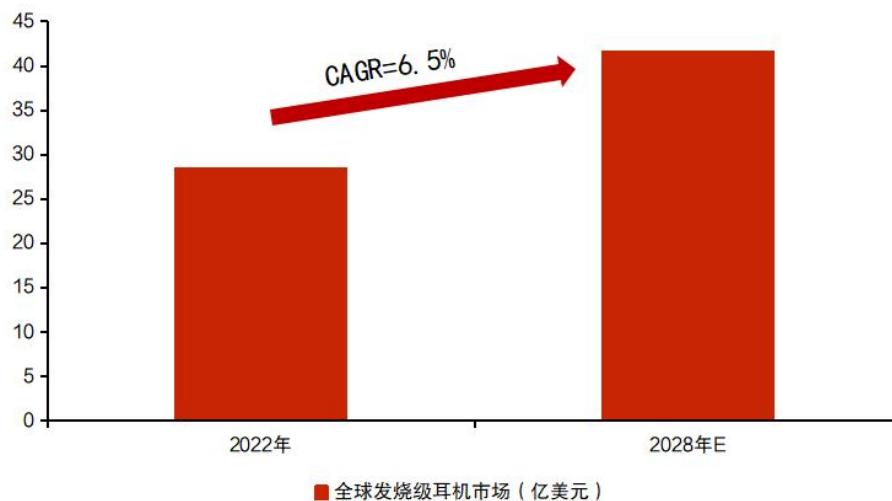
资料来源：中国电子音响行业协会、海菲曼招股书、华源证券研究所

发烧级耳机旨在为音乐爱好者、专业音乐人士等寻求优质聆听体验的用户提供卓越的音频性能和自然的音乐体验。根据海菲曼招股书，发烧级耳机优先考虑保真度，通常具有平衡的声音特征，其目标是以清晰、细节和宽广的声场呈现声音，让听众能够准确地听到乐器和人声。相对于普通的大众消费级耳机，发烧级耳机的研发、生产对技术要求较高，该市场通常由领先音频厂商发布的旗舰产品占据。根据 Business Research Insights 数据，全球发烧级耳机市场 2022 年达到 28.50 亿美元，预计 2028 年达到 41.58 亿美元，CAGR 达到 6.5%。

参考海菲曼招股书、Business Research Insights，无线技术在发烧级耳机市场正在快速普及，最新的蓝牙编码技术、降噪技术等推动发烧级耳机市场持续增长，预计到 2028 年发烧级耳机市场中无线耳机占比达到 40% 以上；从地区分布来看，北美和欧洲是最主要的发烧级

耳机市场；从主要厂商来看，该细分市场仍主要由森海塞尔、铁三角、索尼、拜亚动力、歌德等欧美、日本厂商占据，海菲曼是少数参与竞争的国内品牌之一。

图表 14：全球发烧级耳机市场规模预计 2022-2028 年 CAGR 为 6.5%



资料来源：Business Research Insights、海菲曼招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司在全球高保真音频产品领域建立了较高的市场地位，产品广受全球消费者喜爱。公司以自主品牌业务为核心，引领国产高端电声品牌出海，已构建全球化销售渠道，自主产业链保障持续盈利能力。截至 2026 年 2 月 12 日，可比公司 PE TTM 中值达 27X，建议关注。

图表 15：可比公司 PE TTM 中值达 27X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率	2024 年研发费用率
漫步者	002351.SZ	109.80	26.73	29.43	44,923.49	40.35%	16.87%	6.24%
惠威科技	002888.SZ	31.34	185.81	2.71	989.38	30.65%	3.65%	5.56%
安克创新	300866.SZ	540.07	20.97	247.10	211,442.95	43.67%	8.95%	8.53%
均值		227.07	77.83					
中值		109.80	26.73					
海菲曼	920183.BJ	-	-	2.27	6,652.36	70.10%	29.34%	4.93%

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：数据截至 2026/2/12

5. 风险提示

技术与产品升级迭代风险：公司耳机所属的消费电子行业具有技术、产品更新迭代较快的特点，公司产品一般在发布后随着产品生命周期会逐步降价，且部分型号由于新品推出占据原有价位段，可能存在较大幅度降价的情况。若竞争对手或潜在竞争对手未来率先在相关领域取得重大突破，进而推出更先进、更具竞争力的技术和产品，或出现其他替代产品和技术，而公司无法紧跟技术和市场创新步伐的情形下，则公司可能错失市场机会，给公司生产经营、市场竞争力带来不利影响。

品牌声誉受损风险：自主品牌电声产品销售对品牌声誉的依赖程度较高，消费者在购买电声产品时，往往更倾向于选择具有良好品牌声誉的产品，且更愿意为信任的品牌支付溢价。如在未来由于市场认可度、产品品质、质量、售后纠纷等导致公司品牌声誉受损，可能会给公司的经营发展带来不利影响。

发烧级类别市场空间较小、消费级耳机市场竞争激烈导致自身市场空间受限的风险：公司始终坚持自主品牌策略，核心产品瞄准全球高端、发烧级耳机市场，发烧级耳机收入占比较高。公司当前阶段主要产品定位的发烧级耳机细分市场空间相对较小，而消费级耳机市场规模较大但竞争激烈，公司若不能保持发烧级耳机市场的优势并继续扩大消费级耳机市场份额，存在未来发展空间受限的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。