

2026年02月13日

海菲曼 (920183): 发烧级耳机“小巨人”

——北交所新股申购策略报告之一百六十三

本期投资提示:

- 基本面: 深耕电声发烧耳机领域, 核心定位高端电声市场。**公司成立于2011年4月19日, 位于江苏省昆山市, 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, 为国家“专精特新”小巨人企业。构建全球化的多渠道销售体系, 品牌享誉全球。公司线上销售渠道涵盖公司自建官网商城及京东、天猫、抖音、亚马逊、AliExpress、Shopee 等各大主流电商平台, 境内线下经销商超过40家, 境外线下经销商超过100家, 遍布北美、欧洲、澳洲、亚太等地区。公司境外收入主要销往美国、欧洲、日韩等经济发达、消费市场成熟的国家和地区。深耕电声核心技术与两大关键电声元器件, 全面赋能终端产品。公司专注核心技术研发, 自研低功耗高精度数模转换器、纳米振膜扬声器两大关键元器件, 已开发出低能耗WIFI无线音频技术。公司自研DAC信噪比120dB且总谐波失真0.0012%, 功耗仅26mW; 公司自研的纳米厚度平面振膜通过材料和工艺创新, 频响范围达到6Hz-100kHz, 大幅超过主流动圈式扬声器。营收净利高速增长, 盈利指标企稳回升。公司2024年实现营收2.27亿元, 最近三年收入复合增长率为21.49%。2024年归母净利润0.67亿元, 24年毛利率70.10%, 24年净利率29.34%。
- 发行方案:**本次新股发行采用直接定价方式, 战略配售, 申购日期2026年2月24日, 申购代码“920183”。初始发行规模1053万股, 占发行后公司总股本的21.5% (超配行使前), 预计募资2.07亿元, 发行后公司总市值9.65亿元。新股发行价格19.71元/股, 发行PE(TTM)为12.9倍, 可比上市公司PE(TTM)中值为29倍。网上顶格申购需冻结资金933.66万元, 网下战略配售共引入战投4名, 包括3家投资公司, 1家券商。
- 行业情况: 技术升级驱动全球耳机市场扩张, 耳机市场增量空间上探。**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, 市场规模稳步提升。全球电声产业呈“品牌-制造”二元分工格局, 中国制造商占据核心生产环节。随着智能硬件产业链不断完善, 全球产业链分工不断细化, 现已形成全球化分工的产业格局。电声品牌商专注前沿技术研发和高端产品设计, 将普通声学产品的研发、设计制造委外给电声制造商。我国电声企业大部分为电声制造商, 零部件、整机生产工艺成熟、经验丰富, 但自主品牌企业较少, 特别是具有全球影响力的高端、自主品牌的产业链“链主”企业稀缺。智能电声产品成为AI驱动的语音交互核心入口及物联网关键节点, 成为独立智能终端的趋势凸显。随着人工智能技术在消费电子产品的广泛应用, 智能电声产品迎来了迅速发展的契机, 目前已成为人工智能产业链中的重要组成部分。电声产品和语音识别的原理类似, 均为电信号和声信号的相互转化, 在语音识别方面具有天然的优势, 智能电声产品作为语音交互的入口, 在物联网时代的价值日益凸显, 智能电声产品也由配套产品逐步成为不可或缺的独立智能化设备。
- 申购分析意见:**公司是国内发烧耳机领域“小巨人”, 是国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商, 线上销售渠道涵盖公司自建官网商城及京东、天猫、抖音、亚马逊、AliExpress、Shopee 等各大主流电商平台, 境内线下经销商超过40家, 境外线下经销商超过100家, 遍布北美、欧洲、澳洲、亚太等地区。从博弈面看, 公司首发估值低, 顶格申购门槛适中, 老股占比低, 建议积极参与。

风险因素: 1) 境外经营的风险; (2) 毛利率下滑的风险; 3) 技术研发及产品升级迭代的风险。

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
汪秉涵 A0230525090003
wangbh@swsresearch.com

研究支持

汪秉涵 A0230525090003
wangbh@swsresearch.com

联系人

汪秉涵 A0230525090003
wangbh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 国内发烧耳机领域“小巨人”	4
2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛适中	5
3. 行业情况：中国为视听产业重要制造基地，AI 赋能耳机或成新交互入口	6
4. 竞争优势：技术研发、品牌、销售渠道及产业链优势 ...	7
5. 主要风险：境外经营的风险、毛利率下滑的风险、技术与产品升级迭代风险等.....	7
6. 可比公司：中小体量，毛利率处行业上游	7
7. 申购分析意见：积极参与.....	8

图表目录

图 1: 公司 2024 年主营构成 (按产品类型)	4
图 2: 公司 2024 年主营构成 (按销售区域)	4
表 1: 募投 100%达成的产能情况	5
表 2: 海菲曼重要发行要素一览	5
表 3: 海菲曼可比公司收入结构	7
表 4: 海菲曼可比公司财务对比	8

1. 国内发烧耳机领域“小巨人”

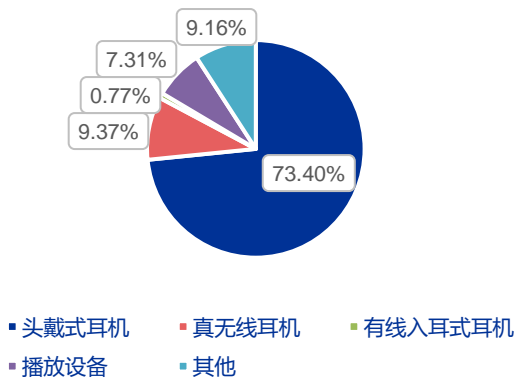
深耕电声发烧耳机领域，核心定位高端电声市场。公司成立于 2011 年 4 月 19 日，位于江苏省昆山市，是国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商，主要从事自主品牌“HIFIMAN”终端电声产品的设计、研发、生产和销售，为国家“专精特新”小巨人企业，公司产品定位高端电声市场，包括头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机、播放设备等。

构建全球化的多渠道销售体系，品牌享誉全球。公司线上销售渠道涵盖公司自建官网商城及京东、天猫、抖音、亚马逊、AliExpress、Shopee 等各大主流电商平台，境内线下经销商超过 40 家，境外线下经销商超过 100 家，遍布北美、欧洲、澳洲、亚太等地区。公司境外收入主要销往美国、欧洲、日韩等经济发达、消费市场成熟的国家和地区。公司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，获得 10 次中国国际耳机展优秀 HI-FI 音频金奖、7 次日本 VGP 金奖、2 次美国 CES 创新奖 1 次德国 iF 设计奖和 1 次德国红点设计奖等专业奖项。

深耕电声核心技术与两大关键电声元器件，全面赋能终端产品。公司专注核心技术研发，自研低功耗高精度数模转换器、纳米振膜扬声器两大关键元器件，已开发出低能耗 WIFI 无线音频技术。公司自研 DAC 信噪比 120dB 且总谐波失真 0.0012%，功耗仅 26mW；公司自研的纳米厚度平面振膜通过材料和工艺创新，频响范围达到 6Hz-100kHz，大幅超过主流动圈式扬声器。截至 2025 年 9 月末，公司已获得 199 项境内专利授权，其中发明专利 84 项、21 项境外专利及 1 项集成电路布图设计专有权。公司积极参与技术标准的制定，先后参与制定 1 项国家标准、7 项团体标准。

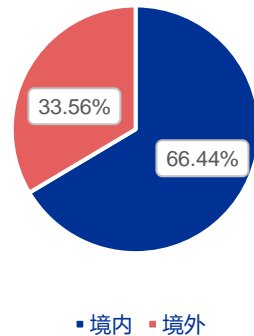
营收净利高速增长，盈利能力稳步提升。2024 年实现营收 2.27 亿元，近 3 年 CAGR 为+21.49%；2024 年实现归母净利润为 6652.36 万元，近 3 年 CAGR 为+35.72%。2024 年毛利率 70.1%，较 2023 年增加 1.91pct；净利率 29.34%，较 2023 年增加 2.22pct。

图 1：公司 2024 年主营构成（按产品类型）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 2：公司 2024 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

扩产自研自动化产线，匹配需求升级核心赛道。公司扩建基于自研核心技术的自动化产线，显著提升高附加值元器件及终端整机的交付能力，精准匹配其低能耗 WiFi 音频技术商用化带来的需求放量。公司不断提高生产效率和培育新型生产方式，满足多样化的产品需求，进一步降低了人力成本，提升利润空间的同时确保了生产效率以及产品质量的稳定性。

表 1：募投 100%达成的产能情况

项目名称	建设期	100%达产产值 (万元)
先进声学元器件和整机产能提升项目	24 个月	31,919.15
监听级纳米振膜及工业 DAC 芯片研发中心建设项目	36 个月	-
总全球品牌及运营总部建设项目	36 个月	-

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛适中

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 19.71 元/股。初始发行规模 1053 万股，占发行后总股份的 21.5%。发行后预计可流通比例为 22.98%，老股占可流通比例为 15.78%，老股占比较低。

(2) 4 家机构投资者参与战略配售，包括 3 家投资公司，1 家券商。网上顶格申购量 47.37 万股，需冻结资金 933.66 万元，顶格门槛适中。

表 2：海菲曼重要发行要素一览

基本信息	股票代码	920183.BJ	所属申万一级行业	电子
	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)	20,749	主承销商	申港证券
	初始发行股份数量 (万股)	1,052.70	占发行后总股本比例	21.50%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026/2/13	申购日	2026/2/24
	申购款退回日	2026/2/26	网上最高申购量 (万股)	47.37
基本面信息	2024 年收入 (万元)	22,674.27	2024 年净利润 (万元)	6,652.36
	2024 年综合毛利率%	70.10	2024 年加权 ROE%	36.38
	2024 年收入增长率%	11.44	2024 年归母净利润增长率%	20.58
股本信息	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	22.98%	老股占可流通股本比例	15.78%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	12.90	发行 PE (LYR) (倍)	14.50
	停牌前 60 天交易均价	无	停牌收盘价 (元)	无

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

注：1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他；2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算，不考虑超额配售股份数；3. 发行 PE (LYR) 按 2024 年归母净利润计算发行后每股收益，不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况：中国为视听产业重要制造基地，AI 赋能耳机或成新交互入口

中国视听电子产业已确立全球核心制造地位，产业基础坚实且竞争力突出。视听电子是音视频生产、呈现和应用相关技术、产品和服务的总称，包括视频、音频两大组成部分，其中音频相关市场即通常所称的电声行业。目前，中国已成为全球重要的视听产品制造基地，形成了一批具有较强国际竞争力的视听电子产业集群。随着大数据、人工智能、元宇宙等信息技术革命的到来，视听电子产业面向新场景、新应用迭代升级的发展契机，产业范围不断拓展，正成为打造数字经济新优势的引擎。

技术升级驱动全球耳机市场扩张，耳机市场增量空间上探。随着应用场景的拓深和技术创新的推动，耳机行业逐渐向高品质、多功能、生态化、智能化等方向发展，市场规模稳步提升。根据 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，CAGR 达 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%。我国作为全球耳机产业主要生产及消费国，产值继续保持整体增长态势。根据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%。

全球电声产业呈“品牌-制造”二元分工格局，中国制造商占据核心生产环节。全球电声产业已形成全球化分工的产业格局。电声品牌商主要专注在前沿的技术研发和高端产品设计，而将普通声学产品的研发、设计或制造通过 ODM、OEM 委外给电声制造商。从全球分布看，以哈曼、森海塞尔、索尼等为代表的海外专业电声品牌商长期专注音频领域，在音质与音效方面具有更专业和成熟的技术；以苹果、三星、华为、小米等为代表的综合性消费电子厂商近年来推出的电声产品通过与智能手机等硬件配对实现部分特色功能，具有一定体验优势；我国电声企业大部分为电声制造商，零部件、整机生产制造工艺成熟、经验丰富，但自主品牌企业较少，特别是具有全球影响力的高端、自主品牌的产业链“链主”企业稀缺。

智能电声产品成为 AI 驱动的语音交互核心入口及物联网关键节点，成为独立智能终端的趋势凸显。随着人工智能技术在消费电子产品的广泛应用，智能电声产品迎来了迅速发展的契机，目前已成为人工智能产业链中的重要组成部分。由于电声产品和语音识别的原理类似，均为电信号和声信号的相互转化，使得其在语音识别方面具有天然的优势，智能电声产品作为语音交互的入口，在物联网时代的价值日益凸显，智能电声产品也由配套产品逐步成为不可或缺的独立智能化设备。未来，随着机器学习等技术在智能电声产品中的进一步应用，可以进一步提升语音识别和理解的准确程度，使智能电声产品更好地服务于生活。

4. 竞争优势：技术研发、品牌、销售渠道及产业链优势

(1) **技术研发优势。**公司核心技术能力涵盖从数模转换、信号放大至电声转换的电声基础技术全链条，自研核心元器件并实现产品持续快速迭代。电声转换环节，公司基于十余年来参数调优与迭代研发的数据积累持续提升纳米振膜扬声器的强度、精度、稳定性等多项关键指标，全面应用于公司头戴式耳机产品并持续推出全价位段的新品，产品相比国际知名品牌竞品具备较强竞争力。

(2) **品牌优势。**公司以自主品牌业务为核心，引领国产高端电声品牌出海。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。

(3) **销售渠道及产业链优势。**公司 HIFIMAN 品牌创始之初就瞄准全球市场，建立了独立完善的品牌运营和销售渠道。公司建立了广泛的销售网络和多样化的销售模式，以直销、经销相结合，综合运用线上、线下渠道，服务全球市场。公司作为产业链链主企业，在江苏昆山、广东东莞、惠州、天津等地设立多个业务主体，以境内主体为核心建立主要产品全链条闭环的主、配件供应体系，完成产品研发以及高效率、高品质、规模化生产。基于自身品牌、渠道、自主核心元器件及产能，公司毛利率均在 60%以上，明显高于同行业上市公司。

5. 主要风险：境外经营的风险、毛利率下滑的风险、技术与产品升级迭代风险等

- (1) 境外经营的风险；
- (2) 毛利率下滑的风险；
- (3) 技术与产品升级迭代风险。

6. 可比公司：中小体量，毛利率处行业上游

表 3：海菲曼可比公司收入结构

代码	简称	2024 年收入结构			
.SZ	漫步者	耳机:.%	音响设备:.%	其他主营业务:.%	汽车音响:.%

002888.SZ	惠威科技	专业音响:30.95%,家庭影院:26.27%,公共广播:19.33%,多媒体:8.29%,其他主营业务:5.37%,喇叭:4.23%,开发服务:3.2%,汽车音响:1.47%,耳机:0.89%
A25060.BJ	先歌国际	音箱:43.57%,功放:31.91%,播放器:10.44%,其他产品:8.79%,配件:3.37%,其他业务:1.94%
920183.BJ	海菲曼	头戴式耳机:73.34%,真无线耳机:9.37%,其他产品及配件:9.15%,播放设备:7.3%,入耳式耳机:0.77%,其他业务:0.07%

资料来源: wind,申万宏源研究

表 4: 海菲曼可比公司财务对比

代码	简称	2024 收入 (百万元)	2024 归母净利润 (百万元)	2024 年收入增长率 (%)	2024 年归母净利润增长率 (%)	毛利率	研发支出占比	应收账款周转天数
002351.SZ	漫步者	2,943.32	449.23	9.27	7.06	40.35	6.24	28
002888.SZ	惠威科技	271.16	9.89	21.61	279.68	30.65	5.56	9
A25060.BJ	先歌国际	462.18	52.87	2.10	2.15	41.43	4.91	41
920183.BJ	海菲曼	226.74	66.52	11.44	20.58	70.10	4.93	40

资料来源: wind, 申万宏源研究

7. 申购分析意见: 积极参与

公司是国内发烧耳机领域“小巨人”，是国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商，线上销售渠道涵盖公司自建官网商城及京东、天猫、抖音、亚马逊、AliExpress、Shopee 等各大主流电商平台，境内线下经销商超过 40 家，境外线下经销商超过 100 家，遍布北美、欧洲、澳洲、亚太等地区。从博弈面看，公司首发估值低，顶格申购门槛适中，老股占比低，建议积极参与。

表 5: 可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
002351.SZ	漫步者	109.80	27
002241.SZ	歌尔股份	934.28	32
002888.SZ	惠威科技	31.34	186
	均值		29
	中值		29
920183.BJ	海菲曼	9.65	13

资料来源: Wind, 招股说明书, 申万宏源研究

注: 股价为 2026/2/12 收盘价格。

惠威科技市盈率偏高，剔除。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swsresearch.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。