

2026年04月23日

# 海菲曼 (920183.BJ)

——全球 HiFi 头戴式耳机市占率前列，消费级市场有望成为第二增长曲线

投资评级：增持（首次）

## 投资要点：

- **深耕行业二十一年，国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商。**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“产能提升项目”募投项目拟开展头戴式耳机、真无线耳机、耳机放大器等电声产品的规模化生产。
- **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。**我国电声行业自 20 世纪 80 年代以来保持了快速发展态势，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 2026 年预计将达到 36.7 亿美元，到 2035 年或将达到 64.7 亿美元。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。根据中国电子音响行业协会公众号，2023 年亚马逊、天猫平台销售数据显示，海菲曼产品与森海塞尔、索尼、铁三角、AKG 等全球传统 HiFi 高端品牌直接竞争，在 HiFi 头戴式耳机中高端价位各区间均有市占率前 5 的产品。
- **纳米振膜、DAC 芯片等形成全链路声学自主可控，全球渠道构筑商业护城河。**海菲曼创新成果丰富，产品线多样化且产品持续快速迭代。公司具备持续创新的产品研发机制，是国产电声厂商中少数具备从上游原材料到关键声学元器件及高精度产品研发、生产能力的公司之一。公司持续推出 Arya Organic、ANANDA Nano 等新品，并对 EditionXS、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；此外，真无线耳机是公司近年来研发的重点方向，其销售额实现了显著增长。公司专注核心技术研发，自研两大关键元器件，已开发出低能耗 WIFI 无线音频技术。在产品和技术储备上，公司现有多个项目正处于研发阶段，包括平板耳机项目、高端音响项目、平板电脑项目、汽车音响项目等，产品有望不断延伸至更广泛的消费电子领域；并且公司薄膜材料的自产开发已有阶段性进展。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，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，境外线下经销商超过 100 家，遍布北美、欧洲、亚太等地区。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.84/0.95/1.09 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23/20/18 倍。我们选取漫步者、恒玄科技、安克创新为可比公司，2026 年对应可比公司 PE 均值为 23X。公司在全球高保真音频产品领域建立了较高的市场地位，在发烧级耳机营收稳定增长同时，积极开拓高端/大众消费级市场。我们认为随着公司业务规模的扩大、具备独立 DAC 的高保真 TWS 耳机的进一步发展以及新产品的推出，有望进一步增加在发烧级、消费级市场占有率，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

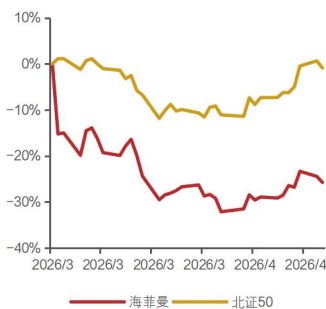
王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年04月21日

收盘价(元)	39.56
一年内最高/最低(元)	64.50/36.05
总市值(百万元)	1,936.54
流通市值(百万元)	445.04
总股本(百万股)	48.95
资产负债率(%)	13.71
每股净资产(元/股)	7.39

资料来源：聚源数据

- 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

## 盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	227	239	269	307	352
同比增长率（%）	11.44%	5.59%	12.56%	14.02%	14.61%
归母净利润（百万元）	67	75	84	95	109
同比增长率（%）	20.58%	12.47%	11.95%	13.60%	14.96%
每股收益（元/股）	1.36	1.53	1.71	1.94	2.23
ROE（%）	31.76%	26.34%	14.56%	14.19%	14.03%
市盈率（P/E）	29.11	25.88	23.12	20.35	17.70

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.84/0.95/1.09 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23/20/18 倍。我们选取漫步者、恒玄科技、安克创新为可比公司，2026 年对应可比公司 PE 均值为 23X。公司在全球高保真音频产品领域建立了较高的市场地位，在发烧级耳机营收稳定增长同时，积极开拓高端/大众消费级市场。我们认为随着公司业务规模的扩大、具备独立 DAC 的高保真 TWS 耳机的进一步发展以及新产品的推出，有望进一步增加在发烧级、消费级市场占有率，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

结合对高保真电声行业增长以及公司产品力提升和推陈出新能力的积极预期，我们对其业务假设如下：

（1）头戴式耳机：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +13.53%/+14.15%/+15.10%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 2.03/2.32/2.67 亿元；

（2）其他：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +9.69%/+13.63%/+13.12%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 0.67/0.76/0.86 亿元。

### 投资逻辑要点

行业层面来看，全球耳机市场规模保持两位数增长，并且发烧级细分持续扩容；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，头部品牌或具备更强的议价力与利润分配能力。

公司层面来看，海菲曼凭借全球化高端品牌定位与全链路自研，已形成“高毛利+高海外占比+产品力迭代+产能扩张”的增长路径；未来随着募投产能释放，叠加低功耗 Wi-Fi 音频与 DAC 芯片等技术应用，有望驱动规模与盈利同步提升。

### 核心风险提示

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. 深耕行业二十一年，国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商 .....	7
1.1. 业务情况：国家级专精特新“小巨人”，以自主品牌“HIFIMAN”电声产品为主 ..	7
1.2. 财务：2025 年公司营收 2.4 亿元（yoy+6%）、归母净利润同比+12% .....	9
1.3. 募投：“产能提升项目”主要为头戴式耳机、真无线耳机等电声产品的规模化生产 .....	10
2. 行业：我国 2013-2021 年耳机总产值 CAGR 为 13.68%，电声产品制造商向中高端市场迈进 .....	11
3. 纳米振膜、DAC 芯片等形成全链路声学自主可控，全球渠道构筑商业护城河 .....	16
3.1. 高端定价锚定发烧友，技术下沉打开大众市场，研发储备更广泛的消费电子领域 ..	16
3.2. 全球化销售网络覆盖，垂直整合产业链实现持续高毛利 .....	20
4. 盈利预测与评级 .....	23
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: “HIFIMAN”品牌创立至今近 20 年 .....	7
图表 2: 边仿合计控制海菲曼 66.75%的股权, 为实际控制人 (2026.3.3 数据) .....	8
图表 3: 公司形成了一系列终端电声产品 .....	8
图表 4: 2025H1 头戴式耳机营收达 0.79 亿元, 占比最高 (单位: 万元) .....	9
图表 5: 2025H1 头戴式耳机的毛利率为 74.25% .....	9
图表 6: 2025 年公司归母净利润达 7482.05 万元, 同比增长 12.47% .....	10
图表 7: 公司募投项目拟总投资调整为 1.77 亿元 .....	10
图表 8: 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 .....	11
图表 9: 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 .....	12
图表 10: 我国 2021 年耳机行业总产值为 1,374.22 亿元 .....	12
图表 11: 全球发烧级耳机市场 2035 年或将达到 64.7 亿美元 .....	13
图表 12: 2024 年北美和欧洲占全球发烧级耳机市场份额超五成 .....	13
图表 13: 2023 年亚马逊平台不同价格区间 HiFi 头戴式耳机品牌销售额结构 .....	14
图表 14: 2023 年淘宝天猫平台不同价格区间 HiFi 头戴式耳机品牌销售额结构 .....	14
图表 15: 我国 2021 年无线耳机产值为 953.51 亿元 .....	15
图表 16: 2025Q3 苹果、小米、三星、华为四大手机厂商全球 TWS 耳机市占率约 42% .....	15
图表 17: 2023 年“京东 6.18”期间 2000 元以上的 TWS 耳机销售占比情况 .....	15
图表 18: HIFIMAN 品牌产品线多样化并且持续保持较高频率的更新迭代 .....	16
图表 19: 2022-2025H1 头戴式耳机销售单价较稳定 (单位: 元/个) .....	17
图表 20: 2022-2025H1 公司产品均价总体提升 (单位: 元/个) .....	17
图表 21: 音频重放核心原理及技术环节图示 .....	18
图表 22: 主要终端电声产品所应用的音频重放技术环节 .....	18
图表 23: 公司核心技术一览 .....	18
图表 24: 公司于 2023 年推出全球首款内置独立 R-2R 架构 DAC 的真无线耳机 Svanar Wireless .....	19
图表 25: 公司自主研发的平面振膜扬声器频响范围达到 6Hz-100kHz, 大幅超过主流动圈式扬声器 .....	19
图表 26: 2022 年-2025H1 海菲曼核心技术产品收入占总营收比例约 90% .....	19

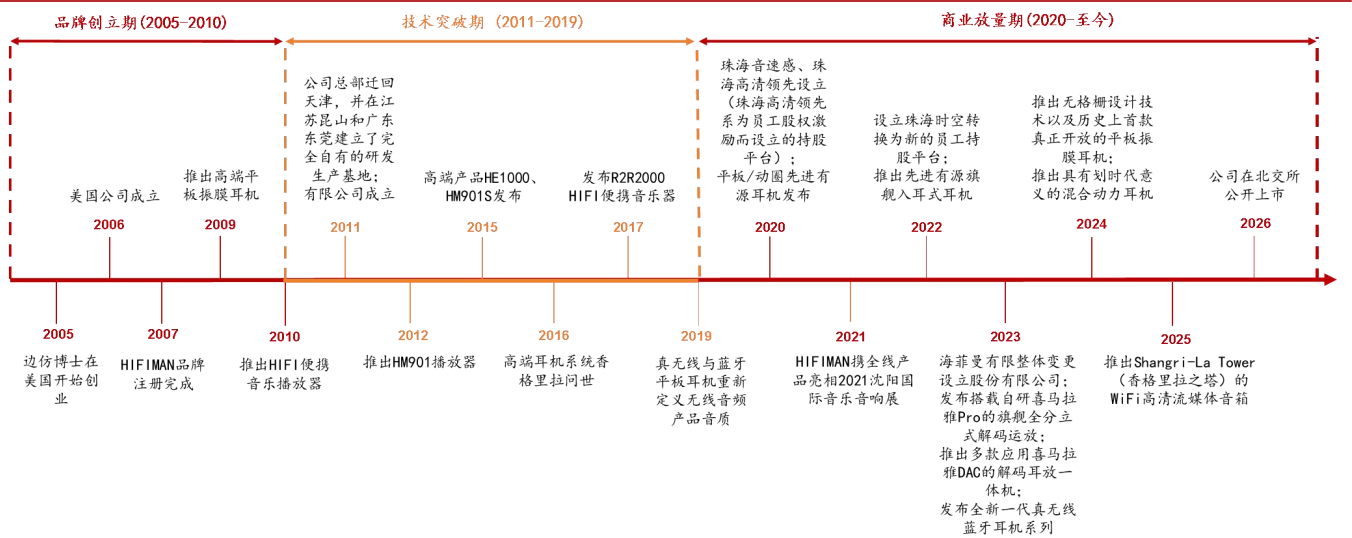
图表 27: 2025H1 公司发烧级耳机、消费级耳机营收占主营业务收入比重分别为 67%、15%.....	20
图表 28: 2025 年公司线上直销收入占主营业务收入 44%.....	20
图表 29: 2025 年公司境外营收占主营业务收入 65%.....	20
图表 30: 2022-2025 年海菲曼前五大客户销售占比 (单位: 万元) .....	21
图表 31: 亚马逊美国站 2022 年-2025 年 6 月 HIFIMAN 品牌直销客户年家庭收入均为 5 万美元以上.....	22
图表 32: 天猫平台 HIFIMAN 品牌客户占比呈现出随购买力水平上升而递增趋势.....	22
图表 33: 可比公司估值表 (截至 20260421) .....	23

# 1. 深耕行业二十一年，国内少数拥有全球影响力的高端电声品牌商

## 1.1. 业务情况：国家级专精特新“小巨人”，以自主品牌“HIFIMAN”电声产品为主

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。

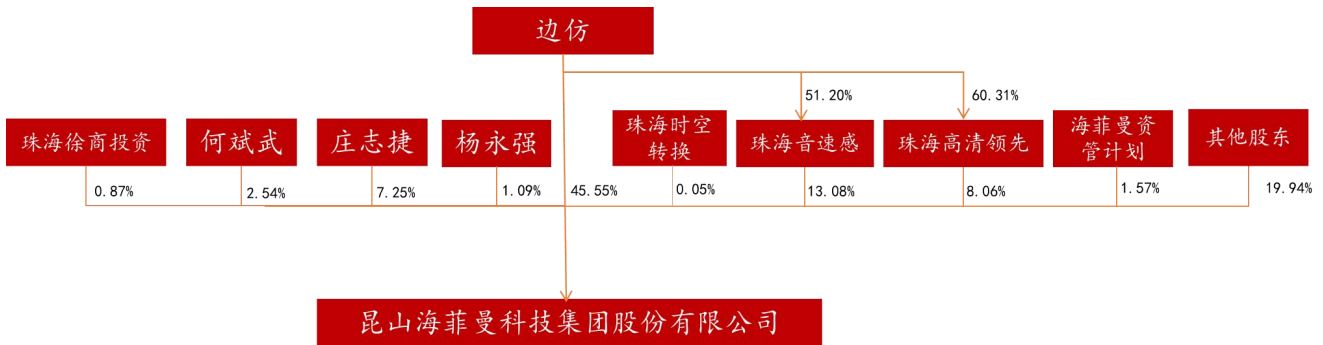
图表 1：“HIFIMAN”品牌创立至今近 20 年



资料来源：海菲曼公告、海菲曼官网等、华源证券研究所

截至 2026 年 3 月 3 日，边仿先生直接持有公司 45.55% 股份，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 66.75% 股份的表决权，为公司控股股东、实际控制人。

图表 2：边仿合计控制海菲曼 66.75%的股权，为实际控制人（2026.3.3 数据）



资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所

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 3：公司形成了一系列终端电声产品

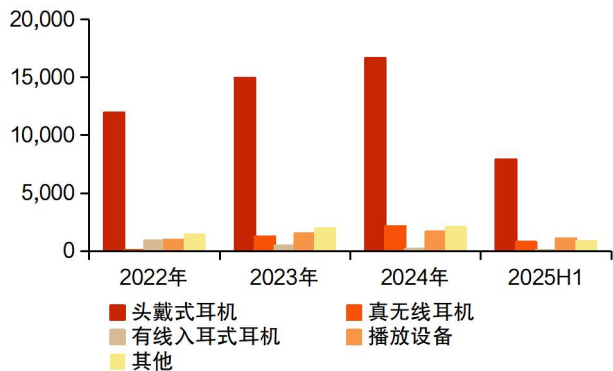


资料来源：海菲曼招股书、海菲曼官网、华源证券研究所

**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。

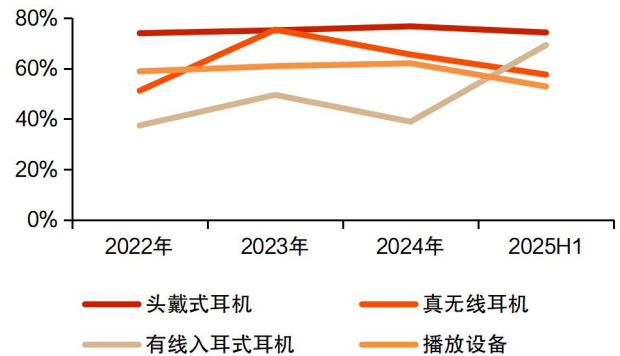
**毛利率情况：**2022-2025H1，公司头戴式耳机毛利率分别为 73.97%、75.11%、76.68%和 74.25%；真无线耳机毛利率分别为 51.20%、75.37%、65.51%和 57.58%；有线入耳式耳机毛利率分别为 37.43%、49.53%、38.92%和 69.27%；播放设备毛利率分别为 58.87%、60.91%、62.06%和 52.88%。

图表 4：2025H1 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 5：2025H1 头戴式耳机的毛利率为 74.25%



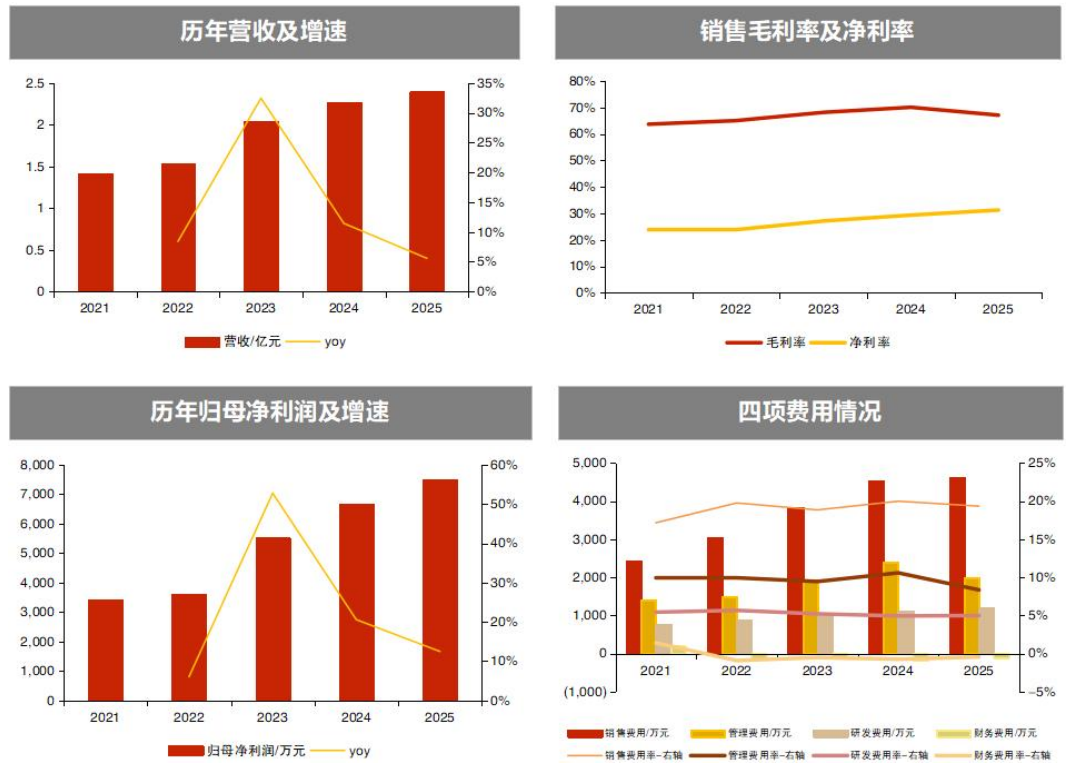
资料来源：iFind、华源证券研究所

## 1.2. 财务：2025 年公司营收 2.4 亿元 (yoy+6%)、归母净利润同比+12%

**营收方面**，2021-2025 年公司营收呈增长趋势，2025 年营收达 2.39 亿元 (yoy+5.59%)，营业收入增速较快主要系公司持续进行技术研发及产品升级，不断推出细分领域内具有较强竞争力的产品，市场表现良好。**利润方面**，公司归母净利润从 2021 年的 0.34 亿元上升至 2025 年的 0.75 亿元 (yoy+12.47%)，2021-2025 年年均复合增长率为 21.7%。**盈利能力方面**，2021-2025 年公司销售毛利率分别为 63.71%、65.06%、68.18%、70.10%和 67.13%。**成本管控方面**，2021-2025 年期间费用率分别为 33.90%、34.27%、32.95%、34.74%和 32.20%，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。

图表 6：2025 年公司归母净利润达 7482.05 万元，同比增长 12.47%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

### 1.3. 募投：“产能提升项目”主要为头戴式耳机、真无线耳机等电声产品的规模化生产

公司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 7：公司募投项目拟总投资调整为 1.77 亿元

序号	项目名称	投资总额 (万元)	调整后拟投入募集资金 (万元)
1	先进声学元器件和整机产能提升项目	24,258.00	11,951.03
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	4,550.92
3	全球品牌及运营总部建设项目	4,824.20	1,197.00
	合计	43,000.00	17,698.95

资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所

## 2. 行业：我国 2013-2021 年耳机总产值 CAGR 为 13.68%，电声产品制造商向中高端市场迈进

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地追求规模型 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。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 8：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

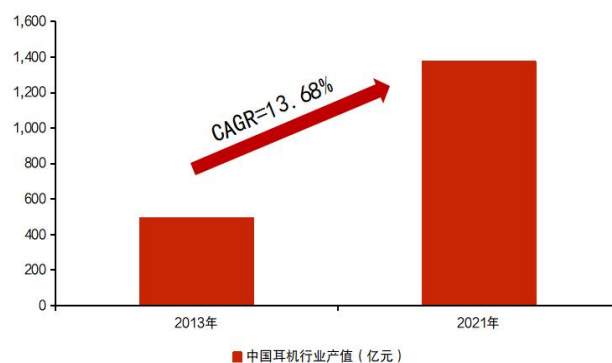
耳机是电声行业最重要的终端电声产品之一，随着应用场景的拓深和技术创新的推动，耳机行业逐渐向高音质、多功能、生态化、智能化等方向发展。根据海菲曼招股书、Statista 数据，全球耳机市场规模从 2013 年的 84 亿美元增长至 2022 年的 583 亿美元，年均复合增长率为 24.02%。根据 Grand View Research 数据，预计全球耳机市场规模从 2023 年的 715 亿美元增长至 2030 年的 1,638 亿美元，预期 CAGR 达到 12.6%。我国作为全球耳机产业主要生产及消费国，耳机行业产值继续保持整体增长态势。根据海菲曼招股书、中国电子音响行业协会统计，我国耳机行业总产值从 2013 年的 492.56 亿元增长至 2021 年的 1,374.22 亿元，CAGR 达到 13.68%。

图表 9：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

图表 10：我国 2021 年耳机行业总产值为 1,374.22 亿元



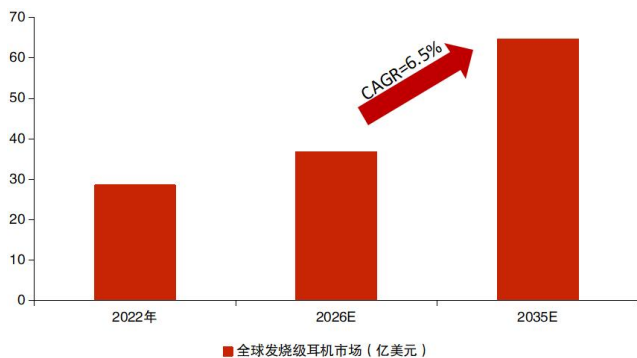
资料来源：中国电子音响行业协会、海菲曼招股书、华源证券研究所

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 2026 年预计将达到 36.7 亿美元，到 2035 年或将达到 64.7 亿美元，预计 2026-2035 年 CAGR 达到 6.5%。参考海菲曼招股书、Business Research Insights 信息，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。根据 2024 年 Business Research Insights 数据，39% 的高端消费者偏好支持 24 位/192kHz 音频播放的耳机，34% 的消费者要求耳机配备可拆卸的 4.4mm 平衡线；58% 的用户要求高于 25dB 的噪声隔离性能，而 47% 的用户则优先考虑总谐波失真低于 0.1% 的耳机；约 52% 的制造商在 2023-2024 年引入了空间音频技术。

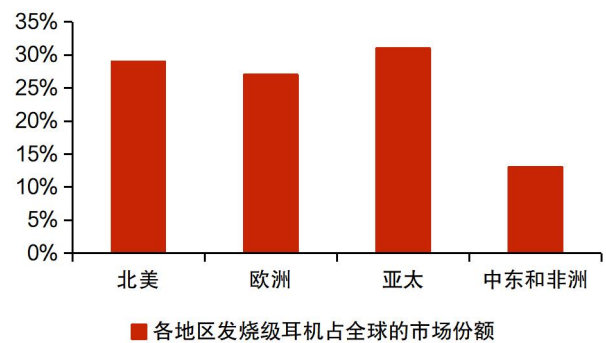
参考海菲曼招股书、Business Research Insights 信息，**从地区分布来看**，2024 年北美占据全球发烧耳机市场份额的 29%，其中美国贡献了近 82% 的该区域需求；欧洲占全球发烧耳机市场总出货量的 27%，其中德国、英国和法国贡献了 58% 的该区域出货量，约 49% 的欧洲消费者偏爱有线发烧耳机，而 51% 的消费者则选择支持高分辨率音频编解码器的无线耳机。**从主要厂商来看**，该细分市场仍主要由森海塞尔、铁三角、索尼、拜亚动力、歌德等欧美、日本厂商占据，海菲曼是少数参与竞争的国内品牌之一。

图表 11：全球发烧级耳机市场 2035 年或将达到 64.7 亿美元



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

图表 12：2024 年北美和欧洲占全球发烧级耳机市场份额超五成



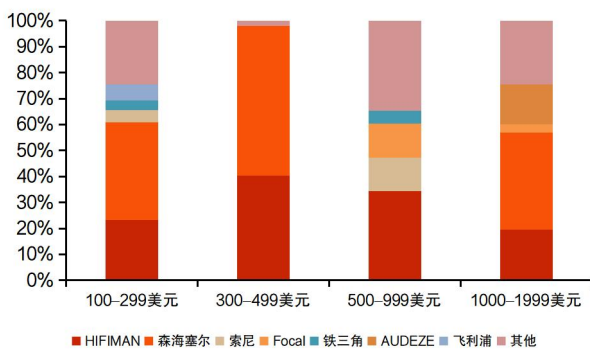
资料来源：Business Research Insights、华源证券研究所

根据中国电子音响行业协会公众号，**2023 年亚马逊平台销售数据（品牌销售额占比）显示**，在 100-299 美元价格区间，市场竞争最为激烈，德国品牌森海塞尔以及“国货之光”HIFIMAN 等品牌型号较多，基本占据着大部分的市场销售份额，其中森海塞尔合计约 37.69%、HIFIMAN 约 23.27%，飞利浦、索尼和铁三角分别约 6.18%、4.51%和 3.86%。在 300-499 美元价格区间，基本锁定人群是进阶型的中端发烧友，对解码器和台式耳放设备有一定的要求，HIFIMAN 的两款型号和森海塞尔两款型号有明显的市占率优势，其中森海塞尔约 57.78%，HIFIMAN 约 40.29%。在 500-999 美元价格区间，是中国品牌 HIFIMAN 与日系、德系、法

系及美系品牌展开激烈竞逐的主战场，其中 HIFIMAN 约 34.26%、Focal 约 13.07%、索尼约 12.96%、铁三角约 5.06%。进一步上探至 1000-1999 美元价格区间，产品多属于各品牌旗舰或次旗舰型号，竞争集中在几家头部 HiFi 厂牌，HIFIMAN 在这一价格区间表现也较为优秀，多款型号相加的市占率接近 4 成，同时森海塞尔约 37.41%、AUDEZE 约 15.35%。

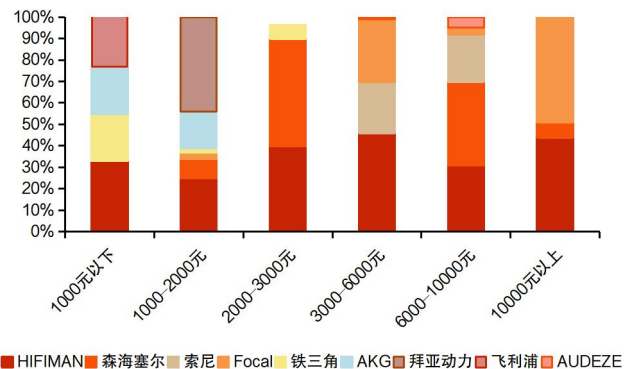
根据中国电子音响行业协会公众号，2023 年淘宝天猫平台销售数据（品牌销售额占比）显示，1000 元以下价格区间，HIFIMAN 约 33%、飞利浦约 25%、AKG 约 22%、铁三角约 20%；在 1000-2000 元价格区间，拜亚动力 DT770Pro/DT880Pro/DT990Pro 系列等专业监听耳机长期受到国内发烧友追捧，其品牌合计约 44%，HIFIMAN 约 25%、AKG 约 17%；在 2000-3000 元价格区间，森海塞尔 HD600/HD650/HD660S 系列凭借多年口碑沉淀占据约一半市场份额，约 50%，HIFIMAN 约 40%；在 3000-6000 元价格区间，HIFIMAN 约 46%，Focal 约 29%；在 6000-10000 元价格区间，森海塞尔约 39%、HIFIMAN 约 31%、索尼约 22%；而在 10000 元以上价格区间，Focal 约 49%、HIFIMAN 约 44%、森海塞尔约 7%。

图表 13：2023 年亚马逊平台不同价格区间 HiFi 头戴式耳机品牌销售额结构



资料来源：中国电子音响行业协会公众号、华源证券研究所

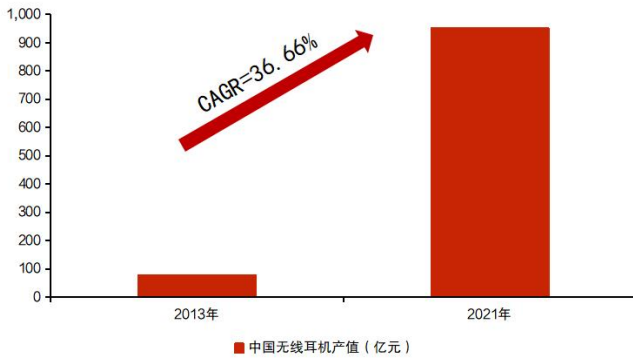
图表 14：2023 年淘宝天猫平台不同价格区间 HiFi 头戴式耳机品牌销售额结构



资料来源：中国电子音响行业协会公众号、华源证券研究所

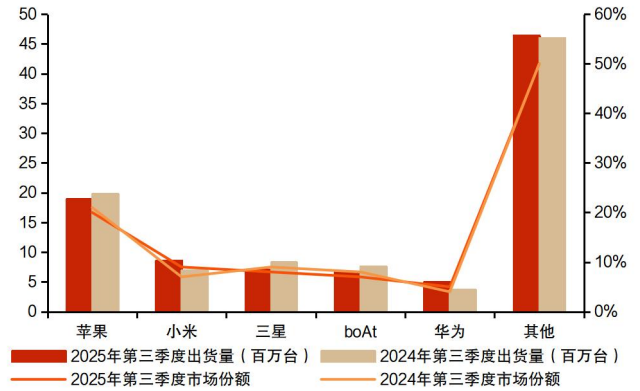
根据海菲曼招股书，自 2016 年苹果公司发布第一代 AirPods，由于其连接稳定、低时延及无线化等优点，获得良好的市场反应，TWS 耳机行业从萌芽期进入快速成长阶段，成为全球耳机市场重要增长点。无线耳机是我国耳机行业产值增速较快的细分产品。根据中国电子音响行业协会统计，我国无线耳机产值从 2013 年的 78.39 亿元增长至 2021 年的 953.51 亿元，CAGR 达到 36.66%。根据 Counterpoint 数据，2016-2021 年全球 TWS 耳机出货量的 CAGR 高达 101%，成为移动音频设备市场中增长最快的细分市场。根据 Canalys 数据，2024 年全球 TWS 耳机出货量为 3.3 亿台，同比增长 13%，恢复了两位数增长。根据快科技官网、Omdia 和观研天下公众号信息，2025Q3 全球 TWS 耳机（真无线耳机）出货量达 9260 万台，同比微增 0.33%。从 TOP5 厂商表现看，苹果继续保持第一，但 2025Q3 出货量 1890 万台，同比下滑 4%，市场份额也从 21%微降至 20%；而华为则凭借同比 35%的高增速跻身前五，成为前五名中增长最亮眼厂商。2025Q3 苹果、小米、三星、华为四大手机厂商占据全球 TWS 耳机前五名中的四席，合计市占率约 42%，依托终端设备的捆绑销售、跨设备互联互通等生态优势，快速收割大众消费级市场份额。

图表 15: 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

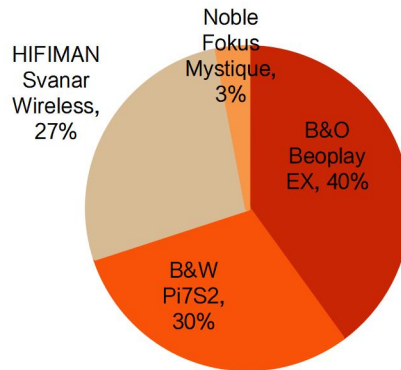
图表 16: 2025Q3 苹果、小米、三星、华为四大手机厂商全球 TWS 耳机市占率约 42%



资料来源: Omdia、快科技官网、华源证券研究所

参考中国电子音响行业协会信息, 近两年, 中国 TWS 市场呈现出快速增长、竞争激烈、技术创新、价格战、功能丰富等特点。在未来, 随着 5G、AI 等技术的快速发展, TWS 市场有望继续保持高速增长, 为消费者贡献更多高素质表现的产品。2023 年我国“京东 6.18”销售周期内, 高价位高素质的 HiFi 真无线耳机呈现出不俗的表现, 主要是指 2000 元以上售价的真无线蓝牙耳机品类, 其中海外厂商的三款型号及中国本土 HiFi 头部品牌 HIFIMAN 销势较为亮眼, 这表明中国内地的传统耳机发烧友或开始认可真无线蓝牙耳机的出色解析和便携化特性, 未来几年有望在一定程度上取代传统有线耳机配合无损音乐播放器的 HiFi 耳机形态。

图表 17: 2023 年“京东 6.18”期间 2000 元以上的 TWS 耳机销售占比情况



资料来源: 中国电子音响行业协会公众号、华源证券研究所

### 3. 纳米振膜、DAC 芯片等形成全链路声学自主可控，全球渠道构筑商业护城河

#### 3.1. 高端定价锚定发烧友，技术下沉打开大众市场，研发储备更广泛的消费电子领域

公司创新成果丰富，产品线多样化且产品持续快速迭代。海菲曼为国家级专精特新“小巨人”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，参与共建了江苏省智能型快速温变试验箱工程技术研究中心。公司自主研发的 R-2R 架构 DAC 未来拟流片封装形成独立芯片，基于相关研发，公司已取得 1 项集成电路布图设计专有权。公司具备持续创新的产品研发机制，具备业内较强的核心技术开发能力，是国产电声厂商中少数具备从上游原材料到关键声学元器件及高精度产品研发、生产能力的公司之一。公司自主研发的元器件全面应用于自主品牌“HIFIMAN”的终端产品，不断推出细分领域内具备独特技术的 HiFi 级头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机、音频解码功放设备等。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，数次获得德国 iF 设计奖、日本 VGP 等国内外专业奖项。

图表 18: HIFIMAN 品牌产品线多样化并且持续保持较高频率的更新迭代

产品类别/名称	产品图例	产品主要创新
播放设备/HM901		2012 年发布，作为 HIFIMAN 第二代旗舰播放器产品，自研全新 UI 设计界面“太极”，采样率最大可达 192KHz，兼容绝大部分无损压缩格式文件，通过底座可扩展数字输入/输出、USB 解码功能。
头戴式耳机/香格里拉静电耳机系统		2016 年发布，售价 30 万元，是公司独立研发生产的静电耳机系统。静电耳放部分采用全部特制的 8 只电子管，以 4 只特别设计的 300B 电子管为核心；耳机部分拥有纳米科技单元，纳米级防尘格栅。
入耳式耳机/RE2000 系列		2016 年发布初代产品，是公司的旗舰级动圈入耳式耳机，拥有黄铜腔体镀 24K 金外壳，配置 9.2mm 的动圈单元，搭配自家研发的“拓扑振膜”技术，荣获 2017 年 CES 创新奖。其后，公司又发布升级后的 RE2000Pro 金，以及 RE2000 银。
播放设备/HM901R		2021 年发布，自研 R-2R 架构 DAC 模块“喜马拉雅”的第一款大规模商业化应用的产品；延续 HM901 系列的经典设计，三围尺寸和重量大幅缩减；荣获 2022 年日本 VGP 金奖。
播放设备/EF400		2022 年发布，是公司第一款使用自研“喜马拉雅”DAC 的桌面解码耳放一体机，从 DAC 到缓冲滤波均采用了四通道差分结构和四联音量电位器，实现了甲乙类全平衡强劲输出（不失真输出在 36Ω 下超过 10V），荣获 2022 年日本 VGP 金奖。
真无线耳机/Svanar Wireless 系列		2023 年发布，内置自研 R-2R 架构 DAC “喜马拉雅”、甲乙类平衡耳放、9mm 拓扑振膜单元，支持高码率 LDAC 传输，通过“全链路”设计创新 TWS 耳机音质提升的方案，实现公司无线耳机产品收入快速增长。其后，公司又发布了该系列的 LE、JR 款产品。
头戴式耳机/HE1000 系列		2014 年发布初代产品，是公司的高端开放式平板耳机，运用百叶窗格栅设计和纳米振膜专利技术，其后又相继发布上市了 HE1000V2、HE1000SE 等系列产品。2024 年推出全新的 HE1000Unveiled 产品，采用全面开放的平板单元背部设计，同时配备磁吸保护罩，可在不使用时避免耳机吸附磁性物体造成损坏。
头戴式耳机/Susvara 系列		2016 年发布初代产品，是公司的旗舰级开放式平板耳机，扬声器单元采用“黄金镀膜+纳米振膜+隐形磁体”技术。2024 年推出全新旗舰平板耳机 SusvaraUnveiled 无格栅设计平板耳机，使用金属银作为导体层，灵敏度提升。

头戴式耳机  
/ANANDA-BT

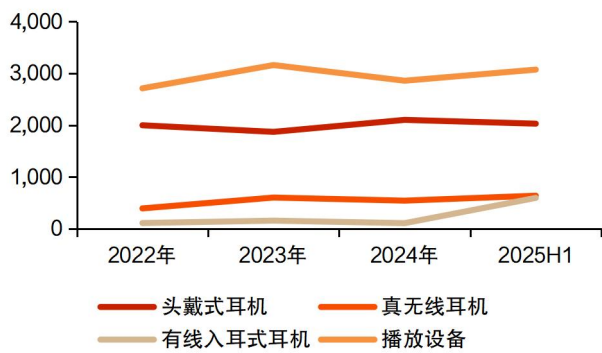


2019年发布初代产品，是公司首款内置高清蓝牙耳放模块的头戴式耳机，支持当期主流高清蓝牙协议。2024年推出该产品升级版，解码部分由原来的蓝牙芯片自带DAC改为公司自研的喜马拉雅DAC模块，采用全新的隐形磁铁技术、更薄的NEO超纳米振膜等。

资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

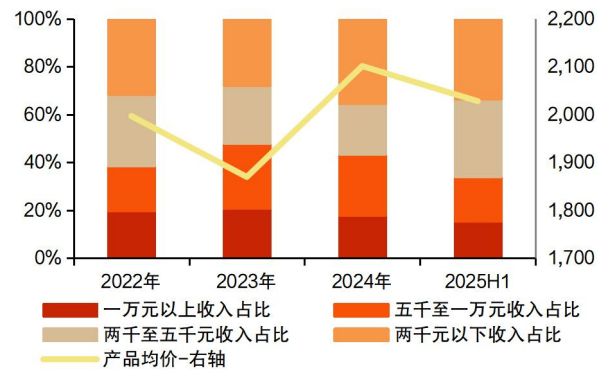
参考公司公告，以2022-2025H1收入占比超过70%的核心产品头戴式耳机为例，公司为追求HiFi级听感，坚持在平面振膜耳机领域深耕，公司中高端各价位产品在频响范围、总谐波失真、灵敏度等核心指标上相比国际知名品牌竞品具备较强竞争力，受到全球发烧级耳机市场认可。公司持续推出Arya Organic、ANANDA Nano等新品，并对EditionXS、Sundara等经典款改款升级，带动头戴式耳机产品在保持整体销售快速增长的同时，产品均价进一步提升。此外，真无线耳机是公司近年来研发的重点方向，其销售额实现了显著增长，从2022年的82.78万元增至2024年的2,123.90万元。

图表 19：2022-2025H1 头戴式耳机销售单价较稳定（单位：元/个）



资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

图表 20：2022-2025H1 公司产品均价总体提升（单位：元/个）



资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所

**音频重放技术是终端电声产品主要应用的技术。**自然界中，声音由物体振动产生，经空气传播后由人耳接收并感知。人类为了欣赏和传播音乐，逐步发明了各种对声音进行记录和复现的工具。模拟音乐时代，声音主要以模拟信号形式记录在黑胶唱片、磁带等载体上，通过唱片机、磁带机等设备读取播放。随着电子技术发展及人们对音乐设备存储容量、便携化需求的提升，数字音乐设备开始兴起，声音以数字信号的形式存储在CD、硬盘等载体上，通过具备解码和扬声功能的电子设备播放，形成目前主流的音乐播放形式。数字音乐形式下，从音源到人耳感知声音的过程中，最重要的是两次信号形态的转换：数模转换将以数字信号形式存储的声音转换为模拟形态的电信号；电声转换将电信号转换为人耳可以感知的声信号。**从全球电子产业分工来看**，数字音源、信号传输与读取相关技术主要由存储、通讯等行业的龙头厂商推动发展，电声企业通过数模转换、信号放大、电声转换环节的研发创新，提升音频重放质量并优化音频听感。

图表 21：音频重放核心原理及技术环节图示



资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

图表 22：主要终端电声产品所应用的音频重放技术环节

产品类型	产品示例	音频重放技术环节				
		数字音源	信号传输与读取	数模转换	信号放大	电声转换
播放设备		✓	✓	✓	✓	-
头戴式耳机/有线入耳式耳机		-	-	-	-	✓
真无线耳机		-	✓	✓	✓	✓

资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

**海菲曼专注核心技术研发，自研两大关键元器件，已开发出低能耗 WiFi 无线音频技术。**

根据海菲曼招股书，长期以来，电子声学领域的核心元器件和高端产品均被国外公司垄断，国内厂商主要通过零部件集成进行附加值较低的组装生产。公司基于自身对高保真音频相关技术的理解和研发，形成从数模转换、信号放大至电声转换的音频重放技术全链条核心技术，并自研数模转换、电声转换两大关键环节的声学元器件，实现公司主要产品核心技术的全面自主可控。公司核心技术广泛应用于自主品牌的头戴式耳机、真无线耳机、有线入耳式耳机及音频解码功放设备等产品。

图表 23：公司核心技术一览

### 数模转换环节： 低功耗高精度数模转换器 (DAC)

海菲曼经过多年研发过程，将软件矫正算法和硬件优化相结合，取消高能耗、大体积数字开关矩阵，实现运算核心和电阻矩阵直连，开发出代号为“喜马拉雅 (HYMALAYA)”的DAC并实现量产。公司自研DAC信噪比120dB且总谐波失真0.0012%，功耗仅26mW（同级别精度的解码芯片PCM1704功耗为450mW），实现R-2R架构高精度DAC模块的极低功耗运行，同时避免了常见Delta-sigma架构DAC大量有损于主观听感的数字重取样和滤波，契合全球高精度电声设备的便携化和无线化发展趋势。

### 电声转换环节： 纳米振膜扬声器

海菲曼为追求HiFi级听感，坚持在平面振膜扬声器领域深耕，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（一般频响范围为20Hz-20kHz，部分高端产品达到6Hz-50kHz），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，受到全球发烧级耳机市场认可。此外，海菲曼基于平面振膜扬声器开发的拓扑振膜技术通过调整叠层的配方、厚度和几何形状以降低分割振动调整声音，也可以应用于动圈扬声器，在TWS耳机、有线入耳式耳机中提供较为优质的听感。

**海菲曼**

### 信号传输环节： WiFi流媒体音频技术

WiFi的带宽显著高于蓝牙，理论上支持无损音频传输，接近有线耳机的音质。海菲曼已开发出低功耗WiFi流媒体音频技术，配合自研低功耗DAC技术，可以实现以WiFi传输为主要传输途径的无损音质无线耳机产品，解决当前蓝牙耳机由于传输带宽较窄导致的音质损失问题，使无线耳机达到或接近高端有线耳机的音质效果。2025年公司结合WiFi流媒体音频技术及自研DAC开发出WiFi耳机，目前已正式对外销售。

资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

基于关键声学元器件方面雄厚的技术实力，公司于 2023 年推出内置 R-2R 架构 DAC 的真无线耳机 Svanar Wireless，通过“全链路”设计创新 TWS 耳机音质提升的方案，实现公司无线耳机产品收入快速增长。为进一步提高无线耳机音质体验，公司在 2023 年即开始 WiFi 流媒体耳机技术攻关，相继突破高强度纳米薄膜技术、高性能磁体技术以及低功耗流媒体软硬件后，于 2025 年推出支持 WiFi6 协议（最高可以支持 600M 带宽）的宽频 WiFi 流媒体耳机。根据水韵巴城公众号，当前主流蓝牙耳机受限于带宽，音频往往会进行压缩处理，而通过 WiFi 信号传输的音频信号则更接近无损。在产品和技术储备方面，根据公司 2025 年年报，公司现有多个项目正处于研发阶段，包括平板耳机项目、高端音响项目、平板电脑项目、汽车音响项目等，产品有望不断延伸至更广泛的消费电子领域；并且公司薄膜材料的自产开发已有阶段性进展，第一轮样品测试的结果显示，在不超竞品厚度的前提下，样品强度指标不低于竞品，公司正在结合产品应用对薄膜进行持续优化改进。

图表 24：公司于 2023 年推出全球首款内置独立 R-2R 架构 DAC 的真无线耳机 Svanar Wireless



资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所

图表 25：公司自主研发的平面振膜扬声器频响范围达到 6Hz-100kHz，大幅超过主流动圈式扬声器



资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所

图表 26：2022 年-2025H1 海菲曼核心技术产品收入占总营收比例约 90%

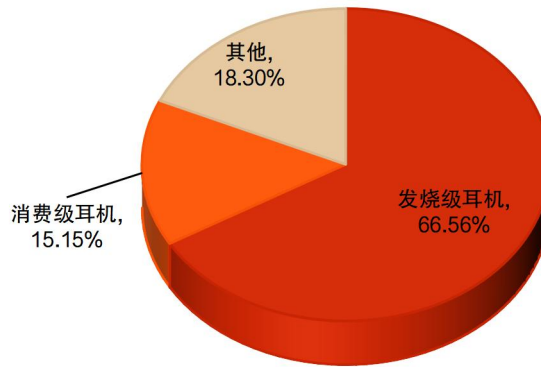
项目	2025 年 1-6 月	2024 年度	2023 年度	2022 年度
核心技术产品收入 (万元)	9,851.64	20,582.83	18,212.12	13,901.84
营业收入 (万元)	10,741.23	22,674.27	20,346.34	15,362.16
核心技术产品占比	91.72%	90.78%	89.51%	90.49%

资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

**发烧级耳机市场方面**，根据公司公告，发烧级耳机的研发、生产对技术、品质要求较高，品牌知名度、美誉度需要较长时间积累形成，该市场当前仍主要为欧美老牌产品所占据，根据 Business Research Insights 的全球发烧级耳机市场规模数据测算，公司全球发烧级耳机产品市场占有率约 0.7%，总体市场占比很低，而森海塞尔、B&O 等欧美老牌企业，业务收入基本都在 20 亿元人民币左右或更高。从产品线丰富程度、品牌知名度逐步提高以及历史悠久程度、渠道的深度和广度来看，相比公司当前规模，公司在发烧级耳机市场仍具有广阔的成长空间。**消费级耳机市场方面**，公司凭借品牌、技术、经验优势，持续推出创新的中低价位头戴式耳机、真无线耳机等面向广大消费级市场的产品，不断拓展高端消费级/大众消费级耳机市场，2022 年-2025H1，公司消费级耳机销售金额分别为 2,217.32 万元、3,205.70 万元、

4,053.60 万元和 1,625.03 万元，占主营业务收入比重分别为 14.45%、15.87%、17.89%和 15.15%，2025H1 略有回落，主要系公司针对消费级市场研发的新一代真无线耳机尚未发布，预计将采用独立 DAC 单板集成设计替换原有电路板堆叠布置，耳机厚度预计将减少，佩戴舒适度预计将大幅提升，相关更新较大、研发时间较长。

图表 27：2025H1 公司发烧级耳机、消费级耳机营收占主营业务收入比重分别为 67%、15%

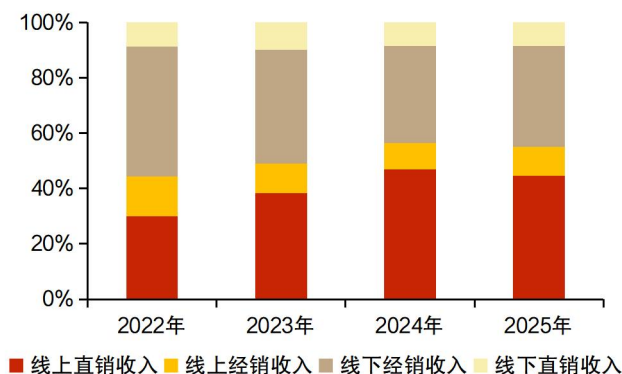


资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所

### 3.2. 全球化销售网络覆盖，垂直整合产业链实现持续高毛利

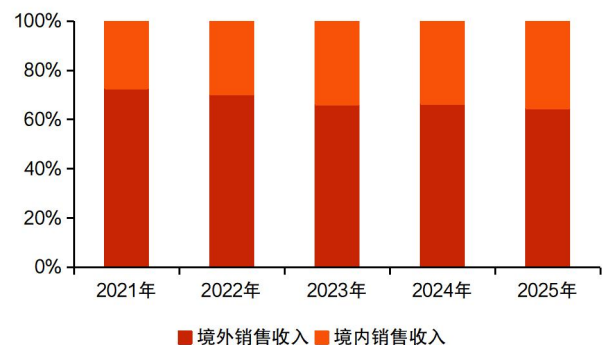
公司已构建全球化销售渠道，自主产业链保障持续盈利能力。HIFIMAN 品牌创始之初就瞄准全球市场，建立了独立完善的品牌运营和销售渠道。公司建立了广泛的销售网络和多样化的销售模式，以直销、经销相结合，综合运用线上、线下渠道。公司作为产业链链主企业，在江苏昆山、广东东莞、惠州、天津等地设立多个业务主体，以境内主体为核心建立主要产品全链条闭环的主、配件供应体系，完成产品研发以及高效率、高品质、规模化生产。基于自身品牌、渠道、自主核心元器件及产能，2022 年到 2025 年上半年，海菲曼毛利率均在 60% 以上，达到全球知名电声品牌商水平。此外，公司进一步向五金件、PCB 及组装等环节的上游供应链延伸布局，并通过优化岗位设置及扁平化管理架构降低运营成本，因此达到细分行业内较高的盈利水平。

图表 28：2025 年公司线上直销收入占主营业务收入 44%



资料来源：iFind、华源证券研究所

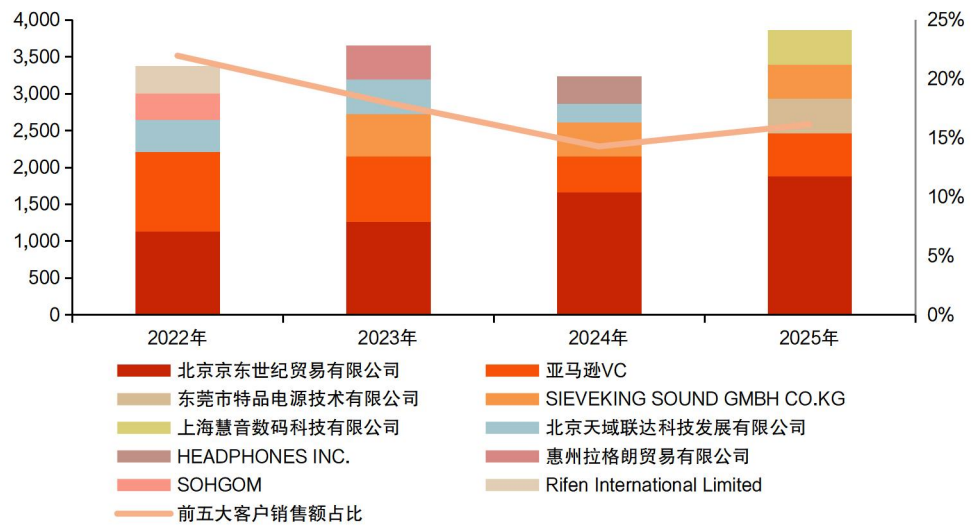
图表 29：2025 年公司境外营收占主营业务收入 65%



资料来源：iFind、华源证券研究所

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。2022-2025 年，公司前五大客户销售占比分别为 21.95%、17.95%、14.26%和 16.13%，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 30：2022-2025 年海菲曼前五大客户销售占比（单位：万元）

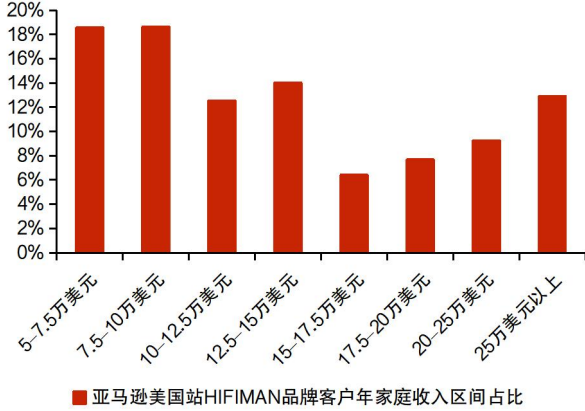


资料来源：海菲曼招股书、华源证券研究所

根据海菲曼公告，对整个线上消费而言，数码电子产品具备较强的高消费特征和男性为主消费特征。根据商务部国际贸易经济合作研究院出具的《中国电子商务发展大数据分析报告》，我国东、中、西部线上店铺销售金额 top1 的店铺类别均为电脑数码类，且男性群体在所有区域的电脑数码类消费中均占大多数份额。根据海菲曼主要线上销售渠道统计的用户信息，公司主要面向客户的特点为：（1）男性为主，公司产品全部为电子声学产品，属于常用数码产品，基于不同性别群体在购物类别上的偏好差异，男性在该类别具有更强的偏好性，公司在自建官网商城中男性客户占比 79.80%，亚马逊美国站男性客户占比 73.93%，京东男性客户占比 89.63%，天猫男性客户占比 82.22%，实际线上销售结果与产品市场特征一致。（2）高学历人群，公司亚马逊美国站客户中 74.97%以上受到过大学教育，京东客户中该类人群占比为 74.03%，天猫客户为 68.67%。（3）高购买力、高收入，电脑数码类产品本身具备的高消费特征，和公司产品在市场中的高端定位，使公司的客户需具备较高的购买力和较高的收入水平，公司亚马逊美国站客户中 81.44%以上为美国的中高收入群体，在京东和天猫的客户中 80%以上具备中高消费水平（京东高级白领及以上，天猫购买力 L3 以上）。（4）主要分布于发达地区，具备高购买力、高收入特征的客户一般分布在经济发达地区，公司自建官网商城的客户主要分布在美国、加拿大、英国、德国等发达国家，且主要位于纽约、洛杉矶、伦敦、新加坡等国际主要城市，京东和天猫客户也主要分布在北京、上海、广东、江苏、

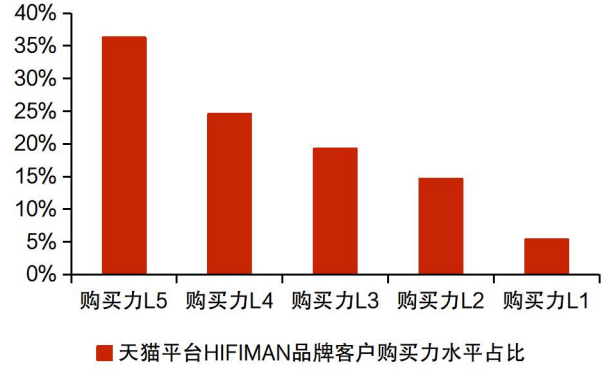
浙江等我国经济发达地区。（注：自建官网商城统计期间为 2022.1.1-2025.6.30；亚马逊为 2022.1.1-2025.6.30；京东为 2024.8.5-2025.7.30；天猫为 2025.1.24-2025.2.23。）

图表 31：亚马逊美国站 2022 年-2025 年 6 月 HIFIMAN 品牌直销客户年家庭收入均为 5 万美元以上



资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所  
注：数据统计时间为 2022.1.1-2025.6.30

图表 32：天猫平台 HIFIMAN 品牌客户占比呈现出随购买力水平上升而递增趋势



资料来源：海菲曼公告、华源证券研究所  
注：数据统计时间为 2025.1.24-2025.2.23

## 4. 盈利预测与评级

结合对高保真电声行业增长以及公司产品力提升和推陈出新能力的积极预期，我们对其业务假设如下：

（1）头戴式耳机：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +13.53%/+14.15%/+15.10%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 2.03/2.32/2.67 亿元；

（2）其他：预计收入持续增长，假设 2026-2028 年营业收入同比 +9.69%/+13.63%/+13.12%，测算得出 2026-2028 年营业收入分别为 0.67/0.76/0.86 亿元。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.84/0.95/1.09 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23/20/18 倍。我们选取漫步者、恒玄科技、安克创新为可比公司，2026 年对应可比公司 PE 均值为 23X。公司在全球高保真音频产品领域建立了较高的市场地位，在发烧级耳机营收稳定增长同时，积极开拓高端/大众消费级市场。我们认为随着公司业务规模的扩大、具备独立 DAC 的高保真 TWS 耳机的进一步发展以及新产品的推出，有望进一步增加在发烧级、消费级市场占有率，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 33：可比公司估值表（截至 20260421）

公司名称	股票代码	最新收盘价（元/股）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
漫步者	002351.SZ	11.31	100.56	0.59	0.66	0.63	19.2	17.1	17.8
恒玄科技	688608.SH	168.35	284.00	5.35	7.25	8.19	31.5	23.2	20.6
安克创新	300866.SZ	117.06	627.63	5.99	7.36	8.68	19.5	15.9	13.5
均值							23.4	18.8	17.3
海菲曼	920183.BJ	39.56	19.37	1.71	1.94	2.23	23.1	20.4	17.7

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；海菲曼盈利预测来自华源证券研究所

## 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。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	162	454	537	639
应收票据及账款	27	30	35	40
预付账款	3	3	4	4
其他应收款	1	2	2	2
存货	54	60	69	80
其他流动资产	18	20	23	26
<b>流动资产总计</b>	<b>265</b>	<b>569</b>	<b>668</b>	<b>792</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	14	14	13	12
在建工程	25	24	20	16
无形资产	6	6	7	7
长期待摊费用	1	1	2	3
其他非流动资产	18	19	19	20
<b>非流动资产合计</b>	<b>64</b>	<b>63</b>	<b>62</b>	<b>57</b>
<b>资产总计</b>	<b>329</b>	<b>632</b>	<b>730</b>	<b>849</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	21	24	28	34
其他流动负债	21	30	29	35
<b>流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>68</b>
长期借款	2	2	1	1
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>负债合计</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>69</b>
股本	38	49	49	49
资本公积	77	274	274	274
留存收益	168	252	347	457
归属母公司权益	284	575	670	780
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>284</b>	<b>575</b>	<b>670</b>	<b>780</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>329</b>	<b>632</b>	<b>730</b>	<b>849</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	75	80	92	107
折旧与摊销	6	11	12	14
财务费用	-1	-1	-1	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-6	0	-14	-10
其他经营现金流	7	4	4	3
<b>经营性现金净流量</b>	<b>81</b>	<b>94</b>	<b>93</b>	<b>112</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-23</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-21</b>	<b>208</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>37</b>	<b>291</b>	<b>83</b>	<b>103</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	239	269	307	352
营业成本	79	88	99	112
税金及附加	1	1	2	2
销售费用	46	52	60	69
管理费用	20	22	25	29
研发费用	12	13	15	18
财务费用	-1	-1	-1	-2
资产减值损失	-2	-2	-2	-3
信用减值损失	-1	0	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	5	5	4	3
<b>营业利润</b>	<b>85</b>	<b>95</b>	<b>108</b>	<b>124</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>85</b>	<b>95</b>	<b>108</b>	<b>124</b>
所得税	10	11	13	15
<b>净利润</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>109</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>75</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>109</b>
EPS(元)	1.53	1.71	1.94	2.23

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	5.59%	12.56%	14.02%	14.61%
营业利润增长率	11.23%	12.15%	13.47%	14.94%
归母净利润增长率	12.47%	11.95%	13.60%	14.96%
经营现金流增长率	31.14%	15.98%	-0.89%	20.19%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	67.13%	67.29%	67.80%	68.18%
净利率	31.25%	31.08%	30.97%	31.06%
ROE	26.34%	14.56%	14.19%	14.03%
ROA	22.73%	13.25%	13.04%	12.88%
<b>估值倍数</b>				
P/E	25.88	23.12	20.35	17.70
P/S	8.09	7.19	6.30	5.50
P/B	6.82	3.37	2.89	2.48
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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员，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）。