

“高端耳机第一股”冲刺北交所

海菲曼高毛利暗藏增长迷局

岚图“三旗舰”
欲破高端局

随着新能源汽车行业补贴政策逐步退坡，岚图能否通过扩大高端车型销量规模、优化成本控制、提升服务收入等方式降低补助依赖，将成为其实现持续盈利的关键

◆导报记者 于婉凝 济南报道

12月是全年收官之月，不少车企选择在此时发布新车，既为冲刺年度销量目标，也为来年市场布局抢占先机、夯实基础。

2025年12月10日，岚图汽车旗下新款追光L正式上市，新车推出Max版与Ultra版两个配置，售价分别为27.99万元与30.99万元。此次追光L的推出，不仅是岚图产品矩阵的关键补充，更是其向豪华轿车市场发起冲击、展现品牌向上决心的重要动作。

最新销量数据显示，2025年11月，岚图汽车单月交付量首次突破2万辆，达20005辆，实现月度销量“十连涨”。在“三旗舰”矩阵成型、市场表现持续走高的背景下，岚图能否在高端新能源赛道站稳脚跟，并实现高端化价值的持续兑现？

“三旗舰”攻占豪华市场

作为岚图汽车2025年的压轴车型，追光L全面搭载华为辅助驾驶系统(ADS)与智能座舱解决方案，并在智能化架构、底盘控制、三电系统等方面实现深度融合。

据悉，追光L全系搭载华为乾崮智驾ADS 4系统，包含1颗激光雷达在内的29颗高性能传感器，支持城市NCA、高速NCA功能，以及从车位到车位的“人车共驾”、地下跨层泊车等场景。就在不久前的11月18日，岚图汽车旗下全新大六座SUV岚图泰山正式上市，新车共推出Max版、Max+版、Ultra版、黑武士版四个配置，官方指导价分别为37.99万至50.99万元，切入豪华SUV市场。

岚图泰山、岚图梦想家与岚图追光L共同构成“三旗舰”产品矩阵，标志着岚图已完成在轿车、MPV、SUV三大核心品类的高端产品布局，直面传统豪华品牌竞争。

产品矩阵的逐步完善，也推动其市场交付量持续提升。

在“三旗舰”矩阵中，岚图梦想家率先在细分市场形成突破，对品牌整体销量构成重要支撑。乘联会数据显示，该车型11月销量为9027辆，蝉联高端MPV细分市场销量冠军。

岚图汽车董事长、总经理卢放公开表示，今年前10个月，岚图梦想家单车均价突破40万元。从用户结构来看，超过55%的车主来自奔驰、宝马、奥迪等传统豪华品牌的换购群体，且顶配车型订单占比超过50%。

对于高端新能源市场的竞争逻辑，天使投资人、资深人工智能专家郭涛在接受经济导报记者采访时分析，高端新能源市场呈现“场景定义需求”特征，MPV品类因商务接待刚需具备天然溢价空间，岚图梦想家系列已占据细分市场一席之地，可为后续生态扩展提供充足现金流支撑，实现从单品突破到生态扩展的良性循环。

今年前7个月实现
净利润4.34亿元

岚图汽车自2021年成立以来，销量快速增长，增速显著高于国内新能源汽车行业平均水平。

在2022至2024年，公司分别实现销售1.94万辆、5.03万辆、8.01万辆，复合年增长率(CAGR)为103.2%。

得益于销量的高速增长，岚图汽车收入快速上升。2022至2024年，岚图汽车收入分别为60.51亿元、127.49亿元和193.61亿元，复合年增长率为78.9%；期间毛利率从8.3%提升至21%，销量和营收均呈现稳定上升趋势。

同期，随着规模化效应显现，岚图汽车净亏损也在快速收窄，2022至2024年，岚图汽车净亏损分别为15.38亿元、14.96亿元和0.9亿元。

另外值得一提的是，岚图汽车在

2024年第四季度首次实现单季度盈利。从今年来看，最新财务数据显示，1至7月，岚图汽车累计销量为6.67万辆，实现收入157.82亿元，同比增长90.2%；实现净利润4.34亿元，毛利率也进一步提升至21.3%。

不过，细看岚图汽车的合并利润表，其中“其他收入及收益”在今年1至7月为7.81亿元；而“其他收入及收益”主要由与收入相关的政府补助、与资产相关的政府补助及银行利息收入等组成，其中，与收入相关的政府补助在今年1至7月为6.03亿元，与资产相关的政府补助为0.39亿元，这两项合计达到6.42亿元。

不可否认，销量增长与毛利率提升是岚图汽车盈利的核心驱动力，但进一步拆解经营数据却发现，若缺乏高额政府补助的支撑，其经营利润也难以在短期内转正。

未来，随着新能源汽车行业补贴政策逐步退坡，岚图能否通过扩大高端车型销量规模、优化成本控制、提升服务收入等方式降低补助依赖，将成为其实现持续盈利的关键。

资本运作同步推进

在盈利结构逐步优化的同时，岚图汽车的资本运作也同步推进。

今年10月初，岚图汽车正式向香港联交所递交上市申请并披露招股书，标志着其赴港上市进入实质性阶段。

早在今年8月，东风集团股份(00489.HK)曾发布公告称，子公司岚图汽车将以介绍上市方式登陆港股，东风集团股份将同步完成私有化退市。

岚图汽车是东风汽车集团旗下最具价值与成长性的优质资产之一，将其推向“台前”，是集团当下的最优选择。根据东风集团股份8月22日的公告，东风集团股份先向股东分派所持岚图汽车79.67%股权；随后，岚图汽车以介绍方式在港交所挂牌，东风集团股份将同步完成私有化退市。

在资本市场，“介绍上市”是一种较为特殊的上市模式，它不融资、不增发、不发行新股，只是将现有股东手中的股份直接在交易所挂牌。

东风集团股份认为，公司价值长期被低估，新上市平台岚图汽车将拥有体现其业绩和潜力的独立估值。而东风集团股份股东将成为岚图汽车的股东，可以将岚图汽车战略转型的红利惠及全体股东。

“港股新能源赛道聚焦‘规模效应+盈利确定性’双重逻辑，岚图汽车依托东风汽车集团供应链协同与整车制造经验，品控优势显著，但‘介绍上市’模式未通过公开募股实现现金流，流动性溢价明显弱于IPO同业。”郭涛认为，岚图汽车优势在于央企背书带来的信用加持及MPV蓝海市场先发红利，随着多品类放量路径及毛利率改善，有望形成“成本优势+盈利改善+估值提升”的正向循环。

为推动销量持续增长，岚图汽车也制定了未来发力的方向。根据申报材料，岚图汽车计划未来每年推出1至3款车型，完善产品布局，预计到2026年底将拥有6至9款车型，产品矩阵覆盖主流细分市场。

车型扩容的同时，岚图汽车计划扩张销售网络，增加自营店和生态合作伙伴的数量，其计划到2026年将国内包括商超在内的零售网络触点扩展至1000家，覆盖国内超过200个城市，在核心城市重点商业区密集布局门店。截至2025年7月底，公司拥有407家门店。

岚图汽车也在加速出海，计划拓展欧洲、中东、中亚等海外市场。2025年前7个月，岚图汽车向海外市场销售的汽车为9357辆，占同期总销售量66680辆的14%。

在企业资金链相对宽松时，大额分红虽能提升股东满意度，但若过度分红导致企业资金储备不足，进而影响后续研发、生产及市场拓展，则可能削弱市场对其募资必要性的信心

一年三换CFO

相较引人注目的财务表现和分红动作，海菲曼在IPO敏感期内密集的人事调整更令市场侧目。在一年多时间里，公司财务总监(CFO)一职三度易主：2023年11月上任的杨帆，仅履职三个月便在2024年2月被免职，由时任董事会秘书闫海霞兼任。不到一年，2024年12月，闫海霞便辞去财务总监职务，由王善文接任。与此同时，2025年5月，闫海霞又以个人原因为由辞去董秘职务，由董事长边仿暂代职责。2025年8月，年仅30岁的王宇成被任命为新任董秘。核心高管团队在冲刺上市的关键阶段频繁调整，引发了市场对其内部治理稳定性与财务内控有效性的高度关注。

此外，2025年7月，海菲曼将合作多年的审计机构中兴财光华会计师事务所更换为立信会计师事务所。值得关注的是，中兴财光华是伴随海菲曼发展的“老搭档”，自公司闯关新三板起即提供审计服务，并签发了2022年至2025年上半年的全部审计报告。更换审计机构后不久，2025年10月，海菲曼发布公告，对前期会计差错进行更正，追溯调增了上述报告期内资产减值损失合计64.14万元。

此次审计机构变更的时点与背景颇为微妙。根据证监会官网11月28日披露，“ST立方因涉嫌定期报告财务数据虚假记载，被立案调查并可能面临重大违法强制退市，而为其提供审计服务的中介机构正是中兴财光华会计师事务所，后者也已被同步立案。这一关联事件，为海菲曼在IPO关键时期更换审计机构的举措，增添了更多审查的视角。

北交所股票上市规则中明确要求申报企业“最近24个月内董事、高级管理人员未发生重大不利变化”，海菲曼如将财务、信

息披露两大核心岗位及审计机构同时调整，引发监管层对财务内控有效性的高度关注。

而海菲曼的上市之路本就充满波折。公司在2023年底启动上市辅导时的最初目标是科创板，但因“科创属性不明显”且营收增速未达科创板要求，才转而申报北交所。而此次公司选择的保荐机构申港证券，此前在北交所保荐业务方面无成功案例。有业内人士向经济导报记者分析指出，保荐机构缺乏经验，可能会进一步放大公司治理不规范带来的上市风险。

线上销售刷单引关注

值得注意的是，海菲曼还存在线上销售刷单情况。根据披露，2022年至2024年，公司刷单金额分别为38708.33元、41367.85元、13499.20元，刷单行为主要发生在天猫平台。对此，海菲曼坦言，该举措是由于相关人员对合规性认识不足，在新品上线初期为提升产品曝光度而刷单，旨在避免新产品零交易量。

而此前，北交所曾在对海菲曼的首轮问询中，对其线上销售的真实性提出了质疑，并要求海菲曼进一步说明是否存在连续相似ID、相近IP地址或同一客户连续或多次购买产品的情形，是否存在通过刷单虚增收入的情形等。对此，海菲曼在回复函中表示，其在亚马逊平台、自建商城、天猫、抖音及速卖通平台无法获取用户ID等明细信息，但在2023年，公司在天猫平台的销售记录中存在“同一地址集中收货”的异常情况。经统计，涉及该地址的订单合计金额达16.52万元，占当年天猫平台收入的1.22%。值得注意的是，海菲曼提供的此项16.52万元的订单金额，已远超其在招股书中所披露的2023年全年仅4.14万元的刷单金额。

“从法律视角审视，海菲曼的刷单行为违反了我国多项现行有效的法律规定。”上海市海华永泰律师事务所高级合伙人孙宇昊律师在接受经济导报记者采访时指出，海菲曼所谓的“对合规性认识不足”的理由或难免除其法律责任。

“新品零成交确实影响流量分配，但平台算法把早期销量设为权重，不等于默许虚假交易。”山东隆泽律师事务所主任、高级合伙人李富民向经济导报记者分析指出，海菲曼前期用自买自卖制造产品“伪需求”，本质是把数据泡沫作为营销预算，短期虽能拉高搜索排名，长期却难免稀释品牌信任，属于典型的“战术胜利、战略负债”。

12月10日，经济导报记者就相关问题向海菲曼发送了采访函，截至发稿，未获回复。

目前，海菲曼已顺利通过北京证券交易所上市委员会审议，但上述争议并未消散。对于这家以高端定位立足的耳机企业而言，70.10%的毛利率或许能撑起短期业绩，但研发投入不足、资金逻辑矛盾、治理结构不稳等问题，正在侵蚀其长期发展的根基。如何破解增长迷局，将是海菲曼上市后面临的首要考验。

◆导报记者 石潇懿 济南报道

2025年11月28日，昆山海菲曼科技集团股份有限公司(下称“海菲曼”)成功通过北京证券交易所上市委员会审议，有望成为A股市场“高端耳机第一股”。

招股书显示，其2024年的综合毛利率达70.10%，一度与奢侈品巨头爱马仕的70.3%持平，引发市场关注。然而，在“耳机界的爱马仕”光环背后，市场对其盈利可持续性、治理稳定性和资本逻辑的深层质疑也随之而来。

毛利率一度高达70.10%

招股书数据显示，2022年至2025年上半年，海菲曼的综合毛利率分别为65.06%、68.18%、70.10%和66.80%，远高于同期同行业可比公司平均数的33.83%、37.24%、37.48%和38.87%。值得注意的是，即便是同行头部企业漫步者，同期毛利率也仅在32.41%至40.18%之间波动，远低于海菲曼。

海菲曼表示，公司毛利率总体稳定且保持较高水平，主要系公司为自主品牌制造商且品牌及核心产品聚焦高端，构建了稳定可控的线上、线下销售体系，产品品牌溢价较高且产品价格体系稳定。据了解，公司销售以境外为主，美国、欧洲、日韩等发达市场贡献了65%至70%的收入，这些市场消费者对高品质音频的付费意愿支撑了品牌溢价。

此外，海菲曼声称高毛利的原因之一是其核心技术的持续研发与规模化应用推动产品性能不断提升及快速迭代，在维持较高产品售价的同时，通过自研核心部件有效降低生产成本。但令人疑惑的是，招股书披露的数据显示，公司的研发费用率呈下降趋势。

2022年至2025年上半年，公司的研发费率分别为5.66%、5.20%、4.93%和4.91%，不仅分别低于同期同行业可比公司平均水平的6.72%、6.67%、5.57%和5.84%，且呈逐年下滑趋势。值得注意的是，公司同期销售费用率分别为19.75%、18.85%、19.99%和20.43%，整体呈增长趋势，且大幅高于同行业可比公司10.66%、12.31%、11.77%、12.17%的均值。其中2024年和2025年上半年，公司销售费用率接近研发费用率的4倍。

在消费电子行业技术壁垒持续迭代的背景下，海菲曼这种研发投入结构，与其“纳米振膜”“工业DAC芯片”等技术标签形成鲜明反差。据了解，公司拥有195项境内专利(含80项发明专利)和121项境外专利，但其专利数量与研发投入的匹配度，也正因为市场对海菲曼“技术驱动”叙事的核心质疑点。

更值得注意的是，Wind数据显示，2024年海菲曼存货周转率仅为1.35次，远低于5.52次的行业平均值，同样低于1.88次的更贴近其业务模式的可比公司平均值。截至2025年6月30日，公司存货账面价值为5825.16万元，占流动资产的比例为25.63%，占总资产的比例保持在20.74%的高位。其中库存商品占存货比例高达42.8%。

IPO前分红3300万元

值得注意的是，在即将登陆北交所之际，海菲曼进行了大额分红。

根据披露，公司在2023年1月至2024年2月期间共进行了4次分红，分红金额累计高