

2022年10月17日

倍益康：转型消费领域的筋膜枪“专精特新”企业，拟扩产设店强化 OBM

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

赵昊（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

证书编号：S0790522080002

● 主打肌肉按摩器的智能康复设备制造商，2021 年业绩增长 233%

公司于 2006 年成立，专注智能康复设备，产品覆盖力疗、电疗、热疗、水疗、氧疗 5 大体系。自 2018 年推出肌肉按摩器产品后，公司采取 OBM+ODM、线上+线下结合的方式打开其市场渠道，实现该品快速放量，促使 2020-2021 年营收增速均超过了 150%，至 2021 年营收规模已达 3.29 亿元（+157.81%）。公司 2021 年 ODM 模式收入占比为 79%，在此模式下为 RENPHO、创通电子、傲基科技、日本 MTG、欧姆龙等知名健康品牌企业提供与智能康复相关的定制产品，收获了预期的市场推广效果，是业务增长的主因。规模效应伴随着采购成本降低及自产率提升，2021 年公司盈利能力表现良好，毛利率达 41.82%（+4.5pcts）、净利率达 24.25%（+5.49pcts），实现归母净利润 7981.03 万元（+233.24%）。

● 筋膜枪从引入期迈入成长期，健康消费趋势奠定其长生命周期属性

筋膜枪作为康复理疗领域的重要分支，自 2018 年被引入中国后，市场热度迅速爬升。伴随着亚健康刺激下大众健康管理意识及运动健身需求不断增强，筋膜枪逐步从“引入期”迈入“成长期”，尽管市场增速减缓，但长生命周期属性使得该品在未来 3-5 年仍具备较好市场前景，预计我国筋膜枪市场规模从 2019 年的 24 亿元升至 2024 年的 130 亿元。公司运营医疗与消费两条产品线，医疗领域的竞争对手包括 DJO、OG Wellness、伟思医疗、翔宇医疗，消费领域的竞争对手包括赛锐康、海博艾斯、倍轻松及未来穿戴（SKG）。公司肌肉按摩器与未来穿戴的便携式健康产品可对标，两公司该业务 2021 年增速相近，毛利率走势一致。

● 筋膜枪领域专利数全球第二，筋膜枪产品矩阵丰富、关键指标业内占优

2021 年公司筋膜枪国内市占率达 4.02%，并收获 2022 年天猫 618 筋膜枪品类热卖榜 TOP1 等荣誉，市场知名度较高。截至 2022 年 6 月 30 日，公司在筋膜枪领域专利申请量共 251 项，位列中国第一，全球仅次于 Therabody，具备专利技术护城河。公司筋膜枪种类丰富，在降噪、振幅宽、档位、推力和电池容量等几个技术指标处于同类产品领先水平。此外，公司突破了生产工序设计、焊接工艺、BMS 系统设计、电机结构设计、构件材料和降噪等技术难点，相继完成了电池 PACK 和电机绕制工序的自主研发，能对核心零部件自行加工。公司本次募投的“成都智能制造生产基地建设项目”达产后，预期新增力因子、电因子、热因子系列产能分别 193 万台、8 万台、2 万台，有望缓解现有产能瓶颈。

● 公司底价对应 2021 PE（发行后）为 19.4X，可比公司 2021 PE 均值为 23X

北交所公开发行业底价为 31.8 元/股，对应 2021 PE（发行后）为 19.4X，可比公司 2021 PE 均值为 23X。公司自 2018 年推出筋膜枪产品后，持续丰富产品矩阵、提升工艺及零部件自产率，并且依赖全方位销售渠道不断提升市场销量及品牌影响力。公司近两年来的收入增量主要来源于 ODM 模式，2022 年上半年自有品牌业务显露放量潜力，未来有望得益于产能扩充从而推动业绩增长，建议关注。

● **风险提示：**下游市场需求出现波动、客户开拓不及预期的风险

相关研究报告

《IPO 跟踪（2022.10.08~10.14）：安达科技北交所受理—北交所策略专题报告》-2022.10.16

《轨交装备及维保市场重要参与者，受益国内城轨快速发展—新三板公司研究报告》-2022.10.14

《力佳科技：锂锰扣式电池“小巨人”，募投 5.6 亿支产能布局物联网新兴领域—北交所新股申购报告》-2022.10.7

目 录

1、 公司情况：主打肌肉按摩器的智能康复设备制造商，2021 年业绩增长 233%.....	4
1.1、 发展历程：2018 年推出肌肉按摩器产品后，逐步拓展消费领域业务.....	4
1.2、 业务信息：覆盖力疗、电疗、热疗、水疗、氧疗共 5 大产品体系.....	5
1.3、 商业模式：OBM 与 ODM 相结合、线上与线下共同推广主打产品肌肉按摩器.....	7
1.4、 财务变化：肌肉按摩器起量引发规模效应，2021 年实现营收 3.29 亿元（+157.81%），毛利率上升 4.5pcts ...	10
2、 行业情况：筋膜枪从引入期迈入成长期，健康消费趋势奠定其长生命周期属性.....	13
2.1、 行业发展：受益于大众健康消费意识提升，筋膜枪 2018 年进入中国市场后热度快速提升.....	13
2.2、 行业空间：预计 2024 年我国筋膜枪市场规模达 130 亿元，未来 3-5 年仍具备成长性.....	15
2.3、 竞争格局：公司筋膜枪业务可对标未来穿戴，两者该业务毛利率走势一致.....	17
3、 核心看点：筋膜枪领域专利数存在护城河，产品矩阵丰富、关键指标业内占优.....	21
3.1、 市场地位：筋膜枪国内市占率约为 4%，该领域专利数全球第二、中国第一.....	21
3.2、 产品技术：筋膜枪产品矩阵丰富、振幅、推力等技术指标占优、核心零部件自产率较高.....	23
3.3、 募投项目：达产预期新增力因子系列产能 193 万台、电因子系列产能 8 万台、热因子系列产能 2 万台.....	25
3.4、 估值对比：公司底价对应 2021 PE（发行后）为 19.4X，可比公司 2021 PE 均值为 23X.....	26
4、 风险提示.....	26

图表目录

图 1： 公司产品从医疗领域逐步拓展至消费领域.....	4
图 2： 董事长张文与董事会秘书蔡秋菊为夫妻关系，二人是公司实际控制人.....	4
图 3： 公司智能康复设备适用于医疗机构、家庭、个人.....	5
图 4： 公司力因子系列分为振动类产品和肢体加压类产品.....	6
图 5： 公司电因子系列分为中频电疗类产品和低频电疗类产品.....	6
图 6： 公司热因子系列主要产品有全自动恒温蜡疗机、熏蒸治疗仪等.....	7
图 7： 公司水因子系列产品为水压式按摩床.....	7
图 8： 公司氧因子系列产品为随身式保健制氧机.....	7
图 9： 公司采取多渠道、全方位的销售模式.....	8
图 10： 2020-2021 年公司收入增量源自 ODM 模式（万元）.....	8
图 11： 2022 年上半年公司自有品牌收入占比有所上升.....	8
图 12： 2021 年公司向个人消费者的销售金额较大（万元）.....	9
图 13： 公司终端应用领域为个人的占比逐年提升.....	9
图 14： 便携款和 MINI 款肌肉按摩器创收较多（万元）.....	10
图 15： 便携款和 MINI 款 2021 年分别占比 43%、35%.....	10
图 16： 2020-2021 年公司营收增速均超过 150%.....	11
图 17： 2021 年公司力因子产品收入占比达 87%（万元）.....	11
图 18： 2021 年公司毛利率达 41.82%（+4.5pcts）.....	11
图 19： 2021 年公司力因子业务毛利率上升（+6.77pcts）.....	11
图 20： 2021 年公司销售费用达 2508.10 万元.....	11
图 21： 2021 年公司管理费用达 1176.10 万元.....	11
图 22： 2021 年公司净利率达 24.25%.....	12
图 23： 2021 年公司归母净利润达 7981.03 万元（+233%）.....	12
图 24： 预计到 2025 年全球大健康产业规模达到约 7 万亿美元，CAGR 达 9.9%.....	13

图 25: 预计 2026 年全球按摩器具市场规模接近 236 亿美元.....	14
图 26: 中国大陆地区按摩椅市场渗透率约为 1.5%，与日本、韩国相比存在差距.....	14
图 27: 2018-2020 年是筋膜枪进入中国市场的高速扩张期.....	15
图 28: 筋膜枪全球热度自 2019 年 1 月开始呈现上升态势.....	15
图 29: 2020 年、2021 年亚马逊 6 大主要站点筋膜枪销量增速分别为 244.32%、44.64%.....	16
图 30: 11-12 月是亚马逊平台销售筋膜枪的高峰时期.....	16
图 31: 预计我国筋膜枪市场规模从 2019 年的 24 亿元升至 2024 年的 130 亿元.....	17
图 32: 公司在筋膜枪领域的竞争对手有 Theragun、HyperIce 等.....	18
图 33: 医疗器械领域，翔宇医疗规模较大（万元）.....	19
图 34: 公司消费品领域业务规模较可比公司小（万元）.....	19
图 35: 公司与未来穿戴的可比产品收入增速相近（万元）.....	20
图 36: 公司与未来穿戴的可比产品毛利率走势一致.....	20
图 37: 2021 年公司筋膜枪在国内市场的占有率为 4.02%.....	22
图 38: 公司康复产品符合欧美、日本和韩国等地区的质量标准.....	23
图 39: 公司筋膜枪产品具备 Type-C 充电接口、电池容量达 2600mAh、配备五档选择，便携性凸显.....	23
图 40: 公司 2021 年研发费用为 1473.40 万元，研发费用率达 4.48%.....	25
图 41: 公司在力疗、电疗等领域积累了多项核心技术.....	25
表 1: 公司产品按物理因子分为力、电、热、水、氧五大系列.....	5
表 2: 2021 年公司内销收入占比下降至 60.62%（单位：万元）.....	9
表 3: 2021 年-2022 年上半年，RENPHO、创通电子前两大客户销售收入合计占比处于 40%左右.....	10
表 4: 预计 2027 年亚马逊筋膜枪市场规模达到 1,097.45-1,253.07 万台.....	16
表 5: 从竞争对手同类产品推出时间来看，筋膜枪属于长生命周期产品.....	17
表 6: 与筋膜枪同类的其他康复科技产品生命周期较长.....	17
表 7: 公司和荣泰健康 ODM 收入占比较高，伟思医疗、翔宇医疗及倍轻松以自有品牌为主.....	18
表 8: 截至 2021 年年末公司线下门店数为 25 家，少于可比公司.....	19
表 9: 公司先后研发了各型号肌肉按摩器及 MINI 颈部按摩仪等健康消费产品.....	21
表 10: 公司是主要 ODM 客户同类产品的主要或唯一供应商，客户采购占比较高.....	21
表 11: 公司在电池 PACK 和电机绕制工序等核心生产环节实现自产.....	24
表 12: 公司拟投入 3.99 亿元募集资金用于“成都智能制造生产基地建设项目”.....	26
表 13: 公司募投项目达产后预期新增 203 万台产能，扩产倍数达 1.56 倍.....	26
表 14: 公司底价对应 2021 PE（发行后）为 19.4X，可比公司 2021 PE 均值为 23X.....	26

1、公司情况：主打肌肉按摩器的智能康复设备制造商，2021年业绩增长 233%

1.1、发展历程：2018 年推出肌肉按摩器产品后，逐步拓展消费领域业务

成立于 2006 年，2018 年推出便携式肌肉按摩器。倍益康成立于 2006 年，设立以来专注于智能康复设备的研发创新，历经二十余年发展，从首款中频电疗仪开始逐步建立起以物理治疗为技术支撑，涵盖电、力、热、水等多种物理因子系列相辅相成的产品体系。2018 年，倍益康推出便携式肌肉按摩器，至今先后加入华为 HiLink 开放平台及华为鸿蒙智联（HarmonyOS Connect）智能硬件生态，使得产品在万物互联时代借助智能终端实现传感数据共享，得以提升产品的智能化水平。

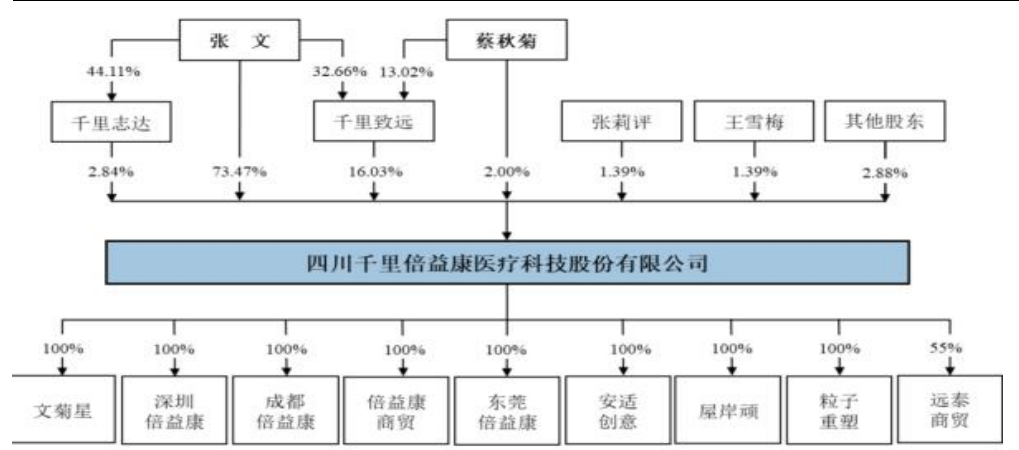
图1：公司产品从医疗领域逐步拓展至消费领域



资料来源：公司招股书

夫妻控制 94.34% 股份的表决权。截至 2022 年 9 月 22 日，公司董事长张文直接持有公司 2743.95 万股股份，持股比例为 73.47%，并通过千里致远和千里志达分别控制公司 16.03% 和 2.84% 股份的表决权，合计控制公司 92.34% 的股份，为控股股东。公司董事会秘书蔡秋菊是张文先生的配偶，直接持有公司 74.85 万股股份，持股比例为 2.00%，通过千里致远间接持有公司 77.93 万股，持股比例为 2.09%。张文、蔡秋菊夫妇合计控制公司 94.34% 股份的表决权，具有控制权，为实际控制人。

图2：董事长张文与董事会秘书蔡秋菊为夫妻关系，二人是公司实际控制人

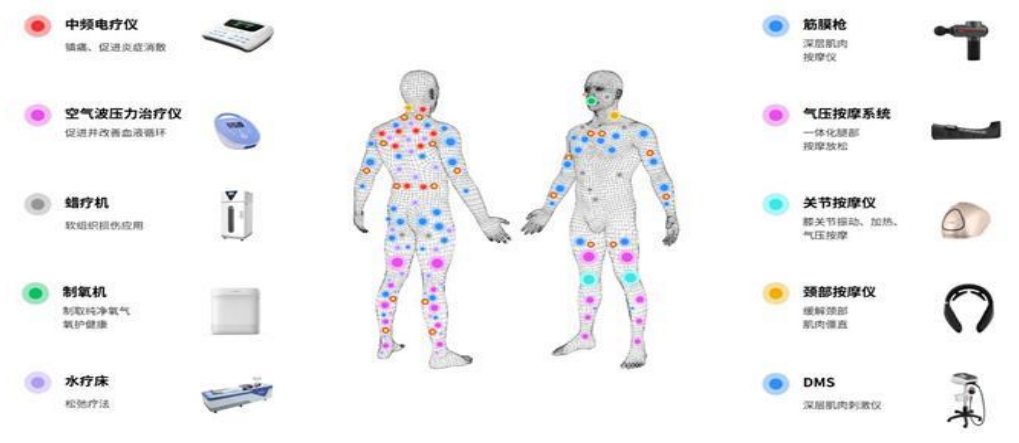


资料来源：公司招股书

1.2、业务信息：覆盖力疗、电疗、热疗、水疗、氧疗共5大产品体系

公司主要产品为基于物理因子衍生的各系列智能康复设备，能够广泛适用于医疗机构、家庭、个人的全方位健康需求场景，目前产品体系包含力因子类、电因子类、热因子类等康复产品，涵盖医疗及消费市场。

图3：公司智能康复设备适用于医疗机构、家庭、个人



资料来源：公司招股书

表1：公司产品按物理因子分为力、电、热、水、氧五大系列

产品系列	产品类别	机理描述
力因子	振动疗法	振动疗法是利用具有一定频率的振动源作用在机体上改善神经系统机能的方法，并能够对疾病产生一定治疗效果：引起伸展反射的肌梭活动并且能够引起肌肉长度的快速变化，从而增强肢体活动的灵活性和协调性。
	正压疗法	正压疗法是通过在肢体施加压力以达到下述治疗效果：①提高组织液静水压，促进静脉血和淋巴液回流：由远心端向近心端序贯充气及排气，产生挤压放松的作用，形成由远及近的梯度式压差，从而使静脉血和淋巴液回流，有利于肢体水肿消退；②增加纤溶系统蛋白溶解活性，预防术后静脉血栓形成。
电因子	中频电疗	中频电疗利用中频电流穿透力强的特点将调制波或干扰波等送入人体，以实现深度治疗的作用：①镇痛作用，中频电流可兴奋周围神经的粗纤维，抑制传导疼痛感觉的细纤维以镇痛；扩张血管，促进血液循环，加速局部致痛物质的排出；②改善局部血液循环，促进炎症消散；③软化瘢痕、松解粘连；④兴奋神经肌肉组织。
	低频电疗	低频电疗通过不同类型的低频电流的波形、强度、持续时间变化实现不同的治疗效果：①兴奋神经肌肉组织，引起肌肉收缩；②通过脊髓和大脑的中枢神经系统对痛觉的调制以及神经-体液对痛觉的调节作用，从而产生镇痛效应；③改善局部血液循环，可增加局部营养，促进伤口愈合。
热因子	蜡疗法	蜡疗法利用加热溶解的石蜡作为传导热的介质，将热能传至机体，达到治疗作用：①改善局部血液循环，促进水肿、炎症消散；②促进上皮组织生长、创面愈合，软化松解瘢痕组织及肌腱挛缩。
	蒸汽熏蒸疗法	蒸汽熏蒸疗法利用蒸汽对身体的蒸腾作用促进血液循环，使药力经皮肤到达内部脏腑，对肌肤及脏腑等多种疾病起到有效的治疗作用：①有利于血肿的吸收和水肿的消散；②促进新陈代谢，加强巨噬细胞的吞噬能力，具有消炎作用；③可软化、松解疤痕组织和挛缩肌腱；④可降低末梢神经的兴奋性，减低肌张力，有解痉镇痛作用；⑤搭配中药配方治疗以消炎、消肿、镇痛等。
	湿热袋敷疗法	湿热袋敷疗法利用热袋中的硅胶粒加热后散发出的热和水蒸汽作用于身体局部治疗疾病，具有较好的保温和深层热疗作用：①使局部血管扩张，血液循环加强，促进代谢，改善组织营养；②使毛细血管通透性增高，促进渗出液的吸收，消除局部组织水肿；③降低末梢神经兴奋性，减低肌张力，缓解疼痛；④软化、松解疤痕组织和肌腱挛缩。
水因子	水疗法	水疗法以水为媒介，利用不同的温度、压力、溶质含量的水，以不同形式作用于人体，达到预防和治疗疾病。
氧因子	氧疗法	氧疗法是一种通过增加吸氧浓度，纠正使用者缺氧状态的有指征、有目标的方法。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

(1) **力因子**：力疗主要是通过外力作用于人体的肌肉、肌腱、神经、血管等软组织，达到松解筋膜粘连、促进血液循环等作用。公司力因子系列产品主要基于力疗中的**振动疗法和正压疗法原理**研究开发，主要产品有便携式深层肌肉按摩仪、空气波压力治疗仪等。

图4：公司力因子系列分为振动类产品 and 肢体加压类产品



资料来源：公司官网

(2) **电因子**：电疗根据电流频率大小可以分为低频电疗法（0-1kHz）、中频电疗法（1kHz-100kHz）、高频电疗法（100kHz-300GHz）三大类，公司电因子系列产品主要是基于**中频电疗及低频电疗原理**研究开发，主要产品有中频电疗仪、经皮神经肌肉电刺激仪等。

图5：公司电因子系列分为中频电疗类产品和低频电疗类产品



资料来源：公司官网

(3) **热因子**：热传导疗法是利用各种热源作为介体，将热直接传导至机体以治疗疾病的方法。公司热因子系列产品主要基于**热传导疗法中的蜡疗法、蒸汽熏蒸疗法、湿热袋敷疗法**等研究开发，主要产品有全自动恒温蜡疗机、熏蒸治疗仪等。

图6：公司热因子系列主要产品有全自动恒温蜡疗机、熏蒸治疗仪等


资料来源：公司官网

(4) 水因子：公司的水压式按摩床属于水因子类产品，其原理是通过喷嘴喷射出的水柱制造出漂浮于水面的效果，采用立体水柱对肌肉进行按摩，使紧张、焦虑、烦躁的精神得到缓解放松，改善睡眠、缓解精神疲劳等亚健康状态。

(5) 氧因子：氧疗法是一种通过增加吸氧浓度，纠正使用者缺氧状态的有指征、有目标的方法。公司氧因子系列产品是基于氧疗中的普通给氧方法研究开发。

图7：公司水因子系列产品为水压式按摩床


资料来源：公司官网

图8：公司氧因子系列产品为随身式保健制氧机


资料来源：公司官网

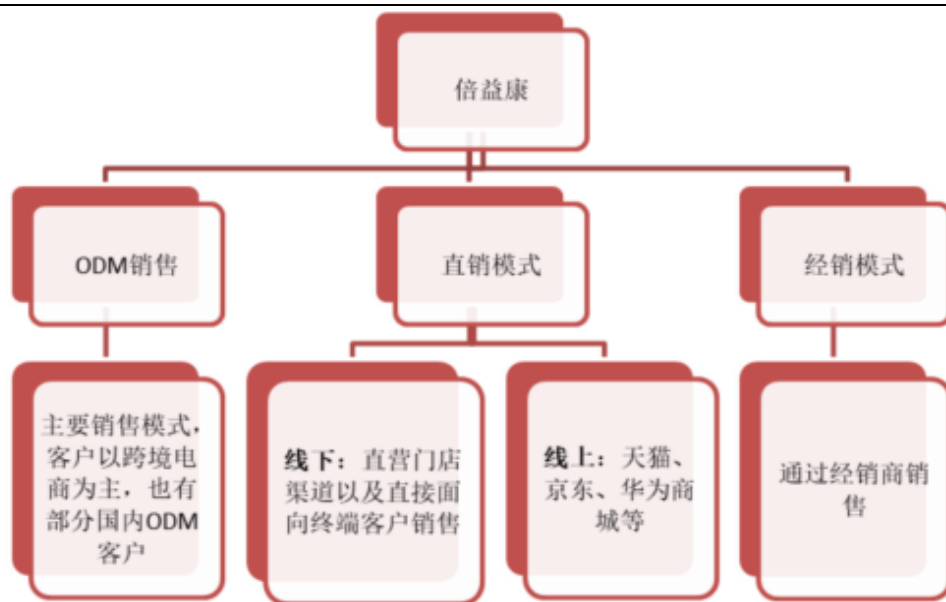
1.3、商业模式：OBM 与 ODM 相结合、线上与线下共同推广主打产品肌肉按摩器

采用线上线下相结合、自有品牌与 ODM 销售相结合的销售模式。

(1) 自有品牌直销：自有品牌“倍益康”和“beoka”系列产品在线上直销模式下，利用天猫、京东和华为商城等电商平台开设直营店铺；在线下直销模式下，通过在中高端购物中心开设的直营连锁门店以推广和销售产品。截至 2022 年 9 月 20 日，倍益康已在全国重点城市开设 26 家线下门店。公司还直接向医疗机构、中医馆、理疗按摩馆及其他终端客户销售自有品牌产品。

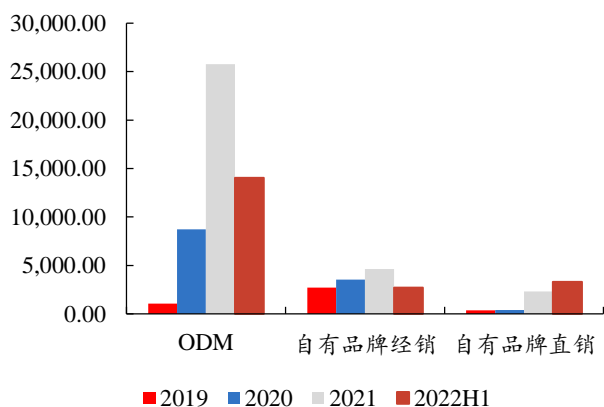
(2) 自有品牌经销：公司经销模式为买断式销售。

(3) ODM 模式：作为智能康复设备的原始设计制造商，公司为 RENPHO、创通电子、傲基科技、日本 MTG、欧姆龙等知名健康品牌企业提供与智能康复相关的 ODM 定制产品，并以品牌运营商自有或代理的商标品牌在 Amazon、Shopify 独立站、日本乐天及高端商超专柜等线上线下渠道销售。

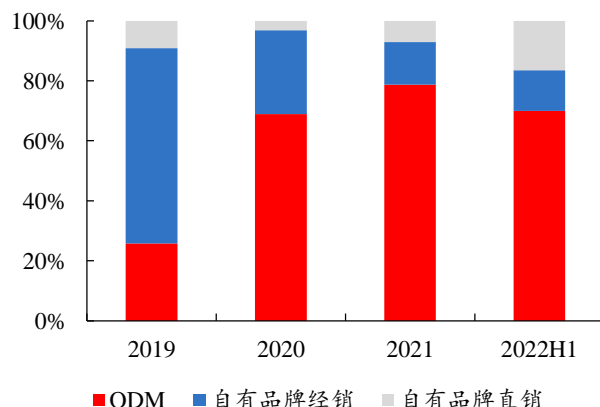
图9：公司采取多渠道、全方位的销售模式


资料来源：公司招股书

2020-2021 年收入增量主要源自于 ODM 模式，2022 上半年自主品牌战略收获成效。2019 年，公司产品以康复医疗器械为主，通过经销模式向下游各类康复机构销售，故 2019 年经销占比较大。2020 年开始，肌肉按摩器产品在全球市场颇受欢迎，公司推出具有缓解疲劳功能、外观设计时尚前卫的便携款肌肉按摩器进入市场，以 ODM 模式进行全球销售网络布局，故 2020 年至 2021 年，公司 ODM 模式收入占比逐年增大。综合来看，公司主要的收入增量来源于 ODM 模式下肌肉按摩器产品的成功推广，2021 年 ODM 模式创收 25,770.90 万元，占比 78.77%。值得注意的是，2022 年上半年，公司自主品牌收入占主营业务收入的比例较 2021 年的 21.23% 升至 30.02%，体现出公司境内市场自有品牌战略收获一定成效。

图10：2020-2021 年公司收入增量源自 ODM 模式(万元)


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图11：2022 年上半年公司自主品牌收入占比有所上升


数据来源：公司招股书、开源证券研究所 注：占主营业务收入比

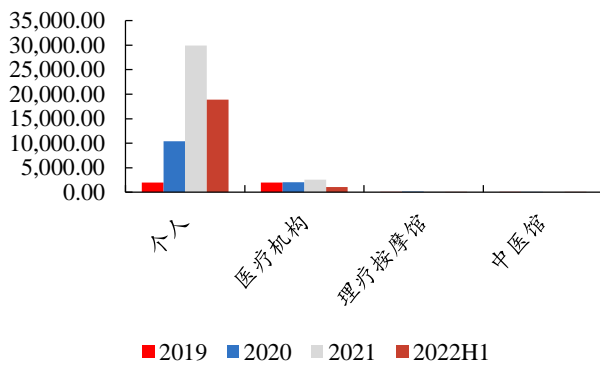
外销收入增幅高于内销。2019-2022H1，公司的内销收入占比逐年下降，主要是由于 ODM 类大型跨境电商客户收入逐年增长，导致外销收入增幅高于内销。公司境外收入来源于中国香港、欧洲、北美、日本和韩国，这些地区经济发达，居民生活水平较高，是全球智能康复设备的主要消费区域。

表2：2021年公司内销收入占比下降至60.62%（单位：万元）

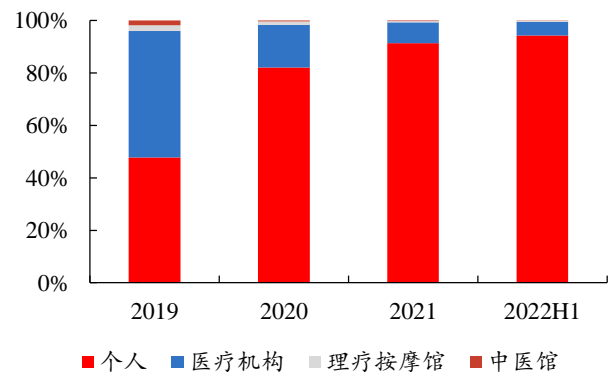
项目	2019年度		2020年度		2021年度		2022年1月—6月	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
内销	4,124.45	99.7	9,952.24	78.68	19,834.85	60.62	11,409.22	56.91
其中：华南	837.38	20.24	4,893.57	38.69	8,914.26	27.25	3,953.73	19.72
华东	1,518.58	36.71	3,229.17	25.53	6,419.13	19.62	2,628.71	13.11
西南	971.62	23.49	1,153.06	9.12	3,304.77	10.1	3,797.39	18.94
其他地区	796.88	19.26	676.44	5.35	1,196.69	3.66	1,029.38	5.14
外销	12.58	0.3	2,697.21	21.32	12,883.83	39.38	8,637.05	43.09
其中：亚洲			2,142.51	16.94	12,373.42	37.82	8,235.82	41.08
欧洲			313.48	2.48	509.57	1.56	400.3	2
其他地区	12.58	0.3	241.22	1.91	0.84	0	0.93	0
合计	4,137.03	100	12,649.45	100	32,718.69	100	20,046.27	100

数据来源：公司招股书、开源证券研究所 注：占主营业务收入比

个人消费者收入占比随肌肉按摩器创收增长而上升。2019-2021年，公司产品终端应用领域中个人消费者收入占比逐年提升，主要是因为以ODM模式销售为主的肌肉按摩器近三年分别创收1,389.98万元、9,854.67万元、28,148.18万元，增幅较大，鉴于其便携化、轻量化和较强的功效性，终端目标客户主要为个人消费者。肌肉按摩器产品近三年占总营收的比例分别为32.91%、77.21%、85.54%，是当前公司的最大收入来源。

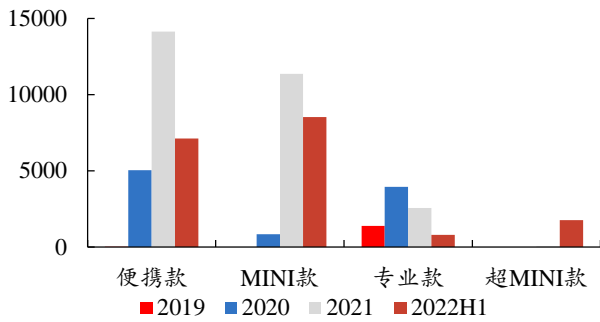
图12：2021年公司向个人消费者的销售金额较大(万元)


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

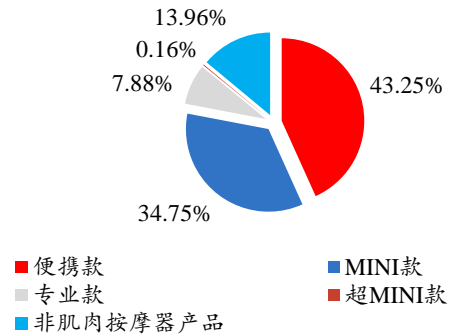
图13：公司终端应用领域为个人的占比逐年提升


数据来源：公司招股书、开源证券研究所 注：占主营业务收入比

主打便携款和MINI款肌肉按摩器产品。公司肌肉按摩器产品可以分为便携款、MINI款、专业款和超MINI款4类，从柱状图可以直观看出，公司便携款和MINI款的肌肉按摩器于2021年销售额较大，分别为14,149.47万元、11,368.38万元，分别占主营业务收入的43.25%、34.75%。

图14: 便携款和 MINI 款肌肉按摩器创收较多 (万元)


数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图15: 便携款和 MINI 款 2021 年分别占比 43%、35%


数据来源: 公司招股书、开源证券研究所 注: 占主营业务收入比

客户集中度较高。公司 2021 年及 2022 年上半年的前五大客户合计销售收入占比分别为 66.82%、63.05%，客户集中度相对较高。其中 RENPHO、创通电子、MTG、广州云瑞、傲基科技等均为 ODM 类大型跨境电商。

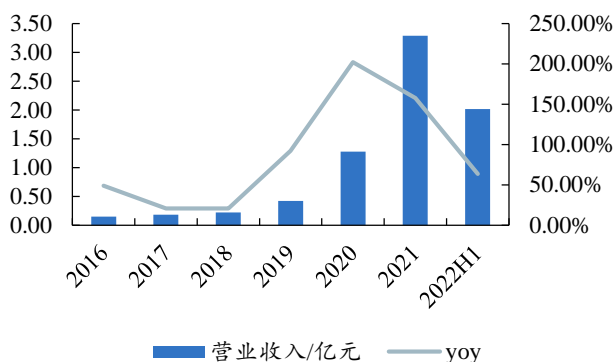
表3: 2021 年-2022 年上半年, RENPHO、创通电子前两大客户销售收入合计占比处于 40%左右

序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比/%	ODM 模式产品品牌
2022 年 1 月—6 月				
1	RENPHO	4,339.05	21.51	RENPHO
2	创通电子	3,523.99	17.47	Mytrex Rebive
3	MTG	2,146.32	10.64	SIXPAD
4	广州云瑞	1,799.89	8.92	Bob & Brad
5	瑞多(上海)智能科技有限公司	909.33	4.51	REEAD
	合计	12,718.58	63.05	-
2021 年度				
1	RENPHO	7,703.41	23.41	RENPHO
2	创通电子	6,700.58	20.36	Mytrex Rebive
3	广州云瑞	3,659.65	11.12	Bob & Brad
4	傲基科技	2,119	6.44	NAIPO、Aukey 等
5	广州纽得赛	1,806.62	5.49	科爱元素、DR.ROTUS、何浩明、TECH LOVE
	合计	21,989.26	66.82	-

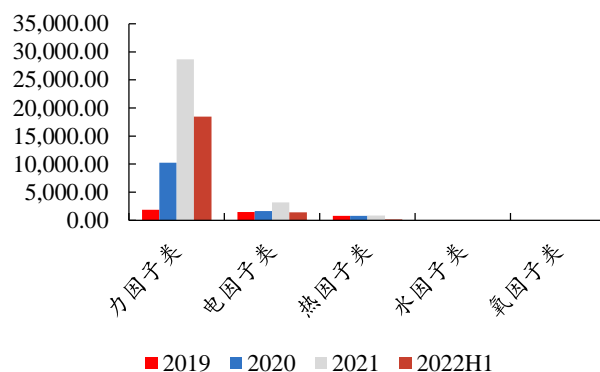
数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

1.4、财务变化: 肌肉按摩器起量引发规模效应, 2021 年实现营收 3.29 亿元 (+157.81%), 毛利率上升 4.5pcts

振动类力因子产品肌肉按摩器起量, 带动连续两年营收增速超过 150%。2020-2021 年, 公司分别实现营收 1.28 亿元 (+202.17%)、3.29 亿元 (+157.81%), 连续两年营收增速超过 150%, 推动规模增长的主要因素为 2018 年公司推出振动类力因子产品肌肉按摩器后, 经过前期的市场验证, 获取了消费者认可, 且公司在 2020 年和 2021 年推出 MINI 款和超 MINI 款肌肉按摩器, 该类产品体积小、便携程度高、外观设计时尚前卫, 将肌肉按摩器产品适用群体进一步扩充至白领、亚健康、年轻女性等消费群体。2022 年上半年, 公司力疗系列产品销售情况较好, 致使营收依旧保持了 63.81% 的较高增速。

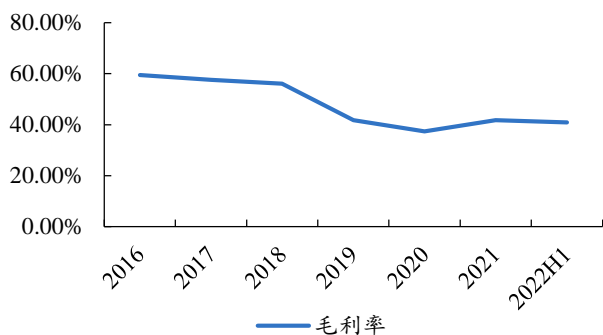
图16: 2020-2021 年公司营收增速均超过 150%


数据来源: Wind、开源证券研究所

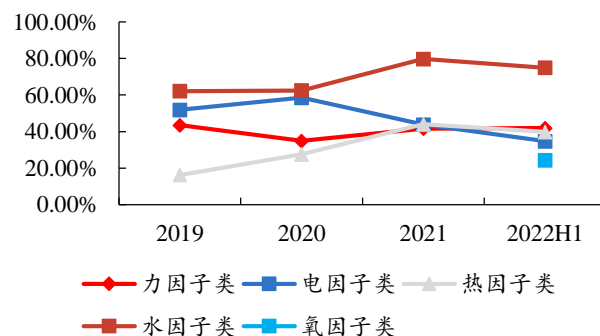
图17: 2021 年公司力因子产品收入占比达 87% (万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

采购成本降低及自产率提升促使 2021 年毛利率上升 4.5pcts。2021 年，公司综合毛利率水平达 41.82% (+4.5pcts)，盈利能力的增长主要体现在采购量增大致使供应商给予优惠力度增大，以及公司逐步加大零部件自主生产能力，质量水平得到有效管控的同时降低了生产成本。

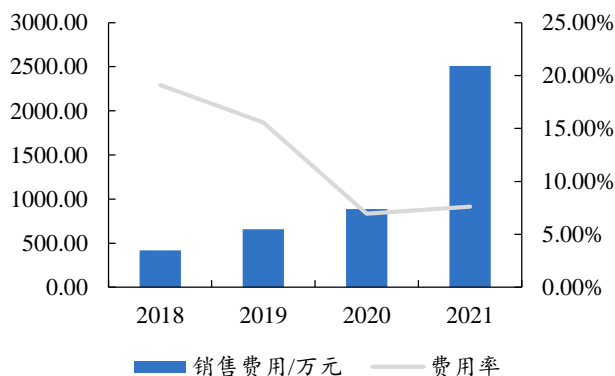
图18: 2021 年公司毛利率达 41.82% (+4.5pcts)


数据来源: Wind、开源证券研究所

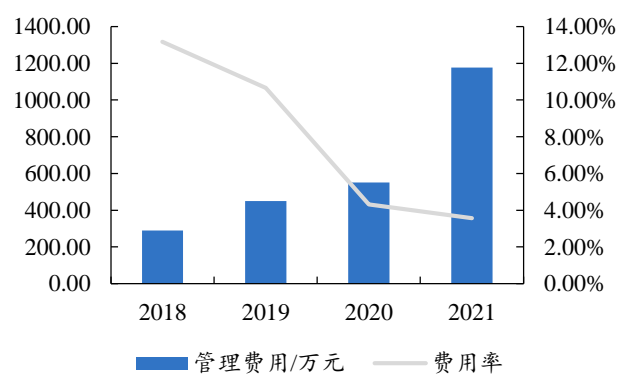
图19: 2021 年公司力因子业务毛利率上升 (+6.77pcts)


数据来源: Wind、开源证券研究所

渠道投入增加导致双费上涨。2021 年，由于公司积极推动线上与线下的市场推广，致使公司销售费用和管理费用均较 2020 年上涨较多，销售费用率和管理费用率分别为 7.62%、3.57%。

图20: 2021 年公司销售费用达 2508.10 万元


数据来源: Wind、开源证券研究所

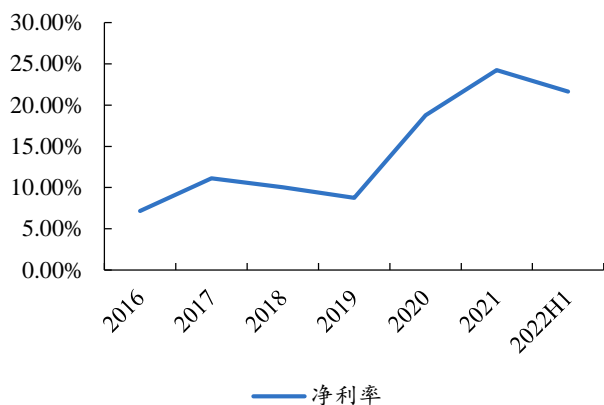
图21: 2021 年公司管理费用达 1176.10 万元


数据来源: Wind、开源证券研究所

规模效应下净利率逐年爬升，2021 年业绩增长 233%。2016-2019 年，公司净利润务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

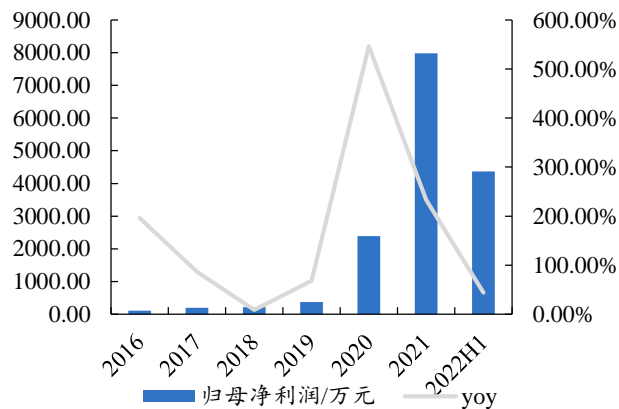
率呈现小幅波动，2020年后，由于规模效应展露，公司净利率连续两年呈现爬升态势。利润规模与营收规模走势整体一致，但在近年来期间费用率下降趋势下，公司归母净利润增速更高，2021年达7981.03万元(+233.24%)。2022年上半年，公司业绩水平依旧维持了44%的正增长。

图22：2021年公司净利率达24.25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2021年公司归母净利润达7981.03万元(+233%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业情况：筋膜枪从引入期迈入成长期，健康消费趋势奠定其长生命周期属性

2.1、行业发展：受益于大众健康消费意识提升，筋膜枪 2018 年进入中国市场后热度快速提升

➢ 全球大健康产业及按摩器具市场前景广阔

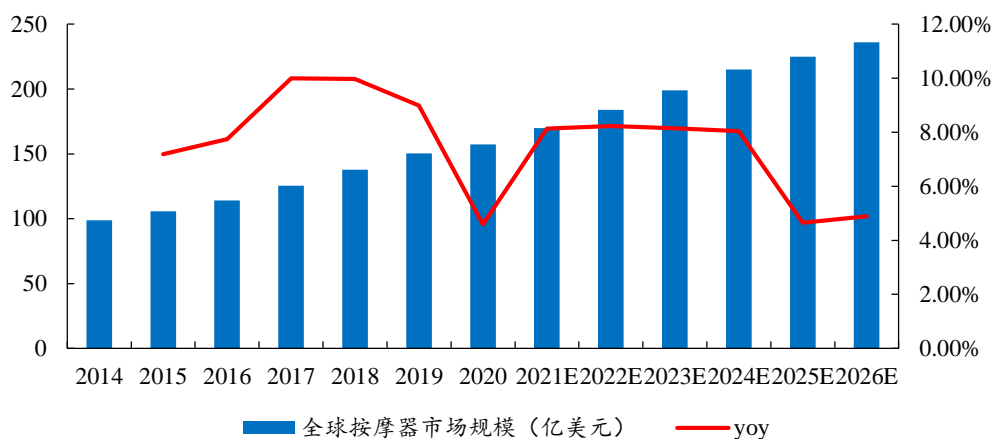
全球公民对健康意识提升，健康消费成为新“风口”。随着生活水平大幅提高和生活方式迅速转变，人们对健康的认识日益提升，健康需求正由单一的医疗服务需求向疾病预防、健康促进、保健康复等多元化需求转变，健康消费成为新“风口”。根据 GWI (Global Wellness Institute) 出具的《The Global Wellness Economy: Looking Beyond COVID》显示，随着全球经济从新冠疫情冲击中复苏，全球大健康产业规模在 2021 年达到 5 万亿美元，超过疫情前峰值，预计到 2025 年全产业规模达到约 7 万亿美元，期间年均复合增长率保持在 9.90%。

图24：预计到 2025 年全球大健康产业规模达到约 7 万亿美元，CAGR 达 9.9%

	Market Size (US\$ billions)		Projected Market Size (US\$ billions)					Projected Average Annual Growth Rate
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020- 2025
Personal Care & Beauty	\$1,097.3	\$955.2	\$1,093.5	\$1,208.5	\$1,282.6	\$1,349.3	\$1,412.9	8.1%
Healthy Eating, Nutrition, & Weight Loss	\$912.3	\$945.5	\$986.3	\$1,035.8	\$1,089.2	\$1,147.2	\$1,209.9	5.1%
Physical Activity	\$873.8	\$738.1	\$828.0	\$907.7	\$999.9	\$1,094.5	\$1,198.8	10.2%
Wellness Tourism	\$720.4	\$435.7	\$652.8	\$816.5	\$928.2	\$1,030.6	\$1,127.6	20.9%
Traditional & Complementary Medicine	\$431.9	\$412.7	\$448.4	\$480.0	\$512.6	\$546.5	\$582.6	7.1%
Public Health, Prevention, & Personalized Medicine	\$359.1	\$375.4	\$394.5	\$412.4	\$429.7	\$453.3	\$478.3	5.0%
Wellness Real Estate	\$225.2	\$275.1	\$347.1	\$398.4	\$459.7	\$516.9	\$580.3	16.1%
Mental Wellness	\$122.3	\$131.2	\$147.5	\$163.4	\$180.1	\$195.5	\$209.8	9.8%
Spas	\$110.7	\$68.0	\$101.9	\$122.3	\$131.5	\$140.7	\$150.5	17.2%
Workplace Wellness	\$52.2	\$48.5	\$50.8	\$52.8	\$54.5	\$56.4	\$58.4	3.8%
Thermal/Mineral Springs	\$64.0	\$39.1	\$58.5	\$71.5	\$77.4	\$83.3	\$89.7	18.1%
Wellness Economy	\$4,909.9	\$4,369.3	\$5,040.2	\$5,588.7	\$6,055.1	\$6,514.9	\$6,992.0	9.9%

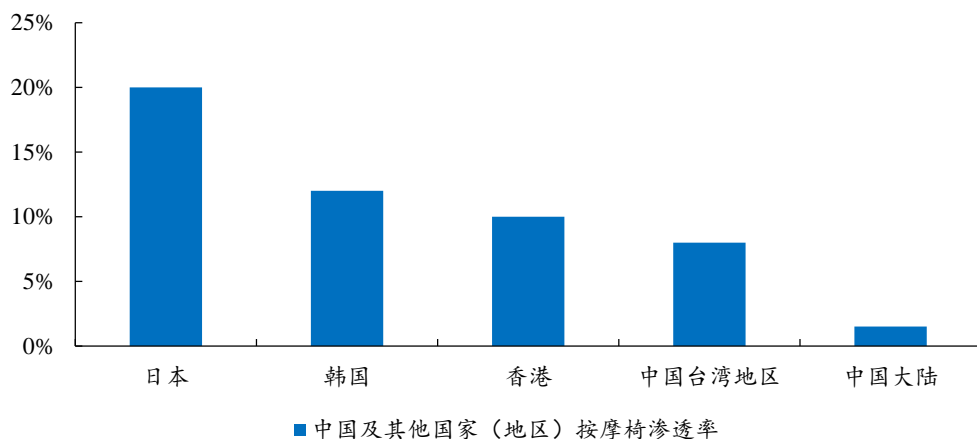
资料来源：GWI 《The Global Wellness Economy: Looking Beyond COVID》

全球按摩器市场预计以 6.42% 的 CAGR 稳步发展。按摩器具属于大健康行业中的关键一环，是根据仿生学、康复医学、工程学及多年临床实践研制开发的新一代保健康复装备。根据前瞻产业研究院数据，近年来全球按摩器具市场持续增长，2015 年全球按摩器具市场规模首次超过 100 亿美元，到 2020 年，市场规模一直维持增长趋势，全球按摩器具市场规模达到 157.2 亿美元，根据前瞻产业研究院预测，未来几年预期持续稳步发展，2022-2026 年的年复合增长率达到 6.42%，到 2026 年全球按摩器具市场规模预计接近 236 亿美元。

图25：预计 2026 年全球按摩器具市场规模接近 236 亿美元


数据来源：前瞻研究院、开源证券研究所

我国按摩产品市场渗透率具备充足的提升空间。以按摩椅为例，尽管现阶段我国是按摩椅最大的生产基地，但渗透率却不及其他地区，日本、韩国的按摩椅渗透率分别为 20%、12%，而中国大陆地区按摩椅市场渗透率约为 1.5%。随着我国人口老龄化进程加速和大众消费观的改变，按摩产品的渗透率有望不断上升。

图26：中国大陆地区按摩椅市场渗透率约为 1.5%，与日本、韩国相比存在差距


数据来源：前瞻研究院、开源证券研究所

➤ 筋膜枪进入中国市场后热度攀升

筋膜枪于 2018 年进入中国市场后，至 2020 年需求逐渐释放。2007 年，在波士顿哈佛医学院举行的第一届世界筋膜研究大会，正式对筋膜进行了定义，即筋膜是遍布全身的纤维结缔组织，贯穿和包裹着体内所有的器官、肌肉、骨骼和神经纤维，维持身体的整体结构并提供张力。筋膜枪的雏形起源于 2008 年；2016 年，第一款筋膜枪 Theragun G1 进入大众消费市场；2017 年，美国知名康复科技企业 HyperIce 推出全新筋膜枪系列 Hypervolt；2018-2019 年，筋膜枪逐步进入中国市场，中国制造迅速覆盖筋膜枪市场高中低档位产品，筋膜枪市场不断扩张；2020 年，受疫情影响，全球健康消费意识不断提高，筋膜枪作为居家保健装备需求高速增长。

图27：2018-2020年是筋膜枪进入中国市场的高速扩张期

2008年	Theragun 创始人，洛杉矶脊椎按摩师 Jason Werseland 制作的手持式按摩器，被看做 筋膜枪雏形
2016年	经过改进开发， 第一款筋膜枪Theragun G1 进入大众消费市场 ，但由于其重量、造型及噪音问题，未获得大众青睐
2017年	在上海举办的亚洲 CES 展会上，美国穿戴装备企业 Fitbit 展示一款三角形的筋膜枪，但由于噪音问题，未获得市场认可；2017 年，美国知名康复科技企业 Hyperice 推出全新筋膜枪系列 Hypervolt ，凭借产品自身小体积、低噪音及改进的工程设计的特点， 结合 Hyperice 企业自身的 NBA 市场渠道，迅速被全球专业运动员市场广泛接受
2018年	国外筋膜枪逐渐进入中国市场 ，在健身圈中广受欢迎，当年末，国内电商平台开始流行Hypervolt 筋膜枪
2018-2019年	随着国内厂商逐步进入筋膜枪市场，凭借出色供应链， 中国制造迅速覆盖筋膜枪市场高中低档位产品
2019年	筋膜枪进入中国市场之后，不再只局限于健身行业，各种博主广泛推广，将使用场景扩展至日常锻炼放松，同时在国产品牌“平价”的加持下， 筋膜枪市场不断扩张
2020年	受疫情影响，全球健康消费意识不断提高， 筋膜枪作为居家保健装备需求高速增长 ，2020 年 MINI 款筋膜枪的问世进一步拓宽适用场景及应用人群，覆盖白领及年轻女性消费市场

资料来源：公司第二轮问询函回复、开源证券研究所

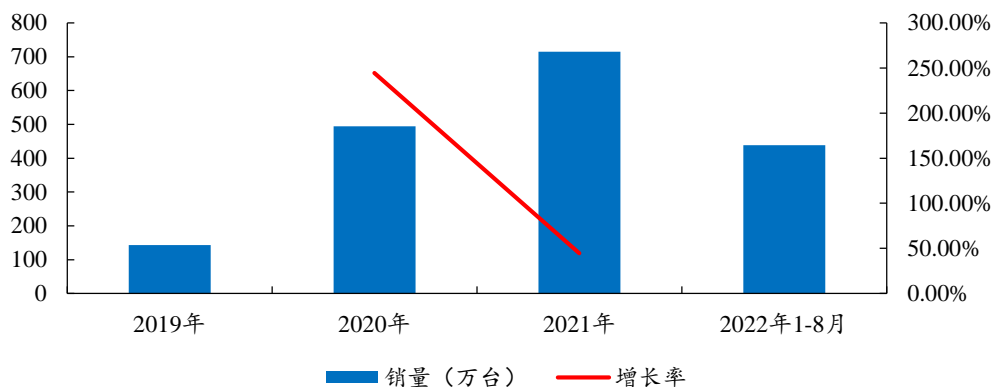
图28：筋膜枪全球热度自 2019 年 1 月开始呈现上升态势


资料来源：Google Trend、公司招股书

2.2、行业空间：预计 2024 年我国筋膜枪市场规模达 130 亿元，未来 3-5 年仍具备成长性

➤ 预计 2027 年亚马逊筋膜枪市场规模达到 1,097.45-1,253.07 万台

亚马逊主要站点对筋膜枪销售的高峰月份在 11-12 月。2019 年-2021 年，亚马逊 6 大主要站点筋膜枪产品的年销量分别为 143.59 万台、494.41 万台和 715.09 万台，2020 年和 2021 年的增幅分别为 244.32%和 44.64%。从亚马逊主要站点的销量情况来看，2019-2021 年全球筋膜枪市场增速较快。从具体的月份数据来看，11-12 月是亚马逊平台销售筋膜枪的高峰时期。

图29：2020年、2021年亚马逊6大主要站点筋膜枪销量增速分别为244.32%、44.64%


数据来源：亚马逊平台、公司招股书、开源证券研究所

图30：11-12月是亚马逊平台销售筋膜枪的高峰时期


数据来源：亚马逊平台、公司招股书、开源证券研究所

从亚马逊单一市场来看，筋膜枪产品的未来增长趋势较为稳定。根据 Absolute Markets Insights 预测，2019-2027 年全球筋膜枪市场的复合增长率为 9.80%，而 Future Market Insights 预测，2022 年-2032 年全球筋膜枪市场的复合增长率为 7.40%。根据上述市场咨询机构的预测，按照 2021 年亚马逊主要站点筋膜枪销量情况测算，至 2027 年，亚马逊筋膜枪市场规模预计达到 1,097.45-1,253.07 万台，未来随着亚马逊和其他线上线下渠道的增长，全球筋膜枪市场规模仍有望保持增长态势。

表4：预计 2027 年亚马逊筋膜枪市场规模达到 1,097.45-1,253.07 万台

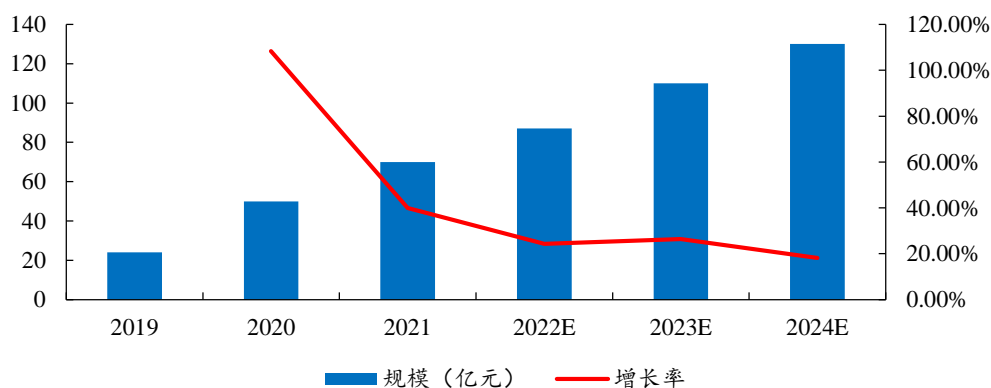
项目	数据
2021 年亚马逊主要站点筋膜枪销量 (万台)	715.09
Future Market Insights 预测的全球筋膜枪市场增长率	7.40%
Absolute Markets Insights 预测的全球筋膜枪市场增长率	9.80%
2023 年亚马逊筋膜枪市场规模 (万台)	824.84-862.12
2025 年亚马逊筋膜枪市场规模 (万台)	951.43-1,039.37
2027 年亚马逊筋膜枪市场规模 (万台)	1,097.45-1,253.07

数据来源：Absolute Markets Insights、Future Market Insights、公司招股书、开源证券研究所

➤ 中国筋膜枪市场已渡过“引入期”，进入“成长期”

筋膜枪是康复理疗领域的重要分支，在亚健康刺激下大众健康管理意识及运动健身需求不断增强、居民人均可支配收入逐年上升，Z世代成为消费主力及直播带货的兴起，具有较强功效性的筋膜枪正逐步获得广大消费者认可。相较2020年和2021年的高增速，自2022年开始国内筋膜枪市场的平均增长率在20%左右，有所下降，筋膜枪产品已渡过“引入期”，进入“成长期”。未来，随着更多细分品类筋膜枪的推出，产品市场空间有望保持稳定增长态势。

图31：预计我国筋膜枪市场规模从2019年的24亿元升至2024年的130亿元



数据来源：四川康复医学会、开源证券研究所

筋膜枪具备长生命周期属性，未来3-5年仍处于“成长期”。公司在筋膜枪领域主要竞争对手为Therabody及Hyperice，Therabody自2016年首次推出专业款筋膜枪，至今已超过5年，专业款筋膜枪仍然是贡献其主营业务收入的重要产品之一。由此可知，筋膜枪属于长生命周期产品。此外，同行业可比公司主营产品颈部按摩仪、眼部按摩仪与筋膜枪具有一定程度的相似性，以倍轻松为例，其颈部按摩仪上市9年，近三年收入增长率高达50.19%，其眼部按摩仪上市21年，近三年收入增长率仍有19.35%。结合其他康复科技类大单品的生命周期，未来3-5年筋膜枪产品仍将处于“成长期”。

表5：从竞争对手同类产品推出时间来看，筋膜枪属于长生命周期产品

项目	倍益康	Therabody	Hyperice
专业款筋膜枪上市时间	2018年	2016年	2018年
便携款筋膜枪上市时间	2019年	2020年	2020年
MINI款筋膜枪上市时间	2020年	无	无
近期销售收入	2021年 28,148.18 万元	2020年 9,587 万美元	2020年 1.39 亿美元

数据来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

表6：与筋膜枪同类的其他康复科技产品生命周期较长

企业名称	产品名称	推出时间	上市时间	2021年度收入(万元)	2019-2021年CAGR
倍轻松	颈部按摩仪	2013年	9年	31,022.84	50.19%
	眼部按摩仪	2001年	21年	29,943.74	19.35%
未来穿戴	颈部按摩仪	2016年	6年	74,313.20	12.61%
	眼部按摩仪	2018年	4年	8,685.62	75.70%

数据来源：各公司招股书、各公司年报、开源证券研究所

2.3、竞争格局：公司筋膜枪业务可对标未来穿戴，两者该业务毛利率走

势一致

目前公司运营医疗与消费两条产品线，不同产品线面临的竞争对手不同。在康复医疗器械方面的竞争对手主要包括 DJO、OG Wellness、伟思医疗、翔宇医疗等，在康复科技产品方面的竞争对手主要包括赛锐康、海博艾斯、倍轻松及未来穿戴（SKG）等。在筋膜枪领域，赛锐康（Theragun）和海博艾斯（HyperIce）是主要境外玩家，也是公司的直接竞争对手；国内企业如倍轻松、SKG、荣泰健康等也具有筋膜枪产品，但在其业务配比中未占据主要地位。

图32：公司在筋膜枪领域的竞争对手有 Theragun、HyperIce 等

	DJO （美国） 简介：目前是美国规模较大的康复器械及医疗设备的制造公司之一，从事肌肉骨骼健康、血管健康和疼痛管理提供解决方案。 产品覆盖：康复医疗领域的各个阶段，理疗设备包括冲击波、电疗、光疗、冷热疗等方面。
	OG Wellness （日本） 简介：从事医疗器械、康复设备。 产品覆盖：物理治疗器械、运动治疗器械及洗浴护理设备三大类，其理疗设备涵盖电疗、热疗、水疗、按摩疗法等方面。
	伟思医疗 （688580.SH） 简介：从事于盆底及产后康复、精神康复、神经康复等康复类医疗器械、配件及耗材。 产品覆盖：产后康复系列产品、精神康复系列产品、神经康复系列产品。
	翔宇医疗 （688626.SH） 简介：从事于疼痛、神经、骨科、中医、产后、术后、心肺、医养结合等康复领域智能康复设备。 产品覆盖：声疗、光疗、电疗、磁疗、物理治疗（PT）、作业治疗（OT）及康复评定产品等。
	赛锐康（Theragun） （美国） 简介：从事筋膜枪、电动泡沫轴等智能康复设备及其配件。 产品覆盖：筋膜枪、乳液、润肤霜、按摩油、睡眠 CBD 酞剂、震动泡沫轴等。
	海博艾斯（HyperIce） （美国） 简介：从事于冲击、振动、动态空气压缩和热疗等运动康复科技产品。 产品覆盖：筋膜枪、热震带、Vyper 振动轴等高端康复设备。
	倍轻松 （688793.SH） 简介：从事智能便携按摩器。 产品覆盖：倍轻松 MINI 按摩器、倍轻松颈部智能按摩器、倍轻松手部智能按摩器、倍轻松眼部智能按摩器等。
	未来穿戴（SKG） （拟上市） 简介：从事于可穿戴按摩仪。 产品覆盖：颈部按摩仪、眼部按摩仪、按摩腰带、筋膜枪、美颜仪等。
	荣泰健康 （603579.SH） 简介：从事于按摩器具。 产品覆盖：按摩椅、按摩垫、便携式按摩器、肩部按摩器、颈部按摩器等。

资料来源：各公司官网、公司招股说明书、开源证券研究所

同行业可比公司与公司客户结构不同。具体来看，伟思医疗和翔宇医疗主要通过经销商销售自有品牌康复医疗器械产品；倍轻松主要通过线上线下直销渠道向终端个人消费者销售产品，且以自有品牌为主；公司和荣泰健康 ODM 收入占比较高。

表7：公司和荣泰健康 ODM 收入占比较高，伟思医疗、翔宇医疗及倍轻松以自有品牌为主

公司简称	主要直接客户名称	终端用户性质
伟思医疗	福建省致远医疗投资有限公司、郑州冠瑞医疗科技有限公司、杭州浙盈贸易有限公司、厦门楷祥医疗科技有限公司等	主要客户为经销商，终端用户以医疗机构为主
翔宇医疗	新里程安钢总医院、郑州大学第五附属医院、新疆亿达永成医疗设备有限公司、贵州盛亿医疗器械有限公司、国药集团、等	主要客户为经销商，终端用户为医疗机构、养老机构、残疾人康复中心、福利院、教育系统机构以及家庭
倍轻松	京东、云朵、中国免税品（集团）有限责任公司、傲胜、网易严选等	主要客户为电商平台、线下经销商和 ODM 客户，终端用户以家庭和个人消费者为主
荣泰健康	未披露	主要客户包含 ODM 品牌商、经销商等，终端用户主要为家庭及个人
倍益康	RENPHO、创通电子、广州云端、傲基科技、广州纽得赛、欧姆龙等	主要客户为 ODM 品牌商，终端用户包含医疗机构、家庭及个人

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

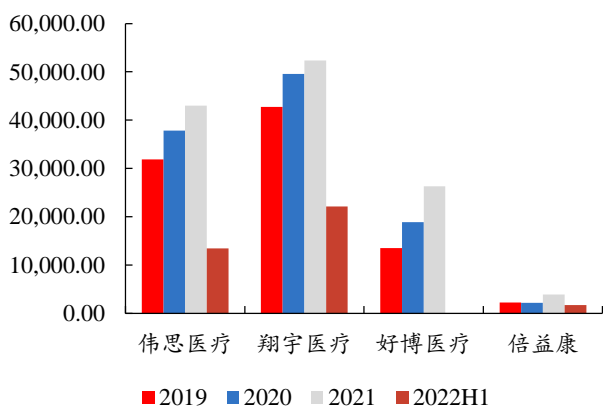
公司线下门店数少于可比公司，募投项目拟新增 50 家。公司康复科技产品领域的国内竞争对手均存在国内线下销售的渠道布局，截至 2021 年年末，公司、倍轻松、荣泰健康、未来穿戴的境内线下门店数分别为 25 家、186 家、近 1500 家、500 家，由于公司当前规模尚小，故从线下门店数量来看较可比公司存在一定劣势，但公司募投项目中涵盖的“营销网络及品牌宣传建设项目”，拟于重庆、昆明、上海、南京等 18 个城市开设旗舰店、于武汉、长沙等 32 个城市开设标准店，以此拓宽线下渠道，构建产品终端体验互动场景，进而辐射更多消费者，打造品牌影响力。

表8：截至 2021 年年末公司线下门店数为 25 家，少于可比公司

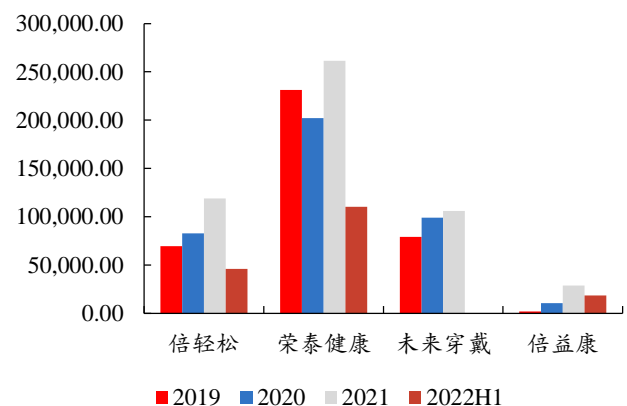
项目	倍益康	倍轻松	荣泰健康	未来穿戴
门店分布	①以西南地区为中心，遍及华东、华北、西北、华南等地区消费能力强劲的省会及一线城市的中高端购物中心 ②共 25 家门店	①以华东、华北、华南区域向全国扩散，布局国内一、二线城市②共 186 家，购物中心门店 108 家，交通枢纽店 78 家	① 线下门店的全国城市覆盖率为 68%，其中一、二线城市覆盖率 100%，百强县覆盖率 60%②近 1500 家门店	①线下渠道为经销商门店，主要分布于东北、华东区域商超购物中心②500 家体验店
主营产品	筋膜枪	颈部按摩器、眼部按摩器、头部按摩器等	按摩椅	颈部按摩器、眼部按摩器等

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

公司专精于单项产品，业务规模较可比公司小但成长性较好。受益于行业需求的持续增长，2019 年-2021 年，公司及可比公司的业务规模普遍呈现增长态势。在医疗器械领域，伟思医疗和翔宇医疗的营收规模较大，2021 年分别达 4.3 亿元和 5.2 亿元；在消费品领域，公司由于产品种类较可比公司少，故该业务规模相对较小，2021 年，荣泰健康、倍轻松、未来穿戴的营收规模分别为 26.1 亿元、11.9 亿元、10.6 亿元。从成长性角度看，公司 2018-2021 年 3 年营收 CAGR 为 147%，高于荣泰健康的 4%和倍轻松的 33%。

图33：医疗器械领域，翔宇医疗规模较大（万元）


数据来源：公司第二轮问询函回复、开源证券研究所

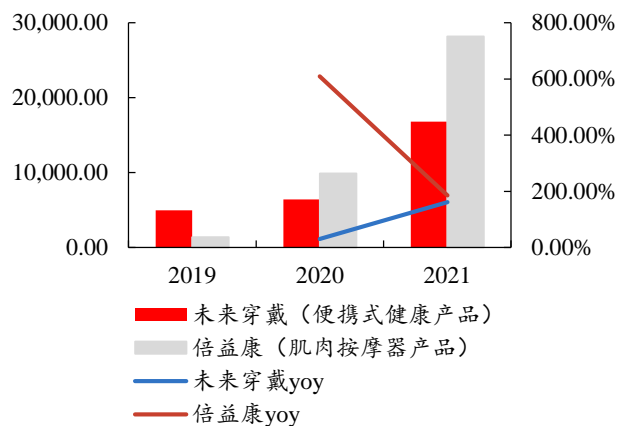
图34：公司消费品领域业务规模较可比公司小（万元）


数据来源：公司第二轮问询函回复、开源证券研究所

公司肌肉按摩器与未来穿戴的便携式健康产品可对标，两公司 2021 年该业务增速相近，毛利率走势一致。可比公司中，未来穿戴的便携式健康产品包含按摩披肩和筋膜枪，且筋膜枪自 2020 年推出后成为该大类主要产品，与公司肌肉按摩器属于同类细分产品，可比性较强。未来穿戴 2020 年推出筋膜枪产品后，受筋膜枪市场需求的强劲增长影响，2021 年便携式健康产品销售收入同比大幅提高 161.30%，与公司肌肉按摩器收入增幅相近。2020 年-2021 年，未来穿戴便携式健康产品的毛利率呈

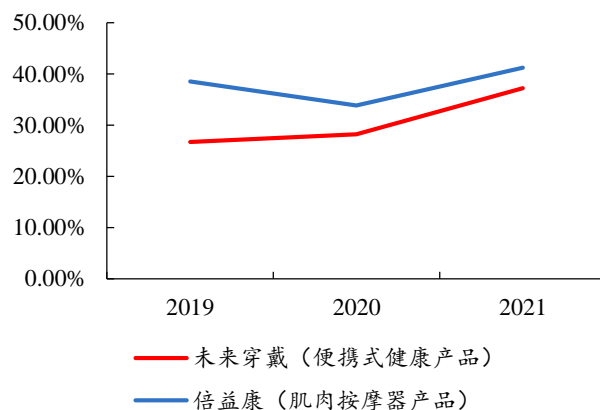
上升趋势，与公司肌肉按摩器毛利率变动趋势一致，且二者毛利率水平较为接近。

图35：公司与未来穿戴的可比产品收入增速相近(万元)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：公司与未来穿戴的可比产品毛利率走势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、核心看点：筋膜枪领域专利数存在护城河，产品矩阵丰富、 关键指标业内占优

3.1、市场地位：筋膜枪国内市占率约为 4%，该领域专利数全球第二、 中国第一

产品战略由医疗领域转向消费领域。自成立至 2019 年，公司主营业务以专业医疗为主，康复医疗器械板块销售收入占比均高于 50%，在消费升级、人口老龄化的社会背景，叠加医体结合的政策导向下，消费者对理疗康复和运动康复的需求不断攀升，公司适时推动康复技术从医用领域向个人及家用消费领域拓展，先后研发了各型号肌肉按摩器及 MINI 颈部按摩仪等健康消费产品。

表9：公司先后研发了各型号肌肉按摩器及 MINI 颈部按摩仪等健康消费产品

项目	专业医疗业务	健康消费业务
行业类别	C3585 机械治疗及病房护理设备制造	C396 智能消费设备制造
	空气波压力治疗仪	气压按摩系统
力因子	DMS 深层肌肉刺激仪	专业款肌肉按摩器、便携款肌肉按摩器，MINI 款肌肉按摩器，超 MINI 款肌肉按摩器
产品品类	中频电疗仪，中频治疗器，经皮神经肌肉电刺激仪， 痉挛肌低频治疗仪	颈部按摩仪，MINI 颈部按摩仪
电因子	中频电疗仪，中频治疗器，经皮神经肌肉电刺激仪， 痉挛肌低频治疗仪	颈部按摩仪，MINI 颈部按摩仪
热因子	全自动恒温蜡疗机，熏蒸治疗仪，湿热敷装置	关节按摩仪
水因子	水压式按摩床	-
主要资质认证	医疗器械注册证，ISO9001 质量管理体系，ISO13485 医疗器械质量管理体系等	ISO9001 质量管理体系，FDA，CE，日本厚生省等
主要销售渠道	ODM 客户、经销、电商平台	ODM 客户、经销、电商平台、直营门店等
主要客户构成	医院、中医按摩馆、家庭、个人消费者等	家庭、个人消费者
主要生产工艺	软硬件等设计（生产前置环节）、芯片烧录、贴片、 注塑、机加、总装、检验	软硬件等设计（生产前置环节）、芯片烧录、贴片、注塑、 CNC 加工、电池 PACK、电机绕组、组装、总装、检验
核心技术来源		康复机理
主要核心技术	可变振幅技术、自适应负载均衡调节技术、浮动电极贴合技术、多腔体压力综合控制技术、热传导控制技术等	
主要功能	镇痛、软化瘢痕、松解粘连、善局部血液循环，促 进水肿、炎症消散	放松肌肉、机能恢复、便于携带
主要适用领域	骨科康复、神经康复、妇科康复、外科康复、疼痛 康复等病症	运动康复、舒适按摩

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

公司筋膜枪产品定位于中高端市场，在产品设计和性能等技术指标方面表现较为优异，契合境外市场消费习惯，与主要 ODM 客户达成战略合作伙伴关系，已成为主要 ODM 客户同类产品的主要或唯一供应商。

表10：公司是主要 ODM 客户同类产品的主要或唯一供应商，客户采购占比较高

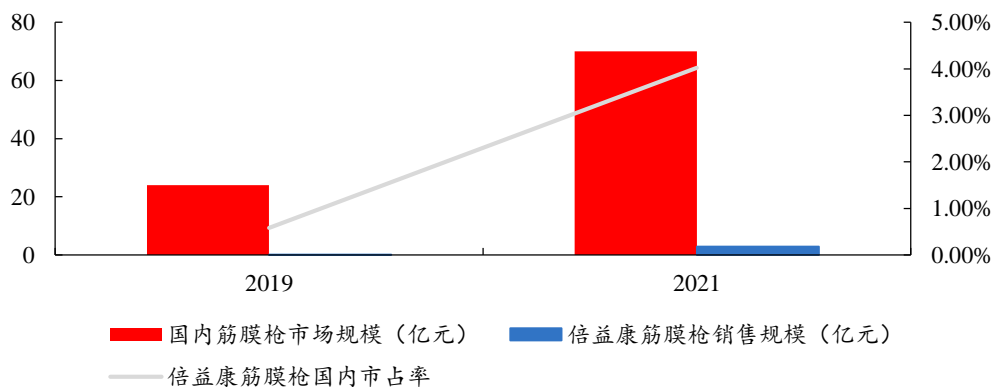
序号	客户名称	产品占客户同类产品采购比例				在客户相关产品供应体系中的地位
		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月	
1	RENPHO	-	30%	50%	50%	主要供应商

序号	客户名称	产品占客户同类产品采购比例				在客户相关产品供应体系中的地位
2	创通电子	-	100%	100%	100%	唯一供应商
3	广州云端	-	100%	100%	100%	唯一供应商
4	傲基科技	-	80%	80%	90%	主要供应商
5	MTG	-	-	100%	100%	唯一供应商
6	广州纽得赛	80%	80%	80%	80%	主要供应商
7	雷尼格尔	-	100%	100%	100%	唯一供应商
8	欧姆龙	100%	100%	100%	100%	唯一供应商
9	瑞多(上海)智能科技有限公司	-	100%	100%	100%	唯一供应商
10	YAMAGUCHI	-	-	90%	90%	主要供应商

数据来源：公司第二轮问询函回复、开源证券研究所

2021年公司筋膜枪国内市占率升至4.02%。肌肉按摩器俗称筋膜枪，公司ODM筋膜枪在亚马逊、日本乐天相应细分品类中长期占据销量排行榜和好评推荐榜前列；部分ODM筋膜枪被《福布斯》杂志评选为“亚马逊最佳筋膜枪之一”；倍益康自有品牌产品获2022年天猫618筋膜枪品类热卖榜TOP1等荣誉。根据四川康复医学会数据，国内筋膜枪市场规模由2019年的24亿元增长至2021年的70亿元，年均复合增长率高达70.78%。2019-2021年，公司筋膜枪产品销售收入分别为1,389.98万元、9,854.67万元及28,148.18万元，由此可以计算出公司国内市占率由2019年的0.58%升至2021年的4.02%。

图37：2021年公司筋膜枪在国内市场的占有率为4.02%



数据来源：公司第一轮问询函、四川康复医学会、开源证券研究所

注：市场占有率为测算数据，依据公司问询函回复中披露的市场规模数据及公司产品销售数据

筋膜枪领域专利数全球第二、中国第一。公司凭借雄厚的产品研发技术、医疗级品控水平及快速反应能力，引领筋膜枪行业便携化和轻量化变革，已成为筋膜枪市场的行业领先企业。根据incoPat全球专利数据库查询，截至2022年6月30日，在力因子系列细分品类筋膜枪领域，公司专利申请量共251项，位列中国第一，全球仅次于Therabody。公司主要产品取得了欧盟CE/RoHS/REACH、美国FDA/FCC/CPSIA、英国UKCA、澳大利亚RCM、日本PSE/厚生劳动省、印度BIS、加拿大IC、韩国KC/CB、UN38.3、MSDS等数百项认证，并获得欧盟、日本、美国等多个国家和地区的准入，在向健康生活消费品市场的业务拓展中亦始终贯彻医疗级的品质管控要求。

图38：公司康复产品符合欧美、日本和韩国等地区的质量标准
国际认证


资料来源：公司官网

3.2、产品技术：筋膜枪产品矩阵丰富、振幅、推力等技术指标占优、核心零部件自产率较高

同等重量下更小尺寸、更大电池容量、更长续航时间和 Type-C 充电接口意味着更强的便携性；按摩头造型的丰富性和档位范围的广度意味着更灵活的按摩模式；同等尺寸下，更强的振幅、更大的推力能够更好地保障垂直律动方法下对肌肉、筋膜组织的放松；另外降噪性能可以提升消费者使用体验。

公司筋膜枪种类丰富，多个关键指标业内占优。公司筋膜枪产品在充电接头、按摩头、降噪、振幅宽、档位、推力和电池容量等几个指标处于同类产品领先水平。凭借前瞻的行业视野及深耕多年医疗器械领域的产业优势，公司的筋膜枪产品矩阵较同类厂商更为丰富，在行业竞争具备更强的核心竞争优势。

图39：公司筋膜枪产品具备 Type-C 充电接口、电池容量达 2600mAh、配备五档选择，便携性凸显

项目		指标先进性描述	倍益康	主要竞品指标之一	主要竞品指标之二	
专业款	关键技术指标	重量 (kg) 及尺寸(cm) 按摩头 (标配-个)	重量和尺寸越小, 便携性越强 按摩头种类、功能丰富, 适配性强, 功能性越强	重 1.3高26.8长11 6, 自加热启停, 适配全系列	重 1.3高25.5长18 6	重 1.18高26长20 5
	关键性能参数	充电接口	具备快充条件, 充电功能性及便携性较强	TYPEC兼容设计标配快速充电器	DC充电口+专用适配器	DC充电口+专用适配器
		振幅 (mm)	产品振幅越大, 功能性越强	16	16	14
		档位 (转/分钟)	档位选择越多, 频率所处范围较大, 功能性越强	6档: 1500-2500调节	5档:1750-2400调节	5档:1700-2700调节
		推力 (kg)	产品推力越大, 功能性越强	30-35	27	35-40
		电池容量 (mAh)	产品电池容量越大, 功能性越强	2600(六节电池)	2500 (四节电池)	2500 (六节电池)
		噪音 (dB)	噪音越小, 降噪功能性越强	50	未公布	未公布
续航(h)	续航时间越长, 功能性越强	3	3	3		
价格 (元)	不适用	2,499-3,499	4,719-5,229	2,999-4,149		
项目		指标先进性描述	倍益康	主要竞品指标之一	主要竞品指标之二	
便携款	关键技术指标	重量 (kg) 及尺寸(cm) 按摩头 (标配-个)	重量和尺寸越小, 便携性越强 按摩头种类、功能丰富, 适配性强, 具有较高功能性	重 0.65高19长13 5, 自加热启停, 适配全系列	重 0.68高15.2长13.4 1个按摩头	重 0.6高18长14 2个按摩头
	关键性能参数	充电接口	具备快充条件, 充电功能性及便携性较强	Type-c	DC充电口+专用适配器	DC充电口+专用适配器
		振幅 (mm)	产品振幅越大, 功能性越强	10	未公布	未公布
		档位 (转/分钟)	档位选择越多, 频率所处范围较大, 功能性越强	五档: 2000-3200	三档: 1750-2400	三档: 2200-3200
		推力 (kg)	产品推力越大, 功能性越强	15	9	10-15
		电池容量 (mAh)	产品电池容量越大, 功能性越强	2600	2000	2350
		噪音 (dB)	噪音越小, 降噪功能性越强	45	未公布	未公布
续航(h)	续航时间越长, 功能性越强	1档6h,5档2.5h	约2.5h	约2.5h		
价格 (元)	不适用	1,100-1,399	1,999-2,229	1,599		
项目		指标先进性描述	倍益康	主要竞品指标之一		
MINI款	关键技术指标	重量 (kg) 按摩头 (标配-个)	重量越小, 便携性越强 按摩头种类、功能丰富, 适配性强, 具有较高功能性	重 0.36高14长8.6 4, 自加热启停, 适配全系列	重 0.3高15.7长9.9 3, 自加热启停, 适配全系列	
	关键性能参数	充电接口	具备快充条件, 充电功能性及便携性较强	Type-c	Type-c	
		振幅 (mm)	产品振幅越大, 功能性越强	7	5	
		档位 (转/分钟)	档位选择越多, 频率所处范围较大, 功能性越强	五档: 1800/2100/2300/2700/3000	三档: 1800/2400/3000	
		推力 (kg)	产品推力越大, 功能性越强	13.5	未公布	
		电池容量 (mAh)	产品电池容量越大, 功能性越强	2600	未公布	
		噪音 (dB)	噪音越小, 降噪功能性越强	45	未公布	
续航(h)	续航时间越长, 功能性越强	1档8h,5档3h	5			
价格 (元)	不适用	569-669	499-799			
项目		指标先进性描述	倍益康	主要竞品指标之一		
超MINI款	关键技术指标	重量 (kg) 及尺寸(cm) 按摩头 (标配-个)	重量、尺寸越小, 便携性越强 按摩头种类、功能丰富, 适配性强, 具有较高功能性	重 0.23高12长7 4, 自加热启停, 适配全系列	重 0.262高13.4长7.4 3个按摩头	
	关键性能参数	充电接口	具备快充条件, 充电功能性及便携性较强	Type-c	Type-c	
		振幅 (mm)	产品振幅越大, 功能性越强	7	6	
		档位 (转/分钟)	档位选择越多, 频率所处范围较大, 功能性越强	五档: 1800/2100/2300/2700/3000	五档: 2800, 其余未公布	
		推力 (kg)	产品推力越大, 功能性越强	8	5	
		电池容量 (mAh)	产品电池容量越大, 功能性越强	650	1300	
		降噪	噪音越小, 降噪功能性越强	45	-	
续航(h)	续航时间越长, 功能性越强	1.2	1.5			
价格 (元)	不适用	399-499	599-899			

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所 注：1、标“-”为信息无法取得或对方产品未宣传此功能；2、产品信息来源为各主要竞争对手官网、各产品说明书等；3、选取的主要竞争对手包括 Hyperice、Theragun、PHILIPS、未来穿戴等。

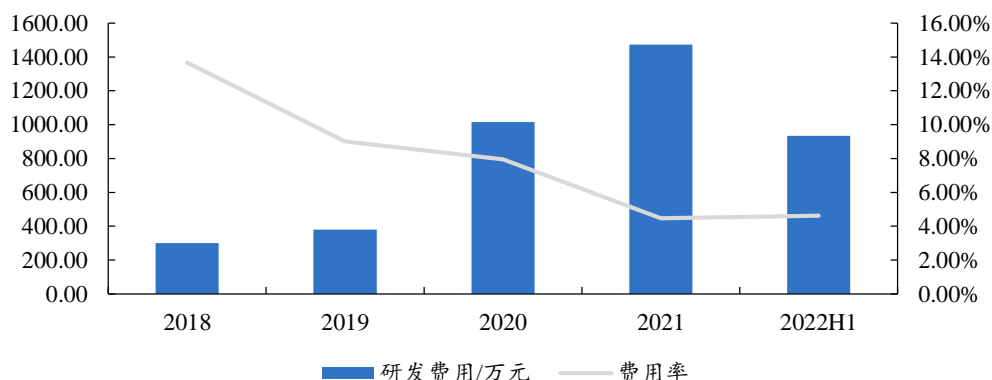
多数核心零部件及生产环节完成技术突破实现自产。公司产品生产工艺发展至今，通过持续推动核心部件自主研发生产及关键工序自动化、智能化改造，已经在绝大多数环节完成了自产。公司突破了生产工序设计、焊接工艺、BMS 系统设计、电机结构设计、构件材料和降噪等技术难点，相继完成了电池 PACK 和电机绕制工序的自主研发。随着工艺技术的突破，公司陆续购置先进自动化设备，招聘生产人员，搭建了电池 PACK、电机绕制、SMT 贴片和 CNC 加工产线，能对核心零部件自行加工。

表11：公司在电池 PACK 和电机绕制工序等核心生产环节实现自产

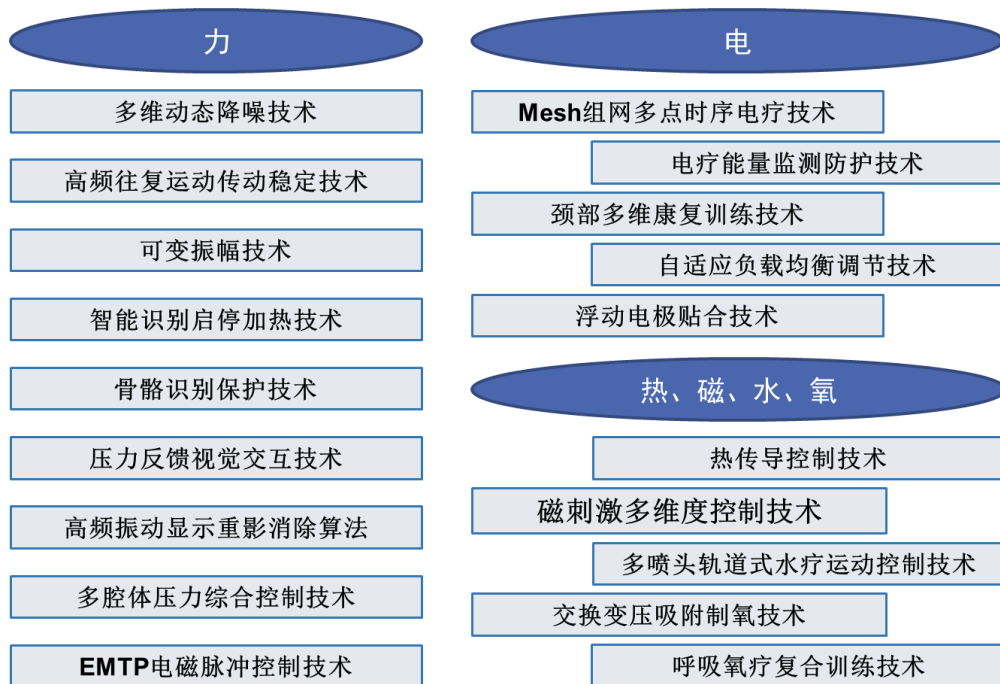
主要产品名称	生产环节	工序关键性	参与主体	
康复医疗器械	芯片烧录	核心	倍益康	
	SMT 贴片	核心	倍益康占比 83%、外协厂商占比 17%	
	功能检验	核心	倍益康	
	五金件加工	非核心	外采	
	塑/硅胶件加工	非核心	外协厂商	
	包材配件加工	非核心	外采	
	零配件检验	核心	倍益康	
	组装	非核心	倍益康	
	整机检验	核心	倍益康	
	包装	非核心	倍益康	
	康复科技产品	芯片烧录	核心	倍益康
		SMT 贴片	核心	倍益康占比 83%、外协厂商占比 17%
		电机绕制	核心	倍益康
电池 PACK		核心	倍益康	
功能检验		核心	倍益康	
五金件成型加工		非核心	外采	
塑/硅胶件加工		非核心	外协厂商	
CNC 加工		核心	倍益康	
包材配件加工		非核心	外采	
零配件检验		核心	倍益康	
组装		非核心	倍益康	
整机检验		核心	倍益康	
包装		非核心	倍益康	

资料来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

逐年增长的研发投入，不断丰富夯实核心技术实力。公司持续进行研发投入以推动产品迭代升级，满足客户市场需求。2021 年研发费用同比增长 45.24%，达 1473.40 万元，但受营收增幅较快影响，2021 年研发费用率略有下降。2022 年半年度，公司研发费用增长较快，研发费用率较 2021 年也相应提高。经过多年的积累，公司核心技术大部分属于特有技术，在生产工序中起到关键作用，包括多维动态降噪技术、高频往复运动传动稳定技术等。

图40：公司 2021 年研发费用为 1473.40 万元，研发费用率达 4.48%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：公司在力疗、电疗等领域积累了多项核心技术


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.3、募投项目：达产预期新增力因子系列产能 193 万台、电因子系列产能 8 万台、热因子系列产能 2 万台

拟募资 5.085 亿元。公司本次拟向不特定合格投资者公开发行不超过 1,130 万股（未考虑超额配售选择权）或不超过 1,299.50 万股（假定全额行使超额配售选择权），募集资金拟用于“成都智能制造生产基地建设项目”、“研发中心升级建设项目”及“营销网络及品牌宣传建设项目”。

表12: 公司拟投入 3.99 亿元募集资金用于“成都智能制造生产基地建设项目”

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资	
			金额(万元)	比例
1	成都智能制造生产基地建设项目	40,318.40	39,886.37	78.44%
2	研发中心升级建设项目	6,397.03	6,397.03	12.58%
3	营销网络及品牌宣传建设项目	4,566.60	4,566.60	8.98%
合计		51,282.03	50,850.00	100.00%

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

“成都智能制造生产基地建设项目”预期陆续引入镜面火花机、三坐标测试仪等设备提高生产模具设计制造能力, 引入注塑机等实现塑胶件的自主化生产, 引入工业机器人、SMT 贴片机、CNC 加工中心、组装线体等设备提升各生产环节的智能化程度, 上述产线建成后, 将进一步提升自主生产能力, 降低外协或外购比例, 提升公司整体产业链的自主化、智能化程度, 提高生产效能。项目达产后, 预期新增力因子系列产能 193 万台, 电因子系列产能 8 万台, 热因子系列产能 2 万台, 有望缓解现有产能瓶颈。

表13: 公司募投项目达产后预期新增 203 万台产能, 扩产倍数达 1.56 倍

生产经营场所面积 (平方米)			总产量 (万台)		
募投前	本次募投	增长倍数	募投前	本次募投	增长倍数
15,584.77	54,221.02	2.48	130.12	203	1.56

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所 注: 生产经营场所不再租赁

3.4、估值对比: 公司底价对应 2021 PE (发行后) 为 19.4X, 可比公司 2021 PE 均值为 23X

北交所公开发行业底价为 31.8 元/股, 对应 2021 PE (发行后) 为 19.4X, 可比公司 2021 PE 均值为 23X。公司自 2018 年推出筋膜枪产品后, 持续丰富产品矩阵、提升工艺及零部件自产率, 并且依赖全方位销售渠道不断提升市场销量及品牌影响力。公司近两年来的收入增量主要来源于 ODM 模式, 2022 年上半年自有品牌业务显露放量潜力, 未来有望得益于产能扩充从而推动业绩增长, 建议关注。

表14: 公司底价对应 2021 PE (发行后) 为 19.4X, 可比公司 2021 PE 均值为 23X

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2021 PE	2021 年营收/亿元	2021 年归母净利润/万元	2021 年毛利率	2021 年研发费用率
伟思医疗	688580	41.15	28.02	23.14	4.30	17781.19	74.78%	14.77%
翔宇医疗	688626	61.10	39.28	30.26	5.23	20189.74	68.23%	13.11%
倍轻松	688793	24.30	161.59	26.46	11.90	9186.19	56.73%	3.97%
荣泰健康	603579	28.63	15.70	12.11	26.13	23633.60	26.84%	4.56%
均值		38.80	61.15	23.00	11.89	17697.68	56.65%	9.10%
中值		34.89	33.65	24.80	8.57	18985.46	62.48%	8.83%
倍益康	870199	19.05	20.45	-	3.29	7981.03	41.82%	4.48%

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 数据截至 20221014

4、风险提示

下游市场需求出现波动、客户开拓不及预期的风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn