

信用评级公告

联合〔2021〕4348号

联合资信评估股份有限公司通过对乐歌人体工学科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持乐歌人体工学科技股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，“乐歌转债”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二一年六月十七日

乐歌人体工学科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
乐歌人体工学科技股份有限公司	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定
乐歌转债	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
乐歌转债	14200.00 万元	14200.00 万元	2026/10/21

注: 1. 上述债券仅包括由联合资信评级, 且截至评级时点尚处于存续期的债券; 2. 债券余额为截至 2020 年底数据

评级时间: 2021 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁻	评级结果		A ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	4	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
未来存在大额资本性支出与融资需求				-1

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020 年, 乐歌人体工学科技股份有限公司 (以下简称“公司”) 人体工学产品市场需求旺盛, 营业收入和利润总额同比大幅增长, 经营活动现金流状况得到改善。公司持续优化产品结构, 带动公司产品均价上升。同时, 联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到原材料价格波动使得公司成本控制压力加大、期间费用增长较快对利润形成侵蚀、债务规模增长较快、资本支出压力加大以及面临汇率波动风险和海外投资风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来, 随着公司加大研发投入和下游客户拓展力度, 其产品线将进一步丰富, 公司综合竞争实力有望进一步增强。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺, 维持“乐歌转债”的信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司在国内人体工学行业处于领先地位。经过多年积累, 公司在全价值链模式、产品研发、网络营销等方面具备一定市场竞争力。
2. 公司盈利能力提升, 经营活动现金流状况得到改善。2020 年, 公司营业收入和利润总额同比分别增长 98.42% 和 247.93%; 公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升 4.78 个百分点和 13.30 个百分点; 公司经营活动现金净流入量同比增长 67.38%。
3. 公司产品结构进一步优化。2020 年, 公司对整体产品结构进行升级, 提高工序复杂的人体工学站产品占比, 使得单件产品平均附加值大幅提升, 产品销售均价由 2018 年的 121.06 元/件上升至 2020 年的 275.22 元/件。

关注

1. 原材料价格波动风险。公司主要原材料钢材、定制件和电子元器件等材料价格波动较大, 若未来原材料价格持续高位或进一步上涨, 将对产品毛利率产生一定影响, 公司面临一定的成本控制压力。

分析师：罗 峤

宁立杰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **汇率波动风险。**2020年，公司境外销售收入174615.94万元，占营业收入的89.98%；公司主要采用美元作为结算货币，人民币汇率波动将对公司经营业绩产生影响。
3. **海外投资风险。**2020年上半年，公司大力推进海外仓建设，截至2020年底，公司已在美国核心枢纽港口区域购买7个自有仓，全球共17仓；公司主要海外子公司资产总额占期末合并资产的44.68%。海外子公司所在国在政治、经济、法律、文化、语言及意识形态方面与中国存在较大差异，公司面临一定海外投资风险。
4. **期间费用增长较快，对利润形成侵蚀。**2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长37.91%；期间费用占营业收入的比重分别为37.72%、39.69%和35.00%，费用控制能力有待提升。
5. **债务规模快速增长，债务负担加重。**2018—2020年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长141.60%。截至2021年3月底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为54.71%和23.80%。
6. **公司未来存在大额资本性支出与融资需求。**乐歌智慧大健康西部产业园项目总投资金额较大，其中一期项目投产前的固定资产投资不低于10亿元，主要通过公司自有资金、商业银行项目贷款形式解决。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(万元)	15443.67	52774.96	49271.40	43813.45
资产总额(万元)	116680.30	150312.48	286733.40	301458.94
所有者权益(万元)	73879.37	79492.98	102163.89	106257.76
短期债务(万元)	20549.13	45581.93	84993.99	95154.28
长期债务(万元)	0.00	0.00	34950.73	33182.52
全部债务(万元)	20549.13	45581.93	119944.73	128336.80
营业收入(万元)	94677.59	97806.92	194066.43	65926.98
利润总额(万元)	6761.86	6781.47	23594.89	3501.70
EBITDA(万元)	9510.13	10696.63	29440.47	--
经营性净现金流(万元)	9611.80	12931.42	21644.39	622.89
营业利润率(%)	43.39	45.77	46.20	41.48
净资产收益率(%)	7.80	7.90	21.21	--
资产负债率(%)	36.68	47.11	64.37	64.75
全部债务资本化比率(%)	21.76	36.44	54.00	54.71
流动比率(%)	184.03	151.24	116.40	111.97
经营现金流动负债比(%)	22.72	18.39	14.69	--
现金短期债务比(倍)	0.75	1.16	0.58	0.46
EBITDA利息倍数(倍)	25.99	9.46	13.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.16	4.26	4.07	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(万元)	123355.19	144205.16	268352.62	279805.89
所有者权益(万元)	76066.76	79029.65	98010.63	98412.22
全部债务(万元)	14389.17	39529.14	101955.28	110940.54
营业收入(万元)	78155.60	71903.17	145549.49	40648.46
利润总额(万元)	9159.95	4205.19	15424.95	144.86
资产负债率(%)	38.34	45.20	63.48	64.83
全部债务资本化比率(%)	15.91	33.34	50.99	52.99
流动比率(%)	173.24	147.49	118.74	111.76
经营现金流动负债比(%)	17.74	17.78	0.91	--

注: 1. 公司和公司本部 2021 年一季度财务报表未经审计; 2. 公司现金类资产中已扣除使用受限的货币资金

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
乐歌转债	A ⁺	A ⁺	稳定	2020/01/13	罗峤、刘冰华	原联合信用评级有限公司 工商企业评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



乐歌人体工学科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为 2002 年 3 月由丽晶（香港）国际有限公司（以下简称“丽晶国际”）出资设立的宁波丽晶时代电子线缆有限公司（以下简称“丽晶时代”），初始注册资本 120.00 万美元。2010 年，公司整体改制为股份公司并更名为“宁波乐歌视讯科技股份有限公司”，股本增至 6000.00 万股，宁波丽晶电子集团有限公司（以下简称“丽晶电子”）持股 38.51%。2016 年，公司更名为现名。2017 年，公司首次公开发行股票并在深圳证券交易所上市（股票简称：乐歌股份，股票代码：300729.SZ），股本增加至 8600.00 万元，丽晶电子持股 28.46%。截至 2021 年 5 月底，公司注册资本为 18056.53 万元，项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资及姜艺个人直接持股合计控制公司 63.15% 的股份，系公司的共同实际控制人；上述股东及其一致行动人累计质押公司股份数量为 440.00 万股，占其所持股份 3.86%，占公司总股本 2.44%。

跟踪期内，公司经营业务未发生重大变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 30 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 286733.40 万元，所有者权益 102163.89 万元（含少数股东权益 41.96 万元）；2020 年，公司实现营业收入 194066.43 万元，利润总额 23594.89

万元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 301458.94 万元，所有者权益 106257.76 万元（含少数股东权益 37.28 万元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 65926.98 万元，利润总额 3501.70 万元。

公司注册地址：宁波市鄞州经济开发区启航南路 588 号（鄞州区瞻岐镇）；法定代表人：项乐宏。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，已累计使用募集资金总额 11660.51 万元，尚未使用金额 2120.55 万元，与募集说明书中约定使用用途一致。

表 1 截至 2020 年底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (万元)	债券余额 (万元)	起息日	期限
乐歌转债	14200.00	14200.00	2020/10/21	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经

接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季

度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长

率，下同。

际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和

5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源

以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

2020 年，新冠疫情的爆发对中国家具行业形成了一定冲击；主要原材料钢材价格波动频繁，增加了企业成本控制压力；下游房地产行业竣工面积下降，考虑到疫情冲击使得地产竣工被延后，行业需求或将在 2021 年得到集中释放；人体工学行业发展进入快车道，未来随着健康理念进一步驱动消费升级，市场发展空间广阔；市场将逐步向具备品牌竞争力的头部企业靠拢，市场集中度有望得到提升。

2020 年新冠疫情的爆发，在生产端和需求端对我国家具行业造成了一定程度上的冲击，市场规模有所下降。2020 年我国家具行业零售额达 1597.60 亿元，同比下降 7.00%。

与传统的生活、办公家具不同，人体工学是一门研究人类和机器及环境的相互作用的学科，是家具行业的细分行业。国外方面，欧美一些发达国家已进入人工工学相对成熟的发展阶段，应用领域拓展到了与人的活动相关的行业，包括办公用品、家具、服装、手工工具、装备、建筑、室内设计、交通工具以及太空设备等领域。而人体工学理念在国内家具行业的应用起步较晚，目前主要应用在桌椅、家电承载、床具、休闲健身器材等家具产品中，在国内市场渗透率很低。未来，随着健康理念进一步驱动消费升级，运用人体工学原理所设计和生产的家具产品市场需求前景非常广阔，国内也将迎来快速发展的阶段。

上游方面，人体工学产品基础原材料有精密钢管、钢板、铝锭、ABS 塑料等，其中钢材、铝锭市场价格较公开透明，价格波动较大，其使用者的议价能力有限。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情疫情影响，钢材价格明显下降，随着经济运

行逐步恢复，钢材价格有所回升。2020 年 1—4 月呈下行走势，5—12 月持续上升，特别是 11—12 月升幅较大，全年 GSPI 国内钢材平均价格指数为 105.57 点。

图 1 2018—2020 年 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

家具制造的下游行业主要是房地产行业。2020 年我国住宅竣工面积下降至 65910.03 万平方米，而住宅商品房销售面积增长至 154878 万平方米。2020 年下半年，随着疫情的进一步控制，工地开始复工，竣工不断推进，住宅竣工面积累计同比增速的跌幅逐步收窄，商品房累计销售面积同比增速也修复至 12 月的 2.6%。考虑到疫情冲击使得地产竣工被延后，行业需求或将在 2021 年得到集中释放。

行业竞争方面，家具制造行业是完全竞争性行业，准入门槛低，我国家具行业极为分散，同质化竞争较为激烈。根据中国家具协会的数据显示，截至 2020 年底，我国家具行业规模以上企业数量达到 6544 家，与上年相比增加 134 家。人体工学方面，目前行业总体还处在初级阶段（以 OEM 和 ODM 模式为主）向成长阶段（OBM 模式）转变的过程中，大多数厂家的产品同质化较为严重。与此同时，部分产品质量突出、较早形成自主品牌并具有一定产品开发设计能力的厂商，占据了中高端市场的较大份额，利润率较高，市场竞争也相对有序。未来随着消费者品牌意识加强和对于安全生产认证的重视，消费升级将促使消费者越来越多的选择中高端人体工学产品，行业集中度将进一步提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，项乐宏、姜艺夫妇仍为实际控制人，合计控制公司63.15%的股份，累计质押公司股份数量为440.00万股，占其所持股份3.86%，占公司总股本2.44%。

2. 企业规模及竞争力

公司在人体工学领域具有多年的积累，在全价值链模式、产品研发、网络营销等方面具备一定市场竞争力。

公司是国内较早从事人体工学家具制造的整体解决方案提供商，拥有集品牌建设、研发、生产、销售及售后服务于一体的全价值链模式，能够及时获取最前沿的消费理念，推出具有市场竞争力的产品。公司通过对物流和信息流的优化、对生产方式的调整以及对生产工艺的创新，加大成本把控，并占据了附加值更高的设计和营销环节。

研发方面，公司建立了较完善的研发管理体系，主导产品均为自主开发，拥有完整自主知识产权。截至2020年底，公司共拥有有效专利技术987项，其中已授权发明专利共计63项，包括48项中国发明专利，11项美国发明专利，3项日本发明专利，1项澳大利亚发明专利。

网络营销方面，公司拥有境内境外、线上线下全方位的销售渠道。尤其在线上营销领域，在境内，公司通过在淘宝、京东、小米有品等电商平台上采用M2C直营和分销模式，推广营销公司产品；在境外，公司通过Amazon，公司的独立网站，Home Depot, Office Depot, Wal-mart, 乐天，雅虎，Wayfair等电商平台实现销售。2020年，公司实现线上直销收入107055.60万元，占营业收入的比重为55.16%；实现线上分销收入8160.50万元，占营业收入的比重为4.21%。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330200736952581D），截至2021

年5月14日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。截至2021年5月底，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分高级管理人员发生变动，管理运作正常。

跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化，高级管理层部分职位发生变动，具体变动情况如下表所示。

表3 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	职务	类型	日期	原因
泮云萍	副总经理	被选举	2020年5月6日	--
郑祥明	总工程师、副总经理	离任	2020年10月30日	个人原因
朱伟	董事会秘书	被选举	2020年1月15日	--

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

除上述高管人员变动外，公司在管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

未来，公司产能建设主要围绕线性驱动核心技术产品，投资规模大，虽然非公开发行股份可以满足一部分资金需求，但资本支出压力仍较大，且存在项目收益不达预期的风险。

拟非公开发行股份

本次向特定对象发行股票拟募集资金总额不超过111218.50万元（含111218.50万元），扣除发行费用后的募集资金净额拟投资项目如下。

表4 本次非公开发行拟投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入金额
1	线性驱动核心技术产品智能工厂项目	58259.00	47384.00
2	年产15万套智能线性驱动产品5G+智能工厂技改项目	5012.00	4962.00
3	营销研发总部大楼建设项目	28848.00	20522.50
4	公共仓及独立站信息化系统建设项目	5000.00	5000.00

5	补充流动资金	33350.00	33350.00
合计		130469.00	111218.50

资料来源：联合资信根据公开信息整理

线性驱动核心技术产品智能工厂项目，预计产能 150.00 万台，预计收入 180000.00 万元，建设周期 30 个月。该项目财务内部收益率（所得税后）为 20.22%，投资回收期（所得税后）为 6.19 年（含建设期）。

年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+ 智能工厂技改项目，预计产能 15.00 万套，预计收入 18000.00 万元，建设周期 24 个月。该项目财务内部收益率（所得税后）为 25.64%，投资回收期（所得税后）为 5.18 年（含建设期）。

营销研发总部大楼建设项目拟建设公司营销、研发总部，为公司营销、研发、运营及管理提供必要的场地，建设周期 36 个月。

公共仓及独立站信息化系统建设项目，主要开发公司跨境电商公共海外仓及独立站信息化系统，用于支持公司海外仓业务以及海外独立站业务的运营与发展，建设周期 18 个月。

截至 2020 年底，公司合并报表口径资产负债率为 64.37%。本次发行完成后，公司资产负债率将有所下降，整体资本实力将得到增强。目前本次非公开发行处于申报阶段。

乐歌智慧大健康西部产业园项目

公司分别于 2021 年 1 月 12 日、2021 年 1 月 28 日召开第四届董事会第二十二次会议以及 2021 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于拟与广西省合浦县人民政府签订项目投资合同的议案》，公司与合浦县人民政府签订《乐歌智慧大健康西部产业园项目投资建设合同》，拟投资实施乐歌智慧大健康西部产业园项目。

项目计划投资总额 100 亿元，其中项目一期投资 20 亿元（固定资产投资不低于 10 亿元），资金来源为公司自筹资金。项目一期为建设线性驱动产品的智能工厂及设立跨境电商运营中心和研发中心（以下简称“一期项目”），项目二期为建设智慧健康产品研发中心和制造中心，并引进 50 家以上乐歌海外仓服务企业以完善供应链布局（以下简称“二期项目”），二期项目

规划主要由公司海外仓客户进行投资建设。

2021 年 6 月 8 日，公司已竞拍取得该项目土地使用权，广西乐歌与合浦县自然资源局签订了《国有建设用地使用权出让合同》。

乐歌智慧大健康西部产业园项目总投资金额较大，其中一期项目投产前的固定资产投资主要通过公司自有资金、商业银行项目贷款形式解决，公司未来存在大额资本性支出与融资需求。

转让宁波浙东置业有限公司 30% 的股份

2021 年 5 月 26 日，公司召开第四届董事会第二十八次会议，同意公司将持有的宁波浙东置业有限公司（以下简称“浙东置业”）1500 万元出资额（对应股权比例 30.00%）以 1800 万元的价格转让给浙东置业其他股东宁波浙东建材集团有限公司。截至 2021 年 5 月底，对外转让浙东置业股权的相关合同已经签署，相关决策程序均已履行完毕。浙东建材将在 2021 年 6 月 25 日前向公司支付股权转让价款并完成本次交易工商变更登记。本次转让完成后，公司将不再持有浙东置业股权。

九、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年，公司人体工学产品市场需求旺盛，营业收入和利润总额同比大幅增长，毛利率持续提升。

跟踪期内，公司主营业务仍为人体工学健康办公、家居产品的研发、生产及销售。

区别于传统的生活、办公家具，公司为用户构建智慧办公场景和智能家居场景下的各类应用，属于当前快速发展的新兴行业。2018—2020 年，新冠肺炎疫情带动居家办公新需求，公司线性驱动产品渗透率持续提升，公司营业收入持续增长，年均复合增长 43.17%；公司利润总额持续增长，年均复合增长 86.80%。

从营业收入构成来看，2018—2020 年，人体工学线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站、智慧小秘书工作站、智能电脑支架等产品的需求旺盛，公司人体工学工作站业务收入年均

复合增长64.50%；人体工学大屏支架受产品销售结构调整影响，收入年均复合下降11.53%。公司其他业务主要是部分其他自制产品和外购代销产品销售收入，以及销售给外部的配件收入、收取的租金收入、废品销售收入等，2018—2020年，其他业务收入年均复合增长51.54%。

毛利率方面，受主要原材料采购价格上涨

影响，公司人体工学工作站毛利率持续下降，由2018年的51.58%下降至2020年的48.09%；受产品销售结构调整影响，公司人体工学大屏支架毛利率持续提升，由2018年的29.74%上升至2020年的33.49%。受上述因素影响，公司综合毛利率逐年提升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
人体工学工作站	52762.56	55.73	51.58	64537.44	65.98	48.80	142771.23	73.57	48.09
人体工学大屏支架	29698.98	31.37	29.74	21332.27	21.81	32.76	23242.68	11.98	33.49
其他自产产品	8808.21	9.30	57.88	9485.09	9.70	65.09	20008.63	10.31	61.30
外购产品	1057.16	1.12	48.31	1304.03	1.33	50.95	3631.88	1.87	50.45
其他	2350.68	2.48	8.10	1148.10	1.17	11.18	4412.00	2.27	3.82
合计	94677.59	100.00	44.20	97806.93	100.00	46.47	194066.42	100.00	46.74

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2021年1—3月，公司实现营业收入65926.98万元，同比增长181.98%，主要系优质2B客户不断切入所致；实现利润总额3501.70万元，同比增长125.34%。

2. 业务运营

（1）采购情况

2018—2020年，公司采购原材料种类较多，采购量随业务规模扩大呈增长态势，主要原材料价格有所上涨，公司面临一定成本控制压力；公司采购集中度处于较低水平。

跟踪期内，公司采购模式、采购流程未发生

重大变化。公司主要采购品种包括定制件、基础原材料、包装物、标准件和电子零配件。

采购量方面，2018—2020年，公司主要原材料采购数量均有不同程度增长，其中定制件、基础原材料、包装物和电子配件采购量分别年均复合增长14.50%、50.79%、18.77%和241.32%，电子配件增长幅度较大，主要系公司提升产品性能与附加值，使用电子配件的产品增多所致。

采购价格方面，2018—2020年，除基础原材料、电子配件外，其他原材料采购价格均有所增长，公司成本控制压力加大。

表6 公司主要原材料采购情况

采购物料	项目	2018年	2019年	2020年
定制件	采购金额（单位：万元）	12401.64	21959.78	45171.96
	采购数量（单位：万件）	18342.38	14144.53	24047.28
	采购均价（单位：元/件）	0.68	1.55	1.88
	采购金额占比（%）	36.47	54.02	44.68
基础原材料	采购金额（单位：万元）	10971.83	7059.71	20816.21
	采购数量（单位：吨）	19598.64	14066.91	44565.06
	采购均价（单位：元/千克）	5.60	5.02	4.70
	采购金额占比（%）	32.27	17.37	20.59
包装物	采购金额（单位：万元）	5409.57	4075.59	10400.17
	采购数量（单位：万件）	6359.02	5009.86	8969.92
	采购均价（单位：元/件）	0.85	0.81	1.16
	采购金额占比（%）	15.91	10.03	10.29

标准件	采购金额（单位：万元）	2081.38	1202.55	2229.92
	采购数量（单位：万件）	30011.16	18173.71	29391.36
	采购均价（单位：元/件）	0.07	0.07	0.07
	采购金额占比（%）	6.12	2.96	2.21
电子配件	采购金额（单位：万元）	1788.87	4515.61	18122.92
	采购数量（单位：万件）	1880.33	4083.07	21905.28
	采购均价（单位：元/件）	0.95	1.11	0.83
	采购金额占比（%）	5.26	11.11	17.93

注：定制件包括定制化零件及定制成品

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2018—2020年，公司前五大供应商采购额分别占年度采购总额的23.53%、17.17%和20.74%，采购集中度处于较低水平。

从结算方式来看，公司对境内主要供应商主要采用先货后款的方式，银行承兑汇票或电汇支付货款，平均账期30~90天；对于部分大宗基础材料（钢材）和紧俏电子零配件采取先货后款的结算方式。越南基地采用先货后款的方式以越南盾结算，账期30天左右。

（2）生产情况

2018—2020年，随着公司不断调整产品结构，单件产品平均附加值大幅提升，致使折算后综合产能、产量有所下降，产能利用率仍保持在较高水平。

公司采用自主生产为主，外协加工为辅的生产模式。人体工学工作站和人体工学大屏支架的工艺流程类似，公司采用柔性生产线，可根据下游需求调整产能、分配生产计划。由于产品工序的复杂度和生产人工耗时基本正相关，因此在产能换算时可根据各类产品的占比并根据工时进行折算。

生产模式方面，公司分为“以销定产”和“创订单”两种生产模式。对于国内外ODM贴牌业务，公司基于商用工程客户的需求和订单，采用“以销定产”的生产模式；对于跨境电商和国内销售的自主品牌采用“创订单”的生产模式。

跟踪期内，公司对整体产品结构进行升级，提高工序复杂的人体工学站产品占比，将部分人体工学大屏支架产品转为外协生产，使得单件产品平均附加值大幅提升，单位工时亦相应增加，因此通过换算后的综合产能2018年起有

所下降。从产量来看，公司主要产品产量与产能变化趋势基本一致。从产能利用率来看，公司将工艺简单、附加值低的产品转为外协生产，因而产能利用率由2018年的97.79%下降至2020年的95.37%，但仍保持较高水平。

表7 公司主要产品产销情况

产品	项目	2018年	2019年	2020年
人体工学 工作站及 人体工学 大屏支架	产量（万件）	586.72	328.55	381.47
	产能（万件/年）	600.00	400.00	400.00
	产能利用率（%）	97.79	82.14	95.37
	销量（万件）	679.96	478.18	557.25
	销售均价（元/件）	121.06	177.32	275.22

注：表中产能系根据当期不同产品的产量按工时换算的结果

资料来源：公司提供

（3）销售情况

2018—2020年，公司持续加大渠道拓展力度，产品结构不断优化，带动公司产品均价持续上升；公司境外收入占比较高，面临一定汇率波动风险和中美贸易摩擦加剧的风险；公司客户集中度较低，并对应收账款购买保险以降低坏账风险。

跟踪期内，公司仍采取覆盖境内、境外、线上、线下多类型、多渠道的多元化销售模式，并持续加大渠道拓展。

公司境外线下销售客户主要包括零售渠道、超市渠道，批发渠道，工程渠道等，采用ODM模式为主，产品与公司自主品牌产品进行适当区分。公司境内线下销售客户主要为办公家具制造商、民用家居制造商、IT/OA集成商和其他行业客户。公司境内线下销售产品以自主品牌为主，亦有少量家居/电脑厂商采用双品牌或ODM的合作方式。公司境内、境外线上销售主

要通过大型电商平台进行，如境内的天猫商城、京东商城、小米有品；境外的 Amazon，公司的独立网站，Home Depot, Office Depot 等电商平台。公司线上销售以 M2C 直营模式为主，分销模式为辅。2020 年，公司线上收入 115216.10 万元，占营业收入的 60.36%；公司境外销售收入 174615.94 万元，占营业收入的 89.98%，其中美国为公司第一大外销区域。2018 年以来，贸易战形势依旧错综复杂，未来仍存在较大不确定性，中美贸易摩擦升温，可能削弱公司产品的竞争力，导致公司来自美国的外销收入和盈利水平下降。

从销量来看，2018—2020 年，随着公司不断拓展下游渠道，公司单位价值较高的线性驱动升降系统销量快速增长（2020 年销售金额同比增长 364.05%），低附加值产品销量下降，产品结构不断优化。

从销售均价看，产品结构的不断优化带动销售均价持续增长，由 2018 年的 121.06 元/件上升至 2020 年的 275.22 元/件。

2018—2020 年，公司前五大客户销售金额占销售总额的比重分别为 17.25%、13.69% 和 12.55%，客户集中度较低。

从结算方式来看，公司根据境内境外、线上线下采用不同的结算方式，境内以人民币结算，境外以美元为主要结算币种，人民币汇率波动将对公司经营业绩产生影响，公司面临一定汇率波动风险。

公司境外线下结算以付款交单（D/P）、赊销（O/A）、信用证（L/C）等方式为主，价格条款主要以 FOB 确认；针对部分境外线下业务的应收账款风险，公司购买了中国人民财产保险股份有限公司的“短期出口信用保险”以降低应收账款的坏账损失。公司境内线下销售根据合同先货后款或先款后货，采用电汇或银行承兑汇票结算，平均账期在 20~90 天；公司购买了中国人民财产保险股份有限公司的“国内短期贸易信用险”以降低应收账款的坏账损失。境内外线上销售主要通过大型电商平台进行，根据各平台的不同略有差异：天猫旗舰店在用户确认收货或者

快递发出后 10 天自动确认到货，货款自动转到公司的支付宝；京东在到货后 30~60 天支付货款，以电汇为主；Amazon 在平台收到货款后下达发货指令，发货后 14 天货款由 Amazon 转到公司的银行账户；eBay 平台在用户下单、PayPal 平台收到货款后由公司发货，货款通过 PayPal 账户即时到账。

（4）公共海外仓项目

2020 年，公司加大海外仓布局，为中小贸易企业提供海外仓储及物流配送服务，目前该业务处于起步阶段。公司在美国地区海外仓布局已基本完成，未来不存在大额资金投入情况。

2020 年，公司新增跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目，向中小外贸企业提供包括海外仓储、物流配送、售后服务，SaaS 模式信息服务等服务项目。截至 2020 年底，公司公共海外仓向大中小外贸企业提供公共仓储、操作和快递服务签约客户约 80 家。2020 年，公共海外仓项目实现收入 1234 万元。

2020 年上半年，公司大力推进海外仓建设，截至 2020 年底，公司已在美国核心枢纽港口区域购买 7 个自有仓，全球共 17 仓，总面积达 15.4 万平方米。公司在美国地区海外仓已基本布局完成。除位于美国 Faye Road, Jacksonville, FL 32226 的自建仓库预计后续需投入建设成本约 1200 余万美元外，其他海外仓项目不存在较大资金投入情况。

（5）海外资产

公司沉淀在海外的资金较多，截至 2020 年底，主要海外子公司资产总额占期末合并资产的 45.10%，面临一定海外投资风险。

公司境外子公司主要包含 3 家，分别为 Loctek Ergonomic Vietnam、Loctek Inc. 和 Lecangs LLC。其中，Loctek Ergonomic Vietnam 成立于 2015 年 12 月，经营地址位于越南潜江，是公司设立的境外制造基地，主要从事人体工学产品生产制造；Loctek Inc. 于 2013 年 6 月在美国成立，主要从事产品海外销售、品牌推广、售后服务；Lecangs LLC 成立于 2020 年 6 月，经营地址位于美国加州 CA Livermore，主要从

事仓储物流服务及货物销售。

截至2020年底,上述3家子公司总资产合计128113.44万元,占期末合并资产的44.68%。2020年,上述3家子公司净利润合计12216.85万元,占合并净利润的56.39%。

公司在越南设立子公司作为公司海外生产基地,在美国、香港、日本等地设有海外子公司履行境外销售、仓储物流、客户服务等职能。海外子公司所在国在政治、经济、法律、文化、语言及意识形态方面与我国存在较大差异,面临一定海外投资风险。

3. 经营效率

2018—2020年,公司销售债权周转次数有所提升,存货周转次数较低,经营效率尚可。

从经营效率指标看,2018—2020年,公司销售债权周转次数分别为12.66次、12.17次和15.65次;存货周转次数分别为3.10次、2.88次和2.88次;总资产周转次数分别为0.84次、0.73次和0.89次。

4. 未来发展

公司未来发展思路明确,有利于长远发展。

未来,公司将通过产品创新与组合解决传统办生活中亚健康、低品质的困境,为用户提供更高效的人体工学健康办公家具产品。2021年,一方面,公司通过把握健康办公及智能家居消费产品市场的发展趋势,加速技术升级迭代和储备;另一方面,公司紧跟跨境电商行业快速增长态势,落实公共海外仓创新服务综合体项目,开发新平台、新业态,实现长期可持续发展。公司将把产品升级、渠道升级、品牌建设、信息化建设、人才培养和国际市场布局等作为重点工作,实现公司的战略目标。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2020年财务报告均由立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计,审计结论均为标准无保留意见。公司财务报表按照财

政部颁布的最新企业会计准则的规定编制。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面,2019年,公司合并范围内新增3家新设子公司;2020年,公司合并范围内新增17家新设子公司,因吸收合并减少子公司1家,财务数据可比性较强。

截至2020年底,公司合并资产总额286733.40万元,所有者权益102163.89万元(含少数股东权益41.96万元);2020年,公司实现营业收入194066.43万元,利润总额23594.89万元。

截至2021年3月底,公司合并资产总额301458.94万元,所有者权益106257.76万元(含少数股东权益37.28万元);2021年1—3月,公司实现营业收入65926.98万元,利润总额3501.70万元。

2. 资产质量

2018—2020年底,公司加大海外仓库及相关资产的投资力度,资产规模持续增长,资产结构相对均衡,流动资产中货币资金和存货占比较高,非流动资产中固定资产和在建工程占比高,资产流动性一般。

2018—2020年底,公司资产规模持续增长,年均复合增长56.76%。截至2020年底,公司合并资产总额286733.40万元,较上年底增长90.76%,主要系货币资金、存货和在建工程增加所致。其中,流动资产占59.83%,非流动资产占40.17%,公司资产结构相对均衡。

(1) 流动资产

2018—2020年底,公司流动资产规模持续增长,年均复合增长48.43%。截至2020年底,公司流动资产171541.46万元,较上年底增长61.28%。公司流动资产主要由货币资金(占52.77%)、应收账款(占9.30%)和存货(占30.68%)构成。

2018—2020年底,公司货币资金持续增长,年均复合增长91.84%。截至2020年底,公司货币资金90528.26万元,较上年底增长46.91%,主要系增加银行借款及经营活动现金流入所致。货币资金中有43932.78万元受限资金,受限比例

为48.53%，主要为用于担保的定期存款或其他存款。

2018—2020年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长50.53%。截至2020年底，公司应收账款账面价值为15952.60万元，较上年底增长84.44%，主要系业务规模扩大所致。公司应收账款账龄以1年以内（含1年）为主（占期末账面余额的97.92%），累计计提坏账1112.17万元；公司应收账款前五大欠款方合计金额为8703.86万元，占比为51.01%，集中度较高。

2018—2020年底，公司存货持续增长，年均复合增长74.90%。截至2020年底，公司存货52621.10万元，较上年底增长174.13%，主要系跨境电商自主品牌销售大幅增长，美国多仓备货所致。公司存货主要由原材料（占26.18%）和库存商品（占63.69%）构成，累计计提跌价准备1360.49万元，计提比例为2.52%。

（2）非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长72.27%。截至2020年底，公司非流动资产115191.94万元，较上年底增长162.08%，主要由固定资产（占36.35%）、在建工程（占41.99%）和无形资产（占8.97%）构成。

2018—2020年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长36.20%。截至2020年底，公司固定资产41869.21万元，较上年底增长33.79%，主要系公司购买境外仓库及购买机器设备所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占52.10%）和机器设备（占41.13%）构成，累计计提折旧13975.23万元；固定资产成新率73.78%，成新率尚可。

2018—2020年底，公司在建工程波动增长，年均复合增长198.12%。截至2019年底，公司在建工程711.38万元，较上年底下降86.93%，主要系国内三期厂房及立体库转固所致。截至2020年底，公司在建工程48364.90万元，较上年底增加47653.52万元，主要系公司购买的未转固境外仓库及增加待安装设备所致。

2018—2020年底，公司无形资产波动增长，

年均复合增长36.59%。截至2020年底，公司无形资产10327.72万元，较上年底增长88.33%，主要系公司购买越南地块及海外仓库土地所致。公司无形资产主要由土地使用权（占89.77%）构成，累计摊销1184.45万元。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产合计57426.41万元，占期末总资产的20.03%，主要为货币资金和固定资产的使用受限，受限比例一般。

截至2021年3月底，公司合并资产总额301458.94万元，较上年底增长5.14%。其中，流动资产占55.35%，非流动资产占44.65%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020年底，公司所有者权益持续增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

2018—2020年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长17.59%。截至2020年底，公司所有者权益102163.89万元，较上年底增长28.52%，主要系股本和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.96%，少数股东权益占比为0.04%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占13.60%、29.90%、-3.48%和50.83%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司股本13889.61万元，较上年底增长59.23%，主要系公司以资本公积向全体股东每10股转增6股，增加股本5208.60万元所致。

截至2020年底，公司新增其他权益工具3768.11万元，全部为发行“乐歌转债”初始确认的股权价值。

截至2021年3月底，公司所有者权益106257.76万元，较上年底增长4.01%，权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2018—2020年底，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；债务规模增长较快，以短期债务为主，债务负担较重。

2018—2020年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长107.66%。截至2020年底，公司负债总额184569.51万元，较上年底增长160.62%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占79.85%，非流动负债占20.15%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

2018—2020年底，公司流动负债持续增长，年均复合增长86.63%。截至2020年底，公司流动负债147376.73万元，较上年底增长109.57%，主要系短期借款和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占48.35%）、应付票据（占8.00%）和应付账款（占31.41%）构成。

2018—2020年底，公司短期借款持续增长，年均复合增长151.38%。截至2020年底，公司短期借款71250.73万元，较上年底增长76.41%，主要系公司资金需求量加大，增加银行借款所致。公司短期借款主要由质押借款（占33.25%）、保证借款（占19.49%）和信用借款（占33.50%）构成。

2018—2020年底，随着公司销售收入大幅增长，公司加大境外仓库备货，原材料、配件及外包产品采购金额大幅增长随着公司业务规模的扩大，公司应付票据和应付账款持续增长，分别年均复合增长74.01%和74.37%。截至2020年底，公司应付票据11785.79万元，较上年底增长134.89%；公司应付账款46294.73万元，较上年底增长200.06%，其中一年以内的占99.54%。

2018—2020年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长772.50%。截至2020年底，公司非流动负债37192.78万元，较上年底增加36697.42万元，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占68.37%）、应付债券（占25.60%）和递延所得税负债（占5.06%）构成。

截至2020年底，公司新增长期借款25427.54万元，全部为质押借款。从期限分布看，2024年

到期的占15.32%，2025年到期的占84.68%。

截至2020年底，公司新增应付债券9523.20万元，全部为“乐歌转债”账面待偿本息。

2018—2020年底，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长215.20%。截至2020年底，公司递延所得税负债1881.62万元，较上年底增加1625.80万元，主要为境外子公司产生的应纳税暂时性差异。

截至2021年3月底，公司负债总额195201.17万元，较上年底增长5.76%。其中，流动负债占76.35%，非流动负债占23.65%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，2018—2020年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长141.60%。截至2020年底，公司全部债务119944.73万元，较上年底增长163.14%，主要系短期、长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占70.86%，长期债务占29.14%，以短期债务为主。从债务指标来看，2018—2020年底，公司资产负债率分别为36.68%、47.11%和64.37%，三年加权平均值为53.66%；全部债务资本化比率分别为21.76%、36.44%和54.00%，三年加权平均值为42.29%；长期债务资本化比率分别为0.00%、0.00%和25.49%，三年加权平均值为12.75%。公司债务负担持续加重，且债务结构有待优化。

截至2021年3月底，公司全部债务128336.80万元，较上年底增长7.00%。其中，短期债务占74.14%，长期债务占25.86%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为64.75%和54.71%，较上年底分别提高0.38个百分点和0.70个百分点；长期债务资本化比率为23.80%，较上年底下降1.69个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020年，公司收入规模持续增长，整体盈利能力有所提升；但期间费用对利润存在侵蚀。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长43.17%；营业成本波动增长，年

均复合增长 39.87%；利润总额分别为 6761.86 万元、6781.47 万元和 23594.89 万元，持续增长，年均复合增长 86.80%。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 37.91%。从构成看，2020 年，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 69.06%、13.56%、12.46%和 4.92%，以销售费用为主。2018—2020 年，公司销售费用年均复合增长 32.95%，主要系销售规模扩大，相应的平台服务费、广告费、运输费等增加所致；公司管理费用年均复合增长 22.56%，主要系公司规模扩大，相应的职工薪酬、股权激励、办公费等增加所致；公司财务费用逐年增长，其中 2020 年同比增加 3118.13 万元，主要系汇兑损失增加所致；公司研发费用年均复合增长 56.16%，主要系研发投入增加所致。2018—2020 年，公司期间费用率³分别为 37.72%、39.69%和 35.00%，对利润侵蚀明显。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率分别为 6.49%、5.93%和 10.71%，波动增长；净资产收益率分别为 7.80%、7.90%和 21.21%，持续增长。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 65926.98 万元，同比增长 181.98%；实现利润总额 3501.70 万元，同比增长 125.34%。

5. 现金流分析

2018—2020 年，公司经营活动现金流状况持续改善，但收入实现质量仍属一般；投资活动力度持续加大，公司经营活动获取现金无法覆盖投资支出缺口，公司存在较大对外融资需求。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量分别为 94413.85 万元、99521.34 万元和 185865.14 万元，年均复合增长 40.31%；同期，公司经营活动现金流出量分别为 84802.05 万元、86589.91 万元和 164220.75 万元，年均复合增长 39.16%。2018—2020 年，公司经营活动现金净额分别为 9611.80 万元、12931.42 万元和

21644.39 万元，年均复合增长 50.06%，主要系销售商品收到的现金增加及收到税费返还增加所致。2018—2020 年，公司现金收入比分别为 91.28%、93.32%和 88.83%，波动下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入量分别为 53541.22 万元、38248.79 万元和 35496.36 万元，年均复合下降 18.58%；同期，公司投资活动现金流出量分别为 69922.67 万元、44605.54 万元和 122776.32 万元，年均复合增长 32.51%，主要系公司购建固定资产、无形资产支付的现金增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金净额分别为 -16381.45 万元、-6356.75 万元和 -87279.96 万元。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -6769.65 万元、6574.68 万元和 -65635.58 万元。公司经营活动获取现金无法覆盖投资支出缺口，公司存在较大对外融资需求。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量分别为 20810.08 万元、59276.40 万元和 157011.36 万元，年均复合增长 174.68%，主要系公司债务融资力度加大所致；同期，公司筹资活动现金流出量分别为 21836.82 万元、48828.17 万元和 79519.80 万元，年均复合增长 90.83%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额分别为 -1026.75 万元、10448.23 万元和 77491.57 万元。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 622.89 万元；投资活动产生的现金流量净额 -10584.46 万元；筹资活动产生的现金流量净额为 2968.39 万元。

6. 偿债能力

2018—2020 年底，公司长、短期偿债能力指标有所弱化，考虑到公司产业链、研发、网络营销等方面具备一定市场竞争力，公司整体偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年底，公司流动比率分别为 184.03%、151.24%和

³ 期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用)

/营业收入 * 100%

116.40%，速动比率分别为 143.37%、123.95% 和 80.69%，持续下降，公司流动资产对流动负债的保障程度较好。公司现金短期债务比分别为 0.75 倍、1.16 倍和 0.58 倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 年均复合增长 75.95%。2020 年，公司 EBITDA 为 29440.47 万元，主要由折旧（占 9.56%）、计入财务费用的利息支出（占 7.20%）、利润总额（占 80.14%）构成。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 25.99 倍、9.46 倍和 13.89 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 分别为 2.16 倍、4.26 倍和 4.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2021 年 3 月底，公司不存在对外担保和重大诉讼情况。

截至 2021 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 129150.00 万元，未使用额度为 53241.11 万元。公司为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司是公司国内业务的主要经营实体。截至 2020 年底，母公司资产规模大幅增长，债务负担较重，以短期债务为主，所有者权益稳定性一般。2020 年，母公司主营业务突出，经营活动现金流呈净流入状态。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 93.59%；母公司负债占合并口径的 92.29%；母公司所有者权益占合并口径的 95.93%；母公司营业收入占合并口径的 75.00%；母公司利润总额占合并口径的 65.37%；母公司全部债务占合并口径的 85.00%。母公司财务情况与公司合并财务报表情况高度一致。

截至 2020 年底，母公司资产总额 268352.62 万元，较上年底增长 86.09%。其中，流动资产 159153.77 万元（占 59.31%），非流动资产 109198.85 万元（占 40.69%）。截至 2020 年底，母公司货币资金为 58248.09 万元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 170341.99 万元，较上年底增长 161.36%。其中，流动负债 134036.87 万元（占 78.69%），非流动负债 36305.12 万元（占 21.31%）。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 63.48%，较上年底上升 18.28 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 101955.28 万元。其中，短期债务占 65.72%、长期债务占 34.28%；母公司全部债务资本化比率 50.99%，母公司债务负担较重。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 98010.63 万元，较上年底增长 24.02%。在所有者权益中，实收资本为占 14.17%、资本公积占 33.10%、未分配利润占 43.23%、盈余公积占 6.15%，所有者权益稳定性一般。

2020 年，母公司营业收入为 145549.49 万元，利润总额为 15424.95 万元。同期，母公司投资收益为 407.30 万元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 1218.68 万元，投资活动现金流净额 -90397.96 万元，筹资活动现金流净额 83736.74 万元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年底，公司存续债券的偿债压力较小。

截至 2020 年底，公司存续债券“乐歌转债”余额为 14200.00 万元，将于 2026 年 10 月到期。截至 2020 年底，公司现金类资产为 49271.40 万元，2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 185865.14 万元、21644.39 万元和 29440.47 万元，对存续债券保障情况如下表：

表 8 公司存续债券保障情况（单位：倍）

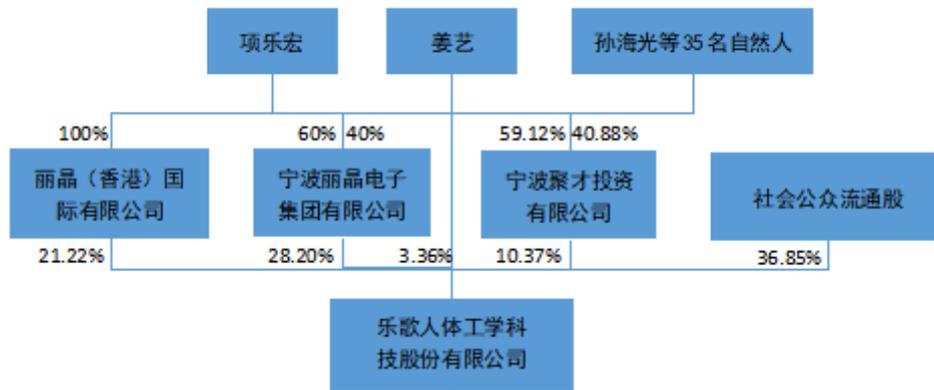
项目	2020 年
现金类资产/待偿债券余额	3.47
经营活动现金流入量/待偿债券余额	13.09
经营活动现金流净额/待偿债券余额	1.52
EBITDA/待偿债券余额	2.07

资料来源：联合资信整理

十二、结论

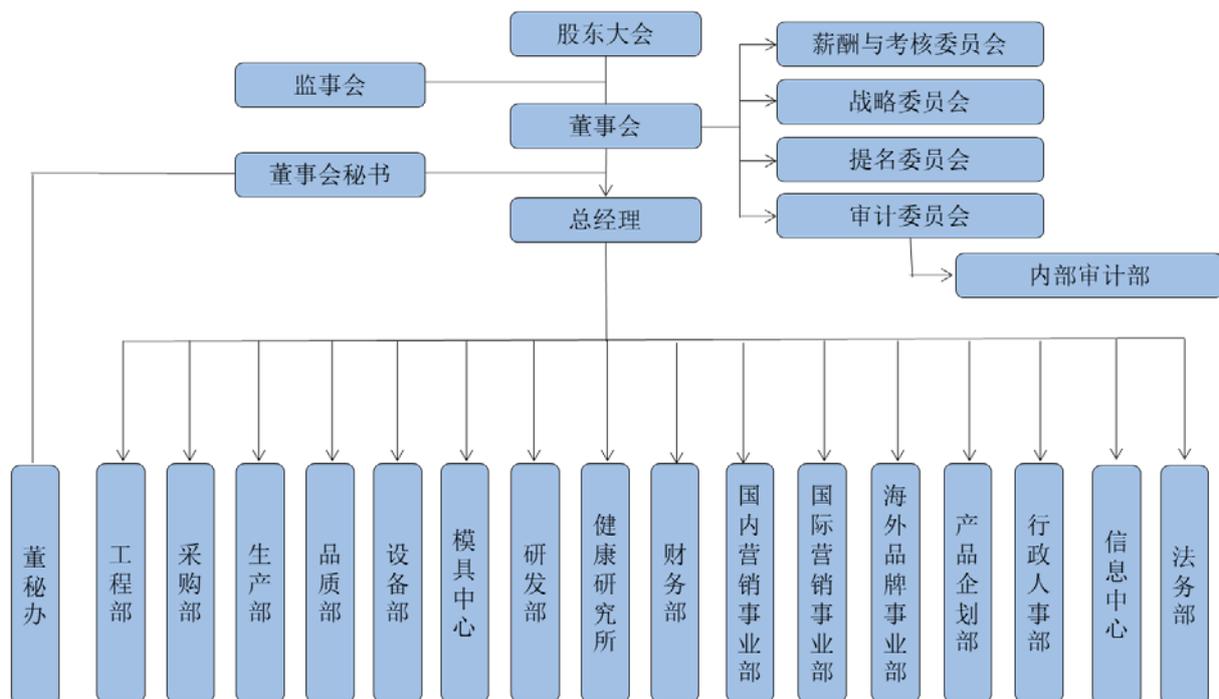
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为A⁺，维持“乐歌转债”的信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (万元)	15443.67	52774.96	49271.40	43813.45
资产总额 (万元)	116680.30	150312.48	286733.40	301458.94
所有者权益 (万元)	73879.37	79492.98	102163.89	106257.76
短期债务 (万元)	20549.13	45581.93	84993.99	95154.28
长期债务 (万元)	0.00	0.00	34950.73	33182.52
全部债务 (万元)	20549.13	45581.93	119944.73	128336.80
营业收入 (万元)	94677.59	97806.92	194066.43	65926.98
利润总额 (万元)	6761.86	6781.47	23594.89	3501.70
EBITDA (万元)	9510.13	10696.63	29440.47	--
经营性净现金流 (万元)	9611.80	12931.42	21644.39	622.89
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	12.66	12.17	15.65	--
存货周转次数 (次)	3.10	2.88	2.88	--
总资产周转次数 (次)	0.84	0.73	0.89	--
现金收入比 (%)	91.28	93.32	88.83	97.87
营业利润率 (%)	43.39	45.77	46.20	41.48
总资本收益率 (%)	6.49	5.93	10.71	--
净资产收益率 (%)	7.80	7.90	21.21	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	25.49	23.80
全部债务资本化比率 (%)	21.76	36.44	54.00	54.71
资产负债率 (%)	36.68	47.11	64.37	64.75
流动比率 (%)	184.03	151.24	116.40	111.97
速动比率 (%)	143.37	123.95	80.69	73.92
经营现金流动负债比 (%)	22.72	18.39	14.69	--
现金短期债务比 (倍)	0.75	1.16	0.58	0.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	25.99	9.46	13.89	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.16	4.26	4.07	--

注：1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计；2. 公司现金类资产中已扣除使用受限的货币资金

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (万元)	16582.98	57704.92	59296.72	57198.90
资产总额 (万元)	123355.19	144205.16	268352.62	279805.89
所有者权益 (万元)	76066.76	79029.65	98010.63	98412.22
短期债务 (万元)	14389.17	39529.14	67004.55	77758.01
长期债务 (万元)	0.00	0.00	34950.73	33182.52
全部债务 (万元)	14389.17	39529.14	101955.28	110940.54
营业收入 (万元)	78155.60	71903.17	145549.49	40648.46
利润总额 (万元)	9159.95	4205.19	15424.95	144.86
EBITDA (万元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (万元)	8314.92	11508.97	1218.68	2501.53
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.01	3.53	3.59	--
存货周转次数 (次)	5.25	5.63	7.38	--
总资产周转次数 (次)	0.68	0.54	0.71	--
现金收入比 (%)	99.29	104.92	78.51	112.78
营业利润率 (%)	28.23	25.18	28.05	19.52
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	10.55	4.77	14.10	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	26.29	25.22
全部债务资本化比率 (%)	15.91	33.34	50.99	52.99
资产负债率 (%)	38.34	45.20	63.48	64.83
流动比率 (%)	173.24	147.49	118.74	111.76
速动比率 (%)	152.87	133.02	104.72	98.12
经营现金流动负债比 (%)	17.74	17.78	0.91	--
现金短期债务比 (倍)	1.15	1.46	0.88	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1.公司本部 2021 年一季度财务报表未经审计; 2. “/”表示限于客观条件, 此项数据未获取到

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。