

# 信用评级公告

联合〔2022〕3831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<sup>+</sup>，维持“乐歌转债”信用等级为 A<sup>+</sup>，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：

二〇二二年六月十日

# 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 2022 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 <sup>+</sup>	稳定	A <sup>+</sup>	稳定
乐歌转债	A <sup>+</sup>	稳定	A <sup>+</sup>	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	1.42 亿元	1.42 亿元	2026/10/21

注：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；债券余额为截至 2022 年 3 月底数据

评级时间：2022 年 6 月 10 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a>	V3.1.202204
<a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均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 <sup>-</sup>		评级结果		A <sup>+</sup>
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险		2
			行业风险		3
			基础素质		4
		自身竞争力	企业管理		3
			经营分析		2
			资产质量		1
财务风险	F1	现金流	盈利能力		2
			现金流量		2
			资本结构		3
		偿债能力			1
调整因素和理由					调整子级
未来存在较大资本性支出压力					-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

2021 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，营业总收入同比大幅增长，经营活动现金流状况不断改善。2021 年 11 月，公司完成向特定投资者发行股票，募集资金净额 6.90 亿元，公司资本实力和抗风险能力得到增强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司原材料价格波动和海运费上涨增加成本控制压力、期间费用对利润形成侵蚀、债务规模增长较快、资本支出压力较大以及面临汇率波动风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工投产，公司生产规模和生产效率有望得到进一步提升，盈利能力有望增强。

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

## 优势

1. 公司人体工学产品具备一定市场竞争力。经过多年的积累，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. 2021 年，公司营业总收入同比大幅增长，经营活动现金流状况不断改善。受益于产品渗透率的持续上升，公司人体工学线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站等产品的需求旺盛，公司营业总收入同比增长 47.95%，其中人体工学工作站板块收入同比增长 51.47%；公司经营活动现金净流入同比增长 22.63%。

3. 公司产品结构进一步优化。2021 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 2020 年的 275.22 元/件上升至 2021 年的 376.47 元/件。

## 关注

1. 公司原材料价格波动和海运费上涨增加成本控制压力。2021 年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，2022 年一季度海运费大幅上涨且持续

分析师：宁立杰 孙菁

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](http://www.lhratings.com)

处于高位，公司成本控制压力不断加大。

2. **汇率波动风险**。2021年，公司境外实现销售收入26.05亿元，占营业总收入的90.72%；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. **期间费用对利润形成侵蚀**。2021年，公司费用总额为9.98亿元，同比增长46.92%；期间费用占营业总收入的34.76%，对利润形成侵蚀。

4. **债务规模增长较快，债务负担加重**。截至2021年底，公司全部债务14.98亿元，较上年底增长24.87%；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.01%和22.94%。截至2022年3月底，公司全部债务21.71亿元，较上年底增长44.96%；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.07%和37.44%。

5. **公司未来存在较大资本性支出压力，且海外投资规模较大**。公司在建工程较多，其中乐歌智慧大健康西部产业园项目总投资金额较大，一期项目预计投资20.00亿元，固定资产投入不低于10亿元。公司除在美国核心枢纽港口区域自购的海外仓和租赁仓外，还在德国、日本等地设有海外仓，截至2021年底，公司在全球拥有15仓，已交付使用面积26万平方米；主要海外子公司资产占公司净资产的比重较大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	7.21	9.32	15.66	15.93
资产总额(亿元)	15.03	28.67	40.32	46.41
所有者权益(亿元)	7.95	10.22	19.05	19.20
短期债务(亿元)	4.56	8.50	9.30	10.22
长期债务(亿元)	0.00	3.50	5.67	11.49
全部债务(亿元)	4.56	11.99	14.98	21.71
营业总收入(亿元)	9.78	19.41	28.71	7.64
利润总额(亿元)	0.68	2.36	2.02	0.19
EBITDA(亿元)	1.07	2.94	3.52	--
经营性净现金流(亿元)	1.29	2.16	2.65	-0.16
营业利润率(%)	45.77	46.20	39.23	39.19
净资产收益率(%)	7.90	21.21	9.68	--
资产负债率(%)	47.11	64.37	52.74	58.64
全部债务资本化比率(%)	36.44	54.00	44.01	53.07
流动比率(%)	151.24	116.40	154.46	163.20
经营现金流动负债比(%)	18.39	14.69	17.20	--
现金短期债务比(倍)	1.58	1.10	1.68	1.56
EBITDA 利息倍数(倍)	9.46	13.89	8.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.26	4.07	4.26	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	14.42	26.84	33.70	--
所有者权益(亿元)	7.90	9.80	16.86	--
全部债务(亿元)	3.95	10.20	12.37	--
营业总收入(亿元)	7.19	14.55	14.60	--
利润总额(亿元)	0.42	1.54	-0.11	--
资产负债率(%)	45.20	63.48	49.97	--
全部债务资本化比率(%)	33.34	50.99	42.33	--
流动比率(%)	147.49	118.74	155.19	--
经营现金流动负债比(%)	17.78	0.91	35.72	--

注: 1. 2022年一季报, 公司合并财务报表未经审计, 本部财务报表未披露; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币  
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	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 <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	稳定	2021/6/17	罗峤 宁立杰	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(V3.0.201907)	阅读全文
乐歌转债	A <sup>+</sup>	A <sup>+</sup>	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2022 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，股本增加至 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%。

2021 年 11 月，公司向特定投资者发行人民币普通股 3871.68 万股，募集资金净额为 6.90 亿元，其中增加注册资本 0.38 亿元，计入资本公积 6.52 亿元。跟踪期内，公司因资本公积金转增股本、2018 年限制性股票回购注销、期权行权、可转债转股以及向特定对象发行股票等事宜，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本增加至 2.21 亿元，实际控制人项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资及项乐宏、姜艺个人直接持股合计控制公司 54.67% 的股份；其中丽晶电子质押公司股份数量为 2009.00 万股，占其持有股份数的 39.46%，占总股本的 9.10%。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化。截至 2022 年 3 月底，公司合并范围内子公司共

33 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 40.32 亿元，所有者权益 19.05 亿元（含少数股东权益 0.18 万元）；2021 年，公司实现营业总收入 28.71 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 46.41 亿元，所有者权益 19.20 亿元（含少数股东权益 0.35 万元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.64 亿元，利润总额 0.19 亿元。

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

#### 1. 债券概况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。2021 年 10 月 21 日，公司支付了第一年转债利息，计息期间票面利率为 0.50%。

2021 年 4 月，“乐歌转债”进入转股期，截至 2021 年底，共有 756 张“乐歌转债”转换成公司股票，共计转股 1350 股。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
乐歌转债	1.42	1.42	2020/10/21	6 年

资料来源：联合资信整理

#### 2. 募集资金使用情况

截至 2021 年底，“乐歌转债”已累计使用募集资金总额 1.35 亿元，尚未使用金额 283.64 万元，与募集说明书中约定使用用途一致。

募投项目方面，“年产 120 万台（套）人体工学产品生产线技改项目”已达到预期效益，2021 年实现效益 5647.45 万元；“越南生产基地扩产项目”于 2021 年底正式完工，2021 年实现效益 1241.41 万元，由于项目是逐步投产，故实现的

效益未达全年的预计收益。

#### 四、宏观经济和政策环境分析

##### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。**消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务

消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出

<sup>1</sup>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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

**CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。**2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月底社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年底高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

**2021年，全球智能家居行业发展进入快车道，人体工学产品渗透率不断提升，市场逐渐**

向具备品牌竞争力的头部企业靠拢；但原材料价格的波动频繁，增加了行业内企业成本控制压力。

近年来，在 5G、物联网以及互联网家装市场的快速发展等多重因素的作用下，全球智能家居市场加快发展，根据亿欧智库显示，2020 年中国智能家居市场规模增长至 4354 亿元，年均复合增长率达 15.8%，预计 2025 年突破 8000 亿元；根据 Statista 预测，2019—2025 年，世界办公家居行业规模有望从 1049 亿美元增长至 1323 亿美元。

与传统的生活、办公家具不同，公司生产的人体工学产品属于家居行业的细分子行业。在国外，欧美发达国家的人体工学产品应用领域广泛，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。在国内，人体工学理念在家居行业的应用起步较晚，目前主要应用在桌椅、家电承载、床具、休闲健身器材等产品中。近年来，随着人民生活水平的不断提升，消费者对于家居的要求变得更高，人体工学产品在国内的渗透率也在不断提升。

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。2021 年以来，钢材价格呈现先升后降、大幅波动的态势，整体处于历史高位。具体来看，2021 年一季度，受通胀预期以及成本抬升影响，钢材价格开启上涨趋势；二季度，河北等地环保限产，叠加下游用钢需求和投机需求，供需紧张推动钢材价格继续上涨，并于 5 月涨至历史高点；此后，随着国家出台一系列调控政策以及下游需求放缓，钢材价格有所回落，但原材料焦炭价格的快速攀升对钢材价格形成一定支撑；10 月至 12 月底，焦炭价格在政府干预下明显下降，同时叠加用钢需求下降，钢材价格大幅回落，但仍高于去年同期水平。

图 1 2018 - 2021 年 Myspic 综合钢价指数



资料来源：Wind

行业竞争方面，目前人体工学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

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 2.21 亿元，实际控制人项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资及项乐宏、姜艺个人直接持股合计控制公司 54.67% 的股份。

### 2. 企业规模及竞争力

**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。**

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2021年底，公司共拥有有效专利技术1129项，其中已授权发明专利共计79项，包括52项中国发明专利，17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，2项德国发明专利，2项英国发明专利，1项法国发明专利，1项爱尔兰发明专利。

网络营销方面，公司拥有境内境外、线上线下的全方位的销售渠道。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。2021年，公司线上直销收入14.87亿元，占营业总收入的比重为51.78%；线上分销收入1.18亿元，占营业总收入的比重为4.12%。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91330200736952581D），截至2022年4月24日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司完成董事会和监事会的换

届选举，人员未发生变动；公司新聘任一名副总经理，其他高级管理人员未发生变动；公司主要管理制度未发生变化，管理运作正常。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2021年，受益于产品渗透率的持续上升，公司人体工学线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站等产品的需求旺盛，公司营业总收入同比大幅增长；主要原材料采购价格和海运费用的上涨使得公司综合毛利率有所下降。2022年一季度，公司营业成本持续上涨，净利润同比大幅下降。

2021年，随着健康办公理念不断深入，线性驱动产品渗透率持续上升，公司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，公司营业总收入同比增长47.95%，其中人体工学工作站板块收入同比增长51.47%；人体工学大屏支架板块受产品销售结构调整影响，板块收入同比下降1.72%；其他业务收入同比增加1.59亿元，主要系公司公共海外仓项目收入增加所致。

毛利率方面，受主要原材料采购价格、海运费用上涨影响，公司人体工学工作站板块和人体工学大屏支架板块毛利率同比分别下降4.96个百分点和11.85个百分点；受公共海外仓项目运营时间较短，且前期固定成本较高影响，公司其他业务毛利率呈现负值。因此，公司综合毛利率有所下降。

表3 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019年			2020年			2021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	6.45	65.98	48.80	14.28	73.57	48.09	21.63	75.34	43.13
人体工学大屏支架	2.13	21.81	32.76	2.32	11.98	33.49	2.28	7.95	21.64
其他自产产品	0.95	9.70	65.09	2.00	10.31	61.30	2.15	7.50	60.27
外购产品	0.13	1.33	50.95	0.36	1.87	50.45	0.61	2.14	48.15
其他	0.11	1.17	11.18	0.44	2.27	3.82	2.03	7.07	-0.75
<b>合计</b>	<b>9.78</b>	<b>100.00</b>	<b>46.47</b>	<b>19.41</b>	<b>100.00</b>	<b>46.74</b>	<b>28.71</b>	<b>100.00</b>	<b>39.72</b>

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2022年1—3月,公司实现营业收入总收入7.64亿元,同比增长15.83%;实现净利润0.18亿元,同比下降43.55%,主要系一方面公司部分自主研发产品线尚处于爬坡期,刚性成本无法缩减,另一方面海运费用大幅增加以及人民币汇率在高位继续升值,致使公司美元资产损失增加所致。

## 2. 业务运营

### (1) 采购情况

**2021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,2021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同比分别增长70.01%、216.81%、79.05%和436.49%,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,2021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。针对原材料价格上涨问题,公司通过加强采购部门建设,严格管控采购成本,加强生产、仓储等环节原材料利用率管理,推进降本增效工作。

表4 公司主要原材料采购情况

采购物料	项目	2019年	2020年	2021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,2021年,公司前五名供应商占年度采购总额的比例为20.90%,较上年上升0.16个百分点,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款后货的结算方式。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

**2021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、产量出现下降。

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有所下降。从产量来看，2021 年，公司将 90% 以上的低附加值产品转为外协生产，产量较上年大幅下降。由于公司部分新建产能尚未全部达产，因此产能利用率略有不足。

表 5 公司主要产品产销情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年
人体工学 工作站及 人体工学 大屏支架	产量（万件）	328.55	381.47	196.37
	产能（万件/年）	400.00	400.00	265.00
	产能利用率（%）	82.14	95.37	74.10
	销量（万件）	478.18	557.25	637.79
	销售均价（元/件）	177.32	275.22	376.47

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；产品销量包含代加工产品

资料来源：公司提供

### （3）销售情况

**2021 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。2021 年，公司线上收入 16.05 亿元，占营业总收入的 55.90%；公司境外销售收入 26.05 亿元，占营业总收入的 90.72%。美国是公司境外销售的主要区域，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，2021 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，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，公司产品销售均价由 2020 年的 275.22 元/件上升至 2021 年的 376.47 元/件。

2021 年，公司前五大客户销售金额占销售总额的 9.38%，较上年下降 3.17 个百分点，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

**2021 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，尚未实现盈利。**

公司公共海外仓项目经营主体为 Lecangs, LLC（以下简称“乐仓公司”）。2021 年，公司持续对现有海外仓布局进行优化，尤其在北美地区，围绕核心港口稀缺资源，采用“小仓并大仓”的方式滚动发展，提升海外仓规模。截至 2021 年底，公司除在美国核心枢纽港口区域自购的海外仓和租赁仓外，还在德国、日本等地设有海外仓，累计全球共 15 仓，已交付使用面积 26 万平方米，另有在建和扩建美东美西仓库 5.3 万平方米。未来资本投入方面，公司计划以乐仓公司为融资主体，采用银行融资或股权融资方式满足资金需求，公司本部资金投入规模将逐步缩减。

跟踪期内，公司从单一的仓储配送业务转变成了集合目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派等多维度物流供应链管理解决方案，公司已累计服务客户超 300 家。2021 年，公共海外仓项目实现收入 1.71 亿元，由于前期固定资产投资规模较大，海外仓项目尚未

实现盈利。

#### (5) 海外资产

**公司海外资产规模较大，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. 和乐仓公司。其中，Loctek Ergonomic Vietnam 成立于 2015 年 12 月，经营地址位于越南前江，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；乐仓公司成立于 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和货物销售。截至 2021 年底，上述 3 家子公司境外资产占公司净资产的比重为 78.43%；公司存放在境外的款项总额 2.12 亿元。

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. 在建工程

**公司未来三年产能建设规模较大，新建产线主要集中在广西、越南；海外产线的布局可以帮助公司应对国际贸易摩擦、国内生产成本上涨等不利因素。截至 2021 年底，在建工程尚需投入资金规模超过 20 亿元，公司面临较大的资本支出压力。**

2021 年 11 月，公司调整了未来三年产能建设规划。调整前，公司未来三年将新建线性驱动人体工学产品产能 315~365 万台/套，主要涉及的投资项目如下：

表 6 调整前公司未来三年产能建设规划

项目名称	拟新建产能	实施地点
线性驱动核心技术产品智能工厂项目	150 万台/套	浙江宁波市
年产 15 万套智能线性驱动产 5G+智能工厂技改项目	15 万台/套	浙江宁波市

广西乐歌智慧大健康西部产业园一期项目	150-200万台/套	广西北海市
--------------------	-------------	-------

资料来源:公开资料,联合资信整理

为进一步发挥区位协同优势、降低建设及生产成本,公司决定增加海外生产线布局,以应对国际贸易摩擦、国内生产成本上涨等不利因素。调整后,公司未来三年将新建线性驱动人体工学产品产能约315万台/套,主要涉及的投资项目如下:

表7 调整后公司未来三年产能建设规划

项目名称	拟新建产能	实施地点
福来思博智能家居(越南)项目	约100万台/套	越南前江省
年产15万套智能线性驱动产5G+智能工厂技改项目	15万台/套	浙江宁波市
广西乐歌智慧大健康西部产业园一期项目	200万台/套	广西北海市

资料来源:公开资料,联合资信整理

目前,“福来思博智能家居(越南)项目”处于项目规划设计阶段,公司将大力推进“广西

乐歌智慧大健康西部产业园一期项目”的建设,截至2022年3月底,广西乐歌智慧大健康西部产业园一期项目预计总投资规模20.00亿元,已完成投资0.75亿元,未来尚需投资19.25亿元。资金来源方面,公司将2021年发行股票募集资金中的2.94亿元投入一期项目的建设,同时向银行申请项目贷款以满足资金需求。

此外,公司在越南基地正在进行第三期的扩产项目,截至2022年3月底,越南三期项目建设工程预计总投资规模2500.00万美元,已完成投资497万元人民币,计划投产时间为2022年底。

公司面临较大的资本支出压力,上述项目建设完成后,公司整体产能将会大幅提高。近年来,国内外经济环境不断变化、地缘政治风险上升,美国作为公司第一大外销国家,外部环境的不确定性可能削弱公司产品在美国竞争力。公司面临一定的外部经营压力,联合资信将密切关注公司新产能的建设情况、市场消化情况以及未来项目收益情况。

表8 截至2022年3月底公司主要在建项目情况

项目名称	预计总投资	截至2022年3月底已投资	预计投产时间	设计产能
广西乐歌智慧大健康西部产业园一期项目	20.00亿元	0.75亿元	2022年底	200万套
越南三期项目建设工程	2500.00万美元	497.00万元人民币	2022年底	100万套
合计	--	--	--	--

资料来源:公司提供

#### 4. 经营效率

2021年,公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为16.01次、3.33次和0.83次,其中销售债权周转次数有所提升,存货周转次数仍处于较低水平,公司整体经营效率尚可。

#### 5. 未来发展

##### 公司未来发展思路明确,有利于长远发展。

未来,公司一方面将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,公司将跟随跨境电商行业快速增长态势,推进公共海外仓创新服

务综合体项目,开发新平台、新业态,实现长期可持续发展。

产品升级方面,公司将运用新技术、新工艺不断开发适应市场和用户需求的新产品,增强产品的功能性、舒适性、安全性、科技感和设计感,拓宽优化产品结构,提升产品附加值。

渠道升级方面,公司将发挥现有跨境电商渠道优势,通过自建海外仓、独立站等措施,推进渠道布局,开发新渠道、新客户。

品牌建设方面,公司将继续以“乐歌Loctek”及Flexispot为核心品牌,巩固公司在人体工学健康办公领域的领先地位,提高公司在国内外的知名度。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，立信会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围内新设子公司3家，注销子公司1家；2022年一季度，公司合并范围内新设子公司1家。考虑到公司主营业务未发生变化，且涉及变动的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司合并资产总额40.32亿元，所有者权益19.05亿元(含少数股东权益

0.18万元)；2021年，公司实现营业总收入28.71亿元，利润总额2.02亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额46.41亿元，所有者权益19.20亿元(含少数股东权益0.35万元)；2022年1-3月，公司实现营业总收入7.64亿元，利润总额0.19亿元。

### 2. 资产质量

**截至2021年底，受益于股票增发募集资金到位，公司资产规模实现增长，资产结构相对均衡。**

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长40.62%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表9 公司资产主要构成(单位:亿元、%)

科目	2019年底		2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>10.64</b>	<b>70.76</b>	<b>17.15</b>	<b>59.83</b>	<b>23.83</b>	<b>59.10</b>	<b>25.40</b>	<b>54.73</b>
货币资金	6.16	57.94	9.05	52.77	15.05	63.17	12.62	49.67
应收账款	0.86	8.13	1.60	9.30	1.99	8.35	1.73	6.82
存货	1.92	18.05	5.26	30.68	5.13	21.51	5.66	22.30
<b>非流动资产</b>	<b>4.40</b>	<b>29.24</b>	<b>11.52</b>	<b>40.17</b>	<b>16.49</b>	<b>40.90</b>	<b>21.01</b>	<b>45.27</b>
固定资产	3.13	71.20	4.19	36.35	8.36	50.68	7.64	36.35
使用权资产	0.00	0.00	0.00	0.00	2.24	13.57	6.55	31.19
无形资产	0.55	12.48	1.03	8.97	2.25	13.67	2.01	9.57
其他非流动资产	0.08	1.91	0.42	3.67	2.13	12.94	3.25	15.47
<b>资产总额</b>	<b>15.03</b>	<b>100.00</b>	<b>28.67</b>	<b>100.00</b>	<b>40.32</b>	<b>100.00</b>	<b>46.41</b>	<b>100.00</b>

注：流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例；流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计；非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计  
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

#### (1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较上年底增长38.92%，主要系货币资金大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年底增长66.28%，主要系公司业务规模增长运营资金增加及收到股票增发募集资金所致。货币资金中有4.40亿元受限资金，受限比例为29.24%，主要为抵押、质押或冻结等使用有限制，因资金集中管理支取受限，以及放在境外且资金汇回受到限制的货币资金。

截至2021年底，公司应收账款较上年底增长24.69%，主要系业务规模增长所致。公司应收账款账龄以1年以内为主(占98.02%)，累计计提坏账0.13亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.00亿元，占比为47.11%，集中度较高。

截至2021年底，公司存货较上年底下降2.59%。公司存货主要由原材料(占33.63%)和库存商品(占54.30%)构成，累计计提跌价准备0.14亿元。

#### (2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长43.15%，公司非流动资产主要由固定资产、使用权资产、无形资产和其他非流动资产构成。

截至2021年底，公司固定资产较上年底增长99.60%，主要系公司海外仓库转固及购买机器设备所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占58.45%）和机器设备（占25.34%）构成，累计计提折旧1.83亿元；固定资产成新率79.52%，成新率尚可。

2021年，公司执行新的租赁准则，对除短期租赁和低价值资产租赁以外的租赁确认使用权资产。截至2021年底，公司新增使用权资产2.24亿元。

截至2021年底，公司无形资产较上年底增长118.30%，主要系购置总部大楼与广西乐歌智能家居有限公司土地所致。

截至2021年底，公司其他非流动资产较上年底增加1.71亿元，主要系托管款项和预付土地款增加所致。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产如下表所示，公司资产受限比例较高。

表10 截至2021年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	4.40	10.92	质押、保证金、支付受限
固定资产	0.96	2.37	抵押
无形资产	0.20	0.50	抵押
其他非流动资产	1.54	3.81	长期信用证保证金、使用权受到限制的托管款项
合计	7.10	17.60	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底增长15.11%。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

截至2021年底，公司所有者权益大幅增长，实收资本和资本公积占比较高，权益结构稳定性较好。

截至2021年底，公司所有者权益19.05亿元，较上年底增长86.50%，主要系增发股票使得资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比约100.00%。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11.58%、50.19%、-2.55%和35.64%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2022年3月底，公司所有者权益19.20亿元，较上年底增长0.74%，所有者权益结构较上年底变化不大。

#### (2) 负债

截至2021年底，公司负债规模有所增长，以流动负债为主，债务规模增长较快，债务负担较重。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长15.23%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表11 公司负债主要构成(单位：亿元、%)

科目	2019年底		2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>7.03</b>	<b>99.30</b>	<b>14.74</b>	<b>79.85</b>	<b>15.43</b>	<b>72.55</b>	<b>15.56</b>	<b>57.18</b>
短期借款	4.04	57.43	7.13	48.35	6.29	40.78	6.51	41.83
应付票据	0.50	7.14	1.18	8.00	1.13	7.31	1.43	9.20
应付账款	1.54	21.94	4.63	31.41	4.13	26.74	3.78	24.29
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.20	1.33	1.88	12.21	2.28	14.67
合同负债	0.00	0.00	0.54	3.67	0.77	5.02	0.60	3.86
<b>非流动负债</b>	<b>0.05</b>	<b>0.70</b>	<b>3.72</b>	<b>20.15</b>	<b>5.84</b>	<b>27.45</b>	<b>11.65</b>	<b>42.82</b>
长期借款	0.00	0.00	2.54	68.37	2.88	49.32	4.63	39.72
应付债券	0.00	0.00	0.95	25.60	1.04	17.82	1.06	9.11
租赁负债	0.00	0.00	0.00	0.00	1.75	30.02	5.80	49.74
<b>负债总额</b>	<b>7.08</b>	<b>100.00</b>	<b>18.46</b>	<b>100.00</b>	<b>21.27</b>	<b>100.00</b>	<b>27.22</b>	<b>100.00</b>

注：流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例；流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计；非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计  
数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长4.69%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

截至2021年底，公司短期借款较上年底下降11.68%，一年内到期的非流动负债较上年底增加1.69亿元。跟踪期内，由于部分大宗基础材料（钢材）和紧俏电子零配件采取先款后货的结算方式，截至2021年底，公司应付票据较上年底下降4.26%，应付账款较上年底下降10.89%。公司合同负债较上年底增长43.12%，主要系预收货款增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长56.97%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

截至2021年底，公司长期借款2.88亿元，较上年底增长13.24%。从期限分布看，2023年到期的占11.09%，2024年到期的占34.77%，2025年到期的占54.14%，集中偿付压力较大。

截至2021年底，公司应付债券1.04亿元，较上年底增长9.28%。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底增长27.98%，主要系长期借款和租赁负债增加所致。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司全部债务14.98亿元，较上年底增长24.87%。债务结构方面，短期债务占62.13%，长期债务占37.87%，以短期债务为主，其中，短期债务9.30亿元，较上年底增长9.48%；长期债务5.67亿元，较上年底增长62.31%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.74%、44.01%和22.94%，较上年底分别下降11.62个百分点、9.99个百分点和2.55个百分点。公司债务负担仍较重。

截至2022年3月底，公司全部债务21.71亿元，较上年底增长44.96%，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占47.09%，长期债务占52.91%，结构相对均衡。从债务指标来看，

截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.64%、53.07%和37.44%，较上年底分别上升5.90个百分点、9.06个百分点和14.49个百分点。

截至2022年3月底，公司存续债券“乐歌转债”余额1.42亿元，将于2026年10月份到期。

表 12 截至 2022 年 3 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
乐歌转债	2026/10/21	1.42
合计	--	1.42

资料来源：Wind

#### 4. 盈利能力

**2021 年，公司收入规模保持稳定增长，但成本控制压力不断加大，期间费用对利润形成侵蚀，公司净利润同比下降。2022 年一季度，公司经营压力持续存在，盈利能力有所弱化。**

2021 年，公司营业总收入同比增长 47.95%，营业成本同比增长 67.47%，增幅超过营业总收入增幅；营业利润率同比下降 6.97 个百分点；利润总额同比下降 14.24%；净利润同比下降 14.87%。

2021 年，公司费用总额为 9.98 亿元，同比增长 46.92%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 69.17%、10.97%、13.01% 和 6.85%，以销售费用为主。其中，销售费用为 6.90 亿元，同比增长 47.15%，主要系销售规模的扩大带动服务费和广告费增加所致；管理费用为 1.09 亿元，同比增长 18.86%；研发费用为 1.30 亿元，同比增长 53.40%，主要系研发投入增加所致；财务费用为 0.68 亿元，同比增加 0.35 亿元，主要系汇兑损失较上年增加所致。2021 年，公司期间费用占营业总收入的 34.76%，同比下降 0.24 个百分点。公司费用规模较大，对整体利润存在侵蚀。

盈利指标方面，2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别同比下降 4.03 个百分点和 11.53 个百分点。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业总收入（亿元）	9.78	19.41	28.71
利润总额（亿元）	0.68	2.36	2.02
营业利润率（%）	45.77	46.20	39.23
总资本收益率（%）	5.93	10.71	6.68
净资产收益率（%）	7.90	21.21	9.68

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.64 亿元，同比增长 15.83%；实现净利润 0.18 亿元，同比下降 43.55%。

### 5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金仍为净流入状态，且净流入规模有所增长；投资活动现金净流出规模有所收窄，考虑到公司在建工程尚需投入资金规模，公司未来存在对外融资需求。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	9.95	18.59	29.59
经营活动现金流出小计	8.66	16.42	26.93
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>1.29</b>	<b>2.16</b>	<b>2.65</b>
投资活动现金流入小计	3.82	3.55	1.22
投资活动现金流出小计	4.46	12.28	3.62
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-0.64</b>	<b>-8.73</b>	<b>-2.40</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>0.66</b>	<b>-6.56</b>	<b>0.25</b>
筹资活动现金流入小计	5.93	15.70	16.73
筹资活动现金流出小计	4.88	7.95	10.34
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>1.04</b>	<b>7.75</b>	<b>6.39</b>
现金收入比	93.32	88.83	94.31

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入量同比增长 59.19%；经营活动现金流出量同比增长 64.01%。2021 年，公司经营活动现金净流入同比增长 22.63%，主要系公司销售商品收到的现金增加及收到税费返还增加所致。2021 年，公司现金收入比为 94.31%，同比提高 5.49 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入量同比下降 65.62%；投资活动现金流出量同比下降 70.51%。2021 年，公司投资活动现金净流出同比下降 72.49%，主要系公司购建固

定资产、无形资产支付的现金减少所致。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 6.57%，；筹资活动现金流出量同比增长 30.09%。2021 年，公司筹资活动现金净流入同比下降 17.57%，主要系偿还债务现金支出增加所致。

2022 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.16 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -4.17 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 1.86 亿元。

### 6. 偿债指标

跟踪期内，公司完成向特定对象发行股票，货币资金大幅增加，公司短期偿债能力指标相应上升；长期债务规模的增加导致公司长期偿债能力指标有所弱化。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	151.24	116.40	154.46
	速动比率（%）	123.95	80.69	121.24
	经营现金/流动负债（%）	18.39	14.69	17.20
	经营现金/短期债务（倍）	0.28	0.25	0.29
	现金类资产/短期债务（倍）	1.58	1.10	1.68
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	1.07	2.94	3.52
	全部债务/EBITDA（倍）	4.26	4.07	4.26
	经营现金/全部债务（倍）	0.28	0.18	0.18
	EBITDA/利息支出（倍）	9.46	13.89	8.18
	经营现金/利息支出（倍）	11.44	10.21	6.17

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率较上年末大幅提升，经营活动现金流量净额对流动负债和短期债务的覆盖能力也有所增强，现金短期债务比小幅上升至 1.68 倍。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比增长 19.54%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 25.19%）、摊销（占 5.09%）、计入财务费用的利息支出（占 12.22%）、利润总额（占 57.50%）构成。2021 年，公司

EBITDA利息倍数同比下降至8.18倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由同比上升至4.26倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司不存在对外担保事项。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度27.77亿元，尚未使用银行授信额度18.57亿元。公司作为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

#### 7. 公司本部财务分析

**公司本部是公司国内业务的主要经营实体。截至2021年底，公司本部资产规模大幅增长，债务负担较重，以短期债务为主，所有者权益稳定性一般。2021年，公司本部经营性亏损，但经营活动现金流呈净流入状态。**

截至2021年底，公司本部资产占合并口径的83.57%，负债占合并口径的79.18%，全部债务占合并口径的82.62%，所有者权益占合并口径的88.47%。2021年，公司本部营业总收入占合并口径的50.84%。公司本部财务情况与公司合并财务报表情况基本一致。

截至2021年底，公司本部资产总额33.70亿元，较上年底增长25.57%。其中，流动资产19.46亿元（占57.74%），非流动资产14.24亿元（占42.26%）。截至2021年底，公司本部货币资金为8.30亿元。

截至2021年底，公司本部负债总额16.84亿元，较上年底下降1.14%。其中，流动负债12.54亿元（占74.45%），非流动负债4.30亿元（占25.55%）。截至2021年底，公司本部全部债务12.37亿元，其中短期债务占66.35%、长期债务占33.65%；公司本部全部债务资本化比率42.33%，债务负担较重。

截至2021年底，公司本部所有者权益为16.86亿元，较上年底增长71.99%。在所有者权益中，实收资本为2.21亿元（占13.09%）、资本公积合计9.75亿元（占57.83%）、未分配利润合

计3.92亿元（占23.26%）、盈余公积合计0.60亿元（占3.58%），权益稳定性较好。

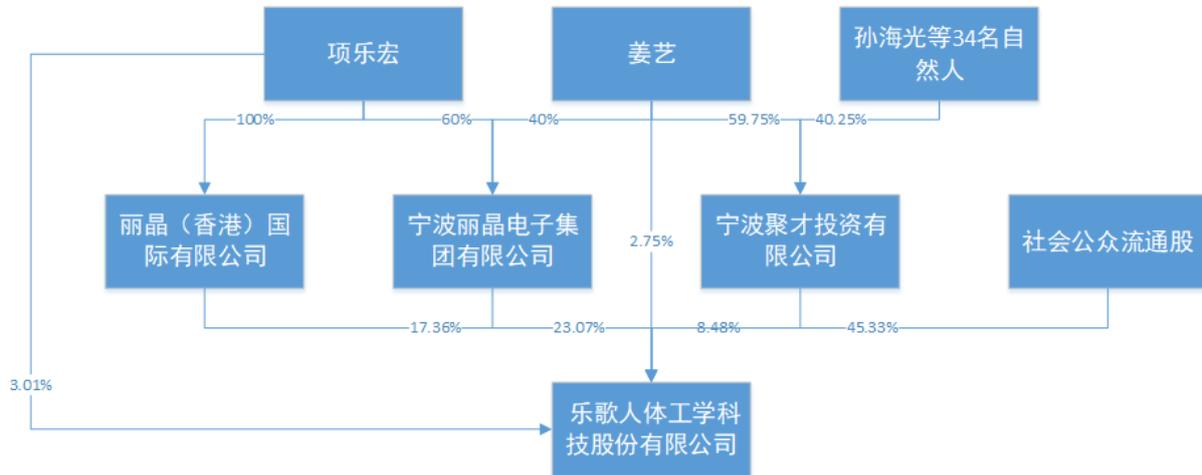
2021年，公司本部营业总收入为14.60亿元，同比增长0.29%；受生产成本上升以及销售给子产品价格未及时按照汇率调整，同时研发、利息支出等费用均由本部承担，2021年公司本部利润总额由盈利转为亏损0.11亿元。同期，公司本部投资收益为0.39亿元。

现金流方面，2021年，公司本部经营活动现金流净额4.48亿元，投资活动现金流净额-6.35亿元，筹资活动现金流净额4.61亿元。

#### 十、结论

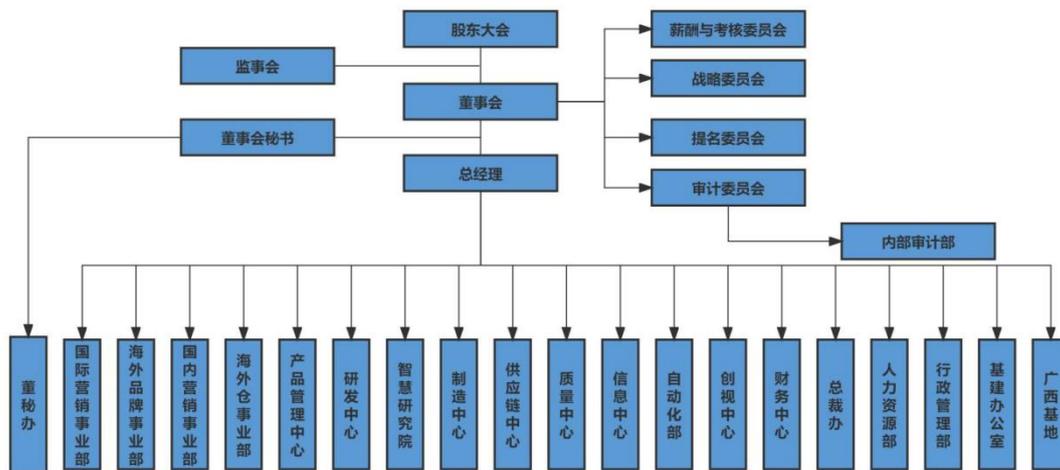
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为A<sup>+</sup>，维持“乐歌转债”的信用等级为A<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底乐歌人体工学科技股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底乐歌人体工学科技股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底乐歌人体工学科技股份有限公司  
主要子公司情况

序号	企业名称	主营业务	实收资本	持股比例 (%)	取得方式
1	乐歌人体工学（越南）有限公司	制造业	1594.30 亿越南盾	100.00	设立
2	宁波乐歌智联科技有限公司	软件开发、技术服务	100 万元	100.00	设立
3	Lecangs, LLC	仓储物流服务及货物销售	100 万美元	100.00	设立

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	7.21	9.32	15.66	15.93
资产总额 (亿元)	15.03	28.67	40.32	46.41
所有者权益 (亿元)	7.95	10.22	19.05	19.20
短期债务 (亿元)	4.56	8.50	9.30	10.22
长期债务 (亿元)	0.00	3.50	5.67	11.49
全部债务 (亿元)	4.56	11.99	14.98	21.71
营业总收入 (亿元)	9.78	19.41	28.71	7.64
利润总额 (亿元)	0.68	2.36	2.02	0.19
EBITDA (亿元)	1.07	2.94	3.52	--
经营性净现金流 (亿元)	1.29	2.16	2.65	-0.16
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	12.17	15.64	16.01	--
存货周转次数 (次)	2.88	2.88	3.33	--
总资产周转次数 (次)	0.73	0.89	0.83	--
现金收入比 (%)	93.32	88.83	94.31	93.72
营业利润率 (%)	45.77	46.20	39.23	39.19
总资本收益率 (%)	5.93	10.71	6.68	--
净资产收益率 (%)	7.90	21.21	9.68	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	25.49	22.94	37.44
全部债务资本化比率 (%)	36.44	54.00	44.01	53.07
资产负债率 (%)	47.11	64.37	52.74	58.64
流动比率 (%)	151.24	116.40	154.46	163.20
速动比率 (%)	123.95	80.69	121.24	126.81
经营现金流动负债比 (%)	18.39	14.69	17.20	--
现金短期债务比 (倍)	1.58	1.10	1.68	1.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.46	13.89	8.18	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.26	4.07	4.26	--

注: 2022 年一季度, 公司合并财务报表未经审计

资料来源: 公司财务报告, 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	5.77	5.93	9.20	--
资产总额 (亿元)	14.42	26.84	33.70	--
所有者权益 (亿元)	7.90	9.80	16.86	--
短期债务 (亿元)	3.95	6.70	8.21	--
长期债务 (亿元)	0.00	3.50	4.16	--
全部债务 (亿元)	3.95	10.20	12.37	--
营业总收入 (亿元)	7.19	14.55	14.60	--
利润总额 (亿元)	0.42	1.54	-0.11	--
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.15	0.12	4.48	--
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	3.53	3.59	3.03	--
存货周转次数 (次)	5.63	7.38	6.23	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.71	0.48	--
现金收入比 (%)	104.92	78.51	125.54	--
营业利润率 (%)	25.18	28.05	17.31	--
总资本收益率 (%)	3.18	6.91	-0.22	--
净资产收益率 (%)	4.77	14.10	-0.39	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	26.29	19.81	--
全部债务资本化比率 (%)	33.34	50.99	42.33	--
资产负债率 (%)	45.20	63.48	49.97	--
流动比率 (%)	147.49	118.74	155.19	--
速动比率 (%)	133.02	104.72	139.42	--
经营现金流动负债比 (%)	17.78	0.91	35.72	--
现金短期债务比 (倍)	1.46	0.88	1.12	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 2022 年 1-3 月公司本部财务报表未披露

资料来源: 公司财务报表, 联合资信整

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持