

信用评级公告

联合〔2023〕3772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⁺，维持“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：

二〇二三年六月十五日

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 2023 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	1.42 亿元	1.42 亿元	2026/10/21

注：1.截至 2023 年 5 月底，“乐歌转债”转股价为 35.47 元/股；2.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；3.债券余额为截至 2023 年 3 月底数据

评级时间：2023 年 6 月 15 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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：

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	2
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		3
		偿债能力		1
指示评级				aa
个体调整因素：未来存在较大资本性支出压力				-1
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				A ⁺

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

2022 年，乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“公司”）公共海外仓业务快速发展，人体工学主要产品价格稳步提升，营业总收入有所增长，经营活动现金流状况改善。2022 年 11 月，公司完成向特定投资者发行股票，募集资金净额 2.94 亿元，公司资本实力得到增强。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、面临汇率波动风险以及市场需求波动导致主要产品产销量下滑等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“乐歌转债”设置了转股修正条款、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。2022 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为待偿还债券余额的 24.91 倍、2.36 倍和 3.65 倍，公司对“乐歌转债”的偿还能力较强。

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⁺，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。2022 年，公司人体工学核心产品线性驱动升降系统销售额 184887.70 万元，同比增长 12.39%。

2. 2022 年，公司营业总收入有所增长，公共海外仓业务收入同比大幅增长，经营活动现金流状况改善。受益于公共海外仓业务的快速发展以及主要产品价格的提升，公司营业总收入同比增长 11.74%，其中公共海外仓业务收入同比增长 1.87 倍；公司经营活动现金净流入同比增长 26.36%。

3. 公司产品结构进一步优化，主要产品价格稳步提升。2022 年，公司对整体产品结构持续升级，提高工序复杂的人体工学工作站产品占比，使得单件产品平均附加值大幅提升，产品销售均价由 2021 年的 376.47 元/件上升至 2022 年的 455.78 元/件。

分析师：崔濛骁 李敬云

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

关注

1. **公司原材料价格波动增加成本控制压力。**2022年公司主要原材料钢材、定制件、标准件和电子配件等材料价格波动较大，公司成本控制压力不断加大。

2. **汇率波动风险。**2022年，公司境外实现销售收入29.19亿元，占营业总收入的90.99%；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。**2022年，公司费用总额为9.39亿元，期间费用占营业总收入的29.26%，对利润形成侵蚀。

4. **债务规模增长较快，债务负担较重。**截至2022年底，公司全部债务28.44亿元，较上年底增长89.90%；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.70%和40.56%，较上年底分别上升9.69个百分点和17.62个百分点。

5. **公司在建项目未来存在较大资本性支出压力，项目建成后收益效果不确定，且海外投资规模较大。**公司在建工程较多，其中“广西智能家居工厂建设工程”、“海外仓及附属设施”项目未来两年计划投资额分别为4.00亿元和2.00亿美元，未来有较大的资本性支出压力；公司主要海外子公司资产占公司总资产的比重较高，其中Loctek Ergonomic Vietnam、FlexiSpot Inc和Lecangs,LLC占比分别为8.04%、9.67%和33.14%。

6. **市场需求波动及产品结构调整，公司主要产品产销量有所下滑。**2022年，受下游市场需求波动及产品结构调整影响，公司主要产品产量较上年同比下降19.63%；公司主要产品销量较上年同比下降26.25%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.32	15.66	19.99	21.56
资产总额(亿元)	28.67	40.32	59.89	65.95
所有者权益(亿元)	10.22	19.05	24.53	28.47
短期债务(亿元)	8.50	9.30	11.71	11.77
长期债务(亿元)	3.50	5.67	16.74	17.98
全部债务(亿元)	11.99	14.98	28.44	29.76
营业总收入(亿元)	19.41	28.71	32.08	7.96
利润总额(亿元)	2.36	2.02	2.69	5.49
EBITDA(亿元)	2.94	3.52	5.19	--
经营性净现金流(亿元)	2.16	2.65	3.35	1.82
营业利润率(%)	46.20	39.23	33.84	36.19
净资产收益率(%)	21.21	9.68	8.92	--
资产负债率(%)	64.37	52.74	59.05	56.83
全部债务资本化比率(%)	54.00	44.01	53.70	51.11
流动比率(%)	116.40	154.46	173.73	176.94
经营现金流动负债比(%)	14.69	17.20	18.48	--
现金短期债务比(倍)	1.10	1.68	1.71	1.83
EBITDA 利息倍数(倍)	13.89	8.18	7.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.07	4.26	5.48	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	26.84	33.70	39.62	/
所有者权益(亿元)	9.80	16.86	19.66	/
全部债务(亿元)	10.20	12.37	15.59	/
营业总收入(亿元)	14.55	14.60	15.17	/
利润总额(亿元)	1.54	-0.11	0.10	/
资产负债率(%)	63.48	49.97	50.40	/
全部债务资本化比率(%)	50.99	42.33	44.23	/
流动比率(%)	118.74	155.19	147.49	/
经营现金流动负债比(%)	0.91	35.72	-19.06	/

注：1. 2023 年一季度，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；3. “/”表示无法获取，“--”表示无意义

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 ⁺	A ⁺	稳定	2022/6/10	宁立杰 孙菁	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.1.202204）	阅读全文
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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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 2023 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%。

2022 年 11 月，公司向特定投资者发行人民币普通股 1798.95 万股，募集资金净额为 2.94 亿元，其中增加注册资本 0.18 亿元，计入资本公积 2.76 亿元。跟踪期内，因期权行权、可转债转股以及向特定对象发行股票等事宜，截至 2023 年 4 月底，公司注册资本增加至 2.39 亿元，实际控制人项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、宁波聚才投资有限公司（以下简称“聚才投资”）及项乐宏、姜艺个人直接持股合计控制公司 48.57% 的股份。丽晶电子质押公司股份数量为 1640.00 万股，占其持有股份数的 32.21%，占总股本的 6.86%；姜艺质押公司股份数量为 100.00 万股，占其持有股份数的 16.47%，占总股本的 0.42%。

跟踪期内，公司主营业务和组织架构未发生重大变化。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 40 家。截至 2022 年底，公司合并资产总额 59.89 亿元，所有者权益 24.53 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2022 年，公司实现营业总收入 32.08 亿元，利润总额 2.69 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 65.95 亿元，所有者权益 28.47 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.96 亿元，利润总额 5.49 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

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金实行专户存储，均按指定用途使用，并在付息日正常付息。

截至 2023 年 3 月底，共有 1081 张“乐歌转债”转换成公司股票，尚未转股的“乐歌转债”金额为 14189.19 万元。

表 1 截至 2023 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

2022 年 12 月，因公司股权激励计划行权以及定向增发方案实施，转股价格由原来的 48.98 元/股调整为 46.48 元/股，调整后的转股价格于 2022 年 12 月 12 日生效。2023 年 5 月，因公司实施 2022 年年度权益分配方案，转股价格由原来的 46.48 元/股调整为 35.47 元/股，调整后的价格自 2023 年 5 月 25 日起生效。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

2022 年，全球智能家居行业快速发展，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集中；原材料价格波动

较大，行业内企业面临一定的成本控制压力。

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，中国智能家居市场规模保持高速增长。据 CSHIA 数据显示，2021 年中国智能家居市场规模在 5800 亿元左右，较 2020 年增长 12.75%，2022 年我国智能家居市场规模在 6515 亿元左右，亿欧智库预计 2025 年中国智能家居市场规模将突破 8000 亿元；根据 Statista 预测，2019—2025 年，全球办公家居行业规模有望从 1049 亿美元增长至 1323 亿美元；根据 GLOBENEWSWIRE 预计，2028 年全球升降桌品类规模有望达到 103 亿美元，复合增长率 7.6%。

公司生产的人体工学产品属于家居行业的细分行业。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领域。在国内，人体工学理念在家居行业的应用起步较晚，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，人体工学产品在国外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，但价格波动较大，对其议价能力有限，行业内企业面临一定的成本控制压力。2022 年以来，钢材价格呈现“高开低走”的态势，宽幅震荡，波动下降。具体来看，2022 年 1—4 月，受稳增长下钢材旺季需求恢复的强预期以及原材料端受俄乌冲突导致大宗商品铁矿石成本上涨，钢价震荡走高；2022 年 4—10 月，经济下行需求减弱以及海外美联储加息控通胀，同时房地产行业投资景气度持续下行，流动性持续承压，在宏观面和基本面共同作用下，钢材价格呈现震荡下行；2022 年 11—12 月，国内宏观层面利好政策频出，基建投资增速明显提升，叠加原材料成本持续反弹，国内需求预期好转，钢材价格呈现小幅反弹。

图 1 2019 - 2022 年 Myspic 综合钢价指数



资料来源: Wind

行业竞争方面, 人体工学行业总体处在初级阶段(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。但部分产品质量突出、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 2023 年 4 月底, 公司注册资本和股本均为 2.39 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 48.57% 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。公司通过对物料流和信息流的优化、对生产方式的调整以及对生产工艺的创新, 加强成本管理, 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 2022 年底, 公司共拥有有效专利技术 1195 项, 其中已授权发明专利共计 114 项, 包括 70 项中国发明专利, 25 项美国发明专利, 4 项日本发明专利, 1 项澳大利亚发明专利, 3 项德国发明专利, 3 项英国发明专利, 2 项法国发明专利, 2 项爱尔兰发明专利, 1 项瑞士发明专利, 1 项卢森堡发明专利, 1 项摩纳哥发明专利, 1 项比利时发明专利。

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。2022 年, 公司线上直销收入 16.69 亿元, 占营业总收入的比重为 52.35%; 线上分销收入 1.21 亿元, 占营业总收入的比重为 3.80%。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告(统一社会信用代码: 91330200736952581D), 截至 2023 年 5 月 8 日, 公司本部无未结清和已结清的关和不良信贷记录。

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, 公司部分高管成员发生变动, 公司主要管理制度未发生变化, 管理运作正常。

跟踪期内, 李妙女士因个人原因辞去董事职务, 公司股东大会选举夏银水先生为董事, 夏银水先生同时担任公司智慧研究院院长。

除上述事项外, 跟踪期内, 公司高级管理人员和主要管理制度未发生重大变化, 管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受益于公司主要产品价格持续提升以及公共海外仓业务的快速发展，公司营业总收入和利润总额同比有所增长；受主要原材料采购价格上涨以及新收入准则将运输费用调整至存货成本的影响，公司综合毛利率有所下降。2023 年一季度，受海外仓库出售收益增加影响，利润总额同比大幅增长。

2022 年，随着公司产品结构不断优化，主要产品价格不断提升以及公共海外仓业务的快速发展，公司营业总收入同比增长 11.74%，利润总额同比增长 32.88%。

从营业收入构成来看，2022 年，公司人体工学工作站板块收入同比增长 1.57%；其他自产产品板块收入同比增长 18.60%，主要系市场需求增加及新品销售增长所致；外购产品板块收入同比增长 16.39%，主要系外购椅销量增加

所致。人体工学大屏支架板块受产品销售结构调整影响，该板块收入同比下降 22.81%。2022 年，公共海外仓板块收入同比增长 186.55%，主要系公司通过小仓换大仓的方式整合资源，规模效益显著增加所致。其他板块收入同比下降 40.63%，主要系配件销售减少所致。

毛利率方面，受主要原材料采购价格上涨以及新收入规则规定将运输费用调整至存货成本的影响，2022 年公司整体毛利率下降 5.31 个百分点，其中人体工学工作站板块毛利率同比下降 3.53 个百分点；其他自产产品板块毛利率同比下降 5.12 个百分点；外购产品板块毛利率同比下降 8.95 个百分点。2022 年，公共海外仓板块毛利率同比增长 0.45 个百分点；人体工学大屏支架板块毛利率同比增长 5.61 个百分点，主要系该板块外销汇率上升，收益增加所致。公司其他板块业务毛利率同比增长 25.47 个百分点，主要系配件销售价格上涨所致。

表 2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020 年			2021 年			2022 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	14.28	73.57	48.09	21.63	75.34	43.13	21.97	68.48	39.60
人体工学大屏支架	2.32	11.98	33.49	2.28	7.95	21.64	1.76	5.48	27.25
其他自产产品	2.00	10.31	61.30	2.15	7.50	60.27	2.55	7.95	55.15
外购产品	0.36	1.87	50.45	0.61	2.14	48.15	0.71	2.22	39.20
公共海外仓	0.14	0.71	42.52	1.71	5.96	2.92	4.90	15.28	3.37
其他	0.30	1.56	-13.77	0.32	1.11	-20.49	0.19	0.59	4.98
合计	19.41	100.00	46.74	28.71	100.00	39.72	32.08	100.00	34.41

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 公共海外仓收入为公司向第三方提供服务收入
资料来源：公司提供

2023 年 1—3 月，公司营业总收入 7.64 亿元，同比增长 4.29%；利润总额 5.49 亿元，同比大幅增长，主要系海外仓库出售收益增加所致。

2. 业务运营

（1）采购情况

2022 年，公司采购原材料种类较多，采购量受国际市场需求下降以及产品结构优化的影响呈下降态势，主要原材料价格有所上涨，公

司面临一定成本控制压力；公司采购集中度尚可。

跟踪期内，公司采购模式和采购流程均未发生重大变化。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，2022 年，受国际市场需求下降以及产品结构优化的影响，公司主要原材料采购数量均有不同程度下降，其中定制件、基础原材料、包装物和标准件采购量同比分别下降 27.72%、7.63%、18.12%和 29.72%；电子配件

采购量同比增长 8.51%，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，2022 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，公司通过按需采购、优化生产周期，控制库存量以及基础材料引入按单竞价的采购模式控制采购价格，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 3 公司主要原材料采购情况

采购物料	项目	2020 年	2021 年	2022 年
定制件	采购金额（单位：万元）	45171.96	62066.58	49778.46
	采购数量（单位：万件）	24047.28	18512.00	13381.20
	采购均价（单位：元/件）	1.88	3.35	3.72
	采购金额占比（%）	44.68	55.28	51.29
基础原材料	采购金额（单位：万元）	20816.21	19793.20	17017.89
	采购数量（单位：吨）	44565.06	3457.79	3193.82
	采购均价（单位：元/千克）	4.70	5.72	5.33
	采购金额占比（%）	20.59	17.63	17.54
包装物	采购金额（单位：万元）	10400.17	8154.50	7069.20
	采购数量（单位：万件）	8969.92	6916.44	5663.32
	采购均价（单位：元/件）	1.16	1.18	1.25
	采购金额占比（%）	10.29	7.26	7.28
标准件	采购金额（单位：万元）	2229.92	1863.30	1788.45
	采购数量（单位：万件）	29391.36	19354.48	13603.14
	采购均价（单位：元/件）	0.07	0.09	0.13
	采购金额占比（%）	2.21	1.66	1.84
电子配件	采购金额（单位：万元）	18122.92	16735.37	16044.30
	采购数量（单位：万件）	21905.28	21658.25	23501.31
	采购均价（单位：元/件）	0.83	0.77	0.68
	采购金额占比（%）	17.93	14.91	16.53

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，2022 年，公司前五名供应商占年度采购总额的比例为 36.10%，较上年上升 15.20 个百分点，主要系公共海外仓业务发展增加了快递服务供应商和仓库租赁服务供应商的采购所致。2022 年，公司采购集中度尚可。

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

2022 年，公司主要产品产能较上年变化不大；受下游市场需求波动以及低附加值产品转为外协生产的影响，主要产品产量及产能利用

率同比均有所下降。

跟踪期内，公司生产模式较上年未发生重大变化。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。

从产能来看，2022 年，公司产能同比增长

3.02%，变化不大。从产量来看，2022 年，受下游市场需求波动以及低附加值产品转为外协生产影响，主要产品产量同比下降 19.63%。从产能利用率来看，2022 年，受产量下降影响，公司产能利用率同比下降 21.98%。总体来看，公司产能利用率较低。

表 4 公司主要产品产销情况

产品	项目	2020 年	2021 年	2022 年
人体工学工作站及人体工学大屏支架	产量（万件）	381.47	196.37	157.83
	产能（万件/年）	400.00	265.00	273.00
	产能利用率（%）	95.37	74.10	57.81
	销量（万件）	557.25	637.79	470.39
	销售均价（元/件）	275.22	376.47	455.78

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

2022 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；受全球经济下行和欧美通胀导致居民购买力下降的影响，公司主要产品销量有所下滑；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；公司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。

公司境外线下销售渠道主要包括零售渠道，超市渠道，批发渠道，工程渠道等，销售模式以 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产品为主，但包括少量家居/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。2022 年，公司线上直销收入 16.69 亿元，占营业总收入的比重为 52.35%；公

司境外销售收入 29.19 亿元，占营业总收入的 90.99%。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，2022 年，受全球经济下行和欧美通货膨胀，居民购买力下降的影响，公司主要产品销量较上年同比下降 26.25%。

从销售均价看，公司通过提高销售价格高的人体工学工作站产品的占比，进而不断优化产品结构，销售均价持续增长，公司主要产品销售均价较上年同比增长 21.07%。

从核心产品销售情况看，2022 年，线性驱动升降系统产品销售额 184887.70 万元，同比增长 12.39%，销量及占总销售额比例较去年持平。

表 5 公司核心产品销售情况

产品	项目	2021 年	2022 年	2022 年 同比变化 （%、百分点）
线性驱动升降系统产品	销售额（万元）	164505.05	184887.70	12.39
	销量（万套）	129.84	129.40	-0.34
	占总销售额比例（%）	57.29	58.00	0.71

资料来源：公司提供

2022 年，公司前五大客户销售金额占销售总额的 8.14%，较上年下降 1.24 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，公司购买了中国出口信用保险公司的“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

2022 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，目前该业务处于快速发展阶段，业务收入和毛利率均有所提升。

公司公共海外仓项目经营主体为 Lecangs, LLC（以下简称“乐仓公司”）。2022 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“小仓换大仓”的方式滚动发展，扩大海外仓规模。截至 2022 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，全球累计共 12 仓，已交付使用面积 27.58 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服务解决方案，公司已累计服务客户超 450 家。2022 年，受益于海外仓项目快速发展，公共海外仓项目实现总收入 6.72¹ 亿元，同比增长 126.71%；公共海外仓业务毛利率提升至 3.37%。2023 年 1—3 月，公共海外仓项目实现总收入 2.09² 亿元，同比增长 105.61%，主要系下游需求

增加且规模效益提升所致；公共海外仓业务毛利率 8.28%，同比提升 10.24 个百分点，主要系去年同期仓库利用率低且置换费用高所致。

（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、FlexiSpot 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；FlexiSpot 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及货物销售。截至 2022 年底，上述 3 家子公司境外资产占公司总资产的比重分别为 8.04%、9.67% 和 33.14%；公司存放在境外的款项总额 4.56 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

截至 2023 年 3 月底，公司在建工程尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资本支出压力；全球经济衰退、欧美通货膨胀、地缘政治风险上升，外部环境的不确定性可能降低公司产品在美国市场的需求，公司在建项目投产后，面临一定的外部经营压力。

截至 2023 年 3 月底，“广西智能家居工厂建设工程”项目预计总投资规模 7.38 亿元，已完成投资 1.95 亿元，未来两年计划投资 4.00 亿元；“海外仓及附属设施”项目预计总投资 3.88 亿美元，已投资完成 3.90 亿元，未来计划投资

¹ 公司 2022 年公共海外仓业务总收入 6.72 亿元，其中 4.90 亿元为向第三方提供服务收入。

² 公司 2023 年 1—3 月公共海外仓业务总收入 2.09 亿元，其中 1.62 亿元为向第三方提供服务收入。

3.30 亿美元，其中未来两年计划投资 2.00 亿美元。资金来源方面，公司主要通过定向增发募集资金、自有资金以及向银行申请项目贷款以满足资金需求，面临一定的资本支出压力，联合资信将密切关注公司公共海外仓业务收益情况及项目建设进展情况。

上述项目建设完成后，公司整体产能将会大幅提高。但是，近年来，全球经济衰退、欧美通货膨胀严重、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降低公司产品在美国市场的需求。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存在一定不确定性。

表 6 截至 2023 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 2023 年 3 月底已投资金额	未来计划投资金额	设计产能	资金来源
广西智能家居工厂建设工程	7.38 亿元	1.95 亿元	4.00 亿元	173 万套	募集资金/自有资金/银行借款
营销研发总部大楼建设项目	2.07 亿元	0.52 亿元	1.50 亿元	--	募集资金/自有资金
越南福来思博智能家居工厂建设工程	0.64 亿元	0.69 亿元	0.30 亿元	45 万套	募集资金/自有资金
海外仓及附属设施	3.88 亿美元	3.90 亿元	3.30 亿美元	--	募集资金/自有资金/银行借款
1800TEU 箱船	0.33 亿美元	1.83 亿元	0.07 亿美元	--	自有资金/银行借款
合计	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2022 年，公司经营效率较上年有所改善，整体看，公司经营效率尚可。

2022 年，公司销售债权周转次数由 16.01 次增长至 16.75 次，存货周转次数由 3.33 次增长至 4.20 次，总资产周转次数由 0.83 次下降至 0.64 次。整体看，公司整体经营效率尚可。

表 7 同行业上市公司 2022 年经营效率情况

证券简称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
捷昌驱动	2.70	7.30	0.45
泓杰股份	4.34	6.35	1.06
久正工学	4.80	7.96	0.82
中位数	4.34	7.30	0.82
乐歌股份	4.20	16.82	0.64

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 未来发展

公司未来发展思路明确，有利于长远发展。

未来，公司加速技术升级迭代和储备；另一方面，公司将持续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，开发新渠道和新客户。

品牌建设方面，将继续以“乐歌Loctek”及Flexispot为核心品牌，保持公司在人体工学健康办公领域的行业地位，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 2022 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 2023 年一季度财务数据未经审计。

2022 年，公司合并范围内新设子公司 1 家，注销子公司 1 家，股权转让 1 家；2023 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 2022 年底，公司合并资产总额 59.89 亿元，所有者权益 24.53 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2022 年，公司实现营业总收入 32.08 亿元，利润总额 2.69 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 65.95 亿元，所有者权益 28.47 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.96 亿元，利润总额 5.49 亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，受益于海外公共仓业务规模的扩大以及1800TEU箱船和广西智能家居工厂建设投入，公司资产规模实现较快增长，资产结构相对均衡。

截至2022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 8 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	17.15	59.83	23.83	59.10	31.52	52.64	30.93	46.89
货币资金	9.05	52.77	15.05	63.17	16.28	51.64	18.27	59.08
交易性金融资产	0.27	1.55	0.60	2.53	3.70	11.73	3.29	10.62
应收账款	1.60	9.30	1.99	8.35	1.83	5.79	1.67	5.41
存货	5.26	30.68	5.13	21.51	4.90	15.53	4.38	14.16
划分为持有待售的资产	0.00	0.00	0.00	0.00	2.98	9.47	0.00	0.00
非流动资产	11.52	40.17	16.49	40.90	28.36	47.36	35.03	53.11
固定资产	4.19	36.35	8.36	50.68	8.49	29.95	11.75	33.53
在建工程	4.84	41.99	0.64	3.88	5.11	18.00	5.66	16.15
使用权资产	0.00	0.00	2.24	13.57	10.53	37.12	10.03	28.63
无形资产	1.03	8.97	2.25	13.67	2.39	8.41	2.35	6.72
资产总额	28.67	100.00	40.32	100.00	59.89	100.00	65.95	100.00

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2022年底，公司流动资产较上年底增长32.28%，主要系交易性金融资产和划分为持有待售的资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、存货和划分为持有待售的资产构成。

截至2022年底，公司货币资金较上年底增长8.15%，主要系公司业务规模扩大，运营资金增加以及定向增发募集资金到位所致；货币资金中有5.93亿元受限资金，受限比例为36.43%，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2022年底，公司交易性金融资产较上年底增长512.41%，主要系本期购买银行理财大

幅增加所致。

截至2022年底，公司应收账款账较上年底下降8.16%，主要系公司加大对应收账款的催收管理所致；公司应收账款账龄以1年以内为主（占96.97%），累计计提坏账0.15亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.00亿元，占比为31.37%，集中度有所下降。

截至2022年底，公司存货较上年底下降4.48%；公司存货主要由原材料（占42.45%）和库存商品（占48.37%）构成，累计计提跌价准备0.23亿元。

截至2022年底，公司新增划分为持有待售的资产2.98亿元，主要系公司将部分海外公共仓转入待售所致。

(2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长72.01%，主要系在建工程和使用权资产大幅增加所致；公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、使用权资产和无形资产构成。

截至2022年底，公司固定资产较上年底增长1.65%，变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占30.39%）、机器设备（占26.74%）和土地（占38.28%）构成，累计计提折旧2.28亿元；固定资产成新率80.39%，成新率较高。

截至2022年底，公司在建工程较上年底增长698.85%，主要系公司1800TEU箱船和广西智能家居工厂建设工程投入增加所致。

截至2022年底，公司使用权资产较上年底增长370.62%，主要系公司海外公共仓业务规模大幅增长所致。

截至2022年底，公司无形资产较上年底增长5.83%；无形资产主要由土地使用权（占93.72%）构成，累计计提摊销0.25亿元。

截至2022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9 截至2022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	5.93	9.90	质押、保证金、支付受限、在途货币资金
固定资产	0.92	1.54	抵押
无形资产	0.85	1.42	抵押
其他非流动资产	0.58	0.97	长期信用证保证金

表10 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	14.74	79.85	15.43	72.55	18.15	51.31	17.48	46.63
短期借款	7.13	48.35	6.29	40.78	9.02	49.73	9.36	53.54
应付账款	4.63	31.41	4.13	26.74	4.17	23.01	3.50	20.02
一年内到期的非流动负债	0.20	1.33	1.88	12.21	1.68	9.23	1.80	10.28
非流动负债	3.72	20.15	5.84	27.45	17.22	48.69	20.01	53.37
长期借款	2.54	68.37	2.88	49.32	5.87	34.12	7.50	37.47
应付债券	0.95	25.60	1.04	17.82	1.13	6.58	1.15	5.73
租赁负债	0.00	0.00	1.75	30.02	9.73	56.52	9.34	46.69
负债总额	18.46	100.00	21.27	100.00	35.36	100.00	37.48	100.00

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

在建工程	1.81	3.01	抵押
合计	10.08	16.83	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额较上年底增长10.13%。公司资产结构相对均衡，非流动资产较上年底占比上升较快。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2022年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至2022年底，公司所有者权益24.53亿元，较上年底增长28.72%，主要系增发股票使得资本公积增加所致。全部为归属于母公司所有者权益。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9.75%、50.86%、0.59%和34.75%。公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至2023年3月底，公司所有者权益28.47亿元，较上年底增长16.08%，所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

截至2022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2022年底，公司负债总额较上年底增长66.27%。公司负债以流动负债为主，负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2022年底，公司流动负债较上年底增长17.61%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2022年底，公司短期借款较上年底增长43.39%，主要系公司增加银行贷款所致。截至2022年底，应付账款较上年底增长1.20%，变化不大。截至2022年底，一年内到期的非流动负债较上年底下降11.07%，主要系一年内到期的长期借款较少所致。

截至2022年底，公司非流动负债较上年底增长194.87%，主要系租赁负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款和租赁负债构成。

截至2022年底，公司长期借款较上年底增长104.01%。从期限分布看，2024年到期的占19.72%，2025年到期的占52.59%，2026年到期的占27.69%，集中偿付压力较大。

截至2022年底，公司租赁负债较上年底增长455.15%，主要系海外公共仓业务规模扩大所致。

截至2023年3月底，公司负债总额较上年底增长6.00%。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2022年底，公司全部债务28.44亿元，较上年底增长89.90%，主要系海外公共仓业务规模扩大所致。债务结构方面，短期债务占41.15%，长期债务占58.85%。其中，短期债务11.71亿元，较上年底增长25.80%；长期债务16.74亿元，较上年底增长195.05%，主要系租赁负债大幅增加所致。从债务指标来看，截至2022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59.05%、53.70%和40.56%，较上年底分别提高6.30个百分点、9.69个百分点和17.62个百分点。截至2022年底，公司债务负担较重。

截至2023年3月底，公司全部债务29.76亿元，较上年底增长4.62%。债务结构方面，短期债务占39.57%，长期债务占60.43%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2023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56.83%、51.11%和38.71%，

较上年底分别下降2.21个百分点、2.59个百分点和1.85个百分点。

截至2023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。

4. 盈利能力

2022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，公司利润总额有所增长，但营业利润率持续下降。2023年一季度，受益于海外仓库出售收益增加，公司利润总额大幅增长，盈利能力有所提升。

2022年，公司营业总收入同比增长11.74%，营业成本同比增长21.57%，增幅超过营业总收入增幅；营业利润率同比下降5.39个百分点；利润总额同比增长32.88%。

2022年，公司费用总额为9.39亿元，同比下降5.95%。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68.88%、12.70%、15.32%和3.10%，以销售费用为主。其中，销售费用为6.47亿元，同比下降6.34%，主要系运输费用较少所致；管理费用为1.19亿元，同比增长8.91%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为1.44亿元，同比增长10.74%，主要系研发投入增加所致；财务费用为0.29亿元，同比下降57.41%，主要系汇率波动汇兑损失减少所致。2022年，公司期间费用占营业总收入的29.26%，同比下降5.50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，2022年，公司总资产收益率和净资产收益率分别同比下降1.29个百分点和0.76个百分点。

表 11 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	19.41	28.71	32.08
利润总额（亿元）	2.36	2.02	2.69
营业利润率（%）	46.20	39.23	33.84
总资本收益率（%）	10.71	6.68	5.39
净资产收益率（%）	21.21	9.68	8.92

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司营业总收入 7.96 亿元，同比增长 4.29%；利润总额 5.49 亿元，同比增长 27.88 倍，主要系海外仓库出售收益增加所致。

5. 现金流

2022 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大幅增长，经营活动获现规模无法满足投资支出需求，筹资活动现金净流入规模有所收窄。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	18.59	29.59	35.57
经营活动现金流出小计	16.42	26.93	32.21
经营活动现金流量净额	2.16	2.65	3.35
投资活动现金流入小计	3.55	1.22	3.90
投资活动现金流出小计	12.28	3.62	12.37
投资活动现金流量净额	-8.73	-2.40	-8.47
筹资活动前现金流量净额	-6.56	0.25	-5.12
筹资活动现金流入小计	15.70	16.73	22.20
筹资活动现金流出小计	7.95	10.34	17.25
筹资活动现金流量净额	7.75	6.39	4.95
现金收入比	88.83	94.31	101.95

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入量同比增长 20.20%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动现金流出量同比增长 19.60%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上，2022 年，公司经营活动现金净流入同比增长 26.36%。2022 年，公司现金收入比同比提高 7.64 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入量同比增长 219.31%，主要系公司收回投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出量同比增长 241.55%，主要系公司投资支付的现金大幅增加所致。综上，2022 年，公司投资活动现金净流出同比增长 252.86%。

从筹资活动前产生的现金流量来看，2022 年，公司筹资活动前活动产生的现金流转为大

幅净流出，主要系公司在建项目的投资增加所致。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 32.68%，主要系公司取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出量同比增长 66.79%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。综上，2022 年，公司筹资活动现金净流入同比下降 22.55%。

2023 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.82 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 0.01 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 1.01 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司完成向特定对象发行股票，货币资金有所增加，公司短期偿债指标表现有所增强；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 13 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	116.40	154.46	173.73
	速动比率（%）	80.69	121.24	146.75
	经营现金/流动负债（%）	14.69	17.20	18.48
	经营现金/短期债务（倍）	0.25	0.29	0.29
长期偿债能力	现金类资产/短期债务（倍）	1.10	1.68	1.71
	EBITDA（亿元）	2.94	3.52	5.19
	全部债务/EBITDA（倍）	4.07	4.26	5.48
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.18	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	13.89	8.18	7.60
	经营现金/利息支出（倍）	10.21	6.17	5.03

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 2022 年底，公司流动比率和速动比率较上年底大幅提升，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力也有所增强，经营活动现金流量净额对短期债务的覆盖倍数与去年一致，现金短期债务比小幅上升至 1.71 倍。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA同比增长47.60%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占32.18%）、计入财务费用的利息支出（占12.85%）、利润总额（占51.76%）构成。2022年，公司EBITDA利息倍数同比下降至7.60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5.48倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般；经营现金/全部债务下降至0.12倍；经营现金/利息支出下降至5.03倍。总体来看，公司的长期偿债指标有所弱化。

对外担保方面，截至2023年3月底，公司不存在对外担保事项。

未决诉讼方面，截至2023年3月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司共计获得银行授信额度31.40亿元，尚未使用银行授信额度17.17亿元。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2022年底，公司本部资产规模有所增长，债务负担较重，以短期债务为主，所有者权益稳定性较好。

截至2022年底，公司本部资产占合并口径的66.17%，负债占合并口径的56.47%，全部债务占合并口径的54.80%，所有者权益占合并口径的80.14%。2022年，公司本部营业总收入占合并口径的47.27%。

截至2022年底，公司本部资产总额39.62亿元，较上年底增长17.59%。其中，流动资产21.48亿元（占54.21%），非流动资产18.14亿元（占45.79%）。截至2022年底，公司本部货币资金为8.34亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额19.97亿元，较上年底增长18.59%。其中，流动负债14.56亿元（占72.93%），非流动负债5.41亿元（占27.07%）。截至2022年底，公司本部全部债务15.59亿元，其中短期债务占66.50%、长期债务

占33.50%；公司本部全部债务资本化比率44.33%，债务负担较重。

截至2022年底，公司本部所有者权益为19.66亿元，较上年底增长16.60%。在所有者权益中，实收资本为2.39亿元（占12.17%）、资本公积合计12.66亿元（占64.42%）、未分配利润合计3.61亿元（占18.35%）、盈余公积合计0.62亿元（占3.14%），权益稳定性较好。

2022年，公司本部营业总收入为15.17亿元，利润总额0.10亿元。同期，公司本部投资收益为0.02亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额-2.78亿元，投资活动现金流净额-3.28亿元，筹资活动现金流净额6.24亿元。

十、债券偿还能力分析

截至2023年3月底，公司发行的“乐歌转债”余额为1.42亿元。2022年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为待偿还债券余额的24.91倍、2.36倍和3.65倍。

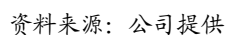
“乐歌转债”设置了转股修正条款、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。

综合以上分析，公司对“乐歌转债”的偿还能力较强。

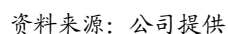
十一、结论

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⁺，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 2023 年 3 月底乐歌人体工学科技股份有限公司股权结构图



附件 1-2 截至 2023 年 3 月底乐歌人体工学科技股份有限公司组织架构图



附件 1-3 截至 2023 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	732.00 万美元	100.00	设立
2	Lecangs, LLC	仓储物流服务及货物销售	100.00 万美元	100.00	设立
3	沃美特（香港）有限公司	商品贸易	10.00 万港币	100.00	设立
4	福来思博美国公司	商品贸易	350.00 万美元	100.00	设立
5	乐歌（宁波）国际贸易有限责任公司	商品贸易	1.25 亿元	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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	9.32	15.66	19.99	21.56
资产总额（亿元）	28.67	40.32	59.89	65.95
所有者权益（亿元）	10.22	19.05	24.53	28.47
短期债务（亿元）	8.50	9.30	11.71	11.77
长期债务（亿元）	3.50	5.67	16.74	17.98
全部债务（亿元）	11.99	14.98	28.44	29.76
营业总收入（亿元）	19.41	28.71	32.08	7.96
利润总额（亿元）	2.36	2.02	2.69	5.49
EBITDA（亿元）	2.94	3.52	5.19	--
经营性净现金流（亿元）	2.16	2.65	3.35	1.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	15.64	16.01	16.75	--
存货周转次数（次）	2.88	3.33	4.20	--
总资产周转次数（次）	0.89	0.83	0.64	--
现金收入比（%）	88.83	94.31	101.95	104.44
营业利润率（%）	46.20	39.23	33.84	36.19
总资本收益率（%）	10.71	6.68	5.39	--
净资产收益率（%）	21.21	9.68	8.92	--
长期债务资本化比率（%）	25.49	22.94	40.56	38.71
全部债务资本化比率（%）	54.00	44.01	53.70	51.11
资产负债率（%）	64.37	52.74	59.05	56.83
流动比率（%）	116.40	154.46	173.73	176.94
速动比率（%）	80.69	121.24	146.75	151.89
经营现金流动负债比（%）	14.69	17.20	18.48	--
现金短期债务比（倍）	1.10	1.68	1.71	1.83
EBITDA 利息倍数（倍）	13.89	8.18	7.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.07	4.26	5.48	--

注：1.2023 年一季度，公司合并财务报表未经审计；2. “--” 表示无意义

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	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产（亿元）	5.93	9.20	10.80
资产总额（亿元）	26.84	33.70	39.62
所有者权益（亿元）	9.80	16.86	19.66
短期债务（亿元）	6.70	8.21	10.36
长期债务（亿元）	3.50	4.16	5.22
全部债务（亿元）	10.20	12.37	15.59
营业总收入（亿元）	14.55	14.60	15.17
利润总额（亿元）	1.54	-0.11	0.10
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.12	4.48	-2.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.59	3.03	2.79
存货周转次数（次）	7.38	6.23	6.55
总资产周转次数（次）	0.71	0.48	0.41
现金收入比（%）	78.51	125.54	85.54
营业利润率（%）	28.05	17.31	21.33
总资本收益率（%）	6.91	-0.22	0.40
净资产收益率（%）	14.10	-0.39	0.72
长期债务资本化比率（%）	26.29	19.81	20.99
全部债务资本化比率（%）	50.99	42.33	44.23
资产负债率（%）	63.48	49.97	50.40
流动比率（%）	118.74	155.19	147.49
速动比率（%）	104.72	139.42	136.24
经营现金流动负债比（%）	0.91	35.72	-19.06
现金短期债务比（倍）	0.88	1.12	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：1.2023 年 1-3 月公司本部财务报表未披露；2.“--”表示无意义

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
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	
营业总收入年复合增长率	
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%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 × 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+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