

信用等级公告

联合〔2020〕068号

乐歌人体工学科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对乐歌人体工学科技股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的创业板可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

乐歌人体工学科技股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

乐歌人体工学科技股份有限公司拟公开发行的创业板可转换公司债券信用等级为 A+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年一月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

乐歌人体工学科技股份有限公司

创业板公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：A+

公司主体信用等级：A+

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 30,000.00 万元

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 1 月 13 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	6.53	10.97	11.67	14.37
所有者权益（亿元）	3.37	6.87	7.39	7.70
长期债务（亿元）	0.50	0.50	0.00	0.00
全部债务（亿元）	1.75	1.93	2.05	4.43
营业收入（亿元）	4.88	7.48	9.47	7.04
净利润（亿元）	0.60	0.63	0.58	0.38
EBITDA（亿元）	0.87	0.98	0.95	--
经营性净现金流（亿元）	0.39	0.67	0.96	0.90
营业利润率（%）	49.44	46.21	43.39	45.10
净资产收益率（%）	20.60	12.27	8.08	5.08
资产负债率（%）	48.39	37.34	36.68	46.39
全部债务资本化比率（%）	34.17	21.95	21.76	36.50
流动比率（倍）	1.52	2.13	1.84	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.50	0.51	0.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	33.89	18.46	25.99	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.29	0.33	0.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 2019 年 1-9 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“公司”或“乐歌股份”）的评级反映了公司作为国内从事人体工学综合解决方案的上市公司之一，在经营规模、产品开发、营销网络和品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司在传统大屏支架业务的基础上开发升降台、升降桌等新产品，不断拓展下游客户，实现了收入和资产规模的持续增长。2017 年，公司成功完成首次公开发行股票，其资本实力和抗风险能力得到了增强。同时，联合评级也关注到公司成本控制压力较大、期间费用增长较快且费用控制能力有待提高以及境外销售占比大带来汇率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，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 30,000.00 万元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望降低。

综上，基于对公司主体长期信用水平及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险较低。

优势

1. 近年来，随着国内经济发展和健康意识提升，人体工学行业发展迅速，下游需求快速增长，行业发展潜力大。

2. 公司在国内人体工学行业处于领先地位，

有一定的市场口碑和品牌优势，销售渠道广，收入逐年增长。

3. 近年来，公司业务规模不断扩大，资产和收入规模持续增长；首次公开发行股票后，资本实力和抗风险能力得到了增强。

关注

1. 近年来，公司主要原材料钢材、定制件和电子元器件等材料成本波动较大，公司面临一定的成本控制压力，毛利率水平有所下降。

2. 随着竞争日趋激烈，公司用于营销渠道建设的销售费用快速增长，对公司利润水平产生侵蚀。

3. 公司产品以境外销售为主，多以美元结算，人民币汇率波动使公司面临较大的汇率波动风险。

分析师

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

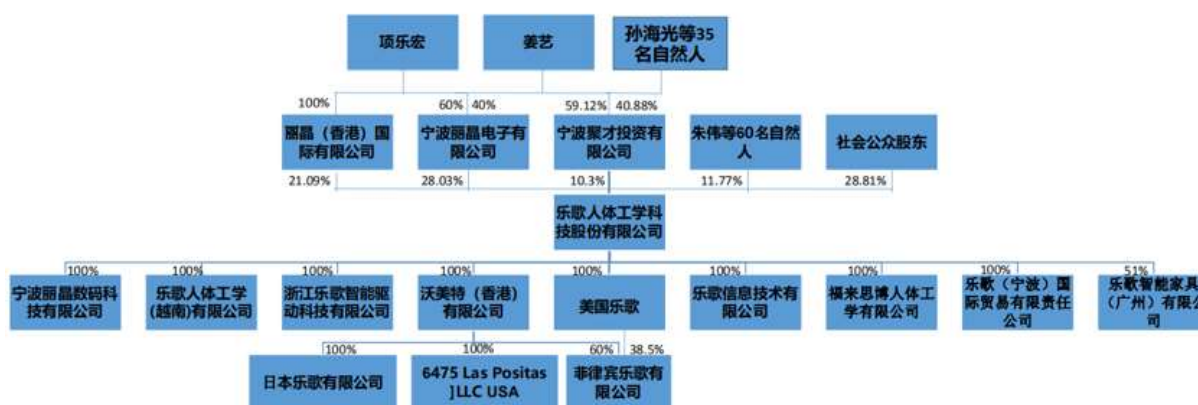
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“公司”或“乐歌股份”）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”），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 6,000.00 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创业板上市（股票简称：乐歌股份，股票代码：300729.SZ），股本增加至 8,600.00 万元，丽晶电子持股 28.46%。截至 2019 年 9 月底，公司股本 8,734.22 万元，第一大股东丽晶电子持股 28.03%（质押 550.00 万股，占持股比例 22.47%），公司实际控制人为项乐宏、姜艺夫妇。

图 1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



注：项乐宏与姜艺为夫妻关系，二者为一致行动人
资料来源：公司提供

公司经营范围包括：升降桌、升降台、各种新型办公系统和设备、功能家具及部件、线性驱动设备的研发、制造、销售；健身器材、新型平板电视支架、平板电视结构模组、显示器支架、医疗器械（需专项许可的除外）、护理和康复设备、车库架、车载架、各种新型承载装置、精密模具及精密结构件的研发、设计、制造、加工、批发和零售；手机、电脑、汽车、相机的配件及装饰件批发和零售；工业厂房的租赁；自营和代理货物和技术的进出口（不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）。

截至 2019 年 9 月底，公司分别设置了工程部、采购部、生产部、品质部、设备部、模具中心、研发部、健康研究院、国内营销事业部、国际营销事业部、海外品牌事业部、产品企划部、财务部、法务部等 16 个部门；纳入合并范围的子公司 12 家；拥有在职员工 1,508 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 116,680.30 万元，负债合计 42,800.94 万元，所有者权益（含少数股东权益）73,879.37 万元，其中归属于母公司所有者权益 73,879.44 万元。2018 年，公司实现营业收入 94,677.59 万元，净利润（含少数股东损益）5,759.05 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 5,759.09 万元；公司经营活动现金流量净额为 9,611.80 万元，现金及现金等价物净增加额-7,450.22 万元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 143,668.15 万元，负债合计 66,651.21 万元，所有者权益（含少数股东权益）77,016.94 万元，其中归属于母公司所有者权益 76,977.43 万元。2019 年 1—9

月，公司实现营业收入 70,447.98 万元，净利润（含少数股东损益）3,829.12 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 3,843.44 万元；公司经营活动现金流量净额为 8,974.10 万元，现金及现金等价物净增加额 30,408.85 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。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次可转换公司债券名称为“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”（以下简称“本次可转债”或“可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在深圳证券交易所上市。本次可转债发行规模为人民币 30,000.00 万元，按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转债票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

本次可转债无担保。

（1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

在本次可转债发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则

该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

本次可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转债募集资金总额不超过 30,000.00 万元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表 1 本次可转债募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	年产 120 万台（套）人体工学产品生产线技改项目	10,504.00	7,000.00
2	越南生产基地扩产项目	3,400.00	3,000.00

3	综合运营楼项目	16,695.00	11,000.00
4	补充流动资金	9,000.00	9,000.00
合计		39,599.00	30,000.00

资料来源：公司提供

年产 120 万台（套）人体工学产品生产线技改项目建设期 2 年，总投资金额 10,504.00 万元，拟使用募集资金投入 7,000.00 万元。公司拟在现有滨海生产基地内购置开式压力机、激光切管机等设备，对现有生产线进行升级改造，达产后可增加公司年产能电动多媒体升降系统 20 万套、智慧升降台（桌）40 万套、智慧增高台 60 万台。预计该项目运营后的税后内部收益率为 33.46%，预计投资回收期为 4.57 年（含建设期）。

越南生产基地扩产项目建设期 2 年，总投资金额 3,400.00 万元，拟使用募集资金投入 3,000.00 万元。公司计划在越南现有生产基地内购置开式压力机、激光切管机、装配流水线等设备以扩张现有产能，达产后可增加公司年产能新型平板及显示器支架 14 万套、升降台（桌）及各种新型办公系统 30 万套。预计该项目运营后的税后内部收益率为 31.93%，预计投资回收期为 4.68 年（含建设期）。

综合运营楼项目建设期 2 年，总投资金额 16,695.00 万元，拟使用募集资金投入 11,000.00 万元。公司拟在宁波市鄞州区南部商务区建设集办公、研发、展厅、多功能会议厅于一体的、总建筑面积约为 30,000 平方米综合性办公楼，以解决人员快速扩张、现有办公面积不足的问题，提升公司品牌形象及客户体验。该项目不直接产生收益。

总体看，公司募投项目建成后，有助于公司提升产能、扩大行业影响力，进一步提升综合实力和公司形象。

三、行业分析

公司主要从事升降桌、升降台、支架等人体工学家具的研发、制造和销售服务。按照中国证监会公布的《上市公司行业分类指引（2013 年修订）》，公司所从事的行业为制造业中的家具制造业。

1. 行业状况

我国城镇化、工业化、信息化进程的加快，有力地推动了家具产业的发展。伴随城镇化率的提高，城镇人口的持续增长必然带动住房刚需的持续放量。城市化进程加快，人民收入水平不断提高，形成了强大的购买力，促进了我国家具行业的规模发展；同时，工业化与信息化的融合，促进了传统产业转型及改造升级，促进了我国家具行业从依靠成本竞争向提升服务水平、提高产品科技含量及产品附加值转变。

根据国家统计局数据显示，全国城镇化率（城镇人口占总人口比重）从 2011 年的 51.27% 提高到 2018 年的 59.58%。我国城镇化进程的加快，将为整体家居行业的发展提供广阔的市场空间。同期，我国城镇居民可支配收入持续增长，居民消费能力大幅提升，根据国家统计局的统计，从 2011 年到 2018 年，中国城镇居民人均可支配收入由 23,979.00 元上升至 39,251.00 元，年均复合增长率为 8.76%。随着可支配收入的提高，居民消费结构和消费理念也出现了一定的变化，影响居民消费行为的因素从单纯的价格因素逐渐发展到品牌、质量、信誉、服务以及购物环境等综合因素，这为家具行业迅速发展奠定了良好的基础，并带动家具行业的消费升级。

图2 近年来我国城镇居民人均可支配收入及城镇化率变化（单位：元/年、%）



资料来源：Wind

经过多年的发展，我国家具行业已形成了一定的产业规模，行业内大部分企业已经实现了自动化或半自动化制造，生产工艺更加成熟，并出现了一些具有国际先进水平的家具明星企业和家具配套产业。根据国家统计局的统计，近年来我国规模以上家具制造业企业的主营业务收入继续保持高速增长，2011—2018年，我国规模以上家具制造业企业主营业务收入由4,992.23亿元增至9,056.00亿元，年均复合增长率约为10.43%。2018年受累于房地产行业景气度下降的影响，家具制造企业主营业务收入增速有所下降，规模以上家具制造业企业主营业务收入7,011.90亿元，同比增长4.3%。

图3 近年来家具制造行业主营业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

人体工学是家具行业的细分行业，目的是使工具的使用方式尽量适合人体的自然形态，从而尽量减少使用工具造成的疲劳，提升工作效率。从国际市场来看，在北美、欧洲等发达国家和地区，办公健康较早受到消费者的关注，人体工学理念已被较为广泛地运用到家具和办公设备的设计和生产中；依赖于对工作健康的重视和政府部门的推动，人体工学市场发展迅速，行业成熟度较高，市场化程度也相应较高。南美洲、中东和亚太市场则属于新兴市场，发展潜力较大、增长速度快。国外市场中领先的人体工学家具厂商和品牌主要包括平板显示承载领域的美国 Milestone 和 Ergotron，升降办公桌、升降台领域的丹麦 Linak、美国 Humanscale、Human Solution 和 Varidesk，以及智能健身车领域的美国 Lifespan；这些厂商产品与品牌的市场认可度较高，产品附加值较大，具有较强的竞争能力，在传统商超及电商平台都占据了较大的市场份额。从国内市场过来看，人体工学理念在我国的应用起步较晚，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，在办公

室中的渗透率仍不足 1%。目前境内人体工学行业整体仍处于初级阶段，尤其是以升降工作台为代表的高端产品同美国等发达国家相比有较大差距。从行业竞争来看，一方面国内人体工学市场中大多为同质化严重、技术含量较低的中低端产品，且未形成自主的品牌资源；另一方面，大多数公司的经营模式仍以 OEM/ODM 模式为主，市场竞争力较弱。国内企业的主要参与者包括浙江捷昌线性驱动科技股份有限公司、昆山泓杰电子股份有限公司、宁波渠成进出口有限公司、南通市久正人体工学股份有限公司和乐歌股份。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家具产品。此外，人体工学家具产品除广泛应用于日常工作和办公中，还逐渐应用于智慧城市、智能工厂、医疗、金融、IT、电竞等专业领域。这些专业领域均具有快速获取和处理信息的需求，且产品技术及稳定性的要求高、附加值大，构成了人体工学家具行业应用的新增长点。

总体看，受益于我国经济快速发展，人均可支配收入的快速增长，家具制造行业发展迅速，随着消费者对家具风格、美观度要求的提升，未来定制家具面临较好的发展空间。

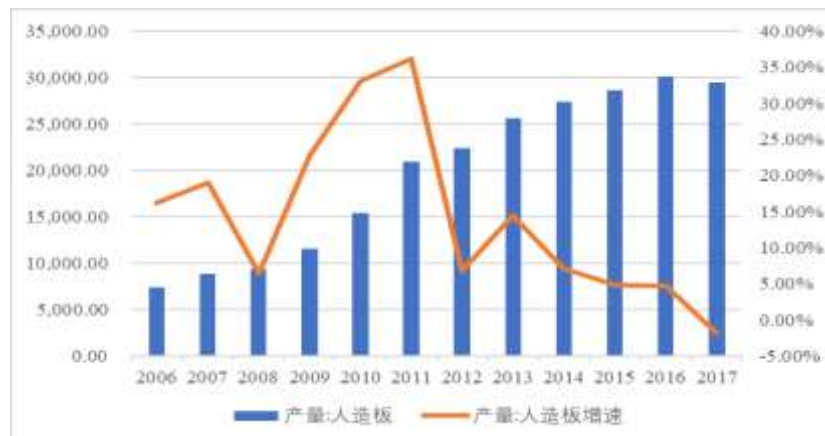
2. 行业上下游情况

（1）行业上游

家具制造行业上游为人造板制造（以中纤板、刨花板为主）、建材、五金配件、陶瓷加工等行业，其中以人造板和钢材为主。目前上游行业基础扎实、行业工艺较成熟，能够持续稳定地提供设备和原辅材料。

从人造板产量来看，目前我国已成为世界人造板生产第一大国。据国家林业局统计，近十几年来人造板的产量保持了高速增长，从 2001 年的 2,111.27 万立方米快速增长到 2008 年的 9,409.95 万立方米，年复合增长率达 23.80%。2008 年底的金融危机导致了当年人造板产量增速的暂时放缓，同比增长仅为 6.46%。进入 2009 年，我国人造板产量增速有所回升，但受到国内房地产调控政策和国际经济形势影响，2011 年后人造板产量增速再次出现放缓趋势，2012 年全国产量为 22,335.79 万立方米，产量增速下降至 6.77%。2013 年全国人造板产量为 25,559.91 万立方米，同比增速有所回升，达到 14.43%，2014—2016 年全国人造板产量分别为 27,371.79 万立方米、28,679.52 万立方米和 30,042.22 万立方米，同比增长速度有明显下降趋势，分别为 7.09%、4.78%和 4.72%；2017 年，人造板产量 29,485.87 万立方米，同比下降 1.85%，人造板产量增速近十年来首次下降。

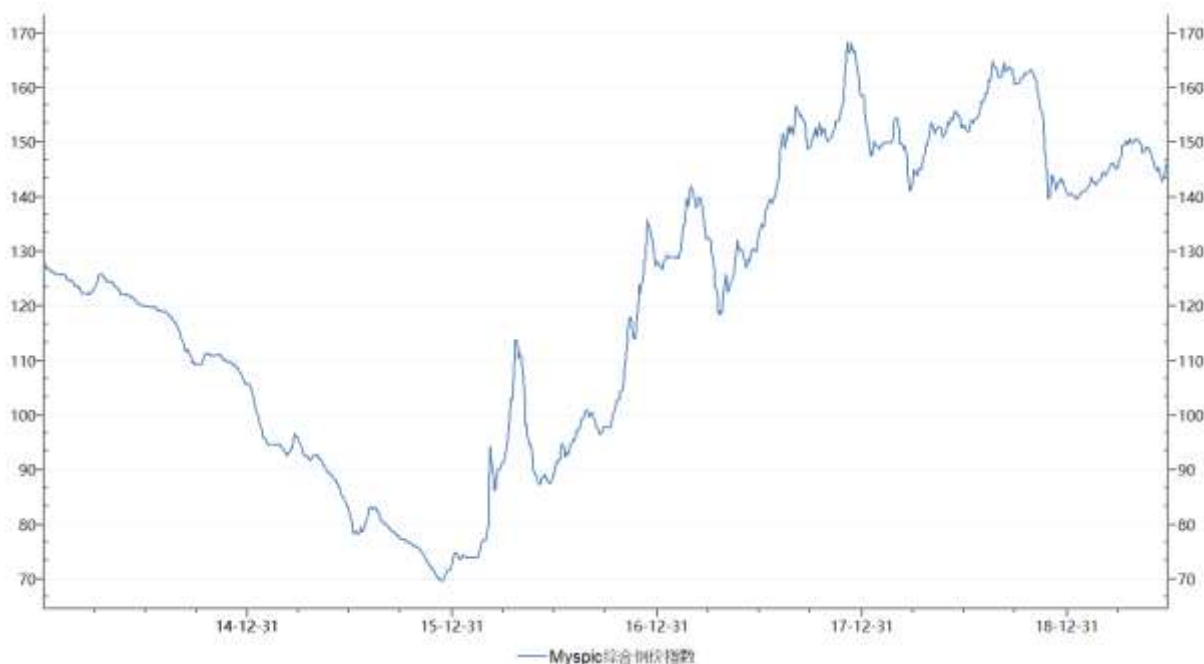
图 4 近年来我国人造板产量及增速（单位：万立方米、%）



资料来源：Wind

钢材是全球大宗商品，市场价格较公开透明，价格波动较大，钢材使用者的议价能力有限。2014-2015 年，钢材整体价格回落，由 2014 年初的 129.75 点下降至 2015 年底的 73.03 点。2016 年以来，钢价整体波动上升，给家具制造企业带来一定成本压力；特别是 2017 年较 2016 年出现大幅上涨。2018 年，全球钢铁价格保持在高位，下半年出现回落；截至 2018 年底，Myspic 综合钢价格指数为 141.03 点。2019 年以来，钢材价格继续小幅增长，截至 2019 年 6 月底，Myspic 综合钢价格指数升至 143.22 点。钢材价格的波动对家具制造企业的利润空间和盈利水平产生一定影响。国内来看，我国提出了以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为重点任务的供给侧结构性改革，2018 年钢铁行业超额完成全年压减钢铁产能 3,000 万吨目标任务，提前两年完成钢铁去产能“十三五”规划 1.5 亿吨上限目标。受供给侧改革影响，钢铁行业景气度依然持续回升，2018 年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.7 亿吨、9.3 亿吨和 11.1 亿吨，同比分别增长 3.0%、6.0%和 8.5%；2018 年，CSPI 国内钢材价格平均指数为 114.8 点，同比上升 7.0 点，中钢协会员企业实现工业总产值 3.5 万亿元，同比增长 14.6%。钢铁价格上涨一定程度提高了家具制造企业的成本。

图5 近年来Myspic综合钢价指数走势



资料来源：Wind

总体看，近年来，家具制造行业上游的人造板行业增速放缓，钢铁价格波动较大，给家具制造企业的成本控制带来一定压力。

(2) 行业下游

家具制造的下游行业主要是房地产行业。

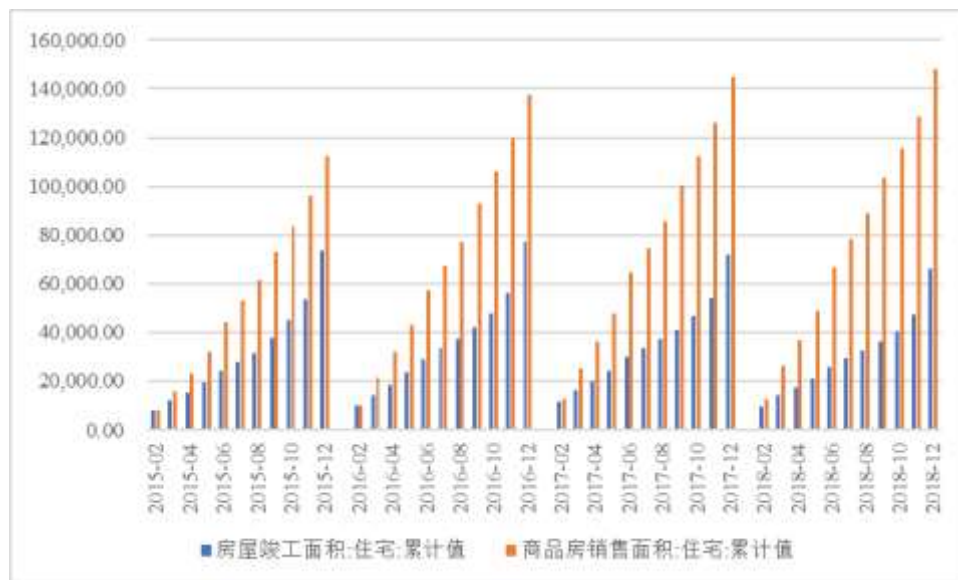
房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。从近年房地产业发展趋势来看，2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万

平方米，同比增长 4.6%。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下降，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较前 11 个月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 6 近年来全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下降。

3. 行业竞争

从行业竞争来看，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。许多小规模工厂生产的家居产品质量参差不齐、设计大同小异，这为家具龙头企业提供了整合产业链上下游的机会，未来行业集中度将持续提升。与国外相比，国内缺少优秀的本土设计师，市占率还处于偏低的状态。

定制家具行业“进入门槛低，做大做强难”的特点导致竞争格局分散，集中度较低，CR5 不足 20%。定制家居呈现明显的“大行业、小企业”的行业特点。绝大部分以区域性中小企业为主，销售规模为 3 亿元以下，仅有部分龙头企业（欧派、索菲亚和尚品宅配）销售规模超过 40 亿。企业间打深度价格战的可能性较小，因为目前行业供需结构良好、企业品牌维护意识强、产品标准化程度低、无库存压力且消费者价格弹性相对较小。目前行业初步形成分层，第一梯队以欧派、索菲亚、尚品宅配、好莱客、志邦、金牌厨柜等品牌为代表（营业收入 10 亿元以上，已形成全国布局），第二梯队以我乐家居、顶固集创品牌为代表（营业收入 3~10 亿），第三梯队以客来福、蓝谷智能品牌为代表（营收 3 亿以下），行业龙头逐步在设计、生产和渠道等方面形成一定进入壁垒。

总体看，家具制造行业准入门槛较低，市场集中度较低；定制家具已初步形成分层，未来行业集中度有望提升。

4. 行业政策

“十二五”以来，我国家具制造产业取得巨大的成就，产业规模进一步扩大，产业结构进一步优化，同时也面临着资源有限供给能力趋紧，产业素质发展不均衡，科技创新能力不足等问题。

2014 年 3 月，国务院发布《国家新型城镇化规划（2014—2020）》提出，要稳步提升城镇化水平和质量，有序推进农业转移人口市民化，推进符合条件农业转移人口落户城镇，力争到 2020 年常住人口城镇化率达到 60% 左右。

2015 年 5 月，国务院印发的《中国制造 2025》提出，加快推动新一代信息技术与制造技术融合发展，把智能制造作为两化深度融合的主攻方向；推进制造过程智能化；发展基于互联网的个性化定制、众包设计、云制造等新型制造模式，推动形成基于消费需求动态感知的研发、制造和产业组织方式。

2016 年 6 月，国务院办公厅印发《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》，提出鼓励家电、家具、汽车、电子等耐用消费品更新换代，适应绿色环保、方便快捷的生活需求。

2016 年 8 月，工信部印发《轻工业发展规划（2016—2020 年）》提出，要大力实施增品种、提品质、创品牌的“三品”战略，改善营商环境，从供给侧和需求侧两端发力，推进智能和绿色制造，优化产业结构，构建智能化、绿色化、服务化和国际化的新型轻工业制造体系。

总体看，国家通过制定相关行业标准及政策而整体推进家具制造行业产业升级，推动产业供给侧结构性改革，淘汰落后产能。

5. 行业关注

（1）产品同质化程度高，企业利润率降低

近年来，开始从事整体家居产品的企业众多，大多数企业规模较小，产品档次低、质量差，营销能力和产品开发能力有限，产品同质化情况较严重，大部分依靠低价仿制品来争夺市场份额，行业竞争激烈，产品价格的下降影响了行业的利润率水平。

（2）行业准入门槛较低、自主创新能力弱

家具制造行业准入门槛较低，在行业同质化的趋势下虽然优势企业将占据更多市场份额，但大量中小企业仍将继续存在，多数中小型生产企业主要依靠模仿少数知名品牌企业的设计产品，行业的自主创新能力较弱。

6. 未来发展

随着居民消费能力的快速增强和消费观念的转变，消费者对家具的需求由“价廉”向“质优”转变，消费者对家具的样式、风格等因素的需求逐步提升；同时，环保健康成为消费者选择的主要因素之一，大、中型家具厂商采用的板材大都符合环保标准，未来将面临较好的发展机遇。

随着家具的工业化批量生产，家具制造技术正在利用数字化控制技术、新的传感技术及新的机械技术等来提高加工效率和加工精度。在锯、刨、钻、贴面、封边等方面出现了许多新的装备，相应采用了许多新的工艺。国内大型家具生产企业将进一步应用这些最新的生产工艺，拉开市场各个企业的竞争档次。

总体看，随着居民消费能力的增强和消费观念的转变，消费者对家具的要求逐步提高，大、中型家具企业将面临较好的发展空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，垂直整合了市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务的全价值链业务。

产品开发方面，通过资源共享和信息化建设，公司有效整合了各业务环节。公司成立了信息中心，形成了一套自主开发管理的 ERP 系统，实现了需求调研、竞争监控、定价管理、客户管理、数据分析等功能的整合。在产品研发与企划阶段，运用大数据挖掘、语义分析等手段深入调研，了解用户的痛点和需求以把握市场方向。在销售阶段，公司通过海内外大型展会、电商平台以及品牌经销商渠道向各类用户展示产品性能，在扩大公司影响力的同时，通过与用户的直接沟通，能将最新的需求反馈给研发团队，及时捕捉国外市场最前沿的消费理念。在售后服务阶段，公司提供专业的运输、安装、调试服务以及合理退换货的售后服务机制，同时售后团队及时将用户的体验和感受反馈给研发团队，不断改进产品。通过业务的互相整合，公司提升了市场需求的反应速度和新品推出速度。目前，公司主要产品已经相继取得了 ISO9001 质量管理体系、ISO14000 环境管理体系认证并通过了 UL、GS、BIFMAX5.5、EN957、CE、CB、IEC、IECEE、FCC、PSE、CUL 等各项认证。

品牌建设方面，公司通过了知识产权管理体系 GB/T29490-2013 认证，形成了完整的品牌、专利和标准综合优势。与国内 OEM 和 ODM 为主的生产方式不同，公司自主品牌产品销售比例已超过 50%，公司自主品牌“乐歌 Loctek”是海内外人体工学显示支架市场的成熟品牌之一，“Fleximounts”“FlexiSpot”和“FitLeader”等海外子品牌获得一定的市场认可度，“乐歌”品牌已被评为中国驰名商标。

营销网络方面，公司建立了境内境外、线上线下全方位的销售渠道，在线上营销领域，公司与淘宝、京东、Amazon、eBay 等电商平台合作，同时积极开发独立的电商平台和微商城等线上平台；公司境外线上同品类销量排名前列。在线下销售领域，公司在积极发展经销商的基础上，与办公家具商、家电/电脑厂商、行业集成商合作的方式进行配套销售，已在海外成功进入家乐福、麦德龙、

BestBuy、Dixons 等大型连锁超市；美国子公司贸易直销中心被宁波市对外贸易经济合作局认定为宁波市境外投资创业基地（境外贸易营销基地）。此外，公司也积极尝试开拓 DIY 市场，针对电竞、设计、摄影等细分目标客户群体，推出多种个性化产品。

总体看，公司在人体工学领域具有多年的积累，具备较好的市场口碑，有一定市场竞争实力。

2. 研发水平

公司组建了研发部、健康研究院、产品企划部和模具中心为主体的既分工又协作的研发体系，在显示支架、坐立交替办公系统、健身车等领域持续投入。2016—2018 年，公司研发经费投入分别为 1,793.85 万元、2,719.22 万元和 3,470.64 万元，年均复合增长 39.10%，分别占当期营业收入的 3.68%、3.64%和 3.67%。

截至 2019 年 9 月底，公司及主要子公司拥有研发人员 391 人，占员工总数的 26.33%；截至 2019 年 9 月底，拥有有效专利权约 800 项，其中已授权发明专利 41 项。

公司重视与高校的战略合作，先后与宁波大学、宁波工程学院、浙江大学宁波理工学院等开展产学研合作，建立研发中心和实习基地等。

总体看，公司持续进行研发投入并取得了一定成果，有利于支持公司未来的持续发展。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司共有董事 9 名、监事 3 名，高层管理人员 7 名（总经理 1 名，副总经理 5 名）。

公司董事长兼总经理项乐宏先生，1971 年出生，北京大学光华管理学院、长江商学院双硕士学位，香港城市大学 DBA 求学经历，清华大学五道口金融学院高级工商管理硕士在读。曾任丽晶电子执行董事，丽晶时代董事长、总经理，丽晶国际董事；2010 年 5 月至今，任公司董事长；2016 年 11 月至今，兼任公司总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司在职员工合计 1,508 人。按岗位构成划分，生产人员占 38.73%，技术人员占 26.33%，销售人员占 17.04%，行政人员占 16.38%，财务人员占 1.53%；按学历划分，硕士及以上学历占 1.59%，本科学历占 36.21%，专科及以下学历占 62.20%；按年龄划分，30 岁及以下占 51.33%，30 至 50 岁占 45.76%，50 岁以上占 2.92%。

总体看，公司高层管理人员从业经验丰富；员工队伍岗位构成、学历结构和年龄结构与公司业务实际要求相符，能够满足公司日常经营管理活动需要。

4. 税收优惠

公司被认定为高新技术企业并取得高新技术企业证书（证书编号：GR201733100182，有效期至 2019 年 12 月 31 日），适用 15% 的企业所得税税率；公司所开展的业务能够受到国家政策的一定支持。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《公司法》《证券法》《深圳证券交易所股票上市规则》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作。公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法

人治理框架，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审计批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案、股权激励计划等；对公司增加或者减少注册资本、对外担保、购买、出售资产、股权激励等重大经营事项做出决议。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成¹，其中独立董事 3 名，董事长 1 名，副董事长 1 名。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，每年更换董事人数不得超过全部董事人数的四分之一。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，由 3 名监事组成，设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会中职工代表监事 1 名，通过公司职工代表大会民主选举产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司年度财务预算方案、利润分配及弥补亏损方案等。

总体看，公司治理结构完善，董事会、监事会能够独立运作，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

截至 2019 年 9 月底，公司分别设置了工程部、采购部、生产部、品质部、设备部、模具中心、研发部、健康研究院、国内营销事业部、国际营销事业部、海外品牌事业部、产品企划部、财务部、法务部等 16 个部门。公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

在财务和资金管理方面，公司严格按照《会计法》《企业会计制度》以及《企业会计准则》等政策及相关法规制度的规定建立了《财务管理制度》《现金管理制度》《财务支付管理制度》等，规范了内部资金支付审批权限及审批程序。按业务不同类别分别确定审批责任人、审批权限和审批程序，并涵盖至各子公司。对资金支付申请、审批权限、复核和办理支付等环节进行了细化。

对外担保管理方面，公司根据相关规定，制定了《公司对外担保管理制度》，明确了股东大会、董事会关于对外担保事项的审批权限，对担保业务进行严格控制。公司对外担保事项履行必要的内部审批程序，并按审批权限提请公司董事会、股东大会审议通过后方予以实施。

在关联交易的管理控制方面，根据《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》，公司制定了《关联交易管理办法》，对关联方交易的内容、范围及确认标准、关联方交易的审议程序、价格的确认程序等做出了明确的规定，保证了公司与关联方之间订立的关联交易符合公平、公开、公正的原则，确保各项关联交易的公允性。

在募集资金管理方面，根据《公司法》《证券法》《上市公司章程指引》等法律、行政法规、规范

¹ 公司董事张信先生与 2019 年 10 月 29 日辞职，公司于 2019 年 12 月 10 日召开董事会补选泮云萍女士为非独立董事，2020 年 1 月 13 日公司召开 2020 年第一次临时股东大会审议通过上述董事补选议案

性文件及《公司章程》，公司制定了《募集资金使用管理制度》，以规范募集资金的管理和使用，提高募集资金使用效率，保护投资者的合法权益。

总体看，公司作为创业板上市公司，法人治理结构完善，各项管理制度较为完备。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为人体工学健康办公、家居产品的研发、生产及销售，通过人体工学产品创新日常生活与办公方式，为客户提供更加健康、舒适、安全、高效的健康办公整体解决方案；产品广泛应用于日常生活、办公以及智慧城市、智能工厂、医疗、金融、IT、电竞等专业领域。从产品类别来看，公司的产品主要有人体工学工作站和人体工学大屏支架两类产品；其中人体工学工作站系列产品主要包括电脑支架、电脑升降台、升降桌和桌边健身车等，人体工学大屏支架主要是用于传统电视机的基础款和功能款产品。

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 48,786.26 万元、74,783.08 万元和 94,677.59 万元，年均复合增长 39.31%；分别实现净利润 6,008.43 万元、6,282.75 万元和 5,759.05 万元，年均复合下降 2.10%，主要系 2018 年毛利率下降及销售费用增加影响所致。2016—2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比重均在 97%以上，主营业务十分突出。

表 2 近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	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	13,278.96	27.37	54.65	35,852.16	48.25	53.18	52,827.24	57.16	51.63	46,239.33	66.55	49.86
人体工学大屏支架	30,374.46	62.61	47.80	30,586.78	41.17	37.55	29,729.76	32.17	29.94	15,755.25	22.67	30.77
其他	4,861.95	10.02	54.90	7,858.90	10.58	58.11	9,865.61	10.67	57.42	7,489.35	10.78	61.59
合计	48,515.37	100.00	50.38	74,297.84	100.00	47.27	92,422.61	100.00	45.27	69,483.93	100.00	46.80

资料来源：公司提供

从营业收入构成来看，2016—2018 年，公司以人体工学工作站和人体工学大屏支架为主要产品。其中，人体工学工作站业务受升降台和升降桌带动，收入逐年大幅增长，年均复合增长 99.46%，占主营业务收入的比重由 2016 年的 27.37%上升至 2018 年的 57.16%，已成为公司最主要的收入来源。因消费需求及公司战略方向变化，2016—2018 年，公司人体工学大屏支架业务收入波动下降，年均复合下降 1.07%；占主营业务收入的比重逐年下降，由 2016 年的 62.61%下降至 2018 年的 32.17%。2016—2018 年，其他类业务主要是部分其他自制产品和外购代销产品，收入规模逐年增长，年均复合增长 42.45%，但由于并非公司主要发展方向，占主营业务收入的比重不大，整体较为稳定。

从毛利率来看，由于原材料价格上涨，2016—2018 年，人体工学工作站业务毛利率逐年下降，分别为 54.65%、53.18%和 51.63%；人体工学大屏支架毛利率逐年下降，分别为 47.80%、37.55%和 29.94%。其他业务收入占主营业务收入的比重较小，对主营业务毛利率水平影响有限。受上述因素影响，2016—2018 年，公司主营业务毛利率逐年小幅下降，分别为 50.38%、47.27%和 45.27%。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 70,447.98 万元，较上年同期变化不大；实现净利润 3,829.12 万元，较上年同期下降 11.25%，主要系期间费用增加所致。公司综合毛利率较上年同期上升 3.30 个百分点至 45.87%，主营业务毛利率 46.80%，主要系公司产品结构调整，毛利率较高的人体工学工作站业务收入上升所致。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，人体工学工作站成为最主要的收入来源，收入贡献不断增加；受成本上涨及行业竞争加剧影响，公司综合毛利率逐年小幅下降。

2. 业务运营

公司业务流程涉及市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务，其中供应链管理、生产制造和品牌营销为实现收入的重要业务流程。

(1) 采购情况

公司的采购流程包括提出采购需求、询价、比价、下单、检验入库和付款几个阶段。公司主要对外采购生产所需的基础原材料、零配件、产品包装物及定制成品；其中，基础原材料主要包括钢板、钢管、铝锭、塑料粒子等，零配件主要包括标准件、定制化零件（压铸件、冲压件、塑料件等）和电子零配件（集成电路、半导体分立器件、马达等），产品包装物主要是彩盒、外箱和说明书，定制成品主要是外协生产的部分支架类产品。

公司制定了完备的采购制度及流程，与采购管理直接相关的部门包括采购部和品质部。其中，采购部负责供应商的选取、储备与管理，根据生产部门需求及库存情况制定采购计划，制定并执行采购合同；品质部负责与供应商事先沟通落实公司的质量政策和要求，并对采购的原材料、零配件、包装物等进行质量检验。在公司产生采购需求后，由采购部向供应商进行询价、比价和议价，确定具体的采购内容及价格后向供应商下达采购订单，公司收到货物并验收入库后在账期内进行付款。

2016—2018 年，公司主要采购品种包括定制件、基础原材料（钢材为主）、包装物、标准件和电子零配件。从采购占比来看，定制件和基础原材料是公司最主要的采购品种，在总成本的比重较高；由于公司逐渐加大了采购定制件替代采购钢材加工零部件的比例，定制件采购占比逐年增加，是公司最主要的采购原材料。从采购金额来看，除包装物 2018 年略有下降外，其他主要原材料采购金额均随收入规模逐年上升。从采购数量来看，2017 年，电子配件因采购品种变化导致采购数量上年下降 12.93%，其余主要采购品种均有所增长；2018 年，基础原材料采购量因定制件的替代效应较上年下降 9.12%，包装物和标准件因产品结构调整及外包业务增加而分别下降 12.67%和 20.28%，电子配件因机电一体化提升而大幅增长 5.03 倍，定制件采购量增长 6.92%。从采购均价来看，除电子零配件外，2016—2018 年，各主要物料采购单价均逐年上升；电子零配件采购均价波动增长，主要系 2017 年采购电机、数据线等高价配件较多所致，2018 年采购均价较上年下降 34.03%，主要系当年采购单价较低的贴片采购量较大所致。2019 年 1—9 月，公司采购均价整体有所上升，面临一定的成本控制压力；其中定制件采购均价大幅增长 126.47%，主要系公司调整生产规划，外购单价较高的压铸件所致。

表 3 近年来公司主要原材料采购情况

采购物料	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
定制件	采购金额（单位：万元）	6,660.93	10,386.63	12,401.64	15,633.12
	采购数量（单位：万件）	15,770.42	17,155.60	18,342.38	10,164.13
	采购均价（单位：元/件）	0.42	0.61	0.68	1.54
	采购金额占比（%）	32.31	33.60	36.47	53.96
基础原材料	采购金额（单位：万元）	7,469.06	10,804.00	10,971.83	5,565.69
	采购数量（单位：吨）	18,137.27	21,566.49	19,598.64	9,801.58
	采购均价（单位：元/千克）	4.12	5.01	5.60	5.68
	采购金额占比（%）	36.23	34.95	32.27	19.21

包装物	采购金额（单位：万元）	3,640.37	5,377.21	5,409.57	2,890.64
	采购数量（单位：万件）	5,375.63	7,281.88	6,359.02	3,577.64
	采购均价（单位：元/件）	0.68	0.74	0.85	0.81
	采购金额占比（%）	17.66	17.39	15.91	9.98
标准件	采购金额（单位：万元）	1,765.45	2,013.61	2,081.38	830.38
	采购数量（单位：万件）	34,443.33	37,644.08	30,011.16	12,383.63
	采购均价（单位：元/件）	0.05	0.05	0.07	0.07
	采购金额占比（%）	8.56	6.51	6.12	2.87
电子配件	采购金额（单位：万元）	263.65	448.15	1,788.87	2,808.88
	采购数量（单位：万件）	357.95	311.67	1,880.33	2,594.01
	采购均价（单位：元/件）	0.74	1.44	0.95	1.08
	采购金额占比（%）	1.28	1.45	5.26	9.69

注：定制件包括定制化零件及定制成品。

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2016—2018 年，公司前五大供应商采购占比逐年下降，分别为 26.20%、25.28%和 20.96%，因公司生产所需原材料和零部件种类繁多，采购集中度一般，但公司采购区域较为集中。

表 4 近年来公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

	供应商	采购种类	采购金额	采购占比
2016 年	宁波翔泽贸易有限公司	钢板	2,177.85	10.56
	东阳市美臣工贸有限公司	铝锭	1,019.95	4.95
	宁波市科技园区锡达钢管有限公司	钢管	829.37	4.02
	宁波众浩钢铁有限公司	钢板	741.63	3.60
	宁波中紧五金有限公司	标准件	633.79	3.07
	合计	--	5,402.59	26.20
2017 年	宁波翔泽贸易有限公司	钢板	3,461.45	11.20
	宁波江北天航工贸有限公司	钢板	1,695.76	5.49
	宁波市科技园区锡达钢管有限公司	钢管	1,113.72	3.60
	常州龙翔气弹簧有限公司	五金件	815.91	2.64
	宁波中紧五金有限公司	标准件	728.05	2.36
	合计	--	7,814.89	25.28
2018 年	宁波翔泽贸易有限公司	钢板	2,871.06	8.44
	浙江物产金属集团有限公司	钢板	1,538.84	4.53
	宁波市科技园区锡达钢管有限公司	钢管	976.45	2.87
	余姚市合丰厨具有限公司	木工半成品	905.84	2.66
	宁波江北天航工贸有限公司	钢板	834.92	2.46
	合计	--	7,127.11	20.96
2019 年 1—9 月	宁波利之源冲压有限公司	定制成品	1,266.93	4.37
	宁波长风风能科技有限公司	定制成品	1,234.05	4.26
	宁波鑫洲机械工具有限公司	压铸件	950.25	3.28
	宁波澳孚机械有限公司	定制成品	935.30	3.23
	宁波超亿门业有限公司	冲压件	795.07	2.74
	合计	--	5,181.61	17.88

注：以上为不含税价，与年报有差异

资料来源：公司提供

从结算方式来看，公司对境内主要供应商采购交易主要采用先货后款的方式，以 60~90 天的银行承兑汇票或电汇用人民币结算，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。

总体看，近年来，公司原材料种类较多，采购金额随业务规模扩大整体呈增长态势，主要原材料价格有所上涨，公司面临一定的成本控制压力；公司采购集中度一般，对单一供应商依赖不大。

（2）生产情况

公司以自主生产为主，主要涉及模具设计与制造、连续模冲压成型、激光切割、机器人焊接、压铸成型、注塑成型、表面喷涂、电子组装、机械装配等环节；公司持续加大生产自动化、智能化和规模化的升级生产线投入。对于自主品牌产品，生产部门依照销售部门根据市场预测制定的销售计划进行生产；对于贴牌产品，按照下游客户订单组织生产。

由于主要产品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。从产能来看，由于 2016 年底越南生产基地投产、2017 年初姜山生产基地复产，公司 2017 年产能提升 10.00%。2018 年起，公司调整战略，工序复杂的人体工学工作站产品占比上升，因而按照件数换算后的综合产能下降；同时因产线升级改造，整体产能较上年下降 9.09%。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，由于 2018 年起，公司将工艺简单、附加值低的产品转为外协生产，因而产能利用率不断下降，由 2016 年的 102.95%下降至 2018 年的 97.79%，但整体产能利用率保持在较高水平。2019 年 1—9 月，公司继续主动减少了大屏支架生产，换算后的产能、产量和产能利用率进一步降低。

表 5 近年来公司主要产品产销情况（单位：万件、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
产量	622.58	679.47	586.72	241.59
产能	600.00	660.00	600.00	300.00
产能利用率	103.76	102.95	97.79	80.53
销量	603.11	655.08	679.96	358.54
产销率	96.87	96.41	115.89	148.41

注：2018—2019 年 9 月底，公司将部分大屏支架转为外协生产，外购成品数量分别为 85.81 万件和 101.06 万件；因产品种类繁杂，无法准确计算产品均价
 资料来源：公司提供

为缓解生产原料成本不断上升的压力，公司专门成立了成本优化小组，由生产制造部门、技术研发部门和模具中心组成，每月定期召开成本优化会议，从生产角度提出优化建议，调整优化产品设计方案和生产设备及模具，同时在新品研发中推行零部件标准化原则，从而降低制造成本。

总体看，随着公司不断调整产品结构，综合产能、产量有所下降，产能利用率保持在较高水平。

（3）销售情况

公司根据销售渠道的不同设置了境内境外、线上线下的销售团队。境内线上销售渠道方面，公司在淘宝、京东等电商平台上采用 M2C 直营和分销的模式，并积极开发新型直销线上平台。境内线下销售渠道方面，公司主要采用与办公家具商、家电厂商、电脑厂商和集成商合作的方式进行配套销售，同时积极发展经销商。境外线下销售渠道方面，公司与海外知名品牌商、零售商、批发商合作，进入家乐福、麦德龙、BestBuy、Dixons 等大型连锁超市进行销售，产品均已通过相关检验。境外线上销售渠道方面，公司从 2013 年起开拓境外线上市场，已相继进驻 Amazon、eBay 等电商平台，并建立了美国子公司贸易直销中心。目前，公司以境外销售为主，销售收入占营业收入的 75%以上。

表 6 近年来公司主营业务收入销售区域分布情况（单位：万元、%）

时间	境内销售	境内销售占比	境外销售金额	境外销售占比
2016 年	11,824.20	24.37	36,691.17	75.63
2017 年	12,985.56	17.48	61,312.28	82.52
2018 年	13,305.20	14.40	79,117.41	85.60

资料来源：公司提供

公司通过海内外大型展会、电商平台以及品牌经销商渠道进行推广和销售，并提供运输、安装、调试服务及退换货的售后服务，能够将用户需求和体验反馈给研发团队，传递市场最前沿的消费理念，不断改进产品。

从销量来看，随着公司不断拓展下游渠道，产品销量逐年增长，年均复合增长 6.18%；其中以升降台和升降桌增速最快。从产销率来看，由于公司将部分大屏支架转为外协生产，产销率自 2017 年起大幅提升，各主要产品产销率均保持较高水平。从销售均价来看，主要产品售价 2017 年因产品结构升级而上升，2018 年因竞争加剧略有下降。

2016—2018 年，公司前五大客户销售金额占销售总额的比重分别为 23.26%、19.83%和 17.25%，客户集中度较低且集中度逐年下降。

表 7 近年来公司前五大客户情况（单位：万元、%）

时间	客户	销售金额	销售占比
2016 年	北京京东世纪贸易有限公司	3,354.10	6.88
	Hama GmbH & Co KG	3,062.84	6.28
	DSG Retail Ltd.	2,293.40	4.70
	深圳创维-RGB 电子有限公司	1,583.86	3.25
	乐视致新电子科技（天津）有限公司	1,049.52	2.15
	合计	11,343.73	23.26
2017 年	北京京东世纪贸易有限公司	3,906.21	5.22
	WAL-MART STORES INC. USA	3,409.92	4.56
	Hama GmbH & Co KG	2,973.01	3.98
	STAPLES BRANDS INTERNATIONAL NETHERLANDS B.V.	2,513.82	3.36
	DSG Retail Ltd.	2,029.60	2.71
	合计	14,832.56	19.83
2018 年	北京京东世纪贸易有限公司	3,923.37	4.14
	WAL-MART STORES INC. USA	3,750.21	3.96
	STAPLES BRANDS INTERNATIONAL NETHERLANDS B.V.	3,299.09	3.48
	Hama GmbH & Co KG	3,009.28	3.18
	DSG Retail Ltd.	2,351.40	2.48
	合计	16,333.35	17.25
2019 年 1—9 月	北京京东世纪贸易有限公司	2,763.99	3.98
	Office Depot, Inc.	2,529.37	3.64
	Hama GmbH & Co KG	1,778.18	2.56
	Officeworks Ltd.	1,554.06	2.24
	Best Buy Co Inc.	1,248.90	1.80
	合计	9,874.50	14.21

资料来源：公司提供

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。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。

总体看，近年来公司主要产品销量不断增加，客户集中度较低，并对应收账款购买保险以降低坏账风险。

3. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数随收入增长逐年提升，分别为 9.40 次、11.52 次和 12.45 次；存货周转次数波动上升，分别为 3.01 次、2.79 次和 3.02 次，主要系 2017 年存货大幅增长所致；总资产周转次数逐年下降，分别为 0.89 次、0.85 次和 0.84 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业中下水平。

表 8 2018 年同行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
603583.SH	捷昌驱动	12.13	4.50	0.85
836274.OC	泓杰股份	19.61	3.26	1.28
834886.OC	久正工学	15.07	8.87	1.70
	中位数	15.07	4.50	1.28
300729.SZ	乐歌股份	13.64	3.10	0.84

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

总体看，近年来，公司整体经营效率处于行业中下水平。

4. 经营关注

（1）原材料价格波动

公司主营产品所需的基础原材料主要为钢板、钢管、铝锭等，所需外购部件主要为冲压件、压铸件、塑料件、标准件及电子元器件。近年来，钢材等大宗原材料和电子元器件价格均出现上涨，连带外采的零部件价格上涨，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，影响公司经营业绩的稳定性。

（2）行业竞争加剧毛利率下降

随着国内用户消费能力以及对健康办公和生活方式需求的不断提高，我国的人体工学家居行业开始进入快速发展阶段，广阔的市场前景吸引越来越多的企业进入，公司因此可能面临更加激烈的

竞争环境。受到竞争加剧影响，导致行业平均利润率的下降，从而对公司的经营业绩带来不利影响。

（3）汇率波动风险

公司境外业务收入占比较高，出口产品主要采用美元结算，人民币汇率波动对公司经营业绩影响较大。一方面，人民币升值时，公司产品在境外市场竞争力下降；另一方面，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。

5. 未来发展

未来，公司将继续把握健康办公消费市场发展趋势，加快调整产品结构、加速技术升级迭代和储备，重点抓好产品升级、渠道升级、品牌建设、信息化建设和人才培养等方面的工作。产品升级方面，公司将加强国内外市场调研，整合内外部的设计资源，以用户需求为导向，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，不断拓宽优化产品结构，提升产品附加值。渠道升级方面，一方面注重存量市场的潜力，对渠道结构进行优化升级；另一方面，聚焦重点品类和健康办公细分市场，扩充高价值产品线，持续开发新渠道、新客户。品牌建设方面，继续以“乐歌 Loctek”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，并且进一步加大在健康办公领域的研发和营销投入，不断提高国内外的知名度；随着年轻消费群体的兴起，公司将品牌心智站位和消费群体迭代作为未来品牌推广战略的新方向。信息化建设方面，公司加快实现从研发、产品、供应链、制造、销售和服務的全价值链的信息化和工业化融合，整合国内国外三大制造基地的研发、制造、财务，实现企业经营层面的高度集成。

总体看，公司发展战略立足公司现有业务，发展思路清晰，有利于增强管理效率、拓展下游客户和提高产品竞争力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度审计报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。公司执行财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定“新会计准则”。2017 年，根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，公司将与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日前发生的政府补助不予追溯调整。根据《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的规定，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整，该调整对可比期间净利润不产生实质性影响。2018 年，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对“应收票据”“应收账款”“应收利息”“应收股利”“其他应收款”“固定资产”“固定资产清理”“在建工程”“工程物资”“应付票据”“应付账款”“应付利息”“应付股利”“其他应付款”“长期应付款”“专项应付款”“管理费用”“研发费用”“财务费用”等科目进行拆分及合并，该调整对可比期间净利润不产生实质性影响。2019 年，公司按照财政部发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）编制。

2016 年，公司合并范围内新增子公司 2 家，减少子公司 3 家。2017 年，公司合并范围内新增子

公司 1 家。2018 年，公司合并范围内新增子公司 1 家。2019 年 1—9 月，公司合并范围内新增子公司 2 家。截至 2019 年 9 月底，公司拥有合并范围内子公司 12 家，公司合并范围变动较小，会计政策连续，财务数据可比性很强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 116,680.30 万元，负债合计 42,800.94 万元，所有者权益（含少数股东权益）73,879.37 万元，其中归属于母公司所有者权益 73,879.44 万元。2018 年，公司实现营业收入 94,677.59 万元，净利润（含少数股东损益）5,759.05 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 5,759.09 万元；公司经营活动现金流量净额为 9,611.80 万元，现金及现金等价物净增加额-7,450.22 万元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 143,668.15 万元，负债合计 66,651.21 万元，所有者权益（含少数股东权益）77,016.94 万元，其中归属于母公司所有者权益 76,977.43 万元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 70,447.98 万元，净利润（含少数股东损益）3,829.12 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 3,843.44 万元；公司经营活动现金流量净额为 8,974.10 万元，现金及现金等价物净增加额 30,408.85 万元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 33.69%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产总额 116,680.30 万元，较年初增长 6.37%；其中流动资产占 66.74%，非流动资产占 33.26%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 39.76%，主要系存货和其他流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产 77,866.75 万元，较年初变化不大，主要由货币资金（占 31.59%）、应收票据及应收账款（占 9.30%）、存货（占 22.09%）和其他流动资产（占 33.29%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 10.08%。截至 2017 年底，公司货币资金 31,934.64 万元，较年初增长 57.31%，主要系公司首次公开发行股票募集资金到账所致。截至 2018 年底，公司货币资金 24,598.70 万元，较年初下降 22.97%，主要系公司新增投资所致。截至 2018 年

底，公司货币资金主要由银行存款（占 95.13%）和其他货币资金（占 4.69%）构成；其中，受限资金 9,493.96 万元（占 38.60%），受限比例较高，主要为用于担保的定期存款和通知存款及银行承兑汇票保证金。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款波动增长，年均复合增长 7.46%。截至 2017 年底，公司应收票据及应收账款账面价值 7,708.00 万元，较年初增长 22.86%，主要系外销业务扩大及收款周期增加所致。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款账面价值 7,244.52 万元，较年初下降 6.01%；其中，应收账款账面价值 7,040.65 万元（占 97.19%）。截至 2018 年底，公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款（期末余额 7,343.95 万元，占 94.90%）中，1 年以内占 93.31%，1~2 年占 0.49%，其余为 2 年以上，公司应收账款账龄较短；从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额 3,206.58 万元，占应收账款期末余额的 41.44%，集中度较高；公司应收账款累计计提坏账准备 698.34 万元，计提比例 9.02%，计提较为充分。

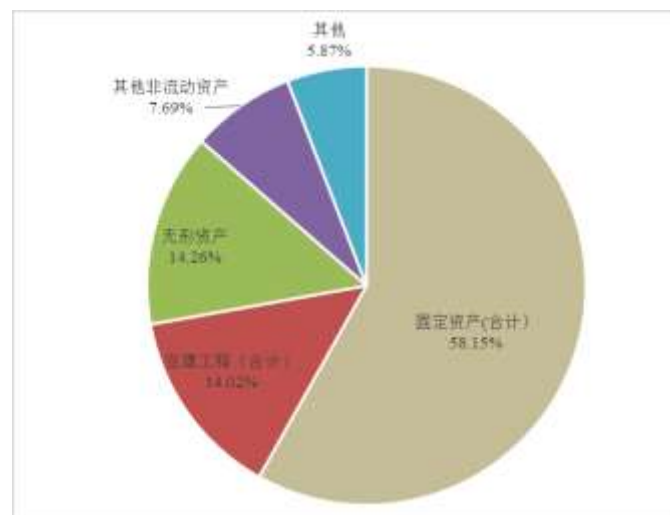
2016—2018 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 26.20%，主要系公司 B2C 销售占比提升、增加备货所致。截至 2018 年底，公司存货 17,202.99 万元，较年初变化不大；公司存货主要由库存商品（占 53.64%）、原材料（占 28.15%）和发出商品（占 14.43%）构成，累计计提存货跌价准备 522.59 万元。公司存货占比较大，对营运资金形成一定占用。

2016—2018 年，公司其他流动资产逐年大幅增长，年均复合增长 20.51 倍，主要系公司使用闲置资金购买理财产品所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产 25,924.43 万元，较年初增长 55.58%，其中主要为购买的理财产品（占 98.75%）。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 23.57%，主要系固定资产（合计）和在建工程（合计）增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 38,813.56 万元，较年初增长 13.48%；主要由固定资产（合计）（占 58.15%）、在建工程（合计）（占 14.02%）、无形资产（占 14.26%）和其他非流动资产（占 7.69%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司固定资产（合计）波动增长，年均复合增长 11.39%。截至 2017 年底，公司固定资产 22,907.83 万元，较年初增长 25.93%，主要系美国子公司购置仓库及设备所致。截至 2018

年底，公司固定资产 22,571.04 万元，较年初变化不大，主要为房屋及建筑物（占 57.30%）和机器设备（占 39.42%）；公司固定资产累计计提折旧 1,012.25 万元，未计提减值准备，公司固定资产成新率 71.27%，成新率尚可。截至 2018 年底，公司受限固定资产 217.07 万元，主要为银行借款抵押物，受限比例很低。

2016—2018 年，公司在建工程（合计）逐年大幅增长，年均复合增长 5.25 倍，主要系公司对国内生产基地持续投入建设所致。截至 2018 年底，公司在建工程 5,442.00 万元，较年初增长 75.02%，主要为滨海生产基地三期厂房建设（占 94.88%）。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 10,145.78 万元，主要系公司为取得担保的存款和银行承兑汇票保证金的货币资金（占 93.58%），全部受限资产占总资产的 8.70%，受限比例较低。公司未将子公司股权用于质押融资。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 143,668.15 万元，较年初增长 23.13%，主要系货币资金增加所致；公司流动资产占比较年初上升 4.67 个百分点至 71.41%，非流动资产占 28.59%。

总体看，近年来，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主；资产受限比例较低，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 16.40%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债总额 42,800.94 万元，较年初略有增长；其中流动负债占 98.86%，非流动负债占 1.14%，以流动负债为主，负债结构有待改善。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 27.05%，主要系应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 42,312.37 万元，较年初增长 19.11%，主要由短期借款（占 26.65%）、应付票据及应付账款（占 45.18%）和一年内到期的非流动负债（占 11.82%）构成，如下图所示。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 3.21%。截至 2017 年底，公司短期借款

12,313.73 万元，较年初增长 16.33%，主要系业务规模扩大、运营资金需求增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款 11,275.66 万元，较年初下降 8.43%，主要系公司偿还部分借款所致；其中抵押借款占 43.04%，信用借款占 33.17%，质押借款占 19.35%，其余为保证借款。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 33.31%，主要系采购规模随业务扩张所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 19,118.15 万元，较年初增长 12.83%，主要为应付账款（占 79.64%）。截至 2018 年底，公司 1 年以内的应付账款占 97.83%。

2018 年，公司新增一年内到期的非流动负债 5,000.00 万元，全部为一年内到期的长期借款。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 69.86%。截至 2017 年底，公司非流动负债 5,437.09 万元，较年初变化不大。截至 2018 年底，公司非流动负债 488.57 万元，较年初大幅下降 91.01%，主要系一年内到期的长期借款转出所致；公司非流动负债主要由递延所得税负债（占 38.76%）和递延收益（占 61.24%）构成。

从债务结构来看，2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 8.41%。截至 2018 年底，公司全部债务 20,549.13 万元，较年初增长 6.34%，全部为短期债务。2016—2018 年，公司主要债务指标均逐年下降，资产负债率分别为 48.39%、37.34%和 36.68%，全部债务资本化比率分别为 34.17%、21.95%和 21.76%。2016—2017 年，公司长期债务资本化比率分别为 12.92 和 6.78%。公司整体债务负担较轻，但债务结构有待调整。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 66,651.21 万元，较年初增长 55.72%，主要系短期借款增加所致；负债结构较年初变动不大。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 44,265.11 万元，较年初大幅增长 115.41%，主要系短期借款增加所致，全部为短期债务。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率 46.39%，较年初上升 9.71 个百分点；全部债务资本化比率 36.50%，较年初上升 14.74 个百分点，债务负担仍较轻。

总体看，近年来公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；公司整体债务负担较轻，但债务结构有待调整。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 48.08%，主要系首次公开发行后资本公积增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 73,879.37 万元，较年初增长 7.49%，其中归属于母公司的所有者权益 73,879.44 万元，主要由股本（占 11.83%）、资本公积（占 46.33%）和未分配利润（占 38.83%）构成。公司所有者权益中资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 77,016.94 万元，较年初有所增长；公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近年来公司所有者权益逐年增长，资本公积占比较高，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入和营业成本均逐年增长，年均复合率分别为 39.31%和 47.79%；公司净利润波动下降，分别为 6,008.43 万元、6,282.75 万元和 5,759.05 万元，主要系 2018 年毛利率下降及销售费用增加所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 44.89%，主要系销售费用增加所致。2018 年，公司期间费用总额 35,711.30 万元，较上年增长 27.24%；其中，销售费用占 74.31%，管理费用（含研发费用）占 26.88%，财务费用为-427.24 万元，以销售费用为主。2016—2018 年，随着公司销售规模的扩大，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 49.91%，主要系平台

服务费和广告费增加所致。2016—2018 年，公司管理费用（含研发费用）逐年增长，年均复合增长 30.64%，主要系人工费用及办公费用增加所致。2016—2018 年，公司财务费用分别为-422.15 万元、1,629.42 万元和-427.24 万元，其中 2017 年因汇兑损失导致财务费用较高。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 34.87%、37.53%和 37.72%，公司费用控制能力有待提高。

从非经常性损益来看，2016—2018 年，公司投资收益分别为 123.36 万元、46.59 万元和 954.52 万元，主要为购买银行理财收益。2017 年起，公司将政府补助分别计入递延收益、其他收益和营业外收入或冲减成本费用；2017—2018 年，公司其他收益分别为 246.61 万元和 341.93 万元。2016—2018 年，公司投资收益和其他收益合计占利润总额的 1.78%、4.10%和 19.17%，非经常性损益对公司利润影响较小。

从整体盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 49.44%、46.21%和 43.39%。由于市场竞争激烈及原材料价格上涨，公司主要盈利指标均随净利润逐年下降，总资本收益率分别为 14.65%、9.76%和 6.71%，总资产报酬率分别为 13.10%、8.77%和 6.30%，净资产收益率分别为 20.60%、12.27%和 8.08%。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），2018 年公司销售毛利率处于行业领先水平，总资产报酬率和净资产收益率均处于行业中下水平。

表 9 2018 年同行业上市公司盈利能力情况对比（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
603583.SH	捷昌驱动	42.06	22.61	24.20
836274.OC	泓杰股份	34.27	12.33	15.88
834886.OC	久正工学	30.73	27.50	36.95
	中位数	34.27	22.61	24.20
300729.SZ	乐歌股份	44.20	5.93	8.08

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据；泓杰股份和久正工学因外包比例高、投入自产的资产较少，因而总资产报酬率和净资产收益率相对较高
 资料来源：Wind

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 70,447.98 万元，营业成本 38,130.51 万元，较上年同期变化不大；净利润 3,829.12 万元，较上年同期下降 11.25%，主要系期间费用增加所致。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，净利润波动下降，费用控制能力有待提高，整体盈利能力处于行业中下水平。

5. 现金流

2016—2018 年，公司经营活动现金流入规模逐年增长，年均复合增长 37.07%，分别为 50,254.25 万元、72,344.14 万元和 94,413.85 万元，主要系随着订单增多，公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出规模逐年增长，年均复合增长 35.24%，分别为 46,365.00 万元、65,607.08 万元和 84,802.05 万元，主要系公司购买原材料支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额逐年增长，分别为 3,889.25 万元、6,737.06 万元和 9,611.80 万元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 96.34%、88.70%和 91.28%，收入实现质量一般。

2016—2018 年，公司投资活动现金流入规模分别为 197.09 万元、1,574.08 万元和 53,541.22 万

元。2018 年，因公司赎回银行理财产品，导致当年公司投资活动现金流入规模大幅增长。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 10,729.98 万元、28,172.01 万元和 69,922.67 万元。2018 年，因公司购买银行理财，导致当年投资活动现金流出规模大幅增长。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动现金流持续净流出，净流出规模分别为 10,532.89 万元、26,597.93 万元和 16,381.45 万元。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-6,643.64 万元、-19,860.86 万元和-6,769.65 万元，公司有一定的对外融资需求。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，年均复合下降 7.83%，分别为 24,494.38 万元、69,939.71 万元和 20,810.08 万元。2017 年因公司首次公开上市发行股票募集资金导致当年筹资活动现金流入规模大幅增长。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出规模波动下降，年均复合下降 8.33%，分别为 25,984.23 万元、37,292.47 万元和 21,836.82 万元。2017 年因公司偿还债务和分配股利支付现金导致当年筹资活动现金流出规模有所增长。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1,489.85 万元、32,647.25 万元和-1,026.75 万元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金净流入 8,974.10 万元，投资活动产生的现金净流入 13,610.55 万元，筹资活动产生的现金净流入 7,477.27 万元，现金及现金等价物净增加额 30,408.85 万元。

总体看，近年来公司经营活动现金保持净流入，但不能满足其投资活动现金需求，仍有一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司流动比率波动上升，分别为 1.52 倍、2.13 倍和 1.84 倍；速动比率波动上升，分别为 1.11 倍、1.65 倍和 1.43 倍，流动资产和速动资产对流动负债覆盖程度较高。2016—2018 年，公司现金短期债务比波动下降，分别为 1.72 倍、2.29 倍和 1.21 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 波动增长，分别为 8,661.79 万元、9,765.16 万元和 9,510.13 万元。2018 年，公司 EBITDA 由利润总额（占 71.10%）、折旧及摊销（占 25.05%）和计入财务费用的利息支出（占 3.85%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比波动下降，分别为 0.50 倍、0.51 倍和 0.46 倍，考虑到公司有息债务全部为短期债务，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

截至 2019 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 9 月底，公司无重大未决诉讼和仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1033021200186950K），截至 2019 年 11 月 11 日，公司无已结清及未结清的关注或不良信贷记录。

截至 2019 年 9 月底，公司及各子公司共获得银行贷款及承兑授信总额度 85,500.00 万元，未使用额度 56,621.55 万元，公司间接融资渠道畅通。公司作为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

总体看，近年来，公司整体偿债能力较强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 123,355.19 万元；其中流动资产 81,191.53 万元，主要为货币资金（16,244.05 万元）、应收票据及应收账款（20,739.60 万元）和其他流动资产（24,804.38 万元）；非流动资产 42,163.66 万元，主要为长期股权投资（17,507.69 万元）和固定资产（12,667.95 万

元)。

截至 2018 年底, 公司本部负债合计 47,288.43 万元; 其中流动负债 46,866.29 万元, 主要为短期借款 (9,296.72 万元) 和应付票据及应付账款 (20,739.60 万元); 非流动负债 422.15 万元, 占比较小, 全部为递延收益和递延所得税负债。

截至 2018 年底, 公司本部所有者权益合计 76,066.76 万元, 其中股本 8,739.58 万元, 资本公积 34,212.99 万元, 未分配利润 30,878.85 万元。

2018 年, 公司本部实现营业收入 78,155.60 万元, 投资收益 944.11 万元, 其他收益 250.28 万元, 营业外收入 995.92 万元; 实现利润总额 9,159.95 万元, 净利润 8,026.08 万元。

2018 年, 公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 85,498.13 万元和 77,183.20 万元, 经营活动现金净流入 8,314.92 万元; 公司本部投资活动现金净流出 19,040.39 万元, 筹资活动现金净流入 1,212.22 万元。

总体看, 公司本部以流动资产为主, 应收票据及应收账款和其他流动资产占比较高; 负债以短期负债为主, 负债结构有待改善, 应付票据及应付账款占比较高; 公司本部资本公积占所有者权益的比重较高, 所有者权益结构稳定性尚可; 净利润主要来源于主营业务; 公司本部经营活动现金流为净流入状态, 但投资活动现金需求较大, 有一定外部融资需求。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 9 月底, 公司全部债务合计 44,265.11 万元, 本次拟发行可转债额度不超过人民币 30,000.00 万元, 是目前公司全部债务的 0.68 倍, 对公司债务规模影响较大。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础, 假设本次募集资金净额为 30,000.00 万元, 在其他因素不变的情况下, 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较发行前上升 9.26 个百分点、12.59 个百分点和 28.03 个百分点至 55.65%、49.09% 和 28.03%, 债务负担大幅加重, 但仍属可控。考虑到可转换债券具有转股的可能性, 如公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益, 有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础, 公司 EBITDA 为 9,510.13 万元, 是本次可转债发行额度 (30,000.00 万元) 的 0.32 倍, EBITDA 对本次可转债的覆盖程度尚可。公司经营活动现金流入量为 94,413.85 万元, 是本次可转债发行额度 (30,000.00 万元) 的 3.15 倍, 经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度较高。公司经营活动现金流量净额为 9,611.80 万元, 为本次可转债发行额度 (30,000.00 万元) 的 0.32 倍, 经营活动现金流量净额对本次可转债的覆盖程度尚可。

从本次可转债的发行条款来看, 由于公司做出了较低的转股修正条款 (任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时, 公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决), 有利于降低转股价; 同时制定了提前赎回条款 (公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%, 或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时, 公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债), 有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后, 考虑到未来转股因素, 预计公司的资产负债率将有下降的可能, 同时, 公司的募投项目未来发展前景较好, 达产后

有望提升公司的盈利能力，综合来看，公司偿债能力将有所增强。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位和经营规模等方面具有的综合优势，公司对本次可转债的偿还能力较强。

九、综合评价

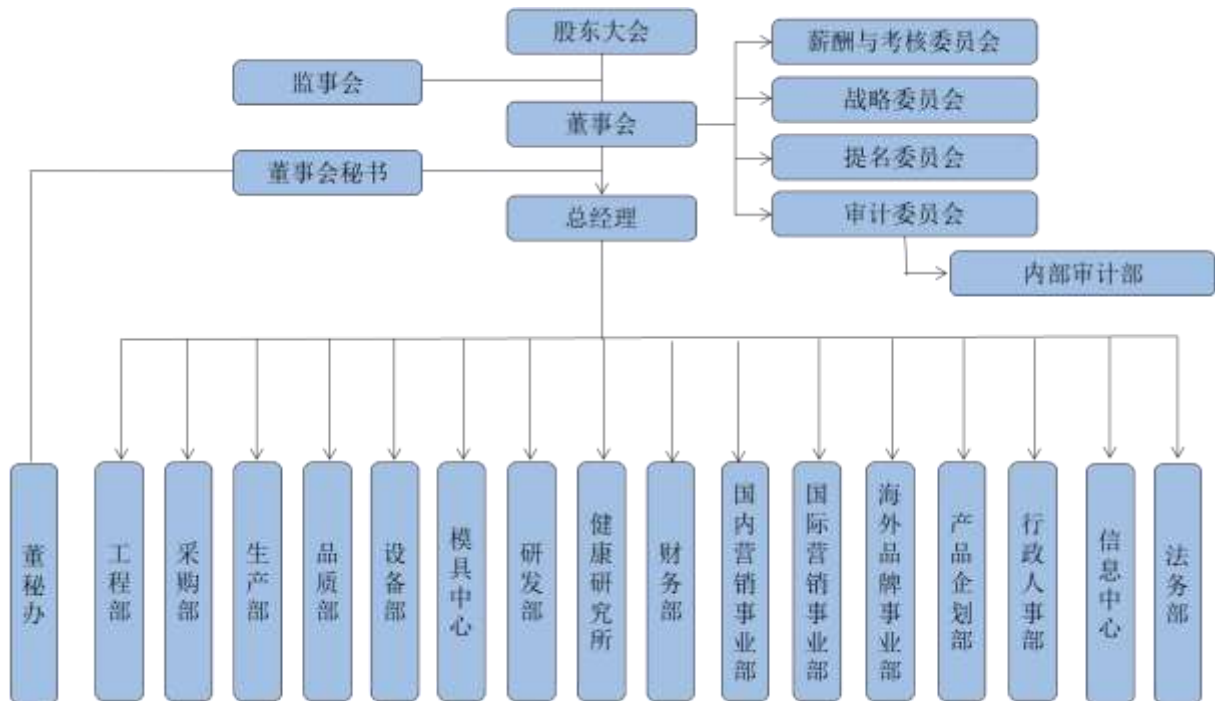
公司作为国内从事人体工学综合解决方案的上市公司之一，在经营规模、产品开发、营销网络和品牌知名度等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司在传统大屏支架业务的基础上开发升降台、升降桌等新产品，不断拓展下游客户，实现了收入和资产规模的持续增长。2017年，公司成功完成首次公开发行股票，其资本实力和抗风险能力得到了增强。同时，联合评级也关注到公司成本控制压力较大、期间费用增长较快且费用控制能力有待提高以及境外销售占比大带来汇率风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行6年期、不超过30,000.00万元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望降低。

综上，基于对公司主体长期信用水平及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险较低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底乐歌人体工学科技股份有限公司
组织结构图



附件 2 乐歌人体工学科技股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	6.53	10.97	11.67	14.37
所有者权益（亿元）	3.37	6.87	7.39	7.70
短期债务（亿元）	1.25	1.43	2.05	4.43
长期债务（亿元）	0.50	0.50	0.00	0.00
全部债务（亿元）	1.75	1.93	2.05	4.43
营业收入（亿元）	4.88	7.48	9.47	7.04
净利润（亿元）	0.60	0.63	0.58	0.38
EBITDA（亿元）	0.87	0.98	0.95	--
经营性净现金流（亿元）	0.39	0.67	0.96	0.90
应收账款周转次数（次）	9.40	11.52	12.45	--
存货周转次数（次）	3.01	2.79	3.02	--
总资产周转次数（次）	0.89	0.85	0.84	0.54
现金收入比率（%）	96.34	88.70	91.28	94.60
总资本收益率（%）	14.65	9.76	6.71	--
总资产报酬率（%）	13.10	8.77	6.30	--
净资产收益率（%）	20.60	12.27	8.08	5.08
营业利润率（%）	49.44	46.21	43.39	45.10
费用收入比（%）	34.87	37.53	37.72	39.13
资产负债率（%）	48.39	37.34	36.68	46.39
全部债务资本化比率（%）	34.17	21.95	21.76	36.50
长期债务资本化比率（%）	12.92	6.78	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	33.89	18.46	25.99	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.50	0.51	0.46	--
流动比率（倍）	1.52	2.13	1.84	1.55
速动比率（倍）	1.11	1.65	1.43	1.29
现金短期债务比（倍）	1.72	2.29	1.21	1.55
经营现金流动负债比率（%）	14.84	18.97	22.72	13.57
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.29	0.33	0.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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. 2019 年 1-9 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业总成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业总收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业总收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 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的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年乐歌人体工学科技股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

乐歌人体工学科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上乐歌人体工学科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注乐歌人体工学科技股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现乐歌人体工学科技股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如乐歌人体工学科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至乐歌人体工学科技股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送乐歌人体工学科技股份有限公司、监管部门等。



联合信用评级有限公司
二〇二〇年一月十三日