

乐歌人体工学科技股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4814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：

二〇二五年六月二十日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、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。

八、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。

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。



乐歌人体工学科技股份有限公司 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
乐歌人体工学科技股份有限公司	A ⁺ /稳定	A ⁺ /稳定	2025/06/20
乐歌转债	A ⁺ /稳定	A ⁺ /稳定	

评级观点

跟踪期内，乐歌人体工学科技股份有限公司（以下简称“公司”）维持了在全价值链模式、产品研发与网络营销等方面的竞争优势；管理方面，公司董监高变动不大，管理制度连续；经营方面，受益于人体工学系列产品市场需求增加以及公共海外仓业务的快速发展，公司营业总收入同比较快增长，盈利水平表现较好，但需关注汇率波动风险、中美贸易摩擦加剧风险、期间费用对利润形成侵蚀、资本支出压力较大以及海外投资风险；财务方面，截至 2024 年底，由于定增完成以及海外仓租赁规模大幅增加，公司资产规模较快增长，资产受限比例低，资产质量较高；租赁负债带动债务规模快速增长，债务负担偏重，债务期限结构偏长期；利润总额有所下滑，短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现有所弱化，但整体偿债指标表现良好；2024 年公司经营活动现金流净额持续净流入，考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司仍有一定融资需求。

2024 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对“乐歌转债”的覆盖程度高。“乐歌转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“乐歌转债”的保障能力或将提升。

个体调整：未来存在较大资本性支出压力。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公共海外仓业务的持续扩张，规模效益和仓库利用率进一步提升，公司盈利能力有望增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强；下游市场需求大幅增加，人体工学系列产品板块及海外仓业务业绩大幅提升，公司盈利能力和市场竞争力大幅增强；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游市场需求持续低迷；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标明显恶化；再融资能力大幅下降；重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司人体工学系列产品具备一定市场竞争力。**公司在全价值链模式、产品研发、网络营销等方面保持一定市场竞争力。2024 年，公司线性驱动升降系统产品销售额 215004.43 万元，同比增长 5.29%。
- **营业总收入较快增长，海外仓业务收入同比大幅增长，经营活动现金持续净流入。**2024 年，受益于人体工学系列产品市场需求增加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 45.33%，其中海外仓业务收入同比增长 154.76%；公司经营活动现金净流入 6.58 亿元，持续为正。

关注

- **汇率波动风险和中美贸易摩擦加剧风险。**2024 年，公司实现境外销售收入 35.98 亿元，占营业总收入的 91.33%，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；美国是公司境外销售的主要区域，2025 年以来，中美贸易战加剧，未来仍存在较大不确定性，公司面临的外部环境压力增大。
- **期间费用对利润形成侵蚀。**2024 年，公司费用总额为 13.64 亿元，期间费用占营业总收入的 24.05%，对利润形成侵蚀。
- **有息债务快速增长，公司存在较大资本性支出压力。**截至 2024 年底，公司有息债务 50.88 亿元，较上年底增长 75.87%；同时“海外仓及附属设施”在建项目尚需投资额为 2.67 亿美元，未来有较大的资本性支出压力。
- **公司海外投资规模较大，面临一定的海外投资风险。**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 Company Limited、FlexiSpot Inc 和 Lecangs,LLC 占比分别为 5.45%、6.03%和 53.66%，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国内存在较大差异，面临一定的海外投资风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
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	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		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：无				--
评级结果				A ⁺

个体信用状况变动说明：个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

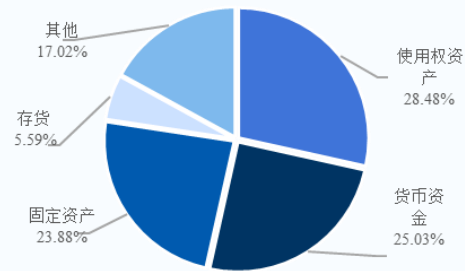
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	18.99	26.08	24.54
资产总额（亿元）	67.98	101.51	102.17
所有者权益（亿元）	30.37	36.53	36.96
短期债务（亿元）	9.53	12.41	14.14
长期债务（亿元）	19.40	38.47	39.65
全部债务（亿元）	28.93	50.88	53.79
营业总收入（亿元）	39.02	56.70	15.44
利润总额（亿元）	7.96	3.95	0.65
EBITDA（亿元）	11.43	9.38	--
经营性净现金流（亿元）	8.20	6.58	0.86
营业利润率（%）	35.87	28.37	25.27
净资产收益率（%）	20.86	9.19	--
资产负债率（%）	55.32	64.01	63.82
全部债务资本化比率（%）	48.78	58.20	59.27
流动比率（%）	172.35	162.96	164.12
经营现金流动负债比（%）	48.60	25.88	--
现金短期债务比（倍）	1.99	2.10	1.74
EBITDA 利息倍数（倍）	12.29	6.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.53	5.42	--
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	41.09	52.55	/
所有者权益（亿元）	21.18	26.56	/
全部债务（亿元）	13.67	18.00	/
营业总收入（亿元）	17.92	17.70	/
利润总额（亿元）	2.20	2.51	/
资产负债率（%）	48.46	49.45	/
全部债务资本化比率（%）	39.22	40.40	/
流动比率（%）	148.19	142.46	/
经营现金流动负债比（%）	24.23	32.93	/

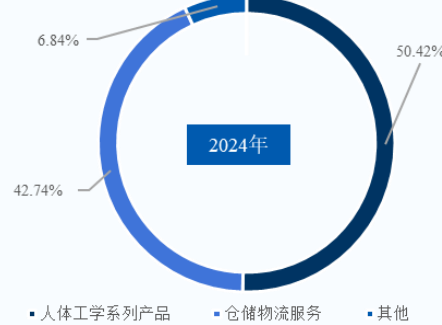
注：1. 公司合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部 2025 年一季度财务报表未披露；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

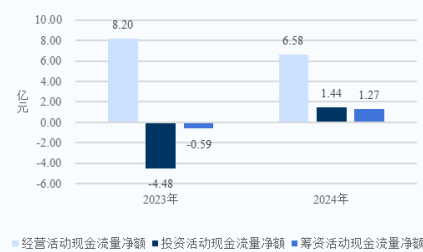
2024 年底公司资产构成



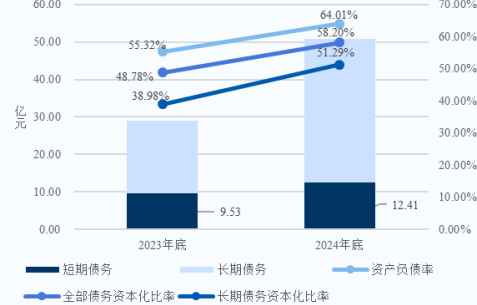
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



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	特殊条款
乐歌转债	1.42 亿元	1.42 亿元	2026/10/21	回售条款；赎回条款

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

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
乐歌转债	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/13	崔濛骁 李敬云 刘柏源	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	阅读全文
乐歌转债	A+/稳定	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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨学慧 yangxh@lhratings.com

项目组成员：刘柏源 liuby@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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，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。2024 年 10 月，公司向特定投资者发行人民币普通股 2666.67 万股，募集资金净额为 3.93 亿元，其中增加注册资本 0.27 亿元，计入资本公积 3.66 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本为 3.41 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及项乐宏、姜艺个人直接持股合计控制公司 49.42% 的股份。丽晶电子质押公司股份数量为 2000.00 万股，占其持有股份数的 38.99%，占总股本的 8.20%；姜艺质押公司股份数量为 130.00 万股，占其持有股份数的 14.06%，占总股本的 0.41%；项乐宏质押公司股份数量为 800.00 万股，占其持有股份数的 68.29%，占总股本的 2.54%。

公司主营业务为智能家居、智慧办公产品的研发、生产和销售。按照联合资信行业分类标准划分为工业制造行业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年 3 月底，公司内设海外品牌事业部、海外仓事业部、国际营销事业部、国内营销事业部、研发中心和财务中心等部门（组织架构图见附件 1-2）；截至 2024 年底，公司本部及主要子公司在职员工 4109 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 101.51 亿元，所有者权益 36.53 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2024 年，公司实现营业总收入 56.70 亿元，利润总额 3.95 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 102.17 亿元，所有者权益 36.96 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 15.44 亿元，利润总额 0.65 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 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，存续债券已在付息日正常付息。因公司 2020 年股票期权激励计划激励对象自主行权、2021 年限制性股票激励计划首次授予部分归属暨上市流通，“乐歌转债”的转股价格由原 34.95 元/股调整为 34.78 元/股，调整后的转股价格自 2024 年 9 月 2 日起生效。因公司 2024 年向特定对象发行股票上市流通，“乐歌转债”的转股价格由原 34.78 元/股调整为 33.23 元/股，调整后的转股价格自 2024 年 11 月 1 日起生效。因公司实施 2024 年年度权益分派方案，“乐歌转债”的转股价格由原 33.23 元/股调整为 32.93 元/股，调整后的转股价格自 2025 年 5 月 22 日起生效。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	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：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

2024 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，中国智能家居市场规模保持稳定增长，市场逐渐向具备品牌竞争力的头部企业集中；原材料价格呈波动下降趋势，行业内企业成本控制压力有所减轻。

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稳定增长。据 CSHIA 数据显示，2023 年我国智能家居市场规模达 7157.1 亿元。根据中商情报网的预测，2024 年我国智能家居市场规模约为 7848 亿元，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 数据显示，2024 年全球智能家居市场规模约 1544 亿美元，同比增长 10.3%，预计到 2028 年将增长至 2316 亿美元，2024 年到 2028 年间，将保持 10.67% 的高复合增长率；全球智能家居渗透率从 2018 年的 8.10%，增长至 2022 年的 14.19%，预计 2027 年全球智能家居渗透率将增长至 28.84%。

全球办公家具市场规模稳步增长，根据 Market.US 数据显示，2024 年全球办公家具市场规模将达到 661 亿美元，并在未来八年内将以 5.30% 的年复合增长率持续扩张，预计到 2029 年市场规模将增长至 993 亿美元。全球智慧办公产品的整体渗透率虽在不断提升，但还处于偏低阶段，低渗透率决定行业处于成长期，日益健全的法律、工会组织也推动了升降办公桌等智慧办公产品由可选消费品逐渐转向必须消费品。全球升降桌市场规模持续扩容，根据 Credence Research 数据显示，2022 年升降桌全球市场规模为 67 亿美元，预计到 2030 年全球升降桌规模有望达到 110 亿美元，复合增长率约为 7.2%。

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。从钢材价格来看，2021 年初受下游复产赶工需求强劲，推动钢材价格综合指数大幅走高。2022 年一季度地缘政治冲突导致国际能源价格大幅增长，国外钢价大幅上涨拉动国内钢价增长；进入二季度以来受经济预期下降、钢材需求低迷影响，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。2022 年全年平均钢材综合价格指数为 123.36 点，同比下降 19.74 点。2023 年一季度，中国宏观经济预期回暖，钢材价格呈增长态势；二季度，钢材价格呈现“V”字走势，国内经济复苏情况不及预期叠加海外银行暴雷带来的流动性危机，导致钢材价格进入下行通道，6 月下游需求阶段性释放，钢材价格修复性反弹；7—11 月，房地产新开工面积下降，钢材供需处于弱平衡态势，整体价格窄幅波动；进入 11 月，随着房地产等利好政策发布，市场情绪得到提振，钢材价格小幅增长。进入 2024 年，随着国内经济结构的转变，房地产行业进入深度调整期。虽基建、船舶、新能源等领域用钢需求保持稳中有增态势，但难以抵消房地产行业景气度下滑对钢材需求端的冲击。2024 年前三季度，国内钢材价格呈下降趋势；伴随着央行降准、降息以及房地产利好政策密集出台，9 月底至 10 月中旬国内钢材价格迅速反弹；而后需求端修复不及预期和原燃料成本下移等利空驱动，钢价震荡下行。

图表 2 • 2021 年至今中国钢材综合价格指数变动情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

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、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权情况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。

2 企业规模和竞争力

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 2024 年底，公司共拥有有效专利技术 1287 项，其中已授权发明专利共计 153 项。公司拥有超 1000 人的研发人员团队，占公司员工数量比例维持在 25% 左右，学历结构以本科为主，近 3 年年均研发费用率超过 4%，年均研发费用超过 1.4 亿元。公司还拥有国际化的设计团队，设计产品获得中国优秀工业设计奖、广交会设计创新奖至尊金奖、中国外观设计优秀奖、美国 IDA 国际设计奖、美国 MUSE 国际设计奖

等奖项。此外，公司牵头组建了行业首个智慧大健康研究院，在电子工程、人工智能、机械自动化等多个领域进行前瞻性研究，并与浙江大学等多所高校开展产学研，确保研发能力和技术的领先性。

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。2024 年，公司线上直销收入 20.76 亿元，占主营收入（不含海外仓）的比重为 64.31%；线上分销收入 1.18 亿元，占主营收入（不含海外仓）的比重为 3.66%。

3 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91330200736952581D），截至 2025 年 6 月 4 日，公司本部无已结清或未结清的关注/不良/违约类贷款。

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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董监高变动不大，管理制度连续。

跟踪期内，公司章程和主要制度未发生重大变化，管理制度连续。原副总经理、董事会秘书茅剑辉先生因个人原因申请辞去公司董事会秘书、副总经理职务，公司聘任虞浩英女士担任公司总经理助理、董事会秘书。原职工代表监事胡玉珍女士因个人原因辞去公司职工代表监事职务，公司选举赵欣女士担任公司职工代表监事。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，随着公司人体工学系列产品市场需求增加以及公共海外仓业务的快速发展，公司营业总收入同比较快增长，受低毛利率仓储物流板块收入占比提升影响，综合毛利率同比有所下降。2025 年一季度，营业总收入同比有所增长，综合毛利率同比有所下降。

2024 年，随着公司产品结构不断优化产品种类不断丰富，人体工学系列产品市场需求增加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 45.33%；受海外仓处置收益减少，利润总额同比降低 50.41%至 3.95 亿元。

从收入占比来看，随着公共海外仓业务规模的快速增长，仓储物流服务板块占比提升明显，进而导致人体工学系列产品板块和其他板块收入占比有所下降。从营业收入构成来看，2024 年，公司人体工学系列产品板块收入同比增长 9.49%，主要系智能家居产品渗透率持续提升，下游市场需求增加所致；仓储物流服务板块收入同比增长 154.76%，主要系随着美国电商渗透率持续提升以及中国跨境电商品牌出海趋势不断加强，海外仓需求大幅提升所致；其他板块主要为人体工学产品的配件，收入同比增长 14.38%，主要系下游市场需求增加所致。

毛利率方面，受低毛利率的仓储物流服务板块占比提升影响，2024 年公司整体毛利率下降了 7.38 个百分点，其中人体工学系列产品板块毛利率同比变动不大；仓储物流服务板块毛利率同比下降 2.32 个百分点，主要系新增海外仓运营面积大，受新会计准则前置影响前期分摊费用较大且新仓库货架安装过程较长库容需要逐步释放所致；其他板块毛利率同比下降 6.54 个百分点，主要系生产成本上升所致。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入 15.44 亿元，同比增长 37.69%，主要系公司海外仓业务规模持续扩张所致；综合毛利率同比有所下降，主要系低毛利率的仓储物流服务板块占比提升所致。

图表 3 • 2023—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
人体工学系列产品	26.12	66.94%	42.65%	28.59	50.42%	43.16%	6.70	43.39%	43.24%

仓储物流服务	9.51	24.38%	12.69%	24.53	42.74%	10.37%	7.90	51.17%	9.06%
其他	3.39	8.68%	56.25%	3.88	6.84%	49.71%	0.84	5.44%	46.25%
合计	39.02	100.00%	36.53%	56.70	100.00%	29.15%	15.44	100.00%	25.93%

注：尾差系四舍五入及计算单位不同所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(1) 原材料采购

2024 年，公司采购原材料种类较多，采购量受国际市场需求增加以及产品结构优化的影响呈增长态势，主要原材料采购价格较去年持平或有所下降，公司成本控制压力有所减轻；公司采购模式、采购流程、结算方式等均未发生重大变化。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、包装物和电子零配件。

采购量方面，2024 年，受国际市场需求增加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的增长，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 16.88%、19.13%、27.30%和 21.73%。

采购价格方面，2024 年，定制件和包装物采购均价较去年持平，电子配件、基础原材料外采购价格均有所下降，公司成本控制压力有所减轻。针对原材料价格波动问题，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。

图表 4• 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变化情况
定制件	采购金额（单位：万元）	59485.50	70496.44	18.51%
	采购数量（单位：万件）	14008.16	16372.11	16.88%
	采购均价（单位：元/件）	4.25	4.31	1.41%
基础原材料	采购金额（单位：万元）	17142.61	19616.59	14.43%
	采购数量（单位：吨）	33108.39	39442.91	19.13%
	采购均价（单位：元/千克）	5.18	4.97	-4.05%
包装物	采购金额（单位：万元）	8044.00	10231.11	27.19%
	采购数量（单位：万件）	7512.90	9563.67	27.30%
	采购均价（单位：元/件）	1.07	1.07	0.00%
电子配件	采购金额（单位：万元）	16142.99	16782.40	3.96%
	采购数量（单位：万件）	28588.03	34800.92	21.73%
	采购均价（单位：元/件）	0.56	0.48	-14.29%

注：定制件包括定制化零件及定制成品
资料来源：联合资信根据公司数据整理

采购集中度方面，2024 年，公司前五名供应商占年度采购总额的比例为 43.42%，较上年提升 7.85 个百分点，采购集中度尚可。

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。

(2) 生产与销售

2024 年，随着广西、越南工厂陆续完工投产，公司人体工学系列产品产能提升较大，受益于欧美消费需求增长及智能家居产品渗透率提升，产销量较去年均有所增长，产能利用率仍处于较低水平；公司通过提升售价高的人体工学椅和沙发产品销售占比，优化产品结构，公司产品均价有所上涨；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，即通过市场预测、产品研发和营销策略来主动创造客户需求和订单的生产模式。

从产能来看，2024 年，随着广西、越南工厂陆续完工投产，公司产能提升较大。从产量来看，2024 年，受大屏支架外购转自制且升降台、升降桌产量增加影响，主要产品产量同比增长 71.76%。从产能利用率来看，2024 年，受产能增幅大于产量增加影响，公司产能利用率同比略有下降。总体来看，公司产能利用率较低。

图表 5 • 公司人体工学系列产品产销情况

项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变化情况
产量（万件）	173.22	297.52	71.76%
产能（万件/年）	273.00	490.00	79.49%
产能利用率（%）	63.45	60.72	-2.73 个百分点
销量（万件）	599.20	636.97	6.30%
销售均价（元/件）	435.85	448.92	3.00%

注：1. 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；2. 产品产量不包含代加工产品
 资料来源：联合资信根据公司数据整理

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实体门店、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，也包括少量家居/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公司的独立网站和大型电商平台进行，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。2024 年，公司线上直销收入 20.76 亿元，占主营收入（不含海外仓）的比重为 64.31%；公司境外销售收入 35.98 亿元，占营业总收入的 91.33%。美国是公司境外销售的主要区域，2025 年以来，中美贸易战加剧，未来仍存在较大不确定性，公司面临的外部环境压力增大。

从销量来看，2024 年，受益于欧美消费需求增长及智能家居产品渗透率提升，公司人体工学系列产品销量较上年同比增长 6.30%。从销售均价看，公司通过提升售价高的人体工学椅和沙发产品的销售占比，进而不断优化产品销售结构，销售均价有所上涨，公司主要产品销售均价较上年同比增长 3.00%。

从核心产品销售情况看，2024 年，公司线性驱动升降系统产品销售额 215004.43 万元，同比增长 5.29%，销量较去年也有所增长，但销售均价有所下降，主要系增加中低端产品销售并对高端产品进行适当降价所致。

图表 6 • 公司核心产品销售情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变化情况
线性驱动升降系统产品	销售额（万元）	204204.94	215004.43	5.29%
	销量（万套）	139.71	157.93	13.04%

资料来源：联合资信根据企业年报整理

2024 年，公司前五大客户销售金额占销售总额的 14.47%，较上年提升 4.66 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。

（3）公共海外仓

2024 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，随着海外仓运营面积的大幅增长，业务收入增幅显著，但受新会计准则前置影响前期分摊费用较大且新仓库货架安装过程较长库容需要逐步释放影响，毛利率有所下降。未来，公司将通过仓库自建代替租赁仓库，降低运营成本，提升海外仓业务盈利水平，但需关注关税增加海外仓需求下降，库容利用率提升不及预期以及 FedEx 持续涨价对海外仓业务利润水平可能造成的不利影响。

公司公共海外仓项目经营主体为 Lecangs, LLC（以下简称“乐仓公司”）。2020 年，在多年运营自用海外仓基础上，公司开始经营第三方海外仓模式，且全部自营，为中大件跨境电商卖家提供公共海外仓服务。2022 年以来，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。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，2024 年还新增英国、加拿大、德国海外仓布点。截至 2024 年底，公司在全球拥有 21 个自营海外仓较上年底增加 9 个，总面积 66.21 万平方米较 2023 年底增长 128.63%。跟踪期内，公司提供头程海运、目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、反向物流等全流程跨境物流综合服务，公司已累计服务出海企业 1175 家。2024 年，公司发货包裹数量超 1100 万件。公司海外仓的收入主要来自尾程派送，仓储收入、操作收入，以及部分增值服务收费；成本主要为支付给 FedEx、UPS 等物流配送服务商的快递费、仓库租金以及人工费用等。公司海外仓的快递账号使用时间久，累计发件量和年度发件量大，2023 年开始成为 FedEx 全球前百大客户，能享受较高的快递折扣优惠和派送服务。2024 年，受益于海外仓项目快速发展，公共海外仓运营面积大幅增长，公共海外仓业务实现总收入 24.23 亿人民币，同比增长 154.76%；公共海外仓业务毛利率下降 2.32 个百分点至 10.37%，主要系受新会计准则前置影响前期分摊费用较大且新仓库货架安装过程较长库容需要逐步释放所致。2025 年 1—3 月，公共海外仓项目实现收入 7.90 亿人民币，同比增长 114.09%，主要系公共海外仓下游客户需求增加以及客户拓展所致；公共海外仓业务毛利率 9.06%，较 2024 年底下降 1.31 个百分点。

未来海外仓业务发展方面，随着美国核心港口和交通枢纽城市工业仓库租金的上涨，公司将通过仓库自建代替租赁仓库，降低运营成本，提升海外仓业务盈利水平。公司在前期“小仓换大仓”过程中，提前以较低的价格在美国核心港口区域储备了 5000 亩工业物流用地，满足未来自建仓需求。2024 年，公司首个自建海外仓 Ellabell 仓在美东佐治亚州开始建造，建筑面积约 9.3 万平方米，建筑工程费用约 7800 万美元，预计 2025 年底投入使用，资金来源主要为募集资金、自有资金和银行贷款。同期，公司以每股 15 元的发行价格向特定对象发行普通股 2666.67 万股，扣除总发行费用后募集资金净额为人民币 3.93 亿元，其中 3 亿元将用于海外仓项目建设，0.93 亿元用于补充流动资金。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。

海外仓业务经营风险方面，一是由于关税增加，合规要求升级，跨境电商卖家利润承压，运营难度增加，短期看，可能会导致部分卖家撤出或者减少参与美国市场，导致海外仓需求减少。二是 2024 年，海外仓运营者普遍进行大幅扩仓，导致竞争加剧，如果未来海外仓需求下降，库容利用率提升不及预期，以及 FedEx 持续涨价，将对公司海外仓的利润造成不利影响。

海外仓业务经营风险应对措施方面，美国是重要的消费大国，且大量低附加值，人工密集型的品类在美制造不具有成本优势，依旧需要大量进口，因此海外仓的需求长期看好。同时，公司将控制扩仓节奏，发挥自建仓成本优势，加快仓储自动化、信息化，提升海外仓运营效率，改善海外仓利润。

（4）海外资产

公司海外资产规模较大，面临一定的海外投资风险。

公司境外子公司主要包含 3 家，分别为 Loctek Ergonomic Vietnam Company Limited、FlexiSpot Inc.和乐仓公司。其中，Loctek Ergonomic Vietnam Company Limited 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 2024 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 5.45%、6.03%和 53.66%；公司存放在境外的款项总额 9.04 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国内存在较大差异，面临一定的海外投资风险。

（5）经营效率

2024 年，公司经营效率指标同比有所波动，与所选公司相比表现尚可。

经营效率方面，2024 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 15.02 次、7.83 次和 0.67 次，销售债权周转次数同比有所下降，存货周转次数和总资产周转次数同比有所提升。与同行业公司对比，公司总资产周转率偏低，其他经营效率指标表现尚可。

图表 7 • 2024 年同业主要上市公司经营效率情况

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	3.02	6.90	0.55
泓杰股份	4.55	6.00	0.94
久正工学	6.03	6.56	1.17
公司	7.77	15.07	0.67

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind，联合资信整理

2 未来发展

公司未来的发展规划符合公司经营需要；公司在建项目尚需投入资金规模较大，公司面临较大的资本支出压力。

截至 2025 年 3 月底，“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 1.13 亿美元，尚需投资 2.67 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，面临较大的资本支出压力，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。

图表 8 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿美元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	资金来源
海外仓及附属设施	3.88	1.13	2.67	募集资金/自有资金/银行借款

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未来，公司加速技术升级迭代和储备；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，公司将继续以“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。

公司海外业务规模较大，贸易摩擦升级对公司各板块业务的影响尚处于可控范围。

中美贸易摩擦事件对公司经营影响方面，结合 2025 年一季度实际经营情况以及对未来的预测，公司预计 2025 年营业收入水平受中美贸易摩擦事件影响整体不超过 10%，尚处于可控范围。贴牌代工业务方面，公司贴牌代工业务的主要客户为国际大型商超，如宜家、沃尔玛、百思买等，基本采用 FOB 方式结算，关税由客户承担。公司从 2016 年开始设立越南制造基地，自 2018 年中美贸易战以来，美国客户的产品均有越南工厂制造出口，可以享受 0 关税，目前越南处于 10%的关税豁免期。跨境电商业务方面，公司通过亚马逊电商平台和境外独立站销售智能家居产品，公司出口美国产品基本都是从越南工厂发货，不受美国对中国加征的关税影响。目前越南输美产品有 10%的关税，公司一方面通过内部降本增效，另一方面通过部分产品对终端客户涨价来应对关税上涨的影响。同时，公司是升降桌品类中的头部品牌，在亚马逊等多个平台排名第一，具有一定的品牌溢价和消费群体基础，且在制造方面具有规模生产优势，因此如果未来关税持续增加，公司将通过终端提价完成关税成本转移。海外仓业务方面，海外仓客户中的小型卖家客户由于供应链基本都在国内，关税畸高背景下，出现停止发货的观望状态，公司接柜量同比下降约 20~30%，但 5 月中美关税谈判后，一些小型卖家客户都在加快补货。海外仓中的大型卖家客户发货正常，大型卖家客户基本在东南亚等地有供应链或者制造基地，通过调整中国和非中国地区出货比例，灵活应对美国对中国出口产品的关税提升，且暂停发货可能会导致缺货，继而影响其销售平台上的排名。此外，公司海外仓服务的跨境电商卖家主要销售产品为家具家居、健身器材、园林户外等中大件产品，该类消费品在美制造不具有经济性，只能继续依赖中国或者东南亚等地区的进口，市场需求相对稳定。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。2024 年，公司合并范围内新增 13 家子公司，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，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，由于定增完成以及海外仓租赁规模大幅增加，公司资产总额较上年底较快增长；应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用，资产受限比例低，资产质量较高。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 101.51 亿元，较上年底增长 49.33%，其中，流动资产占 40.81%，非流动资产占 59.19%，公司资产结构相对均衡，较上年底变化不大。截至 2024 年底，公司货币资金同比有所增长，主要系定向增发募集资金到账所致，其中受限货币资金 2.53 亿元，受限比例为 9.97%，主要为用于担保的定期存款或其他存款；存货同比有所增长，主要系新增产能增加备货所致，存货主要由原材料（占 20.17%）和库存商品（占 72.32%）构成，年底存货跌价准备为 0.34 亿元，计提比例低；应收账款同比大幅增长，主要系销售规模增长所致，应收账款账龄以 1 年以内为主，坏账计提比例为 6.14%，应收账款期末余额前五大客户占比为 27.54%，集中度较低；随着总部大楼、越南工厂、广西工厂和海外仓库项目完工转固，固定资产有所增长；随着海外仓租赁规模大幅增加，年底使用权资产同比增幅显著，累计计提折旧 5.50 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司受限资产主要为用于质押借款、保证金和支付受限的货币资金以及长期信用保证金，合计金额为 4.54 亿元，受限比例为 4.44%。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	29.06	42.75%	41.43	40.81%	40.10	39.25%	42.56%
货币资金	16.52	24.30%	25.40	25.03%	23.88	23.37%	53.77%
存货	4.60	6.76%	5.67	5.59%	6.24	6.11%	23.34%
应收账款	2.53	3.72%	5.00	4.92%	4.53	4.43%	97.56%
非流动资产	38.92	57.25%	60.08	59.19%	62.06	60.75%	54.39%
固定资产	19.20	28.24%	24.24	23.88%	26.29	25.74%	26.30%
使用权资产	10.93	16.08%	28.91	28.48%	27.82	27.23%	164.43%
资产总额	67.98	100.00%	101.51	100.00%	102.17	100.00%	49.33%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 102.17 亿元，较上年底增长 0.65%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 39.25%，非流动资产占 60.75%，公司资产结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，受益于定向增发增加资本公积和经营利润累积，公司所有者权益较上年底有所增长，权益结构稳定性一般。

资本结构方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 36.53 亿元，较上年底增长 20.29%，主要系定向增发增加资本公积和经营利润累积所致。全部归属于母公司所有者权益占比为 99.80%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 9.34%、43.39%和 42.86%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 36.96 亿元，较上年底增长 1.17%，所有者权益结构变动不大。

截至 2024 年底，公司有息债务较上年底快速增长，主要来自租赁负债的增加，债务负担明显加重。

负债方面，2024 年底，公司负债总额 64.98 亿元，较上年底增长 72.78%。其中，流动负债占 39.13%，非流动负债占 60.87%，公司负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快；流动负债方面，公司短期借款较上年基本持平，主要由抵押借款（占 49.74%）和质押借款（占 34.07%）构成，应付账款同比有所增长，主要系销售规模增长所致，一年内到期的非流动负债较上年底大幅增长，主要系一年内到期的长期借款和租赁负债增加所致；非流动负债方面，公司长期借款为 4.11 亿元，较上年底同比有所增长，长期借款主要为信用借款，租赁负债同比大幅增长，主要系海外仓租赁规模大幅增加所致。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

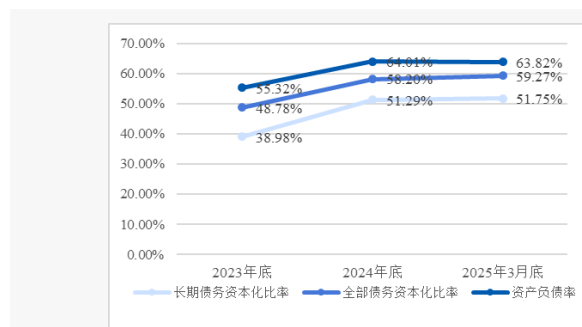
项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	16.86	44.84%	25.42	39.13%	24.44	37.47%	50.77%
短期借款	5.80	15.42%	5.85	9.00%	7.16	10.98%	0.80%
应付账款	4.66	12.40%	7.19	11.06%	5.97	9.15%	54.18%

一年内到期的非流动负债	2.02	5.38%	5.15	7.93%	5.70	8.74%	154.68%
非流动负债	20.75	55.16%	39.56	60.87%	40.77	62.53%	90.67%
长期借款	7.83	20.82%	9.02	13.87%	10.92	16.75%	15.14%
租赁负债	10.35	27.53%	28.01	43.10%	27.27	41.82%	170.52%
负债总额	37.61	100.00%	64.98	100.00%	65.21	100.00%	72.78%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

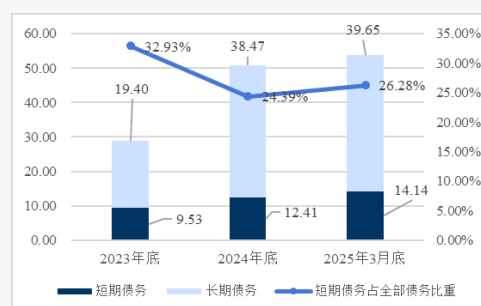
债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 50.88 亿元，较上年底增长 75.87%；债务结构以长期债务为主，其中，短期债务较上年底增长 30.26%，主要系短期借款增加所致，长期债务较上年底增长 98.27%，主要系租赁负债大幅增加所致；从债务指标来看，公司债务负担较上年底明显加重，公司债务负担偏重。

图表 11 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 · 公司债务构成情况 (单位: 亿元)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 65.21 亿元，较上年底增长 0.35%，其中，流动负债占 37.47%，非流动负债占 62.53%，公司负债结构较上年底变化不大；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均较上年底波动不大。

2024 年，公司营业总收入同比较快增长，利润总额同比有所下降，期间费用率较高，对利润形成侵蚀，在同行业可比企业中，公司盈利指标表现仍处于较好水平；资产处置收益对利润总额影响较大。

盈利方面，2024 年，随着公司人体工学系列产品市场需求增加以及公共海外仓业务的快速发展，公司营业总收入同比较快增长；受海外仓处置收益减少，利润总额同比降低 50.41% 至 3.95 亿元。公司盈利指标表现同比均有所下降，盈利能力有所下降；期间费用总额同比增长 20.88%，主要由销售费用和管理费用构成，随着销售规模的增长和研发投入的加大，销售费用、管理费用和研发费用同比均有所增长，财务费用同比大幅增加，主要系租赁负债利息费用增加所致；期间费用率¹为 24.05%，同比下降 4.87 个百分点，期间费用率较高，对利润形成侵蚀。非经常损益方面，2024 年，资产处置收益 1.53 亿元（2023 年为 5.16 亿元），占营业利润的比重为 38.72%，同比下降幅度较大，主要系海外仓处置规模减少所致。2024 年，公司总资产收益率和净资产收益率均同比下降。与所选公司比较，公司盈利指标表现处于较好水平。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 15.44 亿元，同比增长 37.69%；实现利润总额 0.65 亿元，同比下降 39.00%，主要系公司海外仓库处置收益较上年减少所致。

图表 13 · 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2024 年同比变化情况
营业总收入	39.02	56.70	15.44	45.33%
营业成本	24.77	40.18	11.44	62.24%
费用总额	11.28	13.64	3.57	20.88%
其中：销售费用	7.83	8.71	2.21	11.29%
管理费用	1.63	2.34	0.67	43.56%
研发费用	1.45	1.94	0.59	33.83%
财务费用	0.37	0.64	0.09	72.31%
投资收益	-0.24	-0.06	-0.04	-74.28%
资产处置收益	5.16	1.53	0.07	-70.26%

¹ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

利润总额	7.96	3.95	0.65	-50.41%
营业利润率	35.87 %	28.37%	25.27%	-7.50 个百分点
总资本收益率	12.20%	5.40%	--	-6.80 个百分点
净资产收益率	20.86%	9.19%	--	-11.67 个百分点

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 2024 年同业主要上市公司盈利能力情况

证券简称	营业总收入（亿元）	综合毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
捷昌驱动	36.52	29.57	5.59	6.51
泓杰股份	5.34	25.62	7.91	8.89
久正工学	8.70	28.14	13.58	25.34
公司	56.70	29.15	5.23	9.19

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致

资料来源：Wind，联合资信整理

2024 年，公司经营活动现金流净额持续净流入，投资活动现金由净流出转为净流入，筹资活动前现金流量净额由负转正，考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司仍有一定融资需求。

现金流方面，2024 年，随着公司销售规模增长，经营活动现金流入额和流出额均同比有所增长，分别为 66.03 亿元和 59.45 亿元，现金收入比为 110.07%，同比增长 0.31 个百分点，经营活动现金流净额同比下降 19.70%，主要系支付的职工薪酬与购买商品、支付劳务的现金增加所致；受公司赎回/购买理财规模增长影响，投资活动现金流入额和流出额均大幅增长，投资活动净现金流由净流出转为净流入状态，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少；公司筹资活动现金流净额由负转正，主要系本期取得借款收到的现金增加所致。2024 年，公司筹资活动前现金流净额为 8.02 亿元，但考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司仍有一定融资需求。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为 0.86 亿元，投资活动现金流净额为-3.66 亿元，筹资活动现金流净额为 1.30 亿元。

图表 15 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	46.33	66.03	18.20
经营活动现金流出小计	38.14	59.45	17.34
经营现金流量净额	8.20	6.58	0.86
投资活动现金流入小计	15.14	54.90	17.07
投资活动现金流出小计	19.62	53.47	20.72
投资活动现金流量净额	-4.48	1.44	-3.66
筹资活动前现金流量净额	3.71	8.02	-2.80
筹资活动现金流入小计	38.59	72.99	13.08
筹资活动现金流出小计	39.18	71.72	11.78
筹资活动现金流量净额	-0.59	1.27	1.30
现金收入比	109.76%	110.07%	106.13%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

2024 年，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现有所弱化，整体偿债能力指标表现良好；公司间接融资渠道较为畅通且具备直接融资渠道。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	172.35 %	162.96%	164.12%
	速动比率	145.09%	140.65%	138.57%
	经营现金流动负债比	48.60%	25.88%	3.51%
	经营现金/短期债务（倍）	0.86	0.53	0.06
	现金短期债务比（倍）	1.99	2.10	1.74
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.43	9.38	--
	全部债务/EBITDA（倍）	2.53	5.42	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.28	0.13	0.02
	EBITDA 利息倍数（倍）	12.29	6.82	--
	经营现金/利息支出（倍）	8.81	4.78	1.82

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据财务报告及公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司流动比率、速动比率同比均有所下降，但流动资产、速动资产对流动负债的保障程度较高；经营现金流量净额对流动负债和短期债务的覆盖能力有所下降，现金短期债务比同比波动不大。公司短期债务偿债能力指标表现较好。2024 年，公司 EBITDA 为 9.38 亿元，同比下降 17.90%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 40.26%）、计入财务费用的利息支出（占 14.48%）、利润总额（占 42.04%）构成。2024 年，公司 EBITDA 利息倍数下降、全部债务/EBITDA 提高至 5.42 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所下降；经营现金/全部债务、经营现金/利息支出均同比有所下降。公司长期债务偿债能力指标表现有所弱化。整体看，公司偿债能力指标表现良好。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司无作为被告的重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 47.60 亿元，已使用 20.25 亿元，尚未使用授信空间较为充足。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部是公司国内业务的主要经营实体。截至 2024 年底，公司本部资产规模有所增长，债务负担尚可，债务期限结构趋于均衡，所有者权益稳定性较好。

截至 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 51.77%；公司本部负债占合并口径的 39.99%；公司本部全部债务占合并口径的 35.39%；公司本部所有者权益占合并口径的 72.71%；公司本部营业总收入占合并口径的 31.22%；公司本部利润总额占合并口径的 63.65%。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 52.55 亿元，较上年底增长 27.88%。其中，流动资产 23.26 亿元（占 44.26%），非流动资产 29.29 亿元（占 55.74%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 56.63%）、应收票据（占 8.38%）、应收账款（占 22.12%）；非流动资产主要由长期股权投资（占 80.42%）、固定资产（占 14.47%）构成。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 13.17 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 25.99 亿元，较上年底增长 30.50%。其中，流动负债 16.33 亿元（占比 62.82%），非流动负债 9.66 亿元（占 37.18%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 18.01%）、应付票据（占 19.62%）、应付账款（占 20.77%）、其他应付款（占 18.83%）、一年内到期的非流动负债（占 14.17%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 83.69%）、应付债券（占 14.95%）构成。公司本部 2024 年底资产负债率为 49.45%，较 2023 年底提高 0.99 个百分点。截至 2024 年底，公司本部全部债务 18.00 亿元。其中，短期债务占 46.97%、长期债务占 53.03%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 40.40%，公司本部债务负担尚可。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 26.56 亿元，较上年底增长 25.42%，主要系定向增发增加资本公积和经营利润累积所致，所有者权益稳定性较好。在所有者权益中，实收资本为 3.41 亿元（占 12.85%）、资本公积合计 16.04 亿元（占 60.38%）、未分配利润合计 5.76 亿元（占 21.70%）、盈余公积合计 1.09 亿元（占 4.10%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 17.70 亿元，利润总额为 2.51 亿元。同期，公司本部投资收益为 1.46 亿元。

现金流方面，截至 2024 年底，公司本部经营活动现金流净额为 5.38 亿元，投资活动现金流净额-6.48 亿元，筹资活动现金流净额 8.24 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现与经营水平相匹配。

环境方面，作为制造类企业，在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司制定并落实多项环保制度，公司对作业场所进行环境因素识别和评估，建立生态环保监控监测体系，加强生产过程中生态环境污染风险源及污染物排放控制，并加强对项目部生态环保工作的过程管控，规避环境风险。2024 年，公司各主要废气污染物均在排污许可证范围内，实现达标排放。

社会责任方面，公司持续推进员工权益保护和人才队伍建设，2024 年，公司员工年均培训时长约 33 小时/人。投资者权益保护义务按要求履行，公司设置专门的岗位及人员开展投资者关系管理工作。2024 年，公司不存在因信息披露违规受到监管机构谴责或处罚的情况。公司积极参与慈善捐赠等社会公益活动。2024 年，公司慈善捐赠总额为 219.27 万元。公司遵循《安全生产法》《企业安全生产标准化基本规范》等法律法规，自上而下形成全员安全生产责任制，每年签订安全生产责任书，完善丰富安全教育培训机制。2024 年，全年未发生一般及较大安全生产事故。

治理方面，公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律法规要求，完善公司的法人治理，形成了以股东大会、董事会、监事会与管理层各司其职、运营有效的制衡机制，治理结构和内控制度较为完善。2024 年公司召开股东大会 4 次，审议共通过了 18 项议案；召开董事会 12 次，审议共通过了 54 项议案；召开监事会 8 次，审议共通过了 30 项议案。公司积极促进公司内部商业道德合规意识的建设，营造合规环境。2024 年，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、债券偿还能力分析

截至 2024 年底，公司对存续债券的偿付能力强。

截至 2025 年 3 月底，公司存续债券“乐歌转债”余额为 1.42 亿元。出于计算的合理性考虑，使用 2024 年数据进行测算，公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对“乐歌转债”的覆盖程度高，公司对存续债券偿付能力强。

此外，“乐歌转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“乐歌转债”的保障能力或将提升。

图表 17 • 公司存续债券偿还能力指标

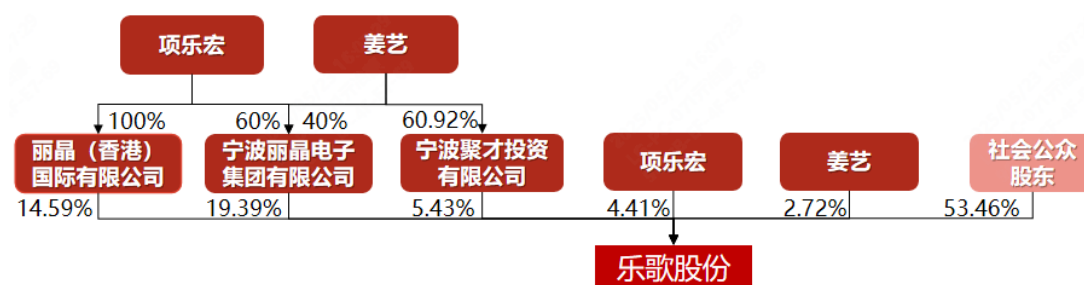
项目	2024 年
待偿债券余额（亿元）	1.42
现金类资产/待偿债券余额（倍）	18.39
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	46.56
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	4.64
EBITDA/待偿债券余额（倍）	6.62

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

八、跟踪评级结论

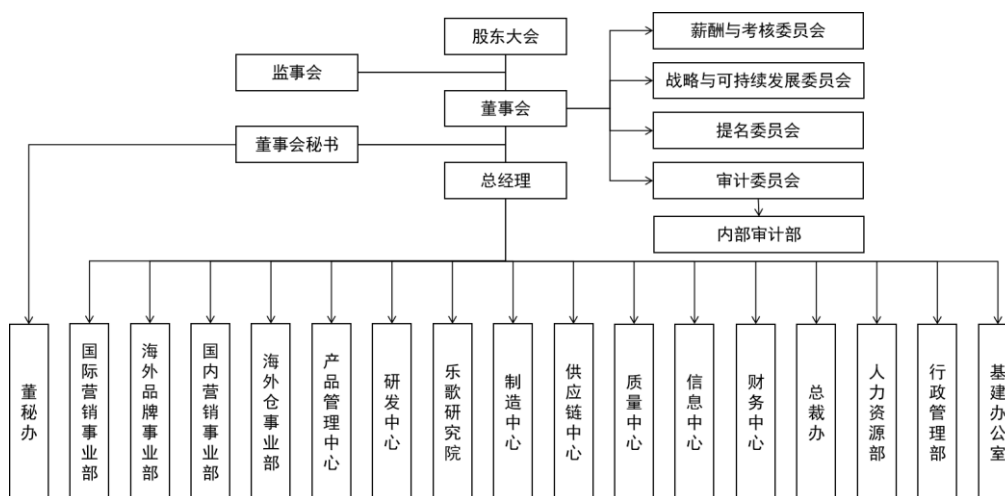
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“乐歌转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
乐歌人体工学（越南）有限公司	732.00 万美元	制造业	100.00%	--	新设成立
Lecangs, LLC	100.00 万美元	仓储物流服务及货物销售	100.00%	--	新设成立
沃美特（香港）有限公司	10.00 万港币	商品贸易	100.00%	--	新设成立
福来思博美国公司	250.00 万美元	商品贸易	100.00%	--	新设成立
乐歌（宁波）国际贸易有限责任公司	1.25 亿元	商品贸易	100.00%	--	新设成立

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	18.99	26.08	24.54
应收账款（亿元）	2.53	5.00	4.53
其他应收款（亿元）	0.38	1.73	1.59
存货（亿元）	4.60	5.67	6.24
长期股权投资（亿元）	0.65	0.73	0.73
固定资产（亿元）	19.20	24.24	26.29
在建工程（亿元）	4.52	1.68	2.83
资产总额（亿元）	67.98	101.51	102.17
实收资本（亿元）	3.12	3.41	3.41
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	30.37	36.53	36.96
短期债务（亿元）	9.53	12.41	14.14
长期债务（亿元）	19.40	38.47	39.65
全部债务（亿元）	28.93	50.88	53.79
营业总收入（亿元）	39.02	56.70	15.44
营业成本（亿元）	24.77	40.18	11.44
其他收益（亿元）	0.55	0.54	0.18
利润总额（亿元）	7.96	3.95	0.65
EBITDA（亿元）	11.43	9.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	42.82	62.42	16.39
经营活动现金流入小计（亿元）	46.33	66.03	18.20
经营活动现金流量净额（亿元）	8.20	6.58	0.86
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.48	1.44	-3.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.59	1.27	1.30
财务指标			
销售债权周转次数（次）	17.80	15.02	--
存货周转次数（次）	5.22	7.83	--
总资产周转次数（次）	0.61	0.67	--
现金收入比（%）	109.76	110.07	106.13
营业利润率（%）	35.87	28.37	25.27
总资本收益率（%）	12.20	5.40	--
净资产收益率（%）	20.86	9.19	--
长期债务资本化比率（%）	38.98	51.29	51.75
全部债务资本化比率（%）	48.78	58.20	59.27
资产负债率（%）	55.32	64.01	63.82
流动比率（%）	172.35	162.96	164.12
速动比率（%）	145.09	140.65	138.57
经营现金流动负债比（%）	48.60	25.88	--
现金短期债务比（倍）	1.99	2.10	1.74
EBITDA 利息倍数（倍）	12.29	6.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.53	5.42	--

注：1. 公司合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计；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. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.12	15.62	/
应收账款（亿元）	7.34	5.14	/
其他应收款（亿元）	1.09	0.85	/
存货（亿元）	1.47	0.99	/
长期股权投资（亿元）	17.23	23.56	/
固定资产（亿元）	2.22	4.24	/
在建工程（亿元）	0.94	0.08	/
资产总额（亿元）	41.09	52.55	/
实收资本（亿元）	3.12	3.41	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	21.18	26.56	/
短期债务（亿元）	6.90	8.46	/
长期债务（亿元）	6.77	9.55	/
全部债务（亿元）	13.67	18.00	/
营业总收入（亿元）	17.92	17.70	/
营业成本（亿元）	13.09	13.63	/
其他收益（亿元）	0.38	0.37	/
利润总额（亿元）	2.20	2.51	/
EBITDA（亿元）	2.64	3.09	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	17.16	24.11	/
经营活动现金流入小计（亿元）	20.65	25.01	/
经营活动现金流量净额（亿元）	3.15	5.38	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.67	-6.48	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.75	8.24	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.05	2.06	/
存货周转次数（次）	8.43	11.08	/
总资产周转次数（次）	0.44	0.38	/
现金收入比（%）	95.75	136.16	/
营业利润率（%）	26.40	22.42	/
总资本收益率（%）	7.34	7.12	/
净资产收益率（%）	9.99	9.79	/
长期债务资本化比率（%）	24.23	26.44	/
全部债务资本化比率（%）	39.22	40.40	/
资产负债率（%）	48.46	49.45	/
流动比率（%）	148.19	142.46	/
速动比率（%）	136.90	136.37	/
经营现金流动负债比（%）	24.23	32.93	/
现金短期债务比（倍）	1.32	1.85	/
EBITDA 利息倍数（倍）	5.97	5.22	/
全部债务/EBITDA（倍）	5.17	5.84	/

注：1. 公司本部 2025 年一季度财务报表未披露；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. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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