



信用等级通知书

信评委函字[2019]G573号

上海雪榕生物科技股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其贵公司拟发行的“上海雪榕生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁻。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年十月十七日

上海雪榕生物科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁻
主体级别	AA ⁻
评级展望	稳定
发行主体	上海雪榕生物科技股份有限公司
发行规模	不超过人民币 5.90 亿元（含 5.90 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
资金用途	本次发行募集资金净额拟投资于泰国食用菌工厂化生产车间建设项目、山东德州日产 101.6 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）和补充流动资金。

概况数据

雪榕生物	2016	2017	2018	2019.H1
所有者权益（亿元）	12.90	14.16	15.70	16.34
总资产（亿元）	24.61	38.36	38.93	36.64
总债务（亿元）	8.00	15.53	17.31	14.08
营业总收入（亿元）	9.99	13.30	18.47	8.83
营业毛利率（%）	23.07	19.85	14.27	21.65
EBITDA（亿元）	3.19	3.65	4.94	3.09
所有者权益收益率（%）	8.25	8.62	7.95	13.74*
资产负债率（%）	47.58	63.08	59.67	55.41
总债务/EBITDA（X）	2.50	4.26	3.51	2.28
EBITDA 利息倍数（X）	3.65	6.41	5.64	7.19*

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、表中带“*”数据经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“上海雪榕生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 AA⁻，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体上海雪榕生物科技股份有限公司（以下简称“雪榕生物”或“公司”）主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司显著的产能规模优势、销售网络覆盖广泛和保持增长的业务规模等因素对公司未来发展的良好支撑。同时，中诚信证评也关注到行业竞争加剧风险、产能释放压力和食品安全风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 产能规模优势显著。公司金针菇产能规模处于国内领先地位，截至 2019 年 6 月末已建立上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州和贵州毕节六大区域生产基地，现有食用菌日产能 1,140 吨，是我国产能最大的食用菌工厂化生产企业，具备显著的生产规模优势。
- 销售区域覆盖广泛。公司在经销为主，兼以直营模式下，依托合理的产能布局，建立了东北、华北、华中、华东和西南五大销售区域，在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90% 的人口，覆盖主要人口集中地区的全国性销售网络与生产基地形成良好协同效应，为其业务发展奠定基础。
- 业务规模保持增长。受益于食用菌行业持续发展、产能的扩张及销售端的良好配合，公司业务规模逐年增长，2016~2018 年，公司营业总收入分别为 9.99 亿元、13.30 亿元和 18.47 亿元，复合增长率为 35.97%。

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

李婧茹 jzhu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年10月17日

关注

- 市场竞争激烈。由于食用菌栽培技术门槛不高，大量企业进入导致市场竞争日驱激烈，同时，龙头企业纷纷扩产，业内工厂化栽培产能不断释放，市场整合空间较大，业内企业竞争压力或将进一步加大。
- 产能释放压力。在大力拓展食用菌产能时，公司产能释放率呈现下降趋势，2016~2019年6月末，金针菇的产能释放率分别为112.77%、98.18%、89.57%和78.53%，目前尚有甘肃和泰国等生产基地在建，食用菌产能将进一步扩大，而后续面临的产能释放和销售拓展压力亦同步加大。
- 食品安全风险。公司产品属于食用农产品，对新鲜度、绿色、安全有高要求，在运输和销售等流通环节存在相对较大的食品安全风险。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，若出现负面影响雪榕品牌的事件，将可能会影响公司品牌产品在市场的影响力及认可度，中诚信证评将持续关注食品安全风险对公司业务经营的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

上海雪榕生物科技股份有限公司（以下简称“雪榕生物”或“公司”）前身系上海高榕食品有限公司（以下简称“高榕食品”），由宋孝铎出资设立，设立时注册资本为 20 万美元。2000 年 3 月 30 日，宋孝铎将所持有高榕食品 100% 股权作价 45 万美元转让给杨勇萍控制的豪胜投资有限公司。2011 年 9 月 1 日，公司以高榕食品截至 2011 年 6 月 30 日经审计净资产 233,204,860.05 元折合股本 11,250 万股，整体变更为股份有限公司，注册资本为 11,250 万元。2016 年 3 月 16 日，经中国证券监督管理委员会《关于核准上海雪榕生物科技股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司公开发行 3,750 万股，募集资金总额 6.31 亿元。2016 年 5 月 3 日，公司于深交所创业板上市，股票代码 300511，总股本为 1.5 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司注册资本和实收资本为 4.33 亿元，控股股东为杨勇萍，实际控制人杨勇萍及其配偶张帆持股比例为 31.00%。

雪榕生物主要从事鲜品食用菌的研发、工厂化种植与销售，拥有自主品牌“雪榕”，主要产品包括金针菇、真姬菇、香菇和杏鲍菇等，产品销往内地及东南亚地区。

截至 2018 年末，公司总资产为 38.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 15.70 亿元，资产负债率为 59.67%；2018 年公司实现营业收入 18.47 亿元，净利润 1.25 亿元，经营活动净现金流 4.07 亿元。

截至 2019 年 6 月末，公司总资产为 36.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 16.34 亿元，资产负债率为 55.41%；2019 年 1~6 月公司实现营业收入 8.83 亿元，净利润 1.12 亿元，经营活动净现金流 2.87 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	上海雪榕生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	不超过人民币 5.90 亿元（含 5.90 亿元）
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
票面金额和发行价格	本次发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次可转换公司债券发行首日。
转股期限	本次发行的可转换公司债券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。
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十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交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格提请公司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机构（主承销商）协商确定。
转股价格向下修正条款	在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五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该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。
赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格提请股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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换公司债券：（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的

回售条款

120%（含120%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若公司本次发行的可转换公司债券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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权（当期应计利息的计算方式参见（十一）赎回条款的相关内容）。

募集资金用途

本次发行募集资金净额拟投资于泰国食用菌工厂化生产车间建设项目、山东德州日产101.6吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业环境

食用菌行业整体情况

食用菌指可供人们食用的大型真菌，一般是真菌中能形成大型子实体或菌核并能供食用的种类。人工栽培的食用菌以营养来源和栽培所用原料区分为木腐菌和草腐菌，其中木腐菌以木屑、棉籽壳和玉米芯等作为主要营养来源，如金针菇、香菇、杏鲍菇、木耳和平菇等；草腐菌以吸收禾草秸秆等腐草中的有机质作为主要营养来源，主要包括双孢

菇、草菇和鸡腿菇等。

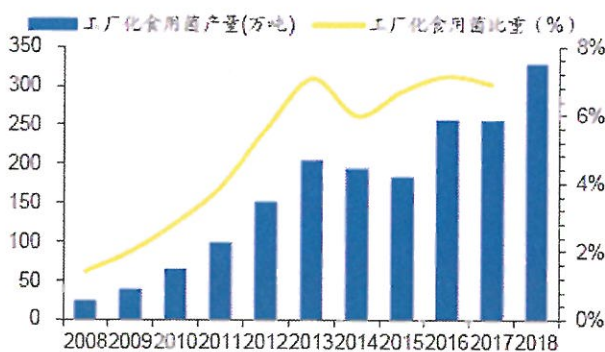
目前业内存在农户种植和工厂化种植两种模式。农户种植采取“手工作坊”的方式，以单户或者多户合作种植，近年在国家政策的扶持下，传统农户种植模式逐步演化为地区合作社或者“企业加农户”的模式，由合作社或企业提供菌种、资金及技术支持，而农户负责种植，再通过合作社或者加工流通企业统一销售。但传统农户的生产规模较小，且产品供应季节性较强，尤其是高温季节生产难度较高，产品产量和质量参差不齐，市场竞争力较低。

工厂化种植则是在人为控制各种环境因素条件下，进行机械化、自动化的食用菌生产，属于高技术含量、高效率运作、集约型的生产方式，能够提高资源有效利用率，其产出的食用菌按照质量、标准规定严格的筛选分级，形成统一规格。部分可以通过人工创造培育条件的食用菌进行工厂化具有明显的成本及产量优势。欧美及日韩食用菌市场已实现了高度工业化。其中，欧美消费食用菌种类比较单一，以双孢菇为主，上世纪30年代末双孢菇工厂化已在欧美出现雏形，后实现了菌种、堆肥、栽培专业分工的食用菌市场格局。与欧美较为单一的食用菌饮食不同，亚洲国家食用菌更多元。日本食用菌栽培主要有原木栽培、菌床栽培及堆肥栽培。上世纪60年代末日本瓶装金针菇技术问世，并在70年代初实现了瓶装金针菇工厂化的生产，而后逐步扩展到灰树花、杏鲍菇、平菇、香菇等菇种，食用菌工厂化栽培技术成熟，栽培主体则是农户和中小企业，通过联合数家生产企业或规模数量种植户成立培养中心，形成共享资源的联合生产。韩国则是通过从国外引进香菇、双孢菇、瓶装金针菇等栽培方法和设备，在上世纪90年代进入食用菌生产瓶栽自动化阶段，后经过多年发展，技术水平与日本相当。

相比之下，我国食用菌栽培历史悠久，据史料记载，宋朝在浙江庆元就开始了香菇的人工栽培。但是，近现代以来，我国食用菌人工栽培技术革新较慢，尤其是规模化、工业化、标准化的生产进程远远落后于日韩等国家。我国食用菌生产模式有传统农户种植、企业加农户和工厂化栽培三种，目前

传统化农户种植仍是主要生产方式，工厂化率较低。根据食用菌协会统计数据测算，2015~2017 年我国食用菌行业的工厂化率分别约为 5.29%、7.15% 和 7.42%，工厂化率较低。2002~2012 年以来在行业高利润率驱动和国家的惠农政策作用下，大量资金涌入工厂化食用菌生产，众多中小型工厂化食用菌企业诞生，到 2012 年我国食用菌工厂化生产企业数量达到 788 家。2012 年以后，由于竞争加剧，行业产能过剩，国内食用菌产品价格逐步下行，倒逼部分高成本的中小企业退出，厂家数量连续下降。根据中国食用菌商务网统计数据，截至 2018 年 9 月，我国共 498 家食用菌工业化企业，工厂化食用菌总产量突破日产 1 万吨。大量低成本低效益传统栽培模式的“农民菇”退出市场中，行业龙头通过并购中小企业迅速扩大自身产能规模提高市场占有率，从而推动我国工厂化食用菌行业集中度逐步提升。

图 1：2008~2018 年我国食用菌工厂化情况



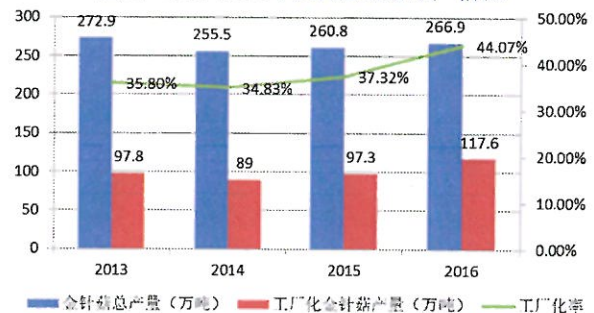
资料来源：中国食用菌协会、广发证券发展研究中心

我国已发现的食用菌超过 900 种，已栽培的种类有 70~80 种，形成商品约 50 种。但是我国工厂化生产的食用菌种类却较少，根据中国食用菌协会统计，实现规模化生产的四大菌种有金针菇、杏鲍菇、双孢蘑菇及真姬菇（包括蟹味菇、白玉菇和海鲜菇），而我国产量最大的香菇、平菇、黑木耳等尚未获得成熟的工厂化生产技术。

以金针菇为例，金针菇是我国前五大食用菌之一，产量仅次于香菇、平菇、黑木耳和双孢菇。由于较大的市场需求，且人工栽培技术相对简单，金针菇成为了最早进行工厂化种植的食用菌，也是工厂化生产技术最成熟的种类。根据中国食用菌商务网的统计数据，中国工厂化金针菇日产量由 2010

年的 988.9 吨增长到 2018 年日产量 4,500 吨，是我国目前工业化程度较高的菇种，但是相对日韩几乎全部工厂化生产金针菇，我国金针菇工厂化仍有较大的提升空间。

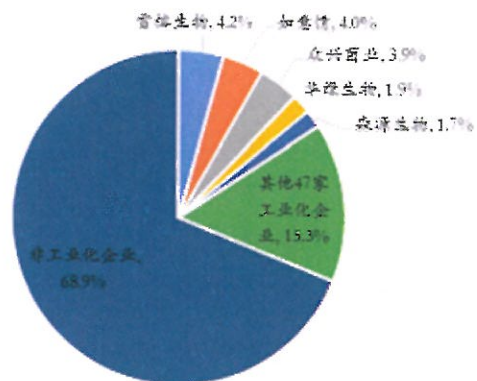
图 2：2013~2016 年我国金针菇生产情况



资料来源：中国食用菌商务网、中国食用菌协会，中诚信证评整理

由于金针菇栽培技术门槛不高，且国内外市场需求较大，国内金针菇工厂化生产的市场竞争较为激烈。中国食用菌商务网统计显示，2017 年全国有 142 家企业开展金针菇的工厂化生产，总产量达到 136.48 万吨，较上年增幅为 24.07%。其中，金针菇工厂化生产企业日产能超过 50 吨的仅 15 家，日产能大于 200 吨的企业为 5 家。随后，龙头企业纷纷扩产，市场整合空间较大，2018 年末，金针菇工厂化总产量为 162.11 万吨，其中前十五家企业产能占全行业生产产能的 84% 左右，雪榕生物和众兴菌业的金针菇日产能分别达到 900 吨和 595 吨，分列业内第一、二名。

图 3：2017 年我国金针菇行业集中度情况

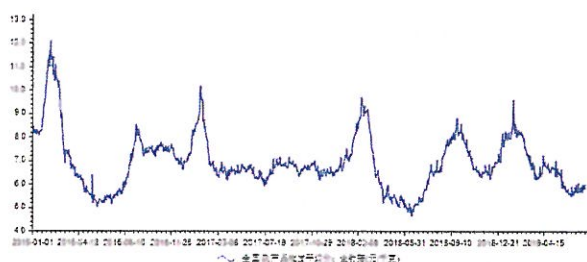


资料来源：中国食用菌协会，中诚信证评整理

食用菌作为一种农作物，需要在特定的温度、湿度下才能正常地生长、发育。在传统农户栽培模式下，由于无法对食用菌栽培环境进行有效控制，受制于自然温度、湿度的季节性气候变化，无法做

到周年化生产，一年只有几个月的大量上市时间，市场供应量季节性波动很大。价格方面，由于目前我国市场仍以农户种植为主，金针菇市场存在明显的供需错配：每年的第二季度农户种植金针菇大量上市，供给大幅增加；而金针菇通常用于火锅消费较多，最旺盛的季节是每年的第四季度，由于供给需求错位，金针菇价格季节波动十分明显，每年11~2月会出现明显的价格峰值，而每年3~6月则会出现价格低谷。

图 4：2016 年以来我国金针菇批发均价走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

其他种类方面，2017 年，杏鲍菇年全国产量约 207 万吨，工厂化产量约 142 万吨，占比 69%；2017 年，真姬菇全国工厂化产量 13.19 万吨；同年双孢菇有效日产能 450 吨，工厂化产量约 14.67 万吨，工厂化率不足 30%，仍以农民种植为主。而消费量最高的香菇由于工厂化生产质量低导致成本较高，短期内难以实现规模化种植，仍以人工培育为主。

综合而言，我国食用菌行业品种多元，工厂化发展迅速，但起步较晚工厂化率较低，仍由农户种植为主导。未来人们对食用菌的消费量会不断增加，对食用菌的产品质量也会提出更高的要求，传统栽培方式将难于满足人们对食用菌产量和品质的需求，食用菌工厂化拥有较大发展空间。

食用菌行业发展趋势

食用菌下游行业为餐饮业，居民收入和餐饮业增长是需求端的有力支撑。食用菌含有丰富的蛋白质、氨基酸以及多种维生素，符合现代快节奏生活方式下科学饮食、平衡营养新消费需求。据国家统计局数据显示，2013~2018 年，我国居民人均可支配收入从 18,311 元增长至 28,228 元；人均居民消费支出亦由 2013 年的 13,220 元增长至 2018 年的 19,853 元。随着居民收入的稳步提高，其食品类支

出也随之增加。2018 年全年全国居民人均食品烟酒消费支出 5,631 元，同比增长 4.78%，占人均消费支出的比重为 28.36%。我国消费者个人收入以及人均食品支出的上涨支撑了食用菌行业的增长空间。

食用菌产品主要通过经销商销往酒楼、饭店和食堂，以及通过农贸市场或超市销往千家万户，少部分经深加工后出售给终端消费者。进入 21 世纪以来，随着城镇居民可支配收入的增加，整体生活节奏的加快，人们在餐馆就餐的机会趋多，我国餐饮业也得以迅速发展，营业额从 20 世纪末的 3,554.76 亿元增长到 2017 年的 5,312.80 亿元，增长了约 50%。随着以食用菌为烹饪主辅料的菜品逐年增加和餐饮业零售额的增长，餐饮业已经成为食用菌销售的重要渠道。得益于我国多元丰富的饮食文化，火锅、麻辣烫、冒菜、烧烤等特色小吃已深入民众的日常生活，使得我国民众对食用菌存在一定的消费偏好。另外，餐饮业为了满足客户需求，必须达到饮食安全标准，对原料在安全环保等方面要求逐渐加强，由此也会逐渐推动食用菌工厂化生产的发展，以满足快速增长的食用菌需求量。加之城镇化进程的加快、农业现代化的推进，食用菌工厂化生产品种将向多菌类方向延伸，工厂化产品朝差异化、多样化方向发展，木腐菌、草腐菌并行，食用菌多品种工厂化生产格局将逐步成熟。

我国食用菌不仅内需增长迅速，出口增长空间亦趋广阔。随着产品质量的提升，中国食用菌未来在国际市场上更具竞争力。据中国海关和国家统计局数据，2017 年我国共出口各类食（药）用菌产品 63.08 万吨（干鲜混计），货值 38.40 亿美元，出口数量和金额同比分别增长 13.09% 和 19.38%，近五年的年均复合增长率分别为 4% 和 7%。2018 年上半年，中国出口干食用菌 96,795 吨，同比增长 25.7%；金额达 1,641.59 百万美元，同比增长 37.1%。此外，在国家“一带一路”的政策下，欧洲、亚洲国家也可以成为我国食用菌产品重要的出口流向，为我国食用菌产品出口开拓一条新的道路。

未来中国食用菌生产将在食用菌工厂化的引领下，通过标准规范食用菌生产、产品质量和稳定性，通过科技创新和人才培养提高食用菌产业技术

的整体水平，通过市场需求优化食用菌品种结构和品牌效应，通过经济效益、社会效益、生态效益推动食用菌工厂化生产模式与其他生产模式互补有无，拓展市场空间，延长产业链，从而实现中国食用菌产业的战略性结构调整和快速发展。

行业关注

育菇技术和工艺影响成本控制能力。食用菌行业上游行业主要是米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳、木屑、甘蔗渣、农业秸秆（如稻草、麦秸、玉米秸等）等农业废弃物。中国是农业生产大国，农业废弃物产出量大，食用菌生产的原料资源十分丰富，再加上近年来全国水稻和玉米均增产明显，米糠、玉米芯市场供给非常充足，因此食用菌行业上游的采购环境良好，获取成本较低，进而影响原材料成本差异的主要原因更在于育菇技术和工艺水平，衡量的核心指标包括杂菌污染率、生物转化率和单瓶产量。一般来说，在产能投放初期，经过一段磨合调试期后杂菌污染率会显著降低并保持较低水平。生物转化率是育菇行业的核心指标，其值越高说明投入相同重量原材料所产出的产品越多，单瓶产量越高。液体菌种接种比固体菌种接种的物转化率较高。单瓶量产指标是杂菌污染率及生物转化率共同作用的结果，直接反应育菇效率，但各企业产品切根与否的统计口径不一致会造成单瓶产量存在差异。因而成本端的控制则更依赖于企业的技术、工艺、渠道、管理能力等核心竞争力。

食用菌工厂化尚处于初阶阶段。中国食用菌工厂化发展历程短，速度快，在菌种、技术等方面存在不同程度的问题。首先，我国工厂化生产使用的菌种大部分来自国外菌种企业，匮乏具有自主知识产权的优良品种及配套工艺技术，难于满足产业转型升级，在专业化、工业化方面缺乏核心技术。另外，我国食用菌产业链过短、过窄，产品多以鲜品、干品等初级品为主，加工简单，缺乏深加工，导致食用菌产品结构缺乏优势、附加值不高、经济收益受限，企业的利润空间难以拓宽放大。

品牌化产品具备高附加值。随着生活水平的提高，消费者更加注重农产品的品质和安全，偏好品牌知名度较高的产品。一般农产品附加值低，而以

新奇士橙、泰国香米等为例的国外著名农产品品牌进入中国市场，产品价格较高但很受消费者青睐。食用菌也将追随猪肉、大米、食用油等产品类别的脚步，逐渐进入品牌化消费时代，创造高额附加值，进而提高消费者的品牌忠诚度。

竞争实力

全国化产能布局和销售模式发挥良好协同效应

食用菌属于生鲜食品，需冷链物流运输，为避免长途运输物流成本大、产品品质下降等诸多因素的影响，公司通过进行全国范围内的产能布局以保证供给。公司已建立上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州和贵州毕节六大生产基地（甘肃临洮生产基地、泰国生产基地处于在建中），辐射华东、华北、东北、华南和西南五大销售区域，在 900 公里的运输半径内覆盖了我国近 90% 的人口，现有食用菌日产能 1,140 吨，其中金针菇 960 吨，其他菇种 180 吨，是我国产能最大的食用菌工厂化生产企业。

工厂化食用菌企业的销售模式一般分为坐销和助销，前者被动依赖经销商进行销售，通过询价后卖给销售能力最强、出价最高的经销商，公司对经销商没有控制力；后者则以省区管理模式为主体，专人专职服务各个主要经销商，协助经销商进行销售和市场管理，根据公司布局和销售计划，主动调配各区域产品配额以及引导价格走势，各地销售代表与一级经销商协助合作。公司在全国布局的基础上，采用助销的销售模式，有利于加强与各级经销商之间的客户粘度，使各级经销商即使在食用菌的销售淡季也能保持推广公司产品的积极性。

全国化的产能布局支撑了广泛的销售网络，且助销模式奠定了良好合作关系，从而有利于推动公司稳步发展。

育菇技术成熟，品牌效应显著

经过多年的积累，公司自主研发并掌握了食用菌生产所必需的核心技术，专利知识产权均自主申请，公司自主培育液体菌种，已有 5 个菌种通过上海农作物品种审定委员会的品种认定，包括金针

菇、蟹味菇、杏鲍菇和白玉菇品种。在工厂化生产食用菌领域，金针菇液体菌种较固体菌种优势明显，菌种生产周期较使用固体菌种减少了 47~69 天，栽培瓶培养发菌和生育出菇的周期较使用固体菌种缩短了约 7~13 天，整个周期缩短了约 54~82 天。目前公司共拥有 78 项专利，其中发明专利 18 项，实用新型专利 52 项，外观设计专利 8 项。此外，公司污染率控制水平、生物转化率及单瓶产量，均处于同行业领先水平，优良的产品品质推动了品牌力的建设。2002 年，公司被农业部等八部委联合授予“农业产业化国家重点龙头企业”；2012 年 8 月，公司正式与中国航天基金会签约，成为中国航天事业合作伙伴；2014 年，公司被评为“2014 年度上海名牌”，并获第七届“中国国际农产品交易会”金奖；2019 年，公司“工厂化金针菇系列新品种选育及推广应用”荣获“上海市科学技术一等奖”，有效地提升

品牌知名度和附加值。

业务运营

公司主营鲜品食用菌的研发、工厂化种植与销售，拥有“雪榕”品牌，主要产品包括金针菇、真姬菇、杏鲍菇等。2016~2018 年，公司分别实现主营业务收入 9.85 亿元、13.18 亿元和 17.86 亿元，其中金针菇销售收入分别为 7.88 亿元、10.91 亿元和 14.23 亿元，占比均维持在 80%左右，系公司主要收入来源。2019 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 8.75 亿元，包括金针菇销售收入 7.16 亿元、真姬菇销售收入 1.10 亿元、杏鲍菇销售收入 0.42 亿元和香菇销售收入 0.07 亿元。整体来看，公司以金针菇产品为主导，产品结构布局稳定，营业收入稳步增长。

表 2：2016~2019.H1 公司主营业务收入结构

单位：亿元、%

分产品	2016			2017			2018			2019.H1		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
金针菇	7.88	32.49	79.99	10.91	25.61	82.81	14.23	18.52	79.64	7.16	26.34	81.80
真姬菇	1.06	22.69	10.75	1.58	-1.87	11.97	2.60	-12.99	14.56	1.10	-0.44	12.61
香菇	0.59	-103.25	5.94	0.22	3.81	1.68	0.33	0.64	1.86	0.07	-68.50	0.84
杏鲍菇	-	-	-	0.42	-56.19	3.21	0.70	-12.99	3.94	0.42	2.01	4.76
其他	0.33	2.90	3.32	0.04	2.83	0.32	-	-	-	0.0004	35.01	0.01
合计	9.85	22.39	100.00	13.18	19.25	100.00	17.86	12.36	100.00	8.75	21.01	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

公司以工厂化模式进行金针菇、真姬菇等食用菌的生产，即在按照菇类生长需要设计的厂房中，利用温控、湿控、风控以及光控设备创造人工模拟生态环境，利用工业化机械设备自动化操作，采取标准化工艺流程种植食用菌。金针菇和真姬菇类产品的生产流程大致分为备料搅拌装瓶、高温灭菌、冷却接种、培养发菌，而后经过搔均、芽出管理、抑制管理和生育管理后出菇采收，最后进行分级包装和低温冷藏，最终的产品规格因流通领域不同分为大包装（不切根）和小包装（切根）两类。其中，接种阶段采用的液体菌种由公司自主培育，主要采用了单孢杂交、提纯复壮繁殖等生物技术，将保藏

菌株进行种性检测后试管种接种及培养，通过质量判断后摇瓶菌种接种及培育，再次通过质量检测后进行种子罐菌种接种与培养，最后质量合格的成为生产用种。食用菌菌种的种性存在易退化的特点，菌种持续使用约 4~6 个月以后，一般需要重新替换，以降低菌种退化对生产带来的影响。由于工艺水平差异，香菇则是采用固体菌种进行套袋育菇。

图 5: 金针菇和真姬菇产品的生产工艺流程图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司由生产管理中心统筹年度、月度和周生产计划，并对接销售部门制定产量预测表来协调每日生产。目前，公司共拥有上海、四川都江堰、吉林

长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节六大生产基地，16 个独立工厂，其中贵州基地包含金针菇、香菇、真姬菇和杏鲍菇，上海和山东基地涵盖金针菇和真姬菇（山东基地真姬菇处于试生产阶段），其他基地均生产金针菇。公司贯彻全国化的产能布局，同时积极推进 IPO 募投项目，食用菌产能规模逐年递增，2016~2018 年，公司金针菇产能分别为 12.22 万吨、20.91 万吨和 32.40 万吨，产量分别为 13.78 万吨、20.53 万吨和 29.02 万吨，同期产能利用率分别为 112.77%、98.18%和 89.57%，呈现下降趋势，存在一定的产能释放压力。同期，公司真姬菇产能分别为 0.94 万吨、2.34 万吨和 3.6 万吨，产能利用率分别为 119.15%、97.86%和 104.44%，其中 2017 年贵州毕节真姬菇生产基地投产带动产能和产量大幅提升。而杏鲍菇和香菇由于生产工艺尚不成熟，产品质量稳定性略弱，产能释放率整体偏低。此外，为更优化产能布局，公司在建的甘肃和泰国生产基地或将根据市场需求及变化适当增加其他食用菌品种。

表 3: 2016~2019.H1 公司各产品产能和产量情况

金针菇	2016	2017	2018	2019.H1
产能（万吨）	12.22	20.91	32.40	17.28
产量（万吨）	13.78	20.53	29.02	13.57
产能释放率（%）	112.77	98.18	89.57	78.53
真姬菇	2016	2017	2018	2019.H1
产能（万吨）	0.94	2.34	3.6	1.8
产量（万吨）	1.12	2.29	3.76	1.4
产能释放率（%）	119.15	97.86	104.44	77.78
杏鲍菇	2016	2017	2018	2019.H1
产能（万吨）	-	1.08	1.44	1.08
产量（万吨）	-	0.94	1.44	0.78
产能释放率（%）	-	87.04	100.00	72.22
香菇	2016	2017	2018	2019.H1
产能（万吨）	2.70	0.72	0.72	0.36
产量（万吨）	0.90	0.30	0.37	0.08
产能释放率（%）	33.33	41.67	51.39	22.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：公司募投项目情况

单位：万元

可转债募投项目	投资总额	拟投入募集资金金额	设计产能
泰国食用菌工厂化生产车间建设项目	121,800 万泰铢	20,000	日产金针菇 100.2 吨
山东德州日产 101.6 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）	28,590	25,000	日产金针菇 101.6 吨
补充流动资金	14,000	14,000	-
合计	70,344	59,000	-

注：根据 2019 年 8 月 8 日的汇率中间价（1 元人民币折合 4.3886 泰铢），泰国食用菌工厂化生产车间建设项目雪榕生物投资总额约为 27,753.73 万元。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在我国食用菌行业良好发展背景下，食用菌产品在消费者膳食结构中的地位日益提升，公司积极进行全国化产能布局，推动销售终端的持续扩张，同时响应国际“一带一路”政策，布局海外市场。公司拟通过发行可转债募集资金用于建设泰国食用菌工厂化日产金针菇 100.2 吨生产车间建设项目和山东德州日产 101.6 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期），上述项目的实施将进一步增加公司金针菇日产能 201.8 吨，增强在金针菇行业的综合竞争力。

工厂化栽培食用菌便于建立、实施监督管理机制，从原料、环境、生产、加工、分装及流通全程可控，从源头上最大限度地避免了病菌、虫害、环境污染对食用菌的侵害，有效确保了食品安全。公司食用菌栽培中所使用的原料在入库前由品保部对其营养成分、pH 值和含水量等项目进行检测，并进行农药残留和重金属检查。同时，公司食用菌栽培的卫生环境主要采用纯物理方式进行保障，并采用高温高压灭菌釜对培养料进行灭菌。此外，冷却及接种环节的环境按照医药行业生产针剂的环境等级设计，通过高效洁净的空气净化技术保障关键环节不受污染，确保所有出厂产品的食品安全。为了保证产品质量和食品安全，公司经过中国质量认证中心的认证（CQC），并通过了 ISO9001:2008 质量管理体系、ISO14001:2004 环境管理体系、ISO22000:2005 食品安全管理体系认证。

总体来看，公司食用菌产能规模优势明显，金针菇生产工艺较为成熟，随着 IPO 募投、新建项目

的完工投产和拟投产项目的实施，食用菌产能将进一步扩大，但后续面临的产能释放和销售终端拓展压力值得关注。

采购

公司采购物品主要包括米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳和啤酒糟等生产原材料，以及包装箱、塑料膜等包装材料，采购费用约占生产成本的 40%。公司采购物料由总部层面统一与供应商询价，通过比价、招投标和谈判等方式确定具体供货价格，每种物料、每个基地均保有多家供应商，而合格供应商通过规模、所在区域、产品质量、供货稳定性等指标考核筛选得出。一般而言，采购部门根据需求部门的申请制定年度、月度物料需求和采购计划表，向中标供应商发出采购单，品保部验收合格后入库，采购部核对后经财务部确认相应成本和货款。

公司所需的生产性原材料大多为农业下脚料，其厂家分布广量多，不存在对单一供应商的依赖性。公司一般通过中间供应商采购原材料，避免与大量农户和小规模厂家的直接接触，规范采购流程。2016~2018 年，公司前五名供应商采购额占年度采购总额的比例分别为 17.29%、14.07% 和 14.95%。对于大额物料米糠、玉米芯和麸皮，公司大部分对接拥有自主生产基地的厂家，个别因产品属性对接贸易商，一般通过每年招标锁定全年平均价格，价格浮动异常时启动新一轮谈判，结算方式为月结。为保证安全库存，公司根据生产量掌控采购量，采购频率为月度。

采购价格方面，公司生产所需原料主要来源于江苏、安徽、四川、山东、吉林、辽宁和河南等省份，农业资源丰富，下脚料成本较低，供应充足，价格整体波动不大。2016~2018 年，公司食用菌的原材料成本占营业成本的比重分别为 28.92%、32.36% 和 32.75%。

表 5：2016~2019.H1 公司主要原材料采购情况

年度	原材料	平均单价 (元/公斤)	采购量 (公斤)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2016	米糠	1.72	34,254,143.00	59,002,674.77	11.38%
	玉米芯	0.91	54,596,931.00	49,659,943.75	9.58%
	麸皮	1.48	18,929,386.00	27,974,842.39	5.40%
	啤酒糟	2.29	5,833,833.00	13,386,364.92	2.58%
	棉籽壳	2.54	11,898,625.00	30,183,262.38	5.82%
年度	原材料	平均单价 (元/公斤)	采购量 (公斤)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2017	米糠	1.94	51,292,438.00	99,506,787.56	11.73%
	玉米芯	1.00	90,960,821.00	90,952,945.98	10.72%
	麸皮	1.80	38,242,148.00	68,745,236.19	8.10%
	啤酒糟	2.53	9,217,256.00	23,289,434.34	2.74%
	棉籽壳	2.03	26,679,284.00	54,142,223.71	6.38%
年度	原材料	平均单价 (元/公斤)	采购量 (公斤)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2018	米糠	2.01	47,557,907.00	95,480,015.74	9.37%
	玉米芯	0.99	74,044,432.00	73,576,509.47	7.22%
	麸皮	1.79	31,887,323.00	57,053,181.87	5.60%
	啤酒糟	2.71	8,181,327.00	22,180,245.15	2.18%
	棉籽壳	1.55	26,891,422.00	41,677,154.93	4.09%
年度	原材料	平均单价 (元/公斤)	采购量 (公斤)	采购金额 (元)	占采购总额比重
2019.H1	米糠	2.04	29,810,706.60	60,737,527.19	14.00%
	玉米芯	0.94	45,938,126.86	43,283,714.01	10.00%
	麸皮	1.5	20,134,356.40	30,229,646.07	7.00%
	啤酒糟	2.87	5,172,468.00	14,870,012.83	3.00%
	棉籽壳	1.29	14,066,466.72	18,180,762.28	4.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016~2018 年，公司菌种成本占营业成本的比重分别为 1.65%、1.47%和 2.27%，金针菇自有菌种使用比例为 100%。除使用自有菌种外，公司还通过协议授权的方式在部分子公司使用日本国株式会社千曲化成的真姬菇菌种，以避免单一菌种退化、劣化导致产量下降的风险；公司亦从国外购入菇类原种用于研究对比以改良自有菌种。需要注意的是，若与第三方签订的授权协议到期后不能续签，原使用外购菌种的工厂需更换为自有菌种并调整生产参数，可能导致短期内产量的波动。此外，若自有菌种出现退化、劣化，且无法在市场上购买到替代菌种，公司将面临因菌种质量下降而减产的风险。

综合而言，公司原材料多为农业下脚料，供给充足且获取成本较低，采购条件便利，此外，公司育菇技术工艺较为成熟，原材料利用率较高，一定程度上降低了原材料成本，且公司采取低库存管

理，减少资金在存货环节的沉淀。

产品销售

公司采用以商超、餐饮客户和电商平台直营为辅，经销为主的销售模式，后者系买断式销售方式，售后风险由客户承担。公司与经销商保有年度协议，要求固定的销售区域和业务模式，规定核心区域的金针菇销售以专营模式开展，并通过一级代理商渗透渠道，目前经销渠道已下沉到县级、三四线城市。同时，公司与商超、连锁餐饮、网络直配定点客户保持良好的合作关系，终端销售网点延伸至全国 48 个城市商超门店、农贸菜场、社区生鲜店和餐饮店等，如永辉、家乐福、华润万家、山姆、沃尔玛、海底捞、每日优鲜、叮咚买菜等。

通过建立良好的客户合作关系，公司销售收入稳步增长，年复合增长率为 35.97%。销售结算方面，经销商将预计订单量通过所在大区的销售人员上报至营销中心，而后根据当日的实际产量与大区分

配规划决定实际给予经销商的产品数量。公司给予部分规模较大以及优质的客户给予金额的信用额度，其余均采用款到发货的模式进行销售。商超、餐饮等直销客户的货款结算一般采用月结的形式。

表 6：2016~2019.H1 公司分渠道销售情况

单位：万元

渠道收入	2016	2017	2018	2019.H1
直营模式	6,122	6,322	7,507	1,081
经销模式	92,409	125,474	171,138	86,426
合计	98,531	131,796	178,645	87,507

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

定价方面，公司一般情况下由各区域销售经理每周对市场行情调研分析，于每周一将销售价格预测提交各大区销售总监审核，并由大区销售总监确认该区域下周的销售最低限价。此外，公司会对对终端客户进行价格指导，在考虑运营成本、市场准入费等方面，允许其在保证销量的同时适当加价。公司亦通过返利机制激励经销商积极性，但随着市场竞争的加剧，市场价格更趋透明化，返利机制或将逐步取消。对于商超客户，公司参考历史数据、市场情况，根据商超连锁客户的不同需求，定时向其提供合理报价；餐饮客户则是通过招投标方式竞价。运费方面，2017 年之后，公司金针菇、真姬菇产能布局基本能够满足区域需求，运输费用有所减少。

表 7：2016~2019.H1 公司产品销量和售价情况

单位：万吨、元/公斤

金针菇	2016	2017	2018	2019.H1
销售量	13.79	20.53	28.87	13.65
销售均价	5.71	5.32	4.93	5.25
真姬菇	2016	2017	2018	2019.H1
销售量	1.49	2.32	3.77	1.38
销售均价	9.31	6.97	6.90	7.97
杏鲍菇	2016	2017	2018	2019.H1
销售量	-	0.94	1.42	0.79
销售均价	-	4.51	4.96	5.27
香菇	2016	2017	2018	2019.H1
销售量	0.87	0.30	0.37	0.07
销售均价	6.75	7.33	8.87	9.95

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着公司产能的扩张和销售渠道的渗透，食用菌各品类销量同步提升，2018 年金针菇、真姬菇、

杏鲍菇和香菇销量分别达到 28.87 万吨、3.77 万吨、1.42 万吨和 0.37 万吨，内销占比达到 95%以上。销售价格方面，食用菌作为农产品其价格不仅受供求关系影响，气候、自然灾害、CPI、区域经济等多方面因素也会带来联动影响。2016~2018 年，公司金针菇的销售均价呈现下降态势，主要系业内工厂化食用菌产能的大幅扩张与消费需求之间存在差异。伴随工厂化食用菌产业的发展，行业竞争加剧，食用菌产品价格的下降淘汰了部分业内落后产能，未来行业整合效果将日益凸显。2018 年以来，公司加大“雪榕”品牌宣传，联合经销商在各类终端销售网点，以“一荤一素一菇，健康膳食 365”以及“我爱世界杯”为主题，全面开展菌菇产品消费教育，增强消费者对食用菌产品的认知度，积极宣传公司产品。2019 年，金针菇价格触底反弹，半年度其销售均价上涨至 5.25 元/公斤。

综合而言，公司目前业务以金针菇为主导，产品主要通过经销模式销售，兼以直销模式，并与各销售终端建立了良好的合作关系，销售网点覆盖率逐年扩大，整体业务规模稳步增长。但中诚信证评也关注到，公司募投项目和拟投资项目投产后短期内面临较大销售渠道拓展压力，对公司业务的经营情况提出新的挑战。同时，金针菇作为农产品，价格透明度较高，且产品单价多由市场因素决定，公司对下游的议价能力有限，盈利水平存在较大波动性。

此外，公司产品属于食用农产品，对新鲜度、绿色、安全有要求，在运输和销售等流通环节存在相对较大的食品安全风险。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，产品质量控制与食品安全风险管控已成为食品生产企业经营与品牌运营管理的重中之重。食用菌销售额占公司总销售额的 95%以上，若出现负面影响雪榕品牌的事件，可能会降低其产品在市场上的影响力及认可度，影响消费者偏好，进而影响公司的销售业绩，中诚信证评将对公司食品安全风险保持持续关注。

公司治理

治理结构

根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等相关法律法规及规范性文件的要求，公司制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理框架，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。公司股东大会作为公司的权力机构，其职权包括依法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，审议批准董事会、监事会报告，审议批准年度财务预算、决算方案，修改公司章程等事项。公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，行使召集股东大会，执行股东大会决议，决定经营计划和投资方案，决定年度财务预算和决算方案等职权，董事会还下设了审计委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会、提名委员会四个专门委员会。公司设总经理 1 名，根据经营和管理需要，设副总经理若干名，并与财务总监和董事会秘书为高级管理人员，其中，总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、拟定公司基本管理制度、制定公司具体规章等职权。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名，监事会主席 1 名，负责审核公司定期报告、财务、董事和高级管理人员职务行为的监督等。公司自设立以来，股东大会、董事会、监事会和经理层能够按照相关法律、法规和《公司章程》赋予的职权依法独立规范运作，履行各自的权利和义务，没有违法违规情况的发生。为了更好地维护股东权益，确保股东、董事、监事职权的有效履行，公司制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《董事会审计委员会工作细则》、《董事会战略委员会工作细则》、《董事会提名委员会工作细则》、《董事会薪酬与考核委员会工作细则》等制度，明确了股东大会和股东、董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员的职责任务条件、议事规则和工作程序，确保决策、执行和监督相互分离，形成制衡。

内部管理

公司通过建立、健全各项内部控制制度，确保公司股东大会、董事会、监事会和高管人员的职责及制衡机制基本能够有效运作，公司内部监督和反馈系统基本健全。监事会对董事会建立和实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。公司内部控制的目的是合理保证经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果，促进实现发展战略。

公司基本的内部职能机构包括营销中心、人力资源中心、生产管理中心、财务管理中心、行政安保部、信息管理部、采购部、品保部、投资部及法务部。公司建立了与业务相适应的组织架构，明确了各部门管理职责、各岗位职责和业务授权，建立了部门之间适当的沟通与报告制度。职责的设置考虑了不相容职务的分离与效率的平衡，以保证各项经济业务的授权、执行、记录以及资产的维护与保管分别由不同的部门或个人互相牵制地完成。

公司在改进和完善内部环境控制的同时，还对各项具体业务活动制订管理制度，并实施相应的控制。公司与财务报表相关的内部控制活动主要包括：资金活动、供产销、资产管理等。公司制订了《资金管理制度》、《融资管理制度》、《对外担保制度》等，对公司的资金营运、融资等活动进行管理；制订了《物资需求计划管理规定》、《供应商管理规范》、《应付账款管理规定》、《集中采购管理规定》等，加强请购、审批、购买、验收、付款等环节的风险管控，对公司的采购业务进行规范管理；制订了《仓库物资入库流程》、《仓库物资出库流程》、《仓库盘点制度》、《固定资产管理制度》等，对公司的资产进行规范管理；制订了《销售订单管理流程及细则》、《营销中心价格管理制度》、《客户信用评估管理制度》、《应收账款管理制度》等，从订单的取得直至货款回收，均有明确的制度进行规范，确保了销售收入记录真实、完整、及时，并确保了信用发货的安全与应收账款的跟踪与回收；公司均按 ISO9001:2008 质量管理体系、ISO14001:2004 环境管理体系、HACCP/ISO22000:2005 食品安全管理体系建立和实施了质量、环境、食品安全管理体系；

度制定了会计工作组织管理和会计核算制度，设置了专门的会计机构负责人，并规定了财务负责人和会计人员的岗位责任；制定了各项重要会计政策和会计估计；引进了财务自动化系统，提高了会计信息的准确性、及时性和完整性。

总体来看，公司治理结构较为健全，内部控制制度较为完整、合理及有效，能够适应公司管理的要求和公司发展的需要。

战略规划

公司以“团结、稳健、革新”的精神和“绿色、环保、安全”的责任意识为宗旨，持续致力于食用菌领域新技术研发，在市场竞争中继续保持“技术领先、规模领先、市场领先”的竞争优势，以振兴民族食用菌工厂化产业发展为己任，力争成为国际上规模第一、竞争力最强的食用菌工厂化产业集团。

从长期来看，公司将在国内继续推进“全国布局战略”和“多品种布局战略”的“双轨驱动战略”。国际，公司将依托泰国设立的合资公司，积累海外布局经验，进一步开拓南亚、东南亚等海外市场。此外，借助行业处于最佳的整合时机，公司将利用自身优势，借力资本市场，整合国内外同行业和上下游优质资源，实现外延式的扩张。再者，公司将进一步加大品牌推广力度，增强终端消费者对公司品牌的认知度，深挖航天品质品牌价值，延展品牌内涵，形成以品质促品牌，以好品牌嫁接好产品的销售格局。

从短期而言，公司将进一步强化质量优先的理念，全年确保生产稳定，以质量铸造品牌，以品牌提升价格。产品质量的优劣决定了公司竞争力甚至生命力，作为食品企业，公司始终重视产品品质，为人们提供安全、绿色、有机、新鲜的食用菌产品，公司将继续保持对产品质量的追求，实施精细化管理和强调生产基地现场管理，避免生产出现大的波动和生产事故，确保各生产基地生产稳定。同时强化质量考核，在保证质量的前提下，持续进行成本优化。虽然经销商对公司品牌认可度、接受度比较高，但终端消费者仍对公司产品缺乏足够的认知，基于此公司将突出品牌战略，加强品牌宣传和推广。公司作为食用菌行业龙头企业，在生产技术、

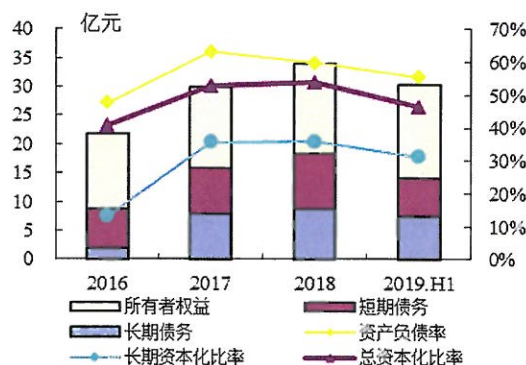
人才储备、地域布局及品牌渠道等方面具备优势，随着工厂化食用菌产业的竞争加剧而优胜劣汰，迎来了并购整合时机，公司将根据资本市场及行业市场的变化，适时投资或收购优质标的，进一步提高市场份额，丰富公司产品种类。为了响应国家“一带一路”政策，公司积极布局海外市场，优先选择泰国作为公司走向国门的第一站，公司将加速推进泰国雪榕食用菌生产基地建设项目，以期尽快实现投产。此外，公司将稳步推进西北甘肃临洮精准扶贫产业园新建项目的建设，争取尽早填补公司全国布局战略中暂缺的重要一环。

财务分析

以下财务分析基于公司经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年~2018年审计报告，以及公司提供的未经审计的2019年半年度财务报表。公司三年一期数据均为合并报表口径。

资本结构

图 6：2016~2019.H1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016年5月，公司首次公开发行股票并在创业板上市，实际募集资金5.73亿元，自有资本实力增强，并着力进行全国范围内生产基地的新建、扩建和改造，以配套其销售网络布局，资产规模同步扩大。与此同时，公司经营利润留存规模有限，主要通过外部债务融资满足投资资金需求。2019年上半年，公司回购并注销92名激励对象所持已获授但尚未解锁的限制性股票，减少注册资本人民币405万元，截至2019年6月末，公司总股本减少至429,239,925.00股。2016~2019年6月末，公司所有

者权益分别为 12.90 亿元、14.16 亿元、15.70 亿元和 16.34 亿元，总资产规模分别为 24.61 亿元、38.36 亿元、38.93 亿元和 36.64 亿元，资产负债率分别为 47.58%、63.08%、59.67%和 55.41%，维持一定的财务杠杆水平。

从资产构成来看，公司流动资产占比较小，近三年及一期末，公司流动资产规模分别为 4.06 亿元、5.89 亿元、8.06 亿元和 6.14 亿元，占总资产的比重分别为 16.52%、15.34%、20.70%和 16.75%，主要由货币资金和存货构成。2018 年末公司货币资金为 3.81 亿元，主要系银行存款 3.50 亿元，2019 年 6 月末，因偿还部分短期银行借款及融资租赁款，货币资金同比减少 36.16%至 2.43 亿元，其中 0.22 亿元货币系信用证保证金而受限，整体流动性良好；存货主要为在产品和原材料，公司食用菌日产能从 2016 年 420 吨增至 2018 年的 1,060 吨，产能的大规模提升带动年末在产品及原材料的增加，从而导致存货规模较大，但近三年存货周转率分别为 5.30 次、5.10 次和 5.40 次，周转速度较快。近三年及一期末，公司非流动资产分别为 20.54 亿元、32.48 亿元、30.87 亿元和 30.51 亿元，主要为固定资产、在建工程、无形资产和长期待摊费用。公司固定资产主要包括房屋建筑物、机器设备和生产用具等，在公司全国多品种战略布局下，生产基地的陆续投产使其固定资产规模有所增长，2016~2017 年末固定资产分别为 11.96 亿元和 24.32 亿元，2018 年公司转让上海三块土地并处置香菇闲置资产，固定资产同比减少 2.48%至 23.72 亿元；在建工程主要为位于山东、大方、广东、长春、威宁、临洮和泰国的生产基地相关建设，随着工程完工转固和新项目投建，近三年及一期末公司在建工程规模有所波动，分别为 5.02 亿元、2.88 亿元、2.31 亿元和 2.75 亿元；无形资产主要为土地使用权；长期待摊费用主要系租入固定资产改良支出，2018 年部分长期待摊费用重分类至固定资产同比减少 34.80%至 1.00 亿元。

负债方面，近三年及一期末，公司流动负债合计分别为 9.34 亿元、15.80 亿元、13.93 亿元和 11.77 亿元，占负债总额的比重分别为 79.81%、65.28%、

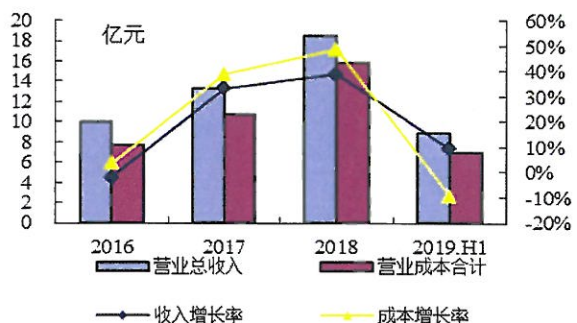
59.99%和 57.97%。2018 年末公司流动负债主要为短期借款（7.31 亿元）、应付账款（1.51 亿元）、其他应付款（2.33 亿元）和一年内到期的非流动负债（2.23 亿元）。其中，应付账款账龄均为一年以内，其他应付款主要为工程设备款 1.35 亿元。同期末，公司非流动负债分别为 2.36 亿元、8.40 亿元、9.30 亿元和 8.53 亿元，主要由长期借款和长期应付款构成，其中长期应付款主要系公司开展机器设备售后回租的融资租赁款。

随着经营规模的扩大和生产基地建设的推进，公司资金需求量相应增加，近三年及一期末，公司总债务分别为 8.86 亿元、15.71 亿元、18.28 亿元和 14.08 亿元；同期末长短期债务比分别为 3.56 倍、1.00 倍、1.09 倍和 0.91 倍，债务期限结构有所优化。2018 年末公司短期债务和长期债务分别为 9.54 亿元和 8.73 亿元，同比分别增长 21.21%和 11.42%。截至 2019 年 6 月末，公司短期、长期债务因到期偿还有所减少，分别为 6.69 亿元和 7.39 亿元，但仍集中于银行借贷，融资渠道较为单一。

总体来看，近年来公司总资产稳步扩张，得益于成功上市，自有资本实力得到增强，但对外融资需求同步提升，维持一定的财务杠杆水平，且随着其全国化产能布局的逐步完善，投资性资金需求将长期存在，未来财务杠杆水平或将继续提升。

盈利能力

图 7：2016~2019.H1 公司收入及盈利分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司自成立以来专注于食用菌的产销业务，并不断在业内深耕，目前公司已建立了 16 个食用菌工厂，配套销售市场的全覆盖，由面向点推进重点区域及重点渠道的精耕，构建与经销商战略协同合作关系，辅以商超系统、连锁餐饮系统、网络直配

系统等现代化渠道的定点开发，产能与销售渠道的同步扩张为公司收入规模逐年增长奠定了基础。2016~2018年，公司分别实现营业总收入9.99亿元、13.30亿元和18.47亿元。2019年1~6月，公司实现营业收入8.83亿元，较上年同期增长9.40%，目前公司仍保持较大产能扩张力度，加之销售区域的持续扩张，未来营业收入仍有望保持稳步增长。

表8：2016~2019.H1公司主要产品营业毛利率情况

单位：%				
产品	2016	2017	2018	2019.H1
金针菇	32.49	25.61	18.52	26.34
真姬菇	22.69	-1.87	-12.99	-0.44
香菇	-103.25	3.81	0.64	-68.50
杏鲍菇	-	-56.19	-12.99	2.01
其他	22.90	2.83	-	35.01
营业毛利率	23.07	19.85	14.27	21.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，工厂化食用菌发展迅速，业内产能大幅扩张，从而导致市场供需失衡的价格波动，2016~2018年，公司金针菇产品的毛利率水平逐年降低，2019年半年度则较上年同期提升17.48个百分点至26.34%。香菇则受限于生产技术水平，相应毛利率较低。相较香菇，公司杏鲍菇和真姬菇产能集中在贵州毕节和威宁生产基地，尚处工艺调试及改良阶段，产品质量稳定性较弱，加之前期较高成本的投入，导致毛利率水平波动较大，杏鲍菇在2019年半年度则扭亏为盈。2016~2018年以及2019年6月末，公司营业毛利率分别为23.07%、19.85%、14.27%和21.65%，主要系金针菇获利水平波动的影响。

期间费用方面，2016~2018年，公司三费合计分别为1.30亿元、1.47亿元和2.03亿元，三费收入占比分别为13.04%、11.05%和11.01%。其中，销售费用主要为职工薪酬和运费，运费主要为产品的跨区域调配产生的运输费用。依托遍布全国的生产和销售网络，公司能够将各生产基地的产品根据市场的变化跨区域调配，以调节价格疲软区域的供应量。公司金针菇工厂遍布公司六大生产基地，已基本满足区域需求，调拨运费主要由真姬菇产生。2017年大方雪榕真姬菇70吨项目投产，产品调配导致当年运费增加，随着雪榕之花真姬菇项目投入

试生产，真姬菇产能布局扩大，真姬菇的调拨运费下降，2018年销售费用同比减少12.09%至0.19亿元；同期，管理费用因限制性股票激励计划终止，公司加速计提费用及长春、山东、威宁、广东二期项目的投产工资薪酬增加，而同比增长29.07%至1.10亿元；财务费用随着银行借款规模扩大而相应增长。2019年1~6月，公司三费合计0.92亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用分别为0.09亿元、0.47亿元和0.35亿元，三费收入比为10.37%，三费控制能力尚可。

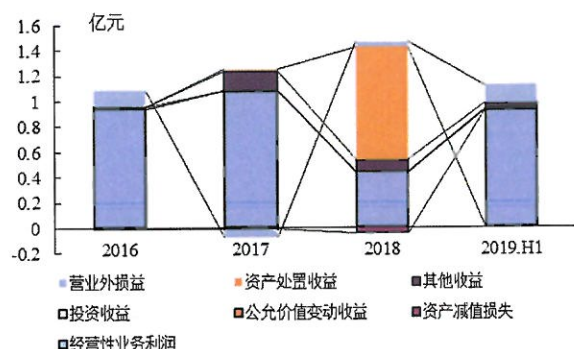
表9：2016~2019.H1公司期间费用分析

单位：亿元				
	2016	2017	2018	2019.H1
销售费用	0.18	0.21	0.19	0.09
管理费用	0.67	0.78	0.98	0.42
研发费用	0.03	0.07	0.11	0.06
财务费用	0.42	0.41	0.75	0.35
期间费用合计	1.30	1.47	2.03	0.92
营业总收入	9.99	13.30	18.47	8.83
期间费用收入比	13.04%	11.05%	11.01%	10.37%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016~2018年，公司利润总额分别为1.08亿元、1.17亿元和1.42亿元，其中经营性业务利润分别为0.94亿元、1.08亿元和0.44亿元。2016年以来，公司收入规模逐年扩大，相应的三费支出增长，加之初始业务获利能力趋弱，经营性业务利润呈现波动下降态势。公司作为涉农企业，能够享受国家和地方政府补贴等优惠政策，2017年公司根据《企业会计准则第16条-政府补助》将于日常经营活动相关的政府补助计入“其他收益”，2017~2018年公司分别取得其他收益0.15亿元和0.09亿元。此外，2018年因转让土地使用权及地上建筑物所产生资产处置收益0.89亿元，较上年增长62.54%。上述非经常性损益对公司利润带来有利影响，近三年公司利润总额表现向好。2019年1~6月，随着产品价格上涨，公司获利水平回升，当期实现利润总额1.12亿元，其中经营性业务利润为0.92亿元。

图 8: 2016~2019.H1 公司利润总额构成情况



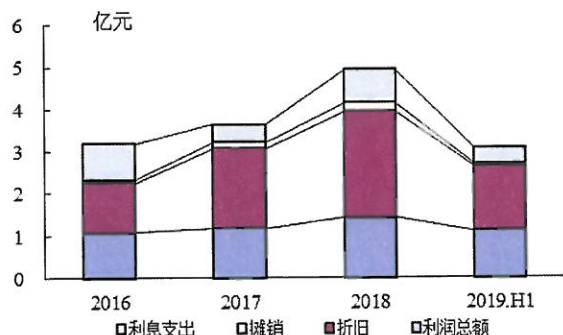
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司产能的持续投建和扩张促进了营业收入的稳步提升。但食用菌市场价格波动性较大，公司盈利能力受金针菇价格影响而稳定性不足，经营效益表现稳定性有所不足。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司获现能力尚可，2016~2019 年 6 月末，公司 EBITDA 分别为 3.19 亿元、3.65 亿元、4.94 亿元和 3.09 亿元，主要由利润总额和折旧构成。公司生产基地分布广泛，固定资产规模较大，折旧费用在 EBITDA 中的占比有所增长。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，同期公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.65 倍、6.41 倍、5.64 倍和 7.19 倍；同期总债务/EBITDA 分别为 2.77 倍、4.31 倍、3.70 倍和 2.28 倍。债务规模的扩张使得公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所波动，但保障能力尚可。

图 9: 2016~2019.H1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司购销结算周期较为匹配，良好的收现比保障了其经营活动净现金流的稳定，2016~2018 年及 2019 年 1~6 月，公司经营性净现金流分别为 3.18

亿元、3.29 亿元、4.07 亿元和 2.87 亿元。公司目前仍处于投资密集扩张期，近三年及一期投资性净现金流表现为持续的净流出，分别为-7.65 亿元、-10.86 亿元、-2.87 亿元和-0.28 亿元。同期，公司筹资活动净现金流分别为 4.89 亿元、8.48 亿元、0.08 亿元和-3.88 亿元。

表 10: 2016~2019.H1 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.H1
总债务（亿元）	8.86	15.71	18.28	14.08
短期债务（亿元）	6.92	7.87	9.54	6.69
长期债务（亿元）	1.94	7.84	8.73	7.39
EBITDA（亿元）	3.19	3.65	4.94	3.09
EBITDA 利息倍数（X）	3.65	6.41	5.64	7.19
总债务/EBITDA（X）	2.77	4.31	3.70	2.28*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.63	5.77	4.65	6.68
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	0.21	0.22	0.41*
资产负债率（%）	47.58	63.08	59.67	55.41
总资本化比率（%）	40.72	52.59	53.79	46.29

注：上表中带“*”指标经过年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2019 年 6 月末，公司获得各银行授信额度总计人民币 19.80 亿元，其中未使用的授信额度为 3.55 亿元，备用流动性一般。此外，公司系 A 股上市公司，能够从资本市场获取直接融资。

或有负债方面，截至 2019 年 6 月末，公司无对外担保，对子公司担保合计 10.95 亿元，占公司当期净资产的比例为 67.01%。整体而言，公司担保对象运行情况良好，代偿风险较小。

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，公司使用受限资产账面价值为 6.81 亿元，主要系用于融资借款而抵押的固定资产、无形资产、货币资金和在建工程，占总资产的比重为 18.59%，整体资产流动性尚可。

未决诉讼方面，截至 2019 年 6 月末，公司无重大法律诉讼事项。

过往债务履约方面，截至 2019 年 6 月末，公司未发生过债务逾期未偿还的情形，均能按时归还各项债务本金并足额支付利息。

整体来看，公司深耕食用菌行业特别是金针菇

产品多年，业务模式成熟，并凭借自身综合优势，加快全国范围内的扩张速度，市场份额相应提升。同时，公司积极推进新工厂的建设以匹配消费者新需求的拓展进度，业务规模逐年扩大，经营性现金流表现稳定，整体偿债能力很强。但中诚信证评也关注到，公司后续产能投资需求较大，存在资本支出压力，加之食用菌农产品价格潜在波动性较大，亦将对公司整体盈利、经营及信用状况造成一定的影响。

结 论

综上，中诚信证评评定上海雪榕生物科技股份有限公司主体信用级别为AA⁻，评级展望为稳定；评定“上海雪榕生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为AA⁻。

关于上海雪榕生物科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

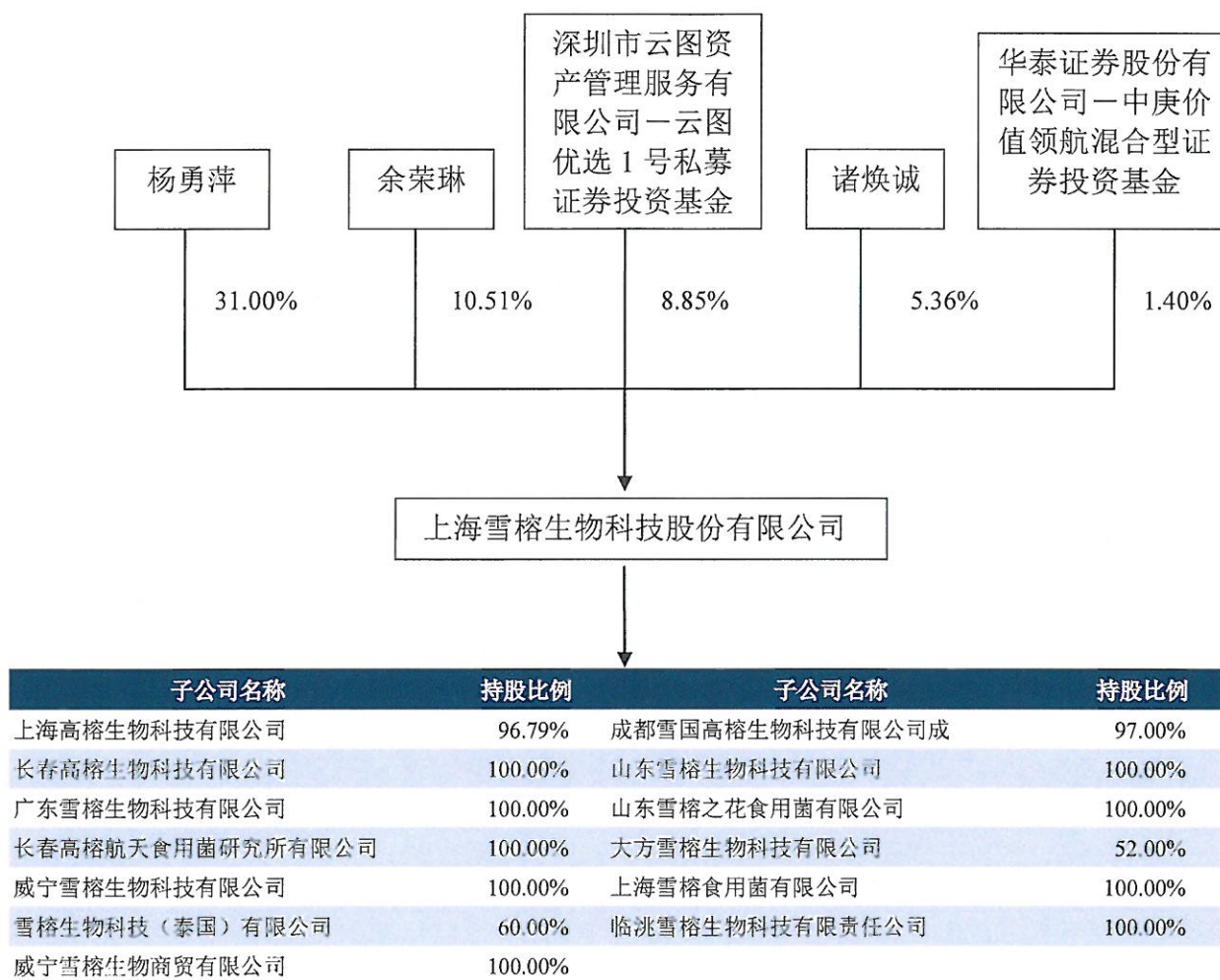
据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

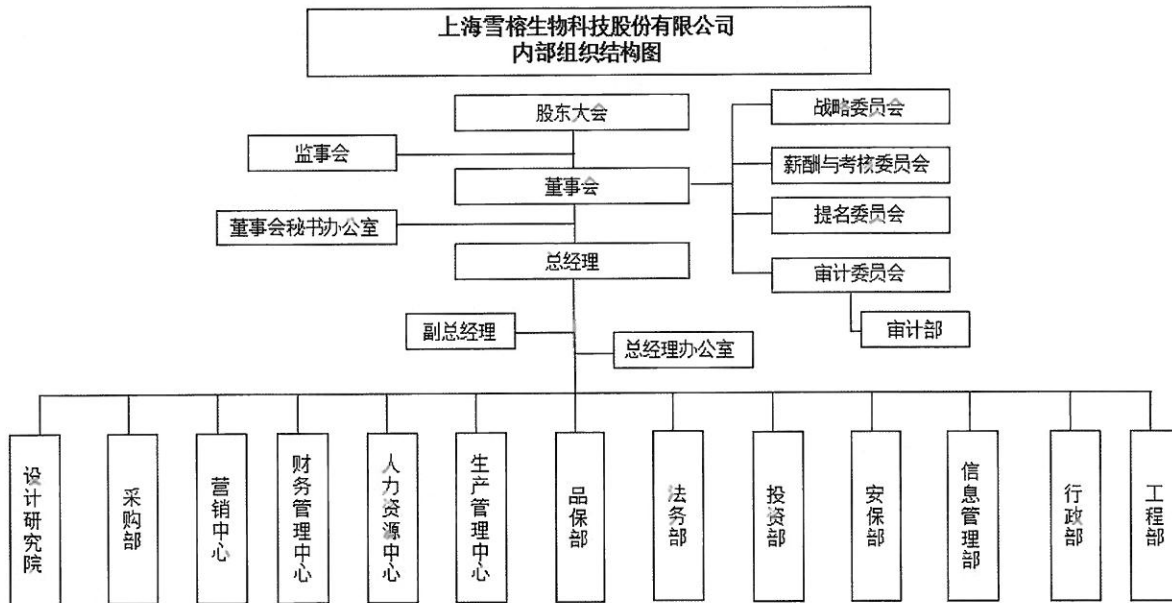
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海雪榕生物科技股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：上海雪榕生物科技股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：上海雪榕生物科技股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.H1
货币资金	16,474.17	24,009.78	38,117.66	24,334.47
应收账款净额	1,241.78	1,726.79	1,551.00	1,902.62
存货净额	12,122.08	29,668.24	28,956.18	29,622.36
流动资产	40,637.00	58,859.80	80,589.30	61,364.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	171,120.56	273,195.94	260,313.18	261,223.41
总资产	246,058.23	383,637.65	389,250.28	366,447.93
短期债务	69,150.33	78,730.87	95,430.64	66,949.50
长期债务	19,445.27	78,380.15	87,327.81	73,891.60
总债务（短期债务+长期债务）	88,595.59	157,111.02	182,758.44	140,841.10
总负债	117,072.02	242,002.06	232,256.17	203,043.57
所有者权益（含少数股东权益）	128,986.21	141,635.59	156,994.11	163,404.36
营业总收入	99,867.70	133,028.39	184,662.57	88,318.41
三费前利润	22,404.51	25,458.40	24,743.93	18,403.94
投资收益	199.58	76.75	0.00	55.45
净利润	10,642.18	12,209.45	12,477.06	11,226.51
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	31,946.95	36,469.43	49,353.87	30,917.18
经营活动产生现金净流量	31,771.39	32,864.40	40,681.68	28,710.81
投资活动产生现金净流量	-76,533.17	-108,623.95	-28,706.95	-2,795.56
筹资活动产生现金净流量	48,922.94	84,794.67	834.41	-38,824.51
现金及现金等价物净增加额	4,161.20	8,935.61	13,107.88	-12,883.19
财务指标	2016	2017	2018	2019.H1
营业毛利率（%）	23.07	19.85	14.27	21.65
所有者权益收益率（%）	8.25	8.62	7.95	13.74*
EBITDA/营业总收入（%）	31.99	27.41	26.73	35.01
速动比率（X）	0.31	0.18	0.37	0.27
经营活动净现金/总债务（X）	0.36	0.21	0.22	0.41*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.46	0.42	0.43	0.86*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.63	5.77	4.65	6.68
EBITDA 利息倍数（X）	3.65	6.41	5.64	7.19
总债务/EBITDA（X）	2.77	4.31	3.70	2.28*
资产负债率（%）	47.58	63.08	59.67	55.41
总资本化比率（%）	40.72	52.59	53.79	46.29
长期资本化比率（%）	13.10	35.62	35.74	31.14

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、表中带“*”数据经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。

关于中诚信国际信用评级有限责任公司承继全资子公司 中诚信证券评估有限公司的证券市场资信评级业务的说明函

中国证券监督管理委员会/深圳证券交易所：

近日，我司收到中国证券监督管理委员会《关于核准中诚信国际信用评级有限责任公司从事证券市场资信评级业务的批复》（证监许可〔2020〕267号），并于2020年2月25日刊登了《中诚信国际信用评级有限责任公司关于获准从事证券市场资信评级业务的公告》。我司自2020年2月26日起开展证券市场资信评级业务，同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）的证券市场资信评级业务由我司承继。当日，中诚信证评刊登了《关于注销中诚信证券评估有限公司证券市场资信评级业务的公告》，声明自2月26日起终止证券市场评级业务。

我司将承继中诚信证评与客户签署的《信用评级委托协议书》中应由中诚信证评履行的各项评级义务并承担继续履约而产生的法律责任，严格按照法律法规和监管规定开展评级作业，确保各项评级工作平稳有序进行，为客户提供最优质的评级服务。

特此说明！

中诚信国际信用评级有限责任公司



2020年4月17日



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
类型 有限责任公司(中外合资)
住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币3266.67万元
成立日期 1999年08月24日
营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)



在线扫码获取详细信息

此件与原件一致, 仅限上海雪榕生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券使用, 再次复印无效。

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 28000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 上海市青浦区工业园区嘉一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币5000.0000万元整
成立日期 1997年8月20日
营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围 证券市场资信评级,贷款企业资信等级评估,企业资信评价服务,企业形象策划,企业咨询服务,电子高科技产品开发经营,附一支。
【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶, 证件号码:330922198708021027, 于2014年11月09日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141133809089033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郭世瑶, 证件号码:330922198708021027, 于2015年11月28日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

201512333298325033



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2015年04月26日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201505421872111042



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李婧喆，证件号码:420621199308290029，于2017年04月08日参加发布证券研究报告业务考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20170433010061193210330100

