

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跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年8月18日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 3463 号

上海雪榕生物科技股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；

维持“雪榕转债”的债项信用等级为 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年八月十八日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“雪榕转债”的债项信用等级为 **AA⁻**。中诚信国际肯定了公司产能规模优势明显、产销联动及主要产品价格上涨带动收入和盈利提升、偿债能力指标有所优化等方面的优势对其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到未来存在产能释放压力、资本支出需求较大以及食品安全风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

雪榕生物	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	38.36	38.93	38.42	41.18
所有者权益合计(亿元)	14.16	15.70	17.40	19.08
总负债(亿元)	24.20	23.23	21.02	22.10
总债务(亿元)	15.71	18.28	15.35	17.26
营业总收入(亿元)	13.30	18.47	19.65	6.01
净利润(亿元)	1.22	1.25	2.09	1.62
EBIT(亿元)	1.60	2.21	2.87	-
EBITDA(亿元)	3.65	4.94	5.80	-
经营活动净现金流(亿元)	3.06	4.07	5.87	2.10
营业毛利率(%)	19.85	14.27	21.93	38.59
总资产收益率(%)	5.07	5.71	7.41	-
资产负债率(%)	63.08	59.67	54.71	53.67
总资本化比率(%)	52.59	53.79	46.86	47.50
总债务/EBITDA(X)	4.31	3.70	2.64	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.41	5.64	6.96	-

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **产能规模优势明显。**公司为国内最大金针菇生产企业，2019 年金针菇日产能达到 960 吨，且小菇种的持续布局使得产能规模整体增长，截至当年末总体日产能达到 1,170 吨，规模优势进一步体现。
- **产品价格上涨及产销联动实现收入和盈利的提升。**金针菇等主要食用菌价格呈持续上涨态势，产品毛利率提升，公司盈利能力持续向好。小菇种生产工艺日渐稳定，产品竞争力得到加

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
雪榕转债	AA ⁻	AA ⁻	5.85	5.85	2020/06/24~2026/06/23

强。同时，公司销售网络布局实现产销联动，2019 年营业总收入实现增长。

- **经营活动净现金流和 EBITDA 对债务保障能力增强。**受益于稳步增长的销售业绩和良好的收现比，2019 年公司经营活动净现金流进一步提升，利润总额的增加带动 EBITDA 增长，对债务本息的覆盖程度进一步上升，偿债能力指标有所优化。

关注

- **随着在建工程持续推进，未来存在产能释放压力。**2019 年以来主要产品产能利用率有所下降，随着在建工程的持续推进和生产规模进一步扩增，未来存在一定产能释放压力。
- **未来资本支出需求较大，仍存在一定投资压力。**公司在建项目仍面临持续投资，加之产业链延伸仍需要资本支出，未来面临一定压力。
- **食品安全风险。**公司产品属于食用性农产品，对新鲜度、绿色、安全有高要求，需对运输和销售流通环节存在的相对较大的食品安全风险保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，上海雪榕生物科技股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**食用菌价格超预期下行、经营性盈利持续下滑、现金流状况严重恶化导致流动性压力；发生重大食品安全事故等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“雪榕转债”于2020年6月24日发行，发行规模为5.85亿元，期限为6年期，转股期限为2021年1月4日~2026年6月23日，募集资金拟用于投资泰国食用菌工厂化生产车间建设项目、山东德州日产101.60吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）以及补充流动资金。截至2020年6月末，募集资金尚未使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度GDP同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度GDP当季同比由负转正，上半年GDP降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI高位回落；需求不足PPI持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按3.6%以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全年GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

近期关注

我国食用菌工厂化率有所上升，但仍处于较低水平；工厂化生产仍具有较为广阔的市场前景，具有规模优势的龙头企业能够在市场竞争加速淘汰落后产能的过程中受益

目前食用菌种植模式主要分为农户种植和工厂化种植。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，具有明显的成本及产量优势。目前，欧美及日韩食用菌市场已实现了高度工业化。我国食用菌栽培历史悠久，但近现代以来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；2017~2019年，我国食用菌行业的工厂化率分别约为7.42%、8.53%和8.67%，工厂化率虽有所上升但仍处于较低水平。近几年，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。截至2019年末，我国共417家食用菌工业化企业，较2018年减少81家；工厂化食用菌总产量达到343.68万吨，较2018年上升4.81%。

大量高成本低效益传统栽培模式的“农民菇”退出市场，行业龙头通过并购投资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。

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，受益于较大的市场需求且相对简单的人工栽培技术，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989吨增长到2018年日产量4,500吨，但是仍有较大的提升空间。由于金针菇栽培技术较为成熟且市场需求较大，国内金针菇工厂化生产的市场竞争集中度较高，其中前十五家企业产能占全行业产能的80%以上。

食用菌工厂化生产能够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，优化食用菌品种结构并增强品牌效应。未来随着食用菌消费需求的增加，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市场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。

多品种、多区域的食用菌生产布局，产能规模优势明显，但后续存在产能释放压力

在我国食用菌行业良好发展背景下，公司积极进行全国化产能布局，截至2019年末已在国内建成上海、四川都江堰、吉林长春、山东德州、广东惠州、贵州毕节、甘肃临洮七大生产基地。截至2019年末，公司食用菌日产能1,170吨，其中金针菇日产能960吨，居全国首位。同时，公司持续推进海外生产基地泰国雪榕食用菌工厂化日产金针菇

100.20 吨生产车间项目和山东德州日产 101.60 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期），均为“雪榕转债”募投项目，上述项目满产预计能够提升金针菇产品约 200 吨日产能，进一步增强公司在金针菇市场的竞争力。目前泰国项目受疫情影响进度有所延缓，已开始逐步出菇，初步日产能为 66 吨。截至 2020 年 4 月末，泰国项目累计投资额占项目预计投资额的 49%，计划于 2021 年实现达产。除上述项目以外，截至 2019 年末公司主要在建工程还包括临洮杏鲍菇（金针菇）一期项目。

表 1：截至 2019 年末公司主要在建项目情况（吨、亿元）

项目名称	日产能	预计总投资	项目进度	计划达产年份
泰国金针菇工厂建设项目	100.20	20.30	30%	2021 年
临洮杏鲍菇（金针菇）一期项目	55.20	2.22	82%	2020 年

注：泰国项目货币单位为泰铢，临洮项目货币单位为人民币元；项目进度按照总投资口径测算，包括筹建项目购买的土地使用权以及购买的无需安装的固定资产。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

在继续巩固金针菇领先地位的同时，公司也在持续推进小品类菇种的产能建设。2019 年甘肃生产基地的 55.20 吨杏鲍菇项目投产，同年位于山东的日产能 75.00 吨真姬菇工厂化生产车间建成投产，带动小品类菇种的生产释能。

随着新建工厂化生产车间陆续投产，公司食用菌产能规模逐年扩增，产能利用率整体保持较好水平；其中，受市场竞争激烈及季节波动性等影响，2019 年金针菇产能利用率有所下降；杏鲍菇生产技术有所改进，产能优势逐步释放，但产能利用率尚存在一定波动；香菇由于生产工艺尚不成熟，每年实行小批量生产，产能释放率偏低。整体来看，随着公司未来产能布局的进一步提升，主要产品后续或将面临一定的产能释放压力。

表 2：公司主要产品产能及产量情况（万吨/年、万吨）

		2017	2018	2019
金针菇	产能	20.91	32.40	34.56
	产量	20.53	29.02	29.81
	产能利用率(%)	98.18	89.57	86.26

真姬菇	产能	2.34	3.60	4.14
	产量	2.29	3.76	3.84
	产能利用率(%)	97.86	104.44	92.75
杏鲍菇	产能	1.08	1.44	2.16
	产量	0.94	1.44	1.79
	产能利用率(%)	87.04	100.00	82.87
香菇	产能	0.72	0.72	0.72
	产量	0.30	0.37	0.28
	产能利用率(%)	41.67	51.39	38.89

资料来源：公司提供

此外，为支持上海市奉贤区生物科技园整体转型升级，2018 年公司与东方美谷企业集团股份有限公司（以下简称“东方美谷”）、上海奉贤生物科技园开发有限公司签订《土地使用权及其地上建筑物转让协议书》和《地块外迁补偿协议》，将部分上海工厂转让给东方美谷，使得日产 30 吨金针菇工厂关停。公司与东方美谷签订《厂房租赁协议》租赁相关厂房进行生产，租赁期将于 2024 年 2 月 29 日到期，期满后公司日产 55 吨金针菇工厂亦将面临关停。上述工厂的关停将导致金针菇日产能减少 85 吨，或对公司在华东地区的占有率及经营业绩产生影响，但山东德州在建项目的逐步投产或将对上述产能的减少起到一定补充作用。

原材料采购对单一供应商的依赖度不高，通过与供应商达成战略合作控制采购成本

公司所需生产性原材料大多为米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳和啤酒糟等，其供应商分布广、数量多的特性使得公司不存在对单一供应商的依赖性。2019 年，前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为 16.19%，采购来源较为分散。同时，受益于产能扩张带来的规模效应，公司与供应商达成长期战略合作，原材料麸皮和包材等均取得较多价格优惠。

2019 年，公司食用菌原材料成本占全年营业成本的比重为 32.18%，与上年基本持平，受非洲猪瘟等影响，金针菇的主要生产性原材料米糠价格持续上涨，公司通过年度招标锁定全年平均价格，根据生产量进行月度采购，整体营业成本的波动不大。

表 3：公司主要原材料采购情况（元/公斤、万元）

年度	原材料	平均单价	采购金额
2017	米糠	1.94	9,950.68
	玉米芯	0.98	9,095.29
	麸皮	1.71	6,874.52
	啤酒糟	2.52	2,328.94
	大豆皮	2.03	1,754.08
2018	米糠	1.99	13,098.74
	玉米芯	0.97	10,459.93
	麸皮	1.68	7,539.34
	啤酒糟	2.75	3,131.22
	大豆皮	1.86	2,000.52
2019	米糠	2.04	13,500.17
	玉米芯	0.93	11,271.73
	麸皮	1.64	6,731.17
	啤酒糟	2.83	3,363.59
	大豆皮	1.77	1,958.02

资料来源：公司提供

以经销模式为主，网点布局的完善带动 2019 年销售规模进一步增长；新冠疫情期间大力拓展商超和生鲜电商渠道，销售渠道多元化程度提升有助于支撑销售业绩

公司采用以经销为主，商超、餐饮客户和生鲜电商平台直营为辅的销售模式；2019 年，经销模式销售收入占比 95.64%。公司与经销商签订年度协议，以专营模式开展核心区域金针菇销售，并通过一级代理商渗透渠道，目前经销渠道已下沉到三四线和县级城市。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，截至 2019 年末终端销售网点延伸至全国 48 个城市商超门店、农贸菜市场、社区生鲜店和餐饮店等。随着销售网点覆盖率的扩大，业务规模稳步增长，2019 年销售收入同比增长 8.93%。

表 4：公司分渠道销售情况（万元）

渠道收入	2017	2018	2019
直营模式	6,322.26	7,506.98	8,488.46
经销模式	125,473.90	171,137.99	186,105.12
合计	131,796.16	178,644.97	194,593.58

资料来源：公司提供

随着公司在建的工厂化生产车间项目陆续投产，食用菌产能产量将进一步提升，对产能释放的要求亦随之提升，公司短期内或将面临较大销售渠道拓展压力，对业务经营提出新的挑战。2020 年以

来，在新冠疫情期间，公司借助品牌优势和全国销售网络布局优势，调整销售策略，大力拓展商超、线上生鲜电商等渠道，进一步优化了公司销售渠道，加之一季度为食用菌产品传统销售旺季，1~3 月实现营业收入 6.01 亿元，同比增长 12.04%。

金针菇价格上涨帮助提升公司盈利性；随着技术水平不断提升，小菇种的产品竞争力进一步加强

公司主要食用菌产品价格除受供求关系影响以外，气候、自然灾害、宏观及区域经济等多方面因素也会带来联动影响。2019 年以来，金针菇价格触底反弹，呈持续上涨态势，公司目前产品结构以金针菇为主，金针菇日产能远超同行业公司，在行业涨价趋势中占据优势，整体盈利性增强。

公司持续加强小品类菇种的产品营销及品牌宣传。2019 年以来，大方真姬菇生产工艺日渐稳定，真姬菇等级率有所提高，销售单价亦同比提升。此外，生产技艺和管理水平的逐步改善使得杏鲍菇产品质量提升，亦带动其 2019 年销售均价同比增长。整体来看，2019 年以来小菇种的产品竞争力进一步增强。

表 5：公司主要产品销量及售价情况（万吨、元/公斤）

		2017	2018	2019
金针菇	销售量	20.53	28.87	29.78
	销售均价	5.32	4.93	5.17
真姬菇	销售量	2.32	3.77	3.79
	销售均价	6.97	6.90	7.69
杏鲍菇	销售量	0.94	1.42	1.79
	销售均价	4.51	4.96	5.10
香菇	销售量	0.30	0.37	0.28
	销售均价	7.33	8.87	8.52

资料来源：公司提供

此外，公司产品属于食用性农产品，对新鲜度、健康、安全有高要求，在运输和销售流通环节存在相对较大的食品安全风险。食用菌销售额占公司总销售额 95% 以上，若出现负面影响雪榕品牌事件，将会降低其产品在市场上的影响力及认可度，进而影响公司收入及运营，中诚信国际将对公司面临的食品安全风险保持关注。

投资植物肉和植物基休闲食品有望实现产业链的进一步延伸，能够与公司食用菌主业协同发展；未来利润和业绩实现情况需持续关注

2020年7月8日，公司公告称拟以自有资金0.14亿元投资北京未食达科技有限公司（以下简称“未食达”），并于7月7日签署了相关协议。本次投资完成后，公司将持有未食达10%的股权。未食达主营业务为植物肉产品的研发及销售，在相关研发和创新领域具有较强的竞争优势，推出自主研发技术“纳米筋膜”，于2020年2月获得中关村高新企业认证。2020年7月4日，公司公告称与爱逸（厦门）食品科技有限公司（以下简称“爱逸食品”）签署了《投资协议》，拟在厦门共同投资设立植白（厦门）生物科技有限公司（名称以工商核准为准，以下简称“合资公司”），该合资公司注册资本为1,000万元，其中雪榕生物以自有资金出资400万元，持有40%股权；爱逸食品以中高端食品的开发和运营业务为主，出资600万元，持有60%股权。合资公司拟进行植物基（含菇蛋白）休闲食品及其周边产品的研发、生产、销售业务。

中诚信国际认为，通过上述投资，公司将有望依托未食达及爱逸食品的相关技术和业务拓展自身主营食用菌产品深加工和精细加工领域市场，并能够为未食达建立自主生产工厂提供资金、工厂化管理、产业化经营和销售渠道等支持，为合资公司提供的食用菌和菇蛋白原料，实现雪榕生物主业与未食达植物肉、合资公司植物基休闲食品业务的协同发展，有望进一步延伸产业链。同时，上述投资事项尚未最终完成，后续仍存在一定不确定性，且植物肉和植物基食品作为新兴产品市场开发前景尚不明朗，未食达作为初创型企业尚未实现盈利，未来上述投资事项对公司利润贡献和业绩实现情况有待持续关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的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

2017~2019年审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。中诚信国际分析时采用的2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。

业务规模扩大和金针菇市场价格上涨等带动2019年营业总收入和营业毛利率均同比提升，利润总额持续向好，盈利能力指标有所优化

随着产能规模的扩张和市场销售布局的逐步完善，2019年公司营业总收入进一步增长，同时产能提升带来的规模效应使得生产成本整体下降，且公司具有一定品牌溢价，当年营业毛利率水平同比大幅提升。2019年以来金针菇价格上行带动产品毛利率提升至27.10%；同时，由于贵州基地杏鲍菇的生产工艺和工厂管理水平持续改进优化，该产品扭亏为盈。公司香菇采用小批量生产，受生产规模较小影响毛利率易出现大幅波动。2020年一季度，受益于金针菇、真姬菇和杏鲍菇市场价格上涨，且公司加强控制成本、调整销售策略、加强品牌包装铺货等，营业毛利率升至38.59%。

表6：近年来公司主要产品收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
金针菇	10.91	14.23	15.39
真姬菇	1.58	2.60	2.92
杏鲍菇	0.42	0.70	0.91
香菇	0.22	0.33	0.24
其他	0.16	0.60	0.19
营业总收入	13.30	18.47	19.65
毛利率	2017	2018	2019
金针菇	25.61	18.52	27.10
真姬菇	-1.87	-12.99	0.64
杏鲍菇	-56.19	-12.99	4.93
香菇	3.81	0.64	-39.07
营业毛利率	19.85	14.27	21.93

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2019年因销售业绩较好，公司提高销售人员奖金，但受益于产销结合销售网络布局的完善全年运费下降，销售费用较上年小幅增加。2019年来临洮和泰国生产基地项目取得阶段性进展，项目管理人员薪酬奖金大幅增加，导致管理费用增长，上述因素共同导致公司期间费用增加。受益于营业总收入

提升，2019年以来期间费用率有所下降，对期间费用的控制能力尚可。

受益于销售增加及产品毛利率的提升，2019年经营性业务利润大幅提高，亦带动利润总额同比提升较多。公司作为涉农企业，每年享受各项国家和地方政府补贴等优惠政策计入其他收益，能够对利润形成有益补充，但存在一定波动。2019年，公司营业外收入为0.15亿元，主要系雪榕食用菌工厂外迁获政府补偿款0.14亿元。同年，以存货跌价损失和应收账款坏账损失为主的资产减值损失有所上升。此外，2018年公司转让上海工厂的土地使用权及地上建筑物所产生资产处置收益较高，该部分收益不可持续，因此2019年较上年波动较大。2020年1~3月，受益于收入规模的较快增长，利润总额同比增长15.83%。根据公司2020年半年度业绩预告，受益于线上生鲜电商渠道的进一步深耕、多品种产品的推广和精准营销、金针菇和杏鲍菇等主要产品质量和工艺水平的稳步提升以及融资结构优化带来的财务费用下降，1~6月归属于上市公司股东净利润预计盈利1.50亿元~1.67亿元，比上年同期增长29.78%~44.49%。

随着利润总额的提升，2019年EBITDA呈现增长态势，EBITDA利润率亦随之上升。总资产收益率提升较快，2019年盈利能力指标优化。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用	1.47	2.03	2.13	0.61
期间费用率(%)	11.05	11.01	10.82	10.19
经营性业务利润	1.23	0.53	2.11	1.69
资产减值损失	0.01	0.04	0.06	-
其他收益	0.15	0.09	0.09	0.02
营业外损益	-0.06	0.04	0.03	-0.08
资产处置损益	0.01	0.89	-0.0002	-0.00001
利润总额	1.17	1.42	2.08	1.61
EBITDA	3.65	4.94	5.80	-
EBITDA 利润率(%)	27.41	26.73	29.54	-
总资产收益率(%)	5.07	5.71	7.41	-

注：中诚信国际分析时，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产规模及结构相对稳定；2019年末回购部分限制性股票使得总股本减少，自身利润的积累带动权益

规模增长，加之有息债务减少，杠杆比率下降

公司资产规模及结构较为稳定，2020年3月末非流动资产占比为76.86%。同期末，稳定的经营获现以及2020年一季度增加短期银行借款带动货币资金增至5.21亿元；截至2019年末，受限货币资金为0.20亿元，主要为信用证保证金和资金监管账户，受限比例较小。存货主要包括在产品 and 原材料，2019年因山东雪榕之花真姬菇项目建成投产带动年末存货增加，但整体存货周转速度仍较快，当年存货周转率为4.94次；存货跌价准备由2018年末的0.008亿元升至2019年末的0.03亿元，增加较多。同时，雪榕之花项目转固亦使得2019年末固定资产有所增加。

由于公司偿还部分借款，2019年末负债总额有所减少，其中流动负债占负债总额比重约为60%，主要由有息债务构成。截至2020年3月末，公司债务主要为银行借款，由抵质押借款和信用借款构成，其中短期债务占比为50.38%。公司经营性负债主要包括原材料款等应付账款和工程设备款为主的其他应付款，随着业务规模的扩大2019年末均有所上升，其中应付账款账龄均在1年以内。

2019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405.98万元，截至2019年末，公司总股本减少至4.29亿元。受益于自身利润的积累，所有者权益规模持续扩大。2017~2019年，公司现金分红分别为0.27亿元、0.52亿元和0.52亿元。受益于权益规模的稳步提升以及有息债务的整体下降，2019年公司杠杆比率有所下降。

表 8：近年来公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2.40	3.81	2.88	5.21
存货	2.97	2.90	3.31	3.36
存货周转率(X)	5.10	5.40	4.94	4.42*
固定资产	24.32	23.72	24.70	23.95
总资产	38.36	38.93	38.42	41.18
应付账款	1.83	1.51	1.94	1.77
其他应付款	5.44	2.33	2.45	1.89
总负债	24.20	23.23	21.02	22.10

短期债务	7.87	9.54	7.72	8.70
总债务	15.71	18.28	15.35	17.26
股本	2.29	4.33	4.29	4.29
资本公积	6.02	4.36	4.15	4.15
未分配利润	5.38	6.60	8.26	9.96
所有者权益	14.16	15.70	17.40	19.08
资产负债率(%)	63.08	59.67	54.71	53.67
总资本化比率(%)	52.59	53.79	46.86	47.50

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营获现能力维持较好水平，产能持续扩张及股权投资使公司面临一定的资本支出压力；经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息保障能力有所增强

受益于稳步增长的销售业绩和良好的收现比，公司 2019 年经营活动净现金流大幅提升，经营活动获现能力维持较好水平。随着公司产能扩大以及布局的逐步完善，投资活动净现金流呈大幅流出状态；因偿还部分到期借款，2019 年筹资活动现金流呈大额净流出状态。此外，2020 年 7 月，公司发行可转换公司债券，能够对后续业务扩张提供资金支撑。

2019 年，EBITDA 的增加使得其对债务本息的保障程度上升。同年，经营活动现金净流入规模进一步扩大，其对短期债务的覆盖能力增强。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	3.06	4.07	5.87	2.10
投资活动净现金流	-10.86	-2.87	-2.39	-1.64
筹资活动净现金流	8.71	0.08	-4.31	1.89
EBITDA 利息倍数(X)	6.41	5.64	6.96	-
总债务/EBITDA(X)	4.31	3.70	2.64	-
经营活动净现金/利息支出(X)	5.38	4.65	7.03	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.19	0.22	0.38	0.49*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.43	0.76	0.97*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

股权融资渠道畅通，具备一定的备用流动性，能够对整体偿债能力提供支持，受限资产比例较高，无对外担保

截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 23.25 亿元，其中未使用额度为 6.67 亿元，

具有一定的备用流动性；同时，公司 2016 年在创业板实现上市，资本市场融资渠道较为通畅，具有一定财务弹性。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 10.13 亿元，占当年末净资产的比重为 58.22%，主要系用于融资借款而抵押的固定资产、无形资产、在建工程，降低了该部分资产的流动性。截至 2020 年 6 月 24 日，公司控股股东及实际控制人为自然人杨勇萍，持股比例为 30.12%，直接持有的股权中质押比例为 16.50%。公司第二大股东为自然人余荣琳，系公司发起人之一，截至 2020 年 3 月末担任公司董事及高管，当期末持股比例为 8.93%，直接持有的股权中质押比例为 26.08%。

截至 2019 年末，公司无对外担保，对子公司担保余额合计 8.84 亿元，占当年末净资产的比例为 50.80%。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年 5 月 12 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

表 10：截至 2020 年 3 月末公司银行借款到期分布情况（亿元）

	2020.4-12	2021 年	2022 年	2023 年及以后
银行借款	4.48	2.43	1.49	8.18

资料来源：公司提供

外部支持

公司控股股东为自然人，对公司支持意愿很强；协调当地政府和金融机构等资源的能力相对一般

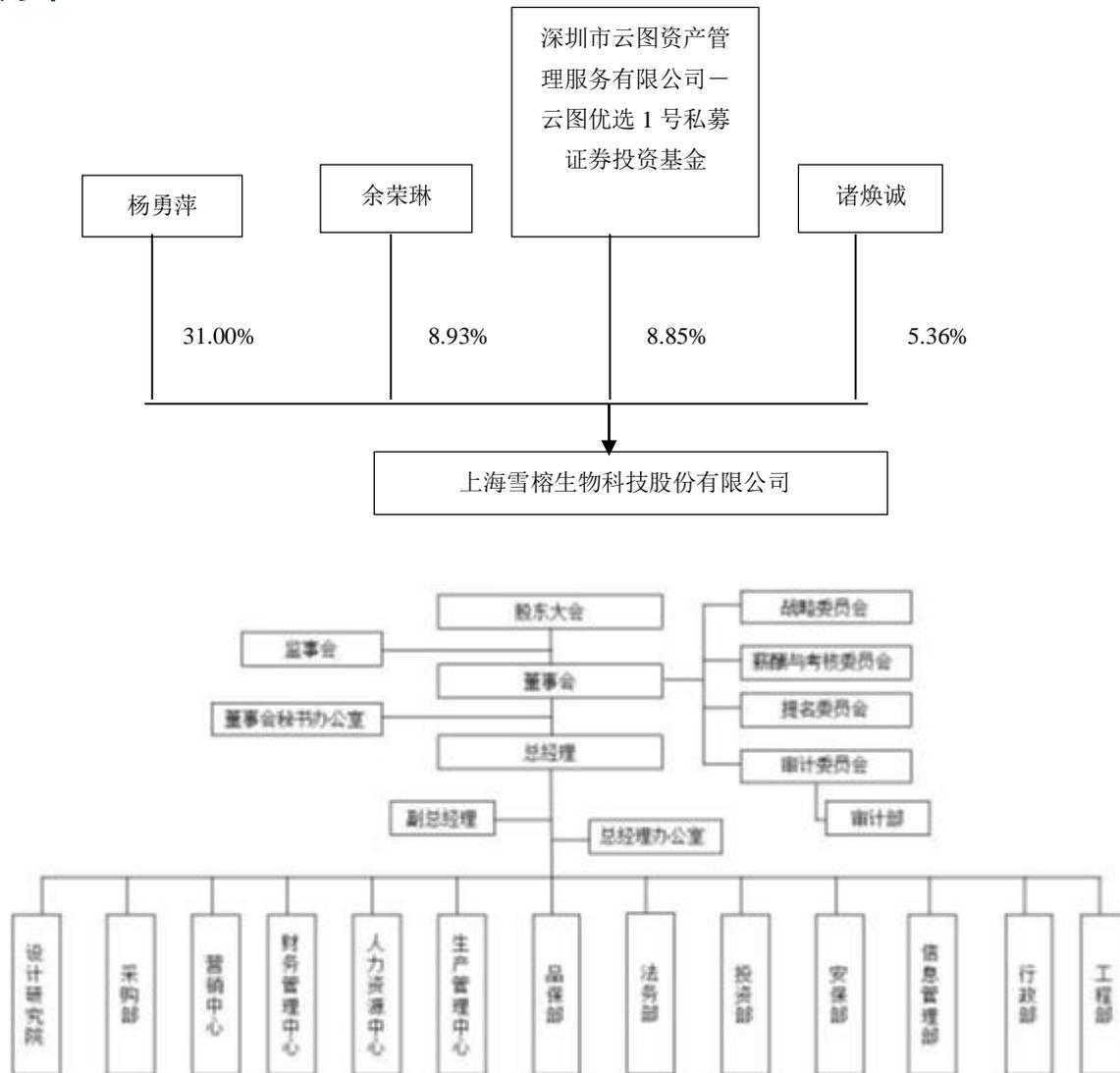
截至 2020 年 3 月末，公司控股股东杨勇萍和第二大股东余荣琳均为自然人。公司为控股股东的主要资产，因此股东对公司支持意愿很强。但实际控制人为自然人，协调当地政府和金融机构等资源的能力一般，自身对公司支持能力相对有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海雪榕生物科技

股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为
稳定；维持“雪榕转债”的债项信用等级为 **AA⁻**。

附一：上海雪榕生物科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：上海雪榕生物科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	24,009.78	38,117.66	28,799.77	52,093.45
应收账款净额	1,726.79	1,551.00	1,749.73	3,221.62
其他应收款	1,445.90	3,410.64	2,843.92	3,085.82
存货净额	29,668.24	28,956.18	33,127.27	33,627.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	243,248.41	237,227.23	246,971.55	239,515.47
在建工程	28,795.08	23,085.95	22,191.13	32,697.61
无形资产	22,791.60	26,423.16	26,307.62	25,926.93
总资产	383,637.65	389,250.28	384,185.02	411,827.02
其他应付款	54,408.42	23,293.43	24,453.65	18,906.99
短期债务	78,730.87	95,430.64	77,229.29	86,968.81
长期债务	78,380.15	87,327.81	76,224.03	85,672.96
总债务	157,111.02	182,758.44	153,453.32	172,641.77
净债务	133,101.24	144,640.78	124,653.55	120,548.32
总负债	242,002.06	232,256.17	210,199.43	221,040.23
费用化利息支出	4,245.96	7,882.99	7,868.40	-
资本化利息支出	1,439.82	861.38	476.65	-
所有者权益合计	141,635.59	156,994.11	173,985.59	190,786.79
营业总收入	133,028.39	184,662.57	196,457.47	60,085.28
经营性业务利润	12,260.33	5,347.15	21,080.02	16,898.90
投资收益	76.75	0.00	52.12	0.00
净利润	12,209.45	12,477.06	20,901.93	16,202.47
EBIT	15,965.52	22,073.16	28,675.01	-
EBITDA	36,469.43	49,353.87	58,041.17	-
经营活动产生现金净流量	30,572.70	40,681.68	58,692.84	21,001.27
投资活动产生现金净流量	-108,623.95	-28,706.95	-23,900.69	-16,428.08
筹资活动产生现金净流量	87,086.38	834.41	-43,145.78	18,883.46
资本支出	117,859.82	44,223.27	31,237.60	16,354.68
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.85	14.27	21.93	38.59
期间费用率(%)	11.05	11.01	10.82	10.19
EBITDA 利润率(%)	27.41	26.73	29.54	-
总资产收益率(%)	5.07	5.71	7.41	-
净资产收益率(%)	9.02	8.36	12.63	35.53*
流动比率(X)	0.37	0.58	0.54	0.73
速动比率(X)	0.18	0.37	0.29	0.48
存货周转率(X)	5.10	5.40	4.94	4.42*
应收账款周转率(X)	89.62	112.67	119.04	96.69*
资产负债率(%)	63.08	59.67	54.71	53.67
总资本化比率(%)	52.59	53.79	46.86	47.50
短期债务/总债务(%)	50.11	52.22	50.33	50.38
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.22	0.38	0.49*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.39	0.43	0.76	0.97*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.38	4.65	7.03	-
经调整的经营净现金流/总债务(%)	14.62	16.15	29.49	-
总债务/EBITDA(X)	4.31	3.70	2.64	-
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.52	0.75	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.41	5.64	6.96	-
EBIT 利息保障倍数(X)	2.81	2.52	3.44	-

注：1、2020年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”，将2019年末以及2020年3月末“长期应付款”中的有息债务调整至“长期债务”。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。