

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（2021）

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月7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，充分履行了实地调查和诚信义务，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 [2021]跟踪 0567 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

二零二一年六月七日

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进一步提升、市场销售布局逐步完善及 2020 年金针菇销售价格上涨带动当期收入和盈利水平提升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资本支出压力较大、向特定对象发行股票募集资金具有一定不确定性、产能释放及经济效益情况有待关注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（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	38.93	38.42	45.65	45.40
所有者权益合计（亿元）	15.70	17.40	20.23	21.42
总负债（亿元）	23.23	21.02	25.42	23.98
总债务（亿元）	18.28	15.35	19.81	19.04
营业总收入（亿元）	18.47	19.65	22.02	5.66
净利润（亿元）	1.25	2.09	2.25	0.96
EBIT（亿元）	2.21	2.87	2.93	--
EBITDA（亿元）	4.94	5.80	6.24	--
经营活动净现金流（亿元）	4.07	5.87	5.55	0.94
营业毛利率(%)	14.27	21.93	21.84	23.73
总资产收益率(%)	5.71	7.41	6.98	--
资产负债率(%)	59.67	54.71	55.68	52.83
总资本化比率(%)	53.79	46.86	49.47	47.06
总债务/EBITDA(X)	3.70	2.64	3.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.64	6.96	7.62	--

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **2020 年产能规模优势进一步提升。**公司为国内最大食用菌生产企业，2020 年产能进一步提升，截至当年末日产能达到 1,325 吨，规模优势明显。
- **市场销售布局逐步完善及 2020 年收入和盈利水平提升。**2020 年金针菇市场价格同比上涨，加之公司线上线下销售布局持续完善，收入和盈利水平进一步提升。

同行业比较

2020 年部分农林牧渔企业主要指标对比表					
公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
海大集团	275.27	45.66	603.24	28.50	4.85
雪榕生物	45.65	55.68	22.02	2.25	5.55

注：“海大集团”为“广东海大集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
雪榕转债	AA-	AA-	2020/08/18	5.85	5.85	2020/06/24-2026/06/23	有条件回售条款、到期赎回条款、转股价格向下修正条款

注：债券余额为截至 2021 年 3 月末。

关注

- **未来资本支出压力较大，计划向特定对象发行股票募集资金事项具有一定不确定性。**公司未来计划在湖北汉川与安徽和县投资新建生产基地，项目建设总投资合计 17.13 亿元，面临较大资本支出压力。公司计划向特定对象发行股票募集资金不超过 22.50 亿元，其中 15.80 亿元用于上述项目建设，目前该发行事项已获得中国证券监督管理委员会批准，但仍存在一定不确定性。
 - **在建工程持续推进，产能释放及经济效益情况有待关注。**公司在建工程持续推进且未来仍有较大扩产计划，产能释放及经济效益情况有待关注。
 - **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、经营性盈利能力持续下滑、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，募集资金用于投资山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目¹、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2021年3月末，已使用资金3.65亿元。

表1：本次跟踪债项募集资金使用情况（亿元）

债项名称	使用用途	发行金额	已使用金额
雪榕转债	项目建设、补充流动资金	5.85	3.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的

情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主

生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目。

¹由于原拟投入的泰国食用菌工厂化生产车间建设项目前期已通过当地低息银行贷款完成了大量投入，公司决定将该募投项目变更为山东雪榕

体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

我国食用菌产量保持增长态势，工厂化生产率处于很低水平，未来工厂化种植模式具有较大发展空间，具有规模优势的行业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

我国是近年来世界食用菌产量增长最快的国家，2019年总产量同比提升4.48%至3,962万吨。虽然近年来我国食用菌产量快速增长，但受工厂化种植方式栽培食用菌起步较晚影响，我国食用菌产业仍以农户栽培为主，工厂化产量同日本、韩国及欧美等发达国家相比仍处于很低水平，2019年工厂化产量占全国总产量的比重仅为8.68%。具体来看，

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。

随着食用菌消费需求增加，对食用菌的产品质量也提出更高的要求，传统栽培方式难于满足市场对食用菌产量和品质的需求，加之受高利润率的驱动以及国家与地方惠农政策的影响，近年来大量资金进入食用菌工厂化栽培领域，造成各厂家加速扩张产能，规模效益导致行业龙头企业与中小型食用菌生产企业在技术、成本、市场拓展能力等方面的差距不断扩大，拥有技术优势、规模优势、品牌优势的大型工厂逐步提升市场占有率，实现产业整合，行业集中度在不断提高。根据《2019年中国食用菌工厂化研究报告》，2019年度全国食用菌工厂化生产企业约为400家，较2018年减少近100家，同比减少幅度接近20%，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。由于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，相比传统农户栽培具有较大竞争优势，未来食用菌工厂化拥有较大发展空间。

食用菌品种方面，目前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。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，2019年金针菇工厂化生产前15家企业产

能占全行业生产产能的 78%左右，前 10 家企业产能占全行业生产产能 66%左右，但是仍有较大的提升空间。

2020 年产能提升，公司规模优势进一步巩固；但后续仍有较大产能扩建计划，定增事项尚具不确定性，且项目投产后产能释放及经济效益情况有待观察

公司在国内拥有上海²、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，生产区域布局较为合理。2020 年以来随着甘肃杏鲍菇、山东和贵州真姬菇产能释放以及泰国食用菌生产车间项目建成³，当年末食用菌日产能增至 1,325 吨（其中金针菇日产能 1,000 吨），食用菌产能居全国首位。疫情期间，公司作为保障居民“菜篮子”稳定供应的重要企业，多个生产基地被列入疫情防控重点保障企业，在疫情中及时复产复工，除香菇外其余产品产量随着产能释放有所提升，产能利用率保持在较好水平。但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。

表 2：公司主要产品产能及产量情况（万吨/年、万吨）

		2018	2019	2020
金针菇	产能	32.40	34.56	34.92
	产量	29.02	29.81	30.09
	产能利用率(%)	89.57	86.26	86.17
真姬菇	产能	3.60	4.14	5.85
	产量	3.76	3.84	5.87
	产能利用率(%)	104.44	92.75	100.34
杏鲍菇	产能	1.44	2.16	3.15
	产量	1.44	1.79	2.86
	产能利用率(%)	100.00	82.87	90.79
香菇	产能	0.72	0.72	0.72
	产量	0.37	0.28	0.27
	产能利用率(%)	51.39	38.89	37.50

注：含泰国基地产能。

²为支持上海市奉贤区生物科技园整体转型升级，同时考虑上海地区运营成本较高，2018 年 4 月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，土地转让款及相关补偿金额合计 2.99 亿元；2020 年 12 月与上海聚惠生物医药产业开发有限公司公司签署了股权协议书，拟以 0.78 亿元转让所持上海高榕生物科技有限公司 100% 股权，该交易预计将于 2021 年 6 月完成。2021 年以来上海工厂逐步关停，公司计划通过筹建安徽和县生产基地实现华东地区产能的迁移。公司已于 2021 年 5 月 7 日与东方美谷完成了资产交割，截至 2021 年 5 月 25 日

资料来源：公司提供

未来公司将持续加大食用菌产能建设，其中山东德州日产 101.60 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）、山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目、甘肃生产基地二期项目均按期开工建设，预计于 2021 年内建成投产。此外，公司计划在湖北汉川与安徽和县投资新建生产基地，完善全国布局。其中，公司拟在湖北汉川经开区所属园区征地约 460 亩，分二期建设食用菌产业园项目，项目总投资 8.82 亿元（其中一期项目总投资 4.82 亿元）。公司还拟在安徽省马鞍山市和县台创园食品产业园内征地约 350 亩，分两期建设食用菌产业园项目，项目总投资约 8.30 亿元（其中一期项目总投资 3.82 亿元）⁴。目前公司已完成相关子公司的注册工作，并与地区政府签订了《投资协议书》，同时计划采用向特定对象发行股票的方式募集资金不超过 22.50 亿元，其中拟投入安徽项目 7.70 亿元、湖北项目 8.10 亿元，目前该发行事项已获得中国证券监督管理委员会批准。**中诚信国际认为**，若上述项目陆续建成投产，将有利于公司扩大生产规模，优化全国产能布局，进一步巩固行业地位；但项目建设期限较长且投资金额大，向特定对象发行股票募集资金事项尚具有一定不确定性，中诚信国际将对募集资金事项进展、相关项目建设进度以及投产后产能释放及收益情况保持关注⁵。

尚未收到的金额为 1,055.8 万元。

³2020 年甘肃基地新增杏鲍菇年产能 0.99 万吨、山东基地新增真姬菇年产能 1.17 万吨、贵州基地新增真姬菇年产能 0.54 万吨、泰国基地新增金针菇年产能 0.36 万吨。

⁴初步计划投资额，实际投资情况将根据后续募集资金到位情况进行调整。

⁵根据《上海雪榕生物科技股份有限公司 2020 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书》，湖北项目预计税后内部收益率（IRR）为 10.65%，税后静态投资回收期为 8.05 年（含建设期）；安徽项目预计税后内部收益率（IRR）为 8.24%，税后静态投资回收期为 9.09 年（含建设期）。

表 3：截至 2020 年末公司主要在建、拟建项目情况

项目名称	日产能	预计总投资	项目进度	计划达产年份	(吨、万元、%)
					资金来源
山东德州日产 101.6 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）	101.60	28,590	15.58	2021 年	可转债募集资金及自筹资金
山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目	110.00	31,966	0.26	2021 年	可转债募集资金及自筹资金
甘肃生产基地二期项目	71.37	19,860	5.72	2021 年	自筹资金
泰国金针菇工厂建设项目	37.00	121,800 泰铢	90.52	2021 年	自筹资金
湖北汉川生产基地	240.01	88,238.14	-	项目开工后第三年	定增募集资金及自筹资金
安徽和县生产基地	220.10	82,976.99	-	项目开工后第三年	定增募集资金及自筹资金

注：泰国项目货币单位为泰铢，已于 2020 年部分投产；项目进度按照已投资/总投资口径测算，投资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：公司提供

此外，2020 年以来公司先后与爱逸（厦门）食品科技有限公司（以下简称“爱逸食品”）、北京未食达科技有限公司（以下简称“未食达”）、橙心优选（成都）科技发展有限公司（以下简称“橙心优选”）

签署了相关投资协议，基于公司现有食用菌生产优势，在食用菌食用产品开发、生鲜食材供应链体系打造等领域进行进一步拓展。

表 4：2020 年以来公司主要对外投资项目情况

合作方	投资内容
爱逸食品	合作设立合资公司进行植物基（含菇蛋白）休闲食品及其周边产品的研发、生产、销售，其中公司出资 400 万元持有合资公司 40% 的股份
未食达	以现金形式对未食达增资 1,400 万元，与其共同研发以食用菌菇蛋白为植物基的“人造肉”餐食产品
橙心优选	合作设立合资公司进行预包装食品供应链服务，其中公司子公司上海榕上榕食品有限公司出资 1,050 万元持有合资公司 70% 股权

资料来源：公司提供

原材料采购对单一供应商的依赖度不高，公司通过与供应商达成年度供应协议控制采购成本

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。2020 年，前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为 16.28%，采购来源较为分散。同时，受益于产能扩张带来的规模效应，公司与供应商达成战略合作，原材料麸皮和包材等均取得较多价格优惠。

公司通过年度招标形式锁定全年平均价格，并根据生产量进行月度采购，2020 年食用菌原材料成本占全年营业成本的比重为 33.22%，与上年基本持平。

表 5：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
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
2020	米糠	2.24	13,264.43
	玉米芯	0.86	9,034.60
	麸皮	1.83	8,589.06
	啤酒糟	2.75	2,632.27
	大豆皮	1.79	1,856.72

资料来源：公司提供

以经销模式为主，2020 年大力拓展商超和生鲜电商渠道，销售渠道多元化程度有所提升，产销率保持在很高水平，金针菇销售均价有所上涨

公司主要采取经销的销售模式，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，2020年经销模式收入占总销售收入的94.61%。此外，2020年以来受新冠疫情影响，餐饮大面积停业，部分农贸市场关停，加之公司部分项目陆续投产，产能释放需求令其面临一定销售渠道拓展压力，对此公司推进多渠道销售策略，精耕重点客户，加大对永辉超市、家乐福、沃尔玛等大型连锁超市的铺货力度；通过自媒体进行线上推广，强化雪榕线上品牌力；打造线上新业态，目前已入驻盒马鲜生、每日优鲜、叮咚买菜等电商平台。整体来看，受益于良好的销售渠道建设以及品牌知名度积累，2020年公司各产品产销率保持在很高水平。

表 6：公司分渠道销售情况（万元）

渠道收入	2018	2019	2020
直营模式	7,506.98	8,488.46	11,680.75
经销模式	171,137.99	186,105.12	205,154.46
合计	178,644.97	194,593.58	216,835.21

资料来源：公司提供

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。其中，2020年金针菇市场销售均价上涨，加之公司良好的品牌效益及产能、质量优势，其销售价格亦有所提升。由于大方真姬菇项目工程工艺仍在不断改善，产品品质较不稳定，2020年公司真姬菇销售均价有所下降。

表 7：公司主要产品销量及售价情况（万吨、元/公斤）

		2018	2019	2020
金针菇	销售量	28.87	29.78	29.95
	产销率(%)	99.48	99.90	99.53
	销售均价	4.93	5.17	5.43
真姬菇	销售量	3.77	3.79	5.82
	产销率(%)	100.27	98.70	99.15
	销售均价	6.90	7.69	6.42
杏鲍菇	销售量	1.42	1.79	2.84
	产销率(%)	98.61	100.00	99.30
	销售均价	4.96	5.10	5.16
香菇	销售量	0.37	0.28	0.27
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00
	销售均价	8.87	8.52	7.40

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。2020年以来公司未发生重大食品安全事故，但若出现食品安全负面事件，将会降低其产品在市场上的影响力及认可度，且由于食用菌销售额占公司总销售额95%以上，将进而影响其整体收入及运营，中诚信国际将对公司面临的食品安全风险保持关注。

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2018~2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，所用数据均为报表期末数。中诚信国际在分析时将公司计入长期应付款的有息债务调至长期债务。

业务规模扩大和金针菇市场价格上涨等带动 2020 年营业总收入同比提升，利润总额持续向好；随着疫情防控常态化，2021 年食用菌市场价格回落导致一季度盈利水平有所下滑

随着产能规模的扩张及市场销售布局的进一步完善，2020年公司营业总收入保持增长态势，其中金针菇销售收入占比为74.68%，仍为其主要收入来源。同期金针菇销售价格上涨带动其毛利率有所提升，但其他食用菌工艺仍在改善中，产品品质较不稳定，毛利率仍处于较低水平，加之其收入占比提升令整体营业毛利率略有下降。但随着疫情防控常态化，2021年一季度食用菌销售价格回落令公司营业总收入和毛利率同比均有所下滑。

表 8：近年来公司主要产品收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
金针菇	14.23	15.39	16.26
真姬菇	2.60	2.92	3.73
杏鲍菇	0.70	0.91	1.46
香菇	0.33	0.24	0.20
其他	0.60	0.19	0.37
营业总收入	18.47	19.65	22.02
毛利率	2018	2019	2020

金针菇	18.52	27.10	28.58
真姬菇	-12.99	0.64	-0.08
杏鲍菇	-12.99	4.93	6.87
香菇	0.64	-39.07	-56.80
营业毛利率	14.27	21.93	21.84

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2020 年公司期间费用同比增长且以管理费用为主。其中，员工薪酬和给予的股权激励增加令管理费用大幅增加；部分利息随各工厂逐步建设进行资本化令财务费用有所下降。受益于营业总收入提升，2020 年期间费用率保持在中等水平，公司对期间费用的控制能力尚可。利润主要来源于经营性业务利润，2020 年业务规模扩大以及主要产品金针菇销售价格上涨带动其利润水平有所提升。2020 年公司根据各产品投入成本及预计出货期的售价对部分存货计提跌价准备 0.12 亿元。同期因疫情影响等，发生 0.13 亿元营业外支出，对利润造成一定侵蚀。盈利指标方面，虽然 2020 年利润水平实现提升，但收入规模和期末资产规模的增加令 EBITDA 利润率和总资产收益率略有下降，但仍保持在较好水平。2021 年一季度产品销售价格回落令其利润总额同比下降 41.86%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	0.19	0.22	0.20	0.05
管理费用	1.10	1.16	1.68	0.41
财务费用	0.75	0.74	0.64	0.16
期间费用合计	2.03	2.13	2.52	0.62
期间费用率(%)	11.01	10.82	11.43	10.90
经营性业务利润	0.53	2.11	2.42	0.82
资产减值损失合计	-0.04	-0.06	-0.12	0.06
营业外损益	0.04	0.03	-0.12	0.05
利润总额	1.42	2.08	2.22	0.93
EBITDA	4.94	5.80	6.24	--
EBITDA 利润率(%)	26.73	29.54	28.35	--
总资产收益率(%)	5.71	7.41	6.98	--

注：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”，损失以“-”号填列。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年发行可转债募集资金带动期末资产和负债

⁶为加强资金使用效率，2020 年 7 月公司董事会、监事会及股东大会分别审议通过了《关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的议案》，公司将在保证募集资金项目建设和募集资金使用的情况下，使用不超过 4

规模增长，利润积累令所有者权益保持平稳增长，定增完成及可转债转股后资本结构或将有所改善

2020 年 6 月公司发行可转债募集资金 5.85 亿元⁶，期末货币资金大幅增加带动总资产有所上升；2021 年以来由于偿还借款、推进募投项目建设以及购买理财产品，3 月末货币资金有所下降。同期末交易性金融资产为 1.40 亿元，全部为短期结构性存款。公司存货主要为原材料和在产品，受生产规模扩大影响，2020 年末有所提升，但整体存货周转速度仍较快，当年存货周转率为 4.82 次。2020 年公司甘肃雪榕食用菌精准扶贫产业园项目一期建设工程和泰国金针菇工厂项目部分转固，期末固定资产有所提升。

受发行可转债影响（其中 2020 年末记入应付债券 5.16 亿元，其他权益工具 0.71 亿元），2020 年末总负债有所增加，主要由有息债务、应付原材料采购款为主的应付账款和工程设备款为主的其他应付款构成。2021 年以来公司资金较为充裕，加大偿债力度令 3 月末负债和债务规模有所下降，且债务结构相对合理，其中长期债务占总债务的比重为 57.40%。受益于利润的不断积累等，公司所有者权益规模持续扩大。公司债务规模相对较大，但定增完成及可转债转股后资本结构或将有所改善。

表 10：近年来公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	3.81	2.88	7.60	4.52
交易性金融资产	-	-	-	1.40
存货	2.90	3.31	3.83	3.77
固定资产	23.72	24.70	26.78	25.40
总资产	38.93	38.42	45.65	45.40
应付账款	1.51	1.94	1.61	1.36
其他应付款	2.33	2.45	2.50	2.32
总负债	23.23	21.02	25.42	23.98
短期债务	9.54	7.72	8.84	8.11
总债务	18.28	15.35	19.81	19.04
股本	4.33	4.29	4.42	4.42
资本公积	4.36	4.15	4.84	4.95
未分配利润	6.60	8.26	9.92	10.94

亿元暂时闲置的募集资金进行现金管理，用于购买安全性高、流动性好的理财产品。

所有者权益	15.70	17.40	20.23	21.42
资产负债率(%)	59.67	54.71	55.68	52.83
总资本化比率(%)	53.79	46.86	49.47	47.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，经营获现能力维持较好水平，产能持续扩张使公司面临一定的资本支出压力；受债务规模上升影响，经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息保障能力有所下降

受益于稳步增长的销售业绩和良好的收现比，2020 年公司经营获现能力维持在较好水平；随着在建项目的投入，投资活动现金流出规模进一步扩大；发行可转债令筹资活动现金流转为净流入态势。2021 年一季度受产品销售价格回落及原材料价格上升影响，公司经营活动净现金流同比下降 55.16%；利用暂时闲置的募集资金购买理财产品令投资活动现金流出增加。

2020 年受债务规模扩大影响，EBITDA 和经营活动净现金流对总债务覆盖程度有所下降，但仍可有效覆盖利息支出，需关注项目建设进度及投融资匹配情况对总债务规模及偿债压力的影响。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	4.07	5.87	5.55	0.94
投资活动净现金流	-2.87	-2.39	-5.24	-3.14
筹资活动净现金流	0.08	-4.31	4.62	-0.83
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.64	6.96	7.62	--
总债务/EBITDA(X)	3.70	2.64	3.17	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.65	7.03	6.78	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.38	0.28	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.43	0.76	0.63	0.46*

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 2021 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 25.06 亿元，其中未使用额度为 10.11 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 2021 年 3 月末，公司受限资产合计为 8.74 亿元，占同期末净资产的比重为 19.25%，包括固定资产 6.88 亿元、无形资产 1.55 亿元和在建工程 0.32 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人为自然人杨勇萍，持股比例为 30.11%，股权无质押。

或有事项方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

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，2017~2021 年 4 月 22 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。

外部支持

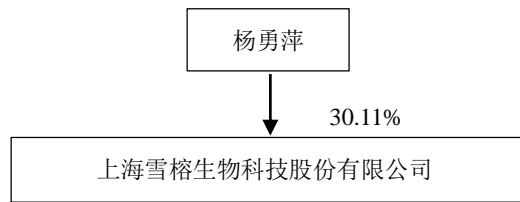
公司控股股东为自然人，对公司支持意愿很强；协调当地政府和金融机构等资源的能力相对一般

杨勇萍为公司控股股东及实际控制人，由于公司为其主要资产，杨勇萍对公司支持意愿很强，利用其自有资金给与公司一定流动性支持。但杨勇萍为自然人，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

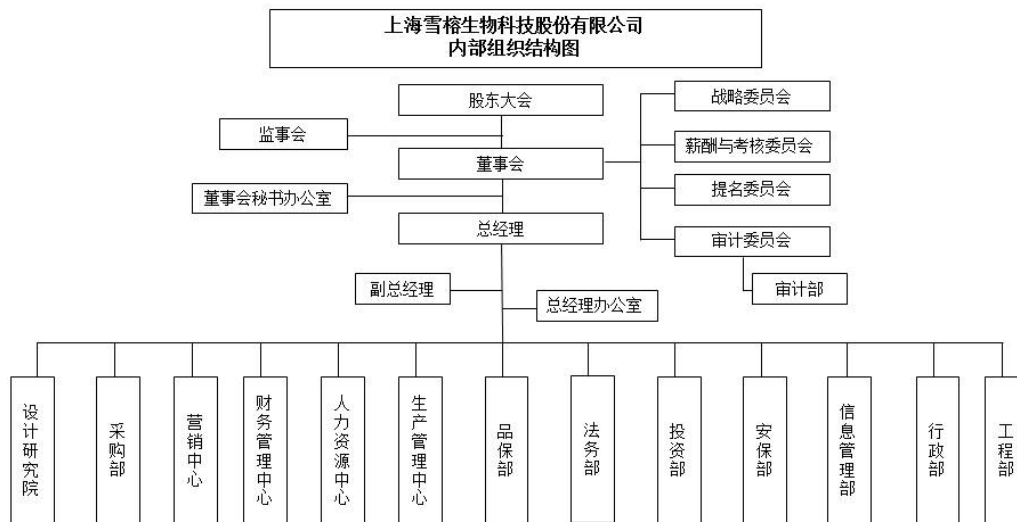
综上所述，中诚信国际维持上海雪榕生物科技股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“雪榕转债”的债项信用等级为 **AA⁻**。

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 2021 年 3 月末）



截至 2021 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	持股比例(%)
长春高榕生物科技有限公司	100
山东雪榕生物科技有限公司	100
广东雪榕生物科技有限公司	100
大方雪榕生物科技有限公司	52
威宁雪榕生物科技有限公司	100
雪榕生物科技（泰国）有限公司	60
成都雪国高榕生物科技有限公司	100
山东雪榕之花食用菌有限公司	100



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	38,117.66	28,799.77	75,989.19	45,209.87
应收账款净额	1,551.00	1,749.73	2,379.19	2,970.19
其他应收款	3,410.64	2,843.92	2,751.28	3,521.48
存货净额	28,956.18	33,127.27	38,264.60	37,741.15
长期投资	-	-	1,349.24	1,336.61
固定资产	237,227.23	246,971.55	267,846.41	254,049.18
在建工程	23,085.95	22,191.13	12,205.83	20,711.34
无形资产	26,423.16	26,307.62	25,657.74	24,596.34
总资产	389,250.28	384,185.02	456,461.25	453,996.13
其他应付款	23,293.43	24,453.65	25,031.88	23,181.71
短期债务	95,430.64	77,229.29	88,406.52	81,085.48
长期债务	87,327.81	76,224.03	109,648.66	109,267.40
总债务	182,758.44	153,453.32	198,055.18	190,352.89
净债务	144,640.78	124,653.55	122,065.99	145,143.01
总负债	232,256.17	210,199.43	254,179.77	239,841.77
费用化利息支出	7,882.99	7,868.40	7,165.81	--
资本化利息支出	861.38	476.65	1,030.71	--
所有者权益合计	156,994.11	173,985.59	202,281.48	214,154.35
营业总收入	184,662.57	196,457.47	220,218.59	56,649.99
经营性业务利润	5,347.15	21,080.02	24,215.97	8,229.46
投资收益	-	52.12	401.11	88.35
净利润	12,477.06	20,901.93	22,505.19	9,605.24
EBIT	22,073.16	28,675.01	29,347.26	--
EBITDA	49,353.87	58,041.17	62,431.53	--
经营活动产生现金净流量	40,681.68	58,692.84	55,546.58	9,417.15
投资活动产生现金净流量	-28,706.95	-23,900.69	-52,357.94	-31,426.35
筹资活动产生现金净流量	834.41	-43,145.78	46,190.41	-8,347.06
资本支出	44,223.27	31,237.60	48,278.62	17,959.02
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	14.27	21.93	21.84	23.73
期间费用率(%)	11.01	10.82	11.43	10.90
EBITDA 利润率(%)	26.73	29.54	28.35	--
总资产收益率(%)	5.71	7.41	6.98	--
净资产收益率(%)	8.36	12.63	11.96	18.45*
流动比率(X)	0.58	0.54	0.89	0.95
速动比率(X)	0.37	0.29	0.61	0.64
存货周转率(X)	5.40	4.94	4.82	4.55*
应收账款周转率(X)	112.67	119.04	106.67	84.72*
资产负债率(%)	59.67	54.71	55.68	52.83
总资本化比率(%)	53.79	46.86	49.47	47.06
短期债务/总债务(%)	52.22	50.33	44.64	42.60
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.38	0.28	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.43	0.76	0.63	0.46*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.65	7.03	6.78	4.37*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	16.15	29.49	22.20	--
总债务/EBITDA(X)	3.70	2.64	3.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.52	0.75	0.71	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.64	6.96	7.62	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.52	3.44	3.58	5.15

注：1、2021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”，“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。