



上海雪榕生物科技股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 1325 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	上海雪榕生物科技股份有限公司	A/负面
--------------	----------------	------

本次跟踪债项及评级结果	“雪榕转债”	A
-------------	--------	---

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。

评级观点
本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）作为食用菌领域龙头企业，公司产能规模持续扩大具备较强的规模优势和竞争实力，2024 年保持了稳定且良好的经营获现能力，债务规模有所减少，股东为公司提供流动性支持等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司业务类型较为单一，风险抵御能力和资源控制能力偏弱；主要产品量价齐跌令 2024 年亏损幅度扩大；财务杠杆仍处于很高水平，且货币资金保有量较低，面临较大短期偿债压力；控股股东及实际控制人拟发生变更等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。

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 个月内可能下降。

调级因素
可能触发负面展望回调为稳定的因素：市场回暖，食用菌价格回升，公司盈利改善且具有可持续性；短期偿债能力提升，抗风险能力显著增强。
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。

正面

- 食用菌领域龙头企业，具备较强规模优势和竞争实力
- 2024年保持了较为稳定且良好的经营获现能力，债务规模有所减少
- 股东为公司提供流动性支持

关注

- 业务类型较为单一，风险抵御能力和资源控制能力偏弱
- 为应对市场环境低迷等令因素影响，跟踪期内公司主动收缩业务规模，但主要产品量价齐跌令2024年亏损幅度扩大，虽然2025年一季度供需关系边际改善令盈利能力有所回升，但未来业绩恢复情况仍有待持续关注
- 财务杠杆仍处于很高水平，且货币资金保有量较低，面临较大短期偿债压力，需持续关注债务接续情况
- 控股股东及实际控制人拟发生变更，拟变更的实控人将进行定增，相关事项尚在推进过程中

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

雪榕生物（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	40.72	46.02	38.55	36.81
所有者权益合计（亿元）	16.26	14.32	8.23	10.72
负债合计（亿元）	24.46	31.70	30.31	26.09
总债务（亿元）	18.76	22.73	21.94	18.60
营业总收入（亿元）	23.20	25.65	21.62	4.41
净利润（亿元）	-3.94	-1.92	-6.16	0.12
EBIT（亿元）	-2.81	-1.02	-5.23	--
EBITDA（亿元）	0.69	2.32	-1.44	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.67	3.58	4.37	0.86
营业毛利率(%)	10.70	8.38	3.60	15.01
总资产收益率(%)	-6.69	-2.35	-12.38	--
EBIT 利润率(%)	-12.12	-3.98	-24.21	--
资产负债率(%)	60.07	68.88	78.64	70.89
总资本化比率(%)	53.57	61.34	72.72	63.45
总债务/EBITDA(X)	27.16	9.78	-15.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.72	2.56	-1.47	--
FFO/总债务(X)	0.20	0.10	0.09	--

注：1、中诚信国际根据雪榕生物提供的其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 2022~2023 年度审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024 年审计报告¹及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款及其他应付款中的带息债务。

本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
雪榕转债	A	A	2025/02/14 至本报告出具日	5.85/1.79	2020/06/24~2026/06/24	有条件回售条款、到期赎回条款、转股价格向下修正条款

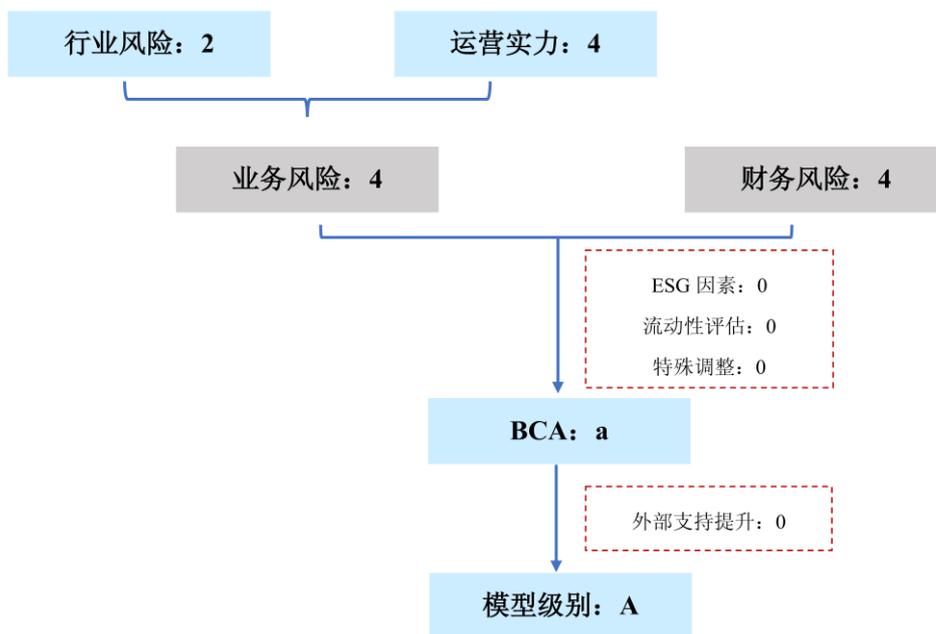
注：债券余额为 2025 年 6 月 24 日数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
雪榕生物	A/负面	A/负面	2025/02/14 至本报告出具日

¹ 根据公司发布的《关于拟变更会计师事务所的公告》，鉴于安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）已连续多年为公司提供审计服务，为更好地保证审计工作的独立性与客观性，综合考虑公司未来业务发展和审计工作的需要等情况，公司拟变更 2024 年度审计机构。根据《国有企业、上市公司选聘会计师事务所管理办法》《公司会计师事务所选聘制度》等有关规定，经公司邀请招标程序最终确定，拟选聘大华会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2024 年度财务报表和内部控制审计机构。公司已就拟变更会计师事务所事项与前后任会计师事务所进行了充分沟通，前后任会计师事务所均已明确知悉本次变更事项，均未提出异议。

● 评级模型

上海雪榕生物科技股份有限公司评级模型打分(C010000_2024_03_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

方法论: 中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000_2024_03

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，我国食用菌产量保持增长态势，除金针菇外，其他菌种的工厂化生产率仍处于很低水平；2024 年以来食用菌市场供需失衡等令产品价格整体下行，未来拥有技术、规模及品牌优势的大型企业市场占有率持续提升，行业集中度不断提高，但工厂化企业盈利修复情况仍有待持续关注。

我国食用菌年产量占世界总产量的 75% 以上，其总产值在我国种植业中的排名仅次于粮、油、菜、果，居第五位，根据中国食用菌协会统计数据，2023 年我国食用菌总产量同比增长 2.64% 至 4,334.17 万吨，增幅较上年上升 0.5 个百分点；全年总产值同比增长 2.02% 至 3,965.57 亿元，增幅同比下降 9.82 个百分点。目前我国食用菌生产区域差异性仍比较明显，其中食用菌年产量达到 300 万吨的分别是河南省、福建省、黑龙江省、河北省，上述省份产量合计占全国总产量的 42.96%。目前我国已发现的食用菌超过 900 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（30.08%）、黑木耳（16.48%）、平菇（14.15%）等尚未获得成熟的工厂化生产技术，工厂化生产率仍处于很低水平。目前食用菌工厂化主要品种为金针菇、杏鲍菇、真姬菇、鹿茸菇和双孢蘑菇等 5 大品种，其中金针菇日产能最大，2023 年达到 5,109 吨/天，占 5 大品种的 50.68%。但随着行业产能扩张，市场供需出现不平衡，2024 年以来销售价格整体呈下滑趋势，导致行业内企业出现不同程度亏损，部分工厂化企业停、减产，未来拥有技术、规模及品牌优势的大型企业市场占有率或将持续提升，行业集中度不断提高；2025 年一季度，随着节假日餐饮等消费需求出现季节性增长，食用菌价格有所回升，但行业供需失衡、产品同质化程度高等问题对工厂化企业盈利修复情况的影响仍有待持续关注。

中诚信国际认为，2024 年以来食用菌行业持续低迷，公司主动收缩业务规模，但主要产品量价齐跌，公司仍面临较大经营压力，且业务单一和资源控制力较弱令其风险抵御能力偏弱，但作为我国食用菌领域产能规模最大的企业，跟踪期内雪榕生物仍具备较强规模优势和竞争实力。此外，跟踪期内公司控股股东及实际控制人拟发生变更，目前相关事项尚在推进过程中，公司未来战略定位、经营管理模式和业绩修复情况尚待关注。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人拟发生变更，目前相关事项尚在推进过程中，两会一层运作及公司生产经营管理情况正常，公司未来战略定位、经营管理模式和业绩修复情况尚待关注。

2024 年 6 月，公司披露公告称其收到永登县监察委员会书面签发的《留置通知书》和《立案通知书》，公司控股股东、法定代表人、董事长兼总经理杨勇萍被实施留置措施，于当年 10 月解

除留置；2025 年 3 月，公司发布公告称拟变更控股股东及实际控制人，并向特定对象发行股票用于补充公司流动资金²，若本次股份协议转让顺利实施，公司实际控制人将变更为蒋智，目前公司控制权变更及向特定对象发行股票事项尚在推进过程中。此外，跟踪期内，公司人事变动涉及董事调整³，但两会一层运作及公司生产经营管理情况正常。**中诚信国际认为**，若向特定对象发行股票顺利实施，将有助于改善公司流动性，但新控股股东的主营业务与雪榕生物所处的食用菌行业关联度较低，对公司未来战略定位、经营管理模式和相关技术服务赋能业务发展情况有待关注，公司的业绩修复情况尚待观察。

跟踪期内，公司在细分领域维持了较强的规模优势和竞争实力，生产区域布局符合终端市场需求，但食用菌行业仍较为低迷，公司主动收缩业务规模令产量及产能利用率有所下滑，且主要产品价格仍低位运行，公司盈利空间不足，经营出现较大压力，且产品相对单一，下游客户仍较为分散，资源控制力较弱。目前公司已暂缓、停止大规模资本开支项目以稳定生产，随着行业整体减产，2025 年一季度供求关系出现边际改善，后续业绩改善情况仍需持续关注。

雪榕生物系我国产能规模最大的食用菌工厂化生产企业，公司金针菇和真姬菇产能规模仍位居全国第一，跟踪期内保持了较强规模优势和竞争实力。生产方面，目前公司在国内拥有八大生产基地⁴，并在海外建有泰国生产基地，生产区域布局较为合理，能够满足全国性市场需求。2024 年以来，江苏淮安及广西贵港项目部分转固令整体产能规模有所增长，但受食用菌行业供需失衡等因素影响，公司主动缩减业务规模，并根据市场价格情况灵活调整或缩减部分菌种产线布局，部分成本较高的工厂停产，产量及产能利用率亦有所下滑。跟踪期内，公司继续发力自有食用菌种研发申报，自研菌种使用率提升公司产品产销率保持较高水平，但整体来看，公司食用菌产品上游供应商及下游客户较为分散⁵，且由于公司经营策略挑整，2024 年公司经销渠道收入占比进一步提升至 90.33%，对下游客户议价能力较为有限且农产品调价上调存在一定限制，资源控制力较弱。整体来看，2024 年以来食用菌产品价格仍然低位运行，且随着公司减产，单位成本上升，公司盈利空间不足，经营出现较大压力，未来食用菌产品价格走势对其盈利空间的影响需持续观察。

此外，为应对食用菌产品价格持续低迷的现状，公司以“收缩、稳定、恢复”为经营策略，着力开展“降本增效”，暂停对以前年度未完工项目的大额资本性投入，比如江苏淮安、广西贵港项目未完工的厂房不再增加新的投入，2025 年内亦已无尾款待支付，同时暂停或者延期各子公司

² 根据公司近期发布的《上海雪榕生物科技股份有限公司关于控股股东、实际控制人拟发生变更的提示性公告》，2025 年 3 月 12 日，雪榕生物控股股东、实际控制人杨勇萍先生与上海万紫千鸿智能科技有限公司（以下简称“万紫千鸿”）签署了《关于上海雪榕生物科技股份有限公司之控制权变更框架协议》（以下简称“《控制权变更框架协议》”），约定本次交易由杨勇萍先生及其一致行动人浙江银万私募基金管理有限公司-银万华奕 1 号私募证券投资基金（以下简称“银万华奕 1 号”）将持有的 5.21%雪榕生物股份转让给万紫千鸿，股权转让价款为 99,999,996.25 元，同时杨勇萍先生将其持有的剩余 20.12%股份对应的表决权全权委托给万紫千鸿行使，并签署《表决权委托协议》。若本次《股份转让协议》《表决权委托协议》顺利实施，公司的控股股东将变更为万紫千鸿，实际控制人将变更为蒋智先生。

此外，协议签署后，双方同意促成公司向万紫千鸿发行股票，与万紫千鸿签署《附条件生效的股份认购协议》。本次向特定对象发行股票的价格为不低于公司向特定对象发行股票的董事会决议公告日前 20 个交易日股票交易均价的 80%，万紫千鸿为唯一认购对象，募集资金用于补充公司流动资金，发行股份数量为不超过发行前公司总股本的 30%。假设雪榕转债于本次发行前未转股，本次向特定对象发行股票数量不超过 149,645,903 股（含本数），募集资金总额不超过 44,893.77 万元（含本数）；假设雪榕转债于本次发行前全部转股，则本次发行股数不超过 192,365,793 股（含本数），募集资金总额不超过 57,709.74 万元（含本数）。若雪榕转债在本次发行前发生部分转股，则发行股数和募集资金总额将相应调整。万紫千鸿成立于 2024 年 12 月 25 日，主营业务为技术服务、技术开发、信息咨询。截至公司公告披露日，万紫千鸿尚未编制财务报表。

³ 2024 年 10 月，郭伟因退休不再担任公司董事及副总经理，同年 11 月郑伟东被选举担任公司董事，并出任常务副总经理。

⁴ 目前拥有吉林长春、山东德州、广东惠州、四川都江堰、贵州毕节、甘肃临洮、广西贵港、江苏淮安八大生产基地。

⁵ 2022~2024 年前五大客户占比分别为 18.83%、7.44%和 12.58%；2022~2024 年前五大供应商占比分别为 12.56%、15.71%和 12.66%，公司仍采取统一采购模式，采购原料以米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳和啤酒糟等农业下脚料为主，2024 年原材料成本占食用菌生产成本的 33.44%。

所有非必须改造项目，主动收缩产能，稳定生产。同时，2024 年以来公司继续发力自有食用菌种研发申报，自研菌种使用率提升，未来养殖成本或将得到进一步控制。

中诚信国际认为，公司在食用菌行业仍然保持其规模优势，但 2024 年我国食用菌行业仍较为低迷，且由于目前公司金针菇产品仍占比较高，较为单一的业务类型令其整体风险抵御能力偏弱；虽然随着行业整体减产，2025 年一季度供求关系出现边际改善，相关产品盈利水平有所回升，但仍需持续关注公司产能调整、产品结构优化及整体业绩改善措施后续取得的成效。

表 1：公司主要食用菌产品产能情况

产品	2022	2023	2024	2025.1-3	
金针菇	产能（万吨/年）	38.52	40.11	45.90	11.00
	产量（万吨）	31.50	36.67	33.43	7.02
	产能利用率(%)	81.79	91.43	72.83	63.82
	销售量（万吨）	31.53	36.36	33.09	7.17
	产销率(%)	100.09	99.15	98.98	102.14
	销售均价（元/公斤）	5.17	4.65	4.10	4.20
真姬菇	产能（万吨/年）	6.99	8.82	10.53	2.15
	产量（万吨）	6.68	8.17	7.83	1.43
	产能利用率(%)	95.51	92.63	74.36	66.51
	销售量（万吨）	6.68	8.24	7.87	1.40
	产销率(%)	100.01	100.85	100.51	97.90
	销售均价（元/公斤）	5.94	6.32	6.11	7.15
杏鲍菇	产能（万吨/年）	5.13	4.32	4.32	0.54
	产量（万吨）	4.75	4.36	3.11	0.44
	产能利用率(%)	92.65	100.81	71.99	81.48
	销售量（万吨）	4.74	4.39	3.13	0.46
	产销率(%)	99.72	100.88	100.64	104.55
	销售均价（元/公斤）	4.32	4.37	4.12	3.95
香菇	产能（万吨/年）	0.36	0.36	0.36	0.09
	产量（万吨）	0.33	0.45	0.33	0.03
	产能利用率(%)	92.87	125.84	91.67	33.33
	销售量（万吨）	0.34	0.48	0.33	0.03
	产销率(%)	100.63	106.97	100.00	100.00
	销售均价（元/公斤）	7.68	10.50	8.84	7.32

注：1、2023 年，公司广西贵港基地“年产 12 万吨食用菌现代农业产业园项目（一期）”和江苏淮安基地“雪榕现代食品产业项目（一期）”项目陆续投产，新增金针菇产能 5.04 万吨/年、真姬菇 1.98 万吨/年；2、2025 年一季度产能未经年化。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，市场环境低迷、公司主动减产等令 2024 年公司亏损幅度扩大，整体盈利稳定性较弱，但 2025 年一季度经营业绩扭亏，且跟踪期内公司债务规模下降，经营获现水平保持较好水平；整体来看，目前公司财务杠杆水平仍然偏高，且货币资金保有量较低，面临较大的短期偿债压力，后续需持续关注盈利恢复及债务接续情况。

盈利能力

2024 年，由于主要产品量价齐跌，叠加减产后单位成本上升，公司收入及毛利率继续下滑，同时公司主动停产、减产后对相关固定资产计提 3.51 亿元资产减值损失，2024 年亏损幅度扩大，盈利能力持续亟待改善。2025 年一季度，供求关系边际改善带动金针菇、真姬菇等主要品种毛利率回升，公司当期扭亏为盈，但盈利水平仍然偏低。从经营稳定性来看，2021 年以来营业利

润较之前年度出现较大幅度下降，近五年来公司营业利润率⁶水平波动较大，经营稳定性指标仍处于较弱水平。

资产质量

2024 年以来，总资产持续下降，主要系 2024 年计提的固定资产减值准备较多令年末相关科目降幅较大所致。此外，跟踪期内公司货币资金余额持续下降，截至 2025 年 3 月末受限比例很低，目前货币资金保有量较低。公司负债以总债务为主，跟踪期内随业务规模收缩而呈下降态势；此外，截至 2025 年 3 月末，控股股东杨勇萍及拟变更的控股股东万紫千鸿为公司提供的股东借款余额合计 0.60 亿元。受经营亏损影响，2024 年末未分配利润由正转负，所有者权益下降，财务杠杆水平攀升较快；2025 年以来部分可转换债券转股，叠加利润积累，令 2025 年 3 月末所有者权益小幅回升，财务杠杆水平随之回落，但整体仍处于较高水平。

现金流及偿债情况

跟踪期内，付现比持续下降等令经营活动现金净流入规模同比保持增长，加之投资活动净流出规模下降，经营活动现金净流入对投资支出的覆盖程度提升，部分结余资金用于压降债务，使得 2024 年以来筹资活动现金流转为净流出。偿债指标方面，盈利能力恶化令 EBITDA 无法覆盖债务本息，FFO 对债务的覆盖能力仍然偏弱，且货币资金等价物仅能覆盖部分短期债务，公司仍面临较大的短期偿债压力。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 23.24 亿元，其中尚未使用额度为 10.56 亿元，同比有所减少⁷，中诚信国际将对外部融资环境及银行授信提款条件变化、股东对公司提供流动性支持情况及整体债务接续情况保持关注。资金管理方面，公司对下属子公司的资金进行日常统一管理。

表 2：近年来公司主要财务状况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
营业总收入	23.20	25.65	21.62	4.41
其中：金针菇	16.31	16.89	13.58	3.01
真姬菇	3.97	5.20	4.81	1.00
营业毛利率(%)	10.70	8.38	3.60	15.01
其中：金针菇(%)	12.37	6.15	4.35	9.89
真姬菇(%)	8.48	12.82	4.74	25.64
期间费用率(%)	9.66	12.92	12.22	13.92
经营性业务利润	0.20	-1.26	-1.95	0.03
资产减值损失	-4.00	-0.59	-4.19	-
净利润	-3.94	-1.92	-6.16	0.12
总资产收益率(%)	-6.69	-2.35	-12.38	--
货币资金	3.64	2.53	1.68	0.45
存货	4.43	4.43	3.25	3.48
固定资产	24.99	30.82	29.01	28.23
在建工程	0.68	3.60	0.53	0.52
无形资产	2.22	3.07	3.00	2.98
总资产	40.72	46.02	38.55	36.81
总负债	24.46	31.70	30.31	26.09
短期债务	7.71	12.67	11.72	5.34

⁶ 2020~2024 年营业利润率分别为 9.85%、-15.84%、-16.17%、-7.42%和-28.39%，营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入*100%。

⁷ 截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 40.14 亿元，其中尚未使用额度为 19.15 亿元。

总债务	18.76	22.73	21.94	18.60
股本	5.03	4.99 ⁸	4.99	5.51
资本公积	7.54	7.42	7.42	9.52
未分配利润	3.42	1.53	-4.65	-4.58
所有者权益合计	16.26	14.32	8.23	10.72
资产负债率(%)	60.07	68.88	78.64	70.89
总资本化比率(%)	53.57	61.34	72.72	63.45
经营活动净现金流	3.67	3.58	4.37	0.86
投资活动净现金流	-4.23	-7.55	-3.09	-0.15
筹资活动净现金流	0.67	2.05	-1.36	-1.77
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.72	2.56	-1.47	--
FFO/总债务(X)	0.20	0.10	0.09	--
总债务/EBITDA(X)	27.16	9.78	-15.19	--
货币等价物/短期债务(X)	0.81	0.12	0.13	0.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产合计 6.21 亿元，约占同期末总资产比重的 16.88%，受限比例尚可，其中货币资金 1.23 万元，固定资产 4.40 亿元，无形资产 1.69 亿元，长期应收款 0.12 亿元。同期末，公司无对外担保或影响其正常经营的重大未决诉讼。

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，2021~2025 年 5 月末，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。

假设与预测⁹

假设

——2025 年，雪榕生物业务规模有所收缩，但供求关系边际改善、降本增效取得一定成果令营业毛利率有所回升。

——2025 年，雪榕生物完成控股股东变更及向特定对象发行股票。

——2025 年，随着“雪榕转债”部分转股，雪榕生物总债务有所下降。

预测

表 3：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率(%)	61.34	72.72	45~48
总债务/EBITDA(X)	9.78	-15.19	6~8

⁸ 公司分别于 2023 年 4 月 25 日及 2023 年 5 月 16 日召开的第四届董事会第四十八次会议及 2022 年年度股东大会所通过的《关于 2020 年限制性股票激励计划首次授予部分、暂缓授予部分第三个解锁期业绩不达标暨回购注销部分已授予但尚未解锁的限制性股票的议案》，鉴于公司“2020 年限制性股票激励计划”中 20 名激励对象已离职不再具备激励资格、130 名激励对象因“2020 年限制性股票激励计划”首次授予部分、暂缓授予部分第三个解锁期公司层面业绩不达标而不符合解除限售条件，同意对“2020 年限制性股票激励计划”中 150 名激励对象所持已获授但尚未解锁的 426.4 万股限制性股票予以回购注销。于 2023 年，上述已授予尚未解锁的限制性股票的回购注销手续已完成，减少股本 0.04 亿元，减少资本公积 0.12 亿元，减少库存股 0.16 亿元。

⁹ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG¹⁰表现方面，雪榕生物注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前控股股东及实际控制人变更尚在推进中，相关情况对公司治理的影响尚待观察。**流动性评估方面**，雪榕生物经营获现能力较为稳定，具备一定未使用授信额度。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。公司资金流出主要用于债务还本付息和在建项目收尾工作，虽然跟踪期内公司债务规模有所下降，但整体来看公司面临一定流动性压力，债务接续依赖股东借款及银行续贷审批情况；目前公司拟变更的控股股东正在筹划定增事项，若相关事项完成，将有利于公司缓解流动性压力，中诚信国际将对公司定增事项进展及整体资金周转、债务增长、短期偿债能力、流动性风险等保持关注。

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有限。

公司现控股股东为自然人杨勇萍，实际控制人为自然人杨勇萍、张帆，拟变更的控股股东为万紫千鸿，实际控制人为自然人蒋智。由于公司为控股股东及实际控制人的主要资产，其对公司支持意愿很强，2025 年以来，为进一步支持公司的业务发展，更好地满足公司日常经营资金需求，公司现控股股东及拟变更的控股股东万紫千鸿陆续向公司提供股东借款¹¹，但整体来看，现实际控制人及拟变更的实际控制人均为自然人，协调当地政府和金融机构等资源的能力较弱，对公司支持能力相对有限。

跟踪债券信用分析

“雪榕转债”募集资金 5.85 亿元，计划用于“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）”¹²及补充流动资金。2020 年 10 月 13 日，公司发布《关于变更部分募集资金投资项目的公告》，称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“山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目”。“雪榕转债”募集资金使用用途变更后，相关资金均按照最新要求使用且已全部使用完毕。“雪榕转债”转股期为 2021 年 1 月 4 日至 2026 年 6 月 23 日，随着跟踪期内“雪榕转债”部分转股，截至 2025 年 6 月 24 日，“雪榕转债”剩余金额为 1.79 亿元。

“雪榕转债”设置转股价格向下修正条款跟踪期内，“雪榕转债”分别于 2024 年 3 月、7 月及 8 月触发《公司创业板公开发行可转换公司债券募集说明书》（以下简称“《募集说明书》”）中规

¹⁰ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹¹ 根据公司发布的公告，控股股东杨勇萍先生及拟变更的控股股东万紫千鸿分别向公司（含子公司）提供合计不超过人民币 4,000 万元的借款额度，借款利率不高于银行同期贷款利率。公司可根据资金需要分批借款，在资金提供方资金充裕的条件下，可在约定的期限及额度内循环使用，无需公司提供保证、抵押、质押任何形式的担保。借款期限为自董事会审议通过之日起至 2026 年 3 月 18 日，借款用途为补充公司营运资金。

¹² 上述项目分别于 2021 年 11 月和 2021 年 7 月结束试生产并正式投产。

定的转股价格向下修正条件¹³，目前“雪榕转债”的转股价已向下修正至 4.10 元/股。同时，“雪榕转债”设置有条件回售及赎回条款，由于自 2025 年 3 月 27 日至 2025 年 5 月 13 日，雪榕生物股票已有十五个交易日的收盘价不低于“雪榕转债”当期转股价格（即 4.10 元/股）的 120%（即 4.92 元/股）；根据《募集说明书》中有条件赎回条款的相关规定，已触发了“雪榕转债”的有条件赎回条款，但公司董事会决定本次不行使“雪榕转债”的提前赎回权利，同时决定未来 3 个月内（即 2025 年 5 月 14 日至 2025 年 8 月 13 日），如再次触发“雪榕转债”上述有条件赎回条款时，公司均不行使提前赎回权利。以 2025 年 8 月 13 日后的首个交易日重新计算，若“雪榕转债”再次触发有条件赎回条款，届时公司将再按照相关法律法规和《募集说明书》的要求召开董事会审议是否行使“雪榕转债”的提前赎回权利，并及时履行信息披露义务。**中诚信国际认为**，目前公司股价持续高于当前转股价，未来转股比例有望持续提升，但“雪榕转债”将于 2026 年 6 月到期，若到期前仍有较多“雪榕转债”未能转股，公司仍将面临较大的债券兑付压力，中诚信国际将持续关注公司控制权变更、经营业绩修复、股价变动等因素对“雪榕转债”兑付和转股的影响。

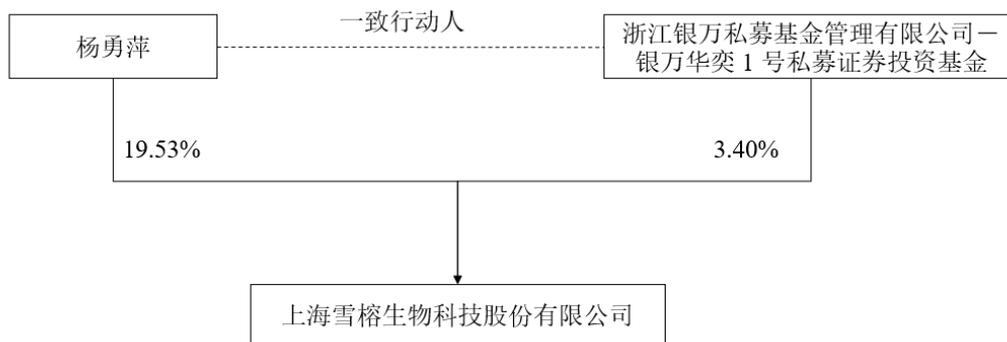
“雪榕转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。由于跟踪期内公司保持稳定且良好的获现能力，备用流动性尚可，且 2025 年以来“雪榕转债”转股情况较好，目前“雪榕转债”信用质量无显著恶化趋势，但公司及“雪榕转债”信用质量在未来 12~18 个月仍有可能下降。

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 **A**，评级展望为负面；维持“雪榕转债”的信用等级为 **A**。

¹³ 触发转股价格向下修正的条件为公司股票在连续三十个交易日中已有十五个交易日的收盘价格低于“雪榕转债”当期转股价格的 85%。

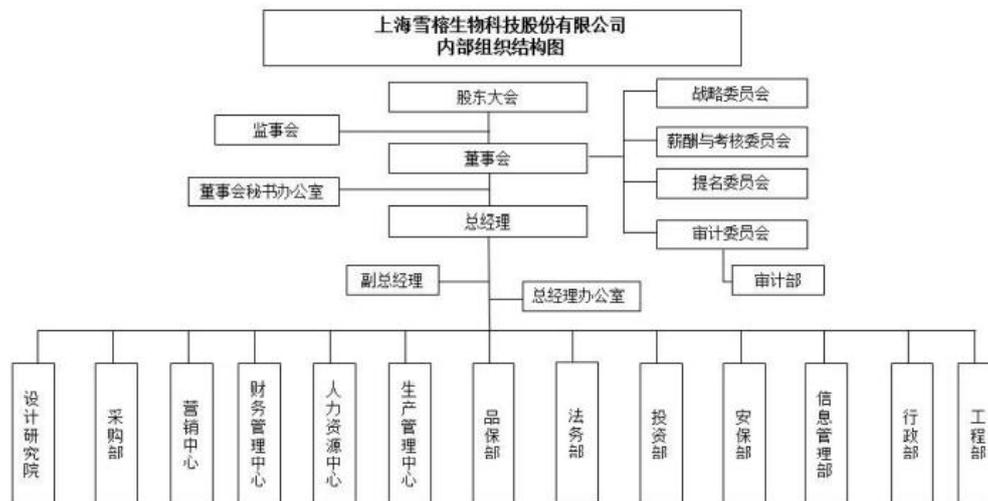
附一：上海雪榕生物科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



截至 2024 年末公司主要子公司（亿元、%）

子公司名称	注册资本	直接持股	总资产	净资产	营业收入	净利润
山东雪榕生物科技有限公司	6.35	100.00	8.11	3.68	3.85	-2.67
威宁雪榕生物科技有限公司	1.80	100.00	4.29	0.14	2.27	-1.15
临洮雪榕生物科技有限责任公司	1.44	68.97	3.62	0.84	1.73	0.12
江苏雪榕生物科技有限公司	1.50	100.00	3.34	0.25	0.84	-1.08
山东雪榕之花食用菌有限公司	1.10	100.00	2.55	1.85	2.45	0.19

注：上述子公司业务均为食用菌的工厂化种植、销售。



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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	36,382.31	25,266.62	16,795.38	4,478.01
应收账款	2,902.06	3,348.04	3,139.08	2,850.03
其他应收款	5,012.69	627.93	555.45	1,120.99
存货	44,327.51	44,286.34	32,533.74	34,839.87
长期投资	2,145.67	1,624.09	1,559.54	1,099.54
固定资产	249,928.87	308,227.34	290,068.97	282,275.28
在建工程	6,828.42	36,030.51	5,349.31	5,206.84
无形资产	22,171.89	30,689.71	29,963.50	29,765.66
资产总计	407,203.21	460,216.68	385,455.55	368,103.63
其他应付款	24,039.61	45,876.17	38,859.67	41,238.94
短期债务	77,108.98	126,698.35	117,198.18	53,397.95
长期债务	110,460.58	100,561.45	102,230.66	132,626.75
总债务	187,569.56	227,259.79	219,428.84	186,024.71
净债务	152,087.43	211,463.67	204,434.69	181,547.93
负债合计	244,619.87	316,978.27	303,123.26	260,940.32
所有者权益合计	162,583.34	143,238.40	82,332.29	107,163.31
利息支出	9,532.41	9,064.55	9,820.77	--
营业总收入	232,043.20	256,514.42	216,244.94	44,069.29
经营性业务利润	1,979.78	-12,577.65	-19,483.30	344.82
投资收益	887.23	110.60	-	-
净利润	-39,411.55	-19,233.42	-61,640.63	1,224.80
EBIT	-28,125.71	-10,211.48	-52,346.27	--
EBITDA	6,905.23	23,239.55	-14,441.20	--
经营活动产生的现金流量净额	36,713.33	35,783.60	43,720.16	8,608.35
投资活动产生的现金流量净额	-42,320.59	-75,523.67	-30,932.58	-1,480.37
筹资活动产生的现金流量净额	6,709.94	20,465.11	-13,642.23	-17,681.62

财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	10.70	8.38	3.60	15.01
期间费用率(%)	9.66	12.92	12.22	13.92
EBIT 利润率(%)	-12.12	-3.98	-24.21	--
总资产收益率(%)	-6.69	-2.35	-12.38	--
流动比率(X)	0.92	0.36	0.28	0.38
速动比率(X)	0.58	0.15	0.11	0.10
存货周转率(X)	5.01	5.30	5.43	4.45*
应收账款周转率(X)	80.18	82.08	66.67	58.87*
资产负债率(%)	60.07	68.88	78.64	70.89
总资本化比率(%)	53.57	61.34	72.72	63.45
短期债务/总债务(%)	41.11	55.75	53.41	28.70
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.16	0.13	0.16	0.19
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.40	0.23	0.31	0.64
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	3.85	3.95	4.45	--
总债务/EBITDA(X)	27.16	9.78	-15.19	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.18	-0.12	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.72	2.56	-1.47	--
EBIT 利息保障倍数(X)	-2.95	-1.13	-5.33	--
FFO/总债务(X)	0.20	0.10	0.09	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
现金流	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
偿债能力	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn