



# 上海雪榕生物科技股份有限公司 2024 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[2024]跟踪 0993 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  
2024 年 6 月 21 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 <sup>+</sup> /负面
--------------	----------------	--------------------

本次跟踪债项及评级结果	“雪榕转债”	A <sup>+</sup>
-------------	--------	----------------

**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**  
本次跟踪将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”）主体信用等级由 AA<sup>-</sup>调降至 A<sup>+</sup>，评级展望为负面；将“雪榕转债”信用等级由 AA<sup>-</sup>调降至 A<sup>+</sup>，上述评级调整主要基于市场环境低迷等令公司连续三年亏损，2023 年以来盈利能力持续恶化，权益规模逐年下降以及债务规模快速增长令财务杠杆攀升至很高水平，面临较大短期偿债压力；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；实际控制人被实施留置措施或将对公司业务经营产生负面影响等。同时中诚信国际也肯定了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以及稳定且良好的经营获现能力等因素对公司整体信用实力的支持，未来将持续关注公司产能消纳情况、业绩改善措施偿债能力变化等对其整体信用水平的影响、实控人留置事态发展对公司后续经营管理和未来战略发展的影响。

**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，抗风险能力增强；实际控制人被留置措施解除且对公司业务经营无负面影响。  
**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，产能规模持续扩大，具备较强规模优势和竞争实力
- 2023年以来维持较为稳定且良好的经营获现能力

### 关注

- 市场环境低迷等令公司连续三年亏损，2023年以来盈利能力持续恶化
- 权益规模逐年下降，债务规模快速增长，财务杠杆攀升至很高水平，面临较大短期偿债压力
- 业务类型较为单一，风险抵御能力和资源控制能力偏弱，关注未来公司产能消纳情况、业绩改善措施以及偿债能力变化等对其整体信用水平的影响
- 实际控制人被实施留置措施，关注其事态发展对公司后续经营管理和未来战略发展的影响

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	43.40	40.72	46.02	50.45
所有者权益合计（亿元）	16.55	16.26	14.32	14.51
负债合计（亿元）	26.86	24.46	31.70	35.94
总债务（亿元）	20.56	18.76	22.73	28.60
营业总收入（亿元）	20.63	23.20	25.65	6.04
净利润（亿元）	-3.32	-3.94	-1.92	0.11
EBIT（亿元）	-2.40	-2.81	-1.02	--
EBITDA（亿元）	0.84	0.69	2.32	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.47	3.67	3.58	0.80
营业毛利率(%)	5.26	10.70	8.38	12.98
总资产收益率(%)	-5.54	-6.69	-2.35	--
EBIT 利润率(%)	-11.66	-12.12	-3.98	--
资产负债率(%)	61.88	60.07	68.88	71.24
总资本化比率(%)	55.41	53.57	61.34	66.35
总债务/EBITDA(X)	24.54	27.16	9.78	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.92	0.72	2.56	--
FFO/总债务(X)	0.11	0.20	0.10	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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中的带息债务。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	主要产品、业务	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流 (亿元)	资产负债率 (%)
亚盛集团	种植业、工业	89.93	41.79	40.05	1.01	1.60	53.53
雪榕生物	食用菌	46.02	14.32	25.65	-1.92	3.58	68.88

中诚信国际认为，雪榕生物食用菌产能位列全国第一，在细分领域具备较强的规模优势和竞争实力；与可比企业相比，雪榕生物产品结构较为单一。财务方面，雪榕生物收入及资产规模较小，但经营获现能力更强，同时雪榕生物为 A 股上市公司，具备较为畅通的股权融资渠道。

注：“亚盛集团”系“甘肃亚盛实业（集团）股份有限公司”简称。

## 本次跟踪情况

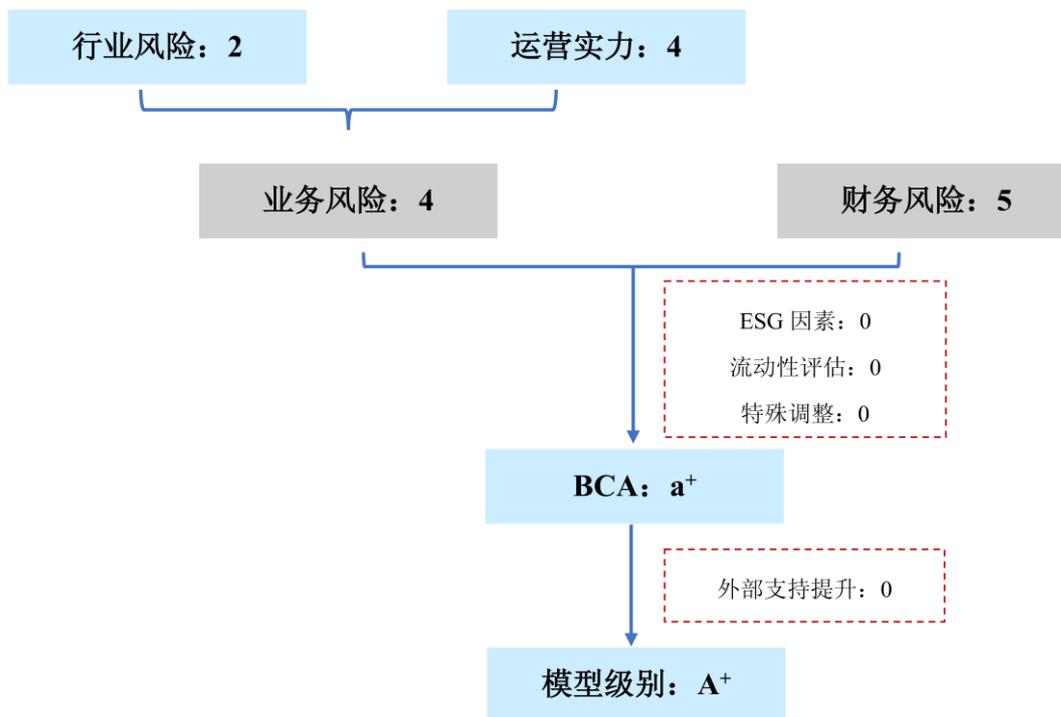
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评 级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额 (亿元)	存续期	特殊条款
雪榕转债	A+	AA-	2023/6/20 至本 报告出具日	5.85/5.84	2020/06/24~2026/06/24	有条件回售条款、到期赎回条款、转股价格向下修正条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

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	AA-/稳定	2023/6/20 至本报告出具日

## ● 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\_2024\_01)



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，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 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；2023 年以来食用菌市场竞争愈发激烈，供需关系失衡令产品价格重心下移，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。

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，2022 年我国食用菌总产量同比增长 2.14% 至 4,222.54 万吨，增幅较上年上升 0.35 个百分点；全年总产值同比增长 11.84% 至 3,887.22 亿元，增幅同比上升 11.55 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、山东省，上述省份产量合计占全国总产量的 50.20%。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（占比 30.68%）、黑木耳（17.74%）、平菇（14.58%）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。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。近年来食用菌市场竞争愈发激烈，受供给端变化以及 2023 年一季度消费市场回暖等因素的影响，食用菌产品价格维持在较高水平，因此行业内尤其是拥有技术优势、规模优势、品牌优势的规模化食用菌工厂化企业在 2023 年内加速扩充产能<sup>1</sup>，提升市场占有率。2023 年下半年以来，受食用菌市场供给量增多叠加消费市场变化等因素的影响，导致食用菌产品短期内供需失衡、销售价格重心下移，但是从长期来看，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，行业集中度将进一步提高，亦符合行业长远发展趋势。

中诚信国际认为，2023 年以来金针菇供大于求令价格持续下降，公司经营面临较大压力，且业务单一和资源控制力较弱令其风险抵御能力偏弱，实际控制人被实施留置措施或将对公司业务经营产生负面影响，但作为我国食用菌领域产能规模最大的企业，跟踪期内雪榕生物产能规模进一步扩大，仍具备较强规模优势和竞争实力，未来公司产能消纳情况、业绩改善措施以及偿债能力变化等对其整体信用水平的影响、实际控制人留置事态发展对公司后续经营管理和未来战略发展的影响需持续观察。

*跟踪期内，公司产权结构无较大变化，董监事及高管层变动较小<sup>2</sup>，战略方向较为明确；实际控制人被实施留置措施，需关注其事态发展对公司后续经营管理和未来战略发展的影响。*

<sup>1</sup> 2023 年，同行业上市公司江苏华绿生物科技股份有限公司（300970.SZ）广西崇左基地“现代农业食用菌工厂化项目（一期）”和河北华绿之珍生物技术有限公司“年产 5.4 万吨鲜品金针菇工厂化生产项目”、福建万辰生物科技集团股份有限公司（300972.SZ）福建漳浦基地“年产 53,000 吨金针菇工厂化生产项目”陆续投产。

<sup>2</sup> 2023 年，徐郡因个人原因辞任的董事职务已由李杰担任；刘浩因六年届满的独立董事职务由李丹蒙担任；黄健生因到龄退休辞任的监事会主席、监事等职务由胡卫红担任。截至 2024 年 5 月末，第五届董事会由 7 名董事组成，非独立董事 3 名，独立董事 4 名。高级管理人员无变化。

跟踪期内，雪榕生物股权结构稳定，截至 2024 年 3 月末，公司控股股东杨勇萍持股比例为 21.57%，均未质押，实际控制人为杨勇萍和张帆夫妇。跟踪期内，公司人事变动涉及董事及监事职位调整，但整体治理架构较好，上述人员变动对公司正常生产经营无重大影响。跟踪期内，公司战略发展未发生重大变化。

2024 年 6 月 11 日，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。公告称，除杨勇萍外的公司其他全部董事、监事、高级管理人员均正常履职，并已对相关事项做了妥善安排，截至上述公告披露日，公司控制权未发生变化，董事会运作正常，公司及子公司生产经营管理情况正常。**中诚信国际关注到**，作为公司实际控制人兼总经理等职务，杨勇萍先生深度参与公司日常经营，其被实施留置措施或将对公司业务经营产生负面影响，中诚信国际将持续关注上述事态发展对公司后续经营管理和未来战略发展的影响。

**2023 年公司新厂区试投产令其食用菌产能持续扩大，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；市场低迷时期，公司可根据产品价格灵活调整或缩减部分菌种产线布局和结构，但较为单一的业务类型令其风险抵御能力仍偏弱；此外，新建基地产能消纳情况、产品结构优化等业绩改善措施后续取得的成效等需持续关注。**

雪榕生物系我国产能规模最大的食用菌工厂化生产企业，目前在国内拥有八大生产基地<sup>3</sup>，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。受益于 2023 年新增的广西贵港和江苏淮安厂区试运营，公司产能规模进一步扩大，其中金针菇和真姬菇产能规模仍位居全国第一，具备较强规模优势和竞争实力。受食用菌市场持续低迷等因素影响，跟踪期内公司根据市场价格情况灵活调整或缩减部分菌种产线布局，优化产品结构，同时采取一系列措施<sup>4</sup>应对市场低迷对公司带来的不利影响。**但中诚信国际关注到**，跟踪期内我国食用菌市场产能供大于求，公司新建基地或将面临产能消纳风险带来的业绩不达预期；同时，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，未来中诚信国际将持续关注公司新建基地产能消纳情况、产品结构优化等业绩改善措施后续取得的成效等。

表 1：公司主要食用菌产品产能情况（万吨/年、万吨、%、元/公斤）

产品	2021	2022	2023	2024.1~3	
金针菇	产能	35.76	38.52	40.11	45.92
	产量	31.10	31.50	36.67	9.61
	产能利用率	86.97	81.79	91.43	83.76
	销售量	31.19	31.53	36.36	9.62
	产销率	100.30	100.09	99.15	100.12
	销售均价	4.60	5.17	4.65	3.93
真姬菇	产能	5.94	6.99	8.82	10.28
	产量	6.07	6.68	8.17	2.02
	产能利用率	102.12	95.51	92.63	78.89
	销售量	6.09	6.68	8.24	2.01
	产销率	100.33	100.01	100.85	99.23
	销售均价	6.09	5.94	6.32	7.19

<sup>3</sup>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。

<sup>4</sup>公司将加强质量管理，提升产品品质，并持续推进降本增效工作；推进多品种布局，优化产品结构，分散产品风险，降低单一品种价格下降对毛利率和利润的不利影响；优化生产工艺及培养基配方，加强与科研单位的互动交流，引进行业优秀人才等一系列措施提高产品质量稳定性。

杏鲍菇	产能	4.14	5.13	4.32	4.32
	产量	3.74	4.75	4.36	1.07
	产能利用率	90.34	92.65	100.81	99.14
	销售量	3.71	4.74	4.39	1.04
	产销率	99.16	99.72	100.88	97.19
	销售均价	4.63	4.32	4.37	3.87
香菇	产能	0.72	0.36	0.36	0.36
	产量	0.41	0.33	0.45	0.03
	产能利用率	56.68	92.87	125.84	38.60
	销售量	0.28	0.34	0.48	0.04
	产销率	99.95	100.63	106.97	103.81
	销售均价	7.12	7.68	10.50	10.77

注：2022 年子公司山东雪榕生物科技有限公司日产 50 吨真姬菇项目（一期）建成投产，新增真姬菇产能 1.8 万吨/年；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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2023 年，公司各类菌种产销率均维持在较好水平，但上下游客户仍较为分散，资源控制力较弱，跟踪期内以金针菇为主的产品价格同比下降，公司盈利空间不足，经营出现较大压力，未来食用菌价格走势对其盈利空间的影响需持续观察。**

受益于产能规模提升，2023 年公司金针菇、真姬菇产量保持增长，香菇受生产工艺尚不成熟影响而维持小批量生产，杏鲍菇受产能缩减影响而产量下降，各类菌种产能利用率和产销率均维持在较好水平。2023 年下半年以来，以金针菇为主的食用菌价格大幅下降，公司根据市场情况和季节性<sup>5</sup>因素减产，主要菌种产销两端均有所减少。公司食用菌产品上下游客户较为分散<sup>6</sup>，经销模式仍为主要销售渠道<sup>7</sup>，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，2023 年以来食用菌产品价格大幅下降且处于低位，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，跟踪期内，公司在建项目主要为广西贵港和江苏淮安基地的项目收尾工作，2024 年 4~12 月计划投资规模为 0.40 亿元的尾款支付，规模不大。

## 财务风险

**中诚信国际认为，市场环境低迷等令公司连续三年亏损，2023 年以来盈利能力持续恶化，所有者权益逐年下降，资金需求上升令总债务规模呈增长态势，资产结构弱化，财务杠杆攀升至很高水平，面临较大短期偿债压力；2024 年一季度经营业绩实现扭亏，但盈利稳定性仍较弱，后续需持续关注盈利恢复及债务接续情况。**

### 盈利能力

受食用菌行业景气度下行令主要菌种销售价格下跌，叠加 2022 年计提大额减值损失等影响，2021~2023 年公司连续三年亏损，盈利能力持续亟待改善。2024 年一季度，受金针菇收入占比下降以及以真姬菇为主的其他菌种毛利率回升影响，公司当期实现扭亏，但盈利水平仍很弱。

<sup>5</sup> 金针菇等菇类在深秋、冬季以及春节前后消费场景较多，消费量较大，因此每年第一季度、第四季度，产品价格及利润相对较高，而第二季度、第三季度由于新鲜蔬菜品类丰富、供应充足，火锅、麻辣烫等消费场景应用少，产品价格相对较低。

<sup>6</sup> 2021~2023 年前五大客户占比分别为 19.75%、18.83%和 7.44%；2021~2023 年前五大供应商占比分别为 14.70%、12.56%和 15.71%，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，2023 年原材料成本占食用菌生产成本的 37.88%。

<sup>7</sup> 2023 年加大销售渠道下沉力度，以商超系统、连锁餐饮系统、生鲜到家平台等渠道的直销收入占比为 37.51%，同比上升 29.78 个百分点。

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<sup>8</sup>水平波动较大，经营稳定性指标仍处于较弱水平。

### 资产质量

近年来，公司项目建设持续推进等令资产规模整体呈上升态势，以非流动资产为主的资产结构保持稳定。外部融资增加等令 2024 年 3 月末货币资金大幅增长，受限比例低。公司负债以总债务为主，随着资金需求加大，近年来总债务规模整体呈增长态势，但长期债务占比较高，债务结构良好。受经营亏损影响，2021~2023 年末所有者权益逐年下降，利润积累令 2024 年 3 月末所有者权益小幅回升，但债务规模的快速增长令财务杠杆整体攀升至很高水平。

### 现金流及偿债情况

跟踪期内，公司投资活动现金仍维持较大净流出规模，经营活动现金净流入较上年变化不大，但无法覆盖净增加的投资支出，故 2023 年以来筹资活动现金净流入规模快速上升，仍主要依赖外部资金。偿债能力方面，由于 2023 年无上年度计提的大额资产减值，故 EBITDA 相关偿债指标有所好转；但由于当年债务规模增速较快，FFO 对债务的覆盖能力有所减弱，且货币资金等价物仅能覆盖部分短期债务，公司面临较大的短期偿债压力。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。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，X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	20.63	23.20	25.65	6.04
其中：金针菇	14.43	16.31	16.89	3.78
真姬菇	3.71	3.97	5.20	1.44
营业毛利率(%)	5.26	10.70	8.38	12.98
其中：金针菇(%)	7.89	12.37	6.15	3.51
真姬菇(%)	6.42	8.48	12.82	39.16
期间费用率(%)	11.92	9.66	12.92	11.83
经营性业务利润	-1.41	0.20	-1.26	0.04
资产减值损失	1.79	4.00 <sup>9</sup>	0.59	-
利润总额	-3.36	-3.81	-1.92	0.11
净利润	-3.32	-3.94	-1.92	0.11
总资产收益率	-5.54	-6.69	-2.35	--
货币资金	3.41	3.64	2.53	6.48
存货	3.84	4.43	4.43	4.79
固定资产	27.73	24.99	30.82	32.27
在建工程	1.52	0.68	3.60	2.25
无形资产	3.28	2.22	3.07	3.04
<b>总资产</b>	<b>43.40</b>	<b>40.72</b>	<b>46.02</b>	<b>50.45</b>
<b>总负债</b>	<b>26.86</b>	<b>24.46</b>	<b>31.70</b>	<b>35.94</b>
短期债务	10.27	7.71	12.67	11.44
<b>总债务</b>	<b>20.56</b>	<b>18.76</b>	<b>22.73</b>	<b>28.60</b>

<sup>8</sup> 2019~2023 年营业利润率分别为 10.46%、9.85%、-15.84%、-16.17%和-7.42%，营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入\*100%。

<sup>9</sup> 主要系对固定资产、存货、无形资产等计提的减值损失。

股本	4.42	5.03 <sup>10</sup>	4.99 <sup>11</sup>	4.99
资本公积	4.72	7.54	7.42	7.42
未分配利润	6.32	3.42	1.53	1.58
<b>所有者权益合计</b>	<b>16.55</b>	<b>16.26</b>	<b>14.32</b>	<b>14.51</b>
资产负债率(%)	61.88	60.07	68.88	71.24
总资本化比率(%)	55.41	53.57	61.34	66.35
经营活动净现金流	2.47	3.67	3.58	0.80
投资活动净现金流	-5.97	-4.23	-7.55	-2.11
筹资活动净现金流	-0.68	0.67	2.05	6.22
EBITDA 利息保障倍数	0.92	0.72	2.56	--
FFO/总债务	0.11	0.20	0.10	--
总债务/EBITDA	24.54	27.16	9.78	--
货币等价物/短期债务	0.33	0.81	0.12	0.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 8.51 亿元，约占同期末总资产比重的 16.87%，受限比例尚可，其中货币资金 0.21 万元，固定资产 6.06 亿元，无形资产 2.29 亿元，长期应收款 0.16 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，2021~2024 年 3 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<sup>12</sup>

### 假设

- 2024 年，雪榕生物产能陆续释放及优化产品结构带动收入增长，降本取得一定成效。
- 2024 年，雪榕生物在建项目投资规模较为平稳，但仍有资金需求。
- 2024 年，雪榕生物无重大权益性支出和其他融资工具发行计划，当年无分红。

<sup>10</sup> 1、公司于 2022 年 3 月 4 日向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额 3.98 亿元（主要用于“安徽雪榕食用菌产业园项目-安徽雪榕杏鲍菇工厂化项目”和偿还银行贷款及补充流动资金；2023 年 4 月 26 日，公司发布《关于变更向特定对象发行股票募集资金投资项目的公告》称，其计划将用于“安徽雪榕食用菌产业园项目-安徽雪榕杏鲍菇工厂化项目”建设的全部募集资金 2.68 亿元及其对应利息及资金管理收益用于“年产 12 万吨食用菌现代农业产业园项目”建设），扣除发行有关费用（不含税）0.11 亿元后，实际募集资金净额为 3.87 亿元，其中增加股本 0.66 亿元，增加资本公积 3.22 亿元；2、公司于 2022 年 4 月 26 日召开第四届董事会第三十三次会议和第四届监事会第十六次会议，鉴于“2020 年限制性股票激励计划”中 17 名激励对象已离职不再具备激励资格、150 名激励对象因“2020 年限制性股票激励计划”首次授予部分、暂缓授予部分第二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 167 名激励对象所持已获授但尚未解锁的 455.6 万股限制性股票予以回购注销。上述已授予尚未解锁的限制性股票的回购注销手续已于 2022 年完成，减少股本 0.05 亿元，减少资本公积人民币 0.14 亿元，减少库存股人民币 0.18 亿元。

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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或其他事项和假设因素，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。

## 预测

表 3: 预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	53.57	61.34	61.50~64.50
总债务/EBITDA(X)	27.16	9.78	4.90~6.50

资料来源：中诚信国际

## 调整项

**ESG<sup>13</sup>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。因为公司实际控制人被实施留置程序，但考虑到目前上述事项尚未定论，中诚信国际将持续关注上述事态发展对公司后续经营管理和未来战略发展的影响。**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，在食用菌价格低迷的背景下，公司资金需求急剧攀升，短期债务持续增长，债务规模处于高位，流动性对外部融资较为依赖，若外部融资环境恶化，公司流动性压力或将显现，中诚信国际将对公司资金周转、债务增长、短期偿债能力以及流动性风险保持关注。

## 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）”<sup>14</sup>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，截至 2024 年 3 月末，已累计转股 9,994 张，占比 0.17%。

“雪榕转债”设置有条件回售、赎回及转股价格向下修正条款，跟踪期内尚未进入回售和到期赎回程序。2024 年 3 月，鉴于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%，已触发公司《募集说明书》中规定的转股价格向下修正条件，故经董事会决议通过将下修后的“雪榕转债”转股价格调整为 4.20 元/股，修正后的转股价格自 2024 年 3 月 29 日起生效。目前公司股价低于 4 元/股，距离转股价仍存在一定距离，若未能转股，后续年份可转债利息逐年增加，或将进一步加大公司的营运压力；不过目前距离到期赎回亦时间较长，行业内主流企业亦在调整或减产，未来食用菌价格有望回升至区间中枢，公司仍有望通过自身经营实力及投资价值的提升完成“雪榕转债”转股或赎回，中诚信国际将持续关注公司股价变动及转股价格调整后安排对“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。跟踪期内，公司

<sup>13</sup> 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。

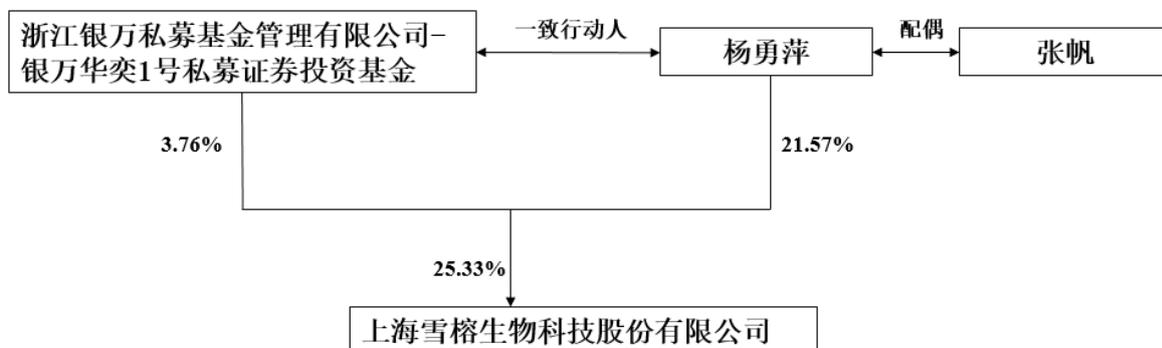
<sup>14</sup> 上述项目分别于 2021 年 11 月和 2021 年 7 月结束试生产并正式投产。

保持稳定且良好的获现能力，融资渠道畅通，但业绩亏损及偿债能力下滑仍使得公司及“雪榕转债”信用质量有所下降。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际将上海雪榕生物科技股份有限公司的主体信用等级由 **AA-**调降至 **A+**，评级展望为负面；将“雪榕转债”的信用等级由 **AA-**调降至 **A+**。

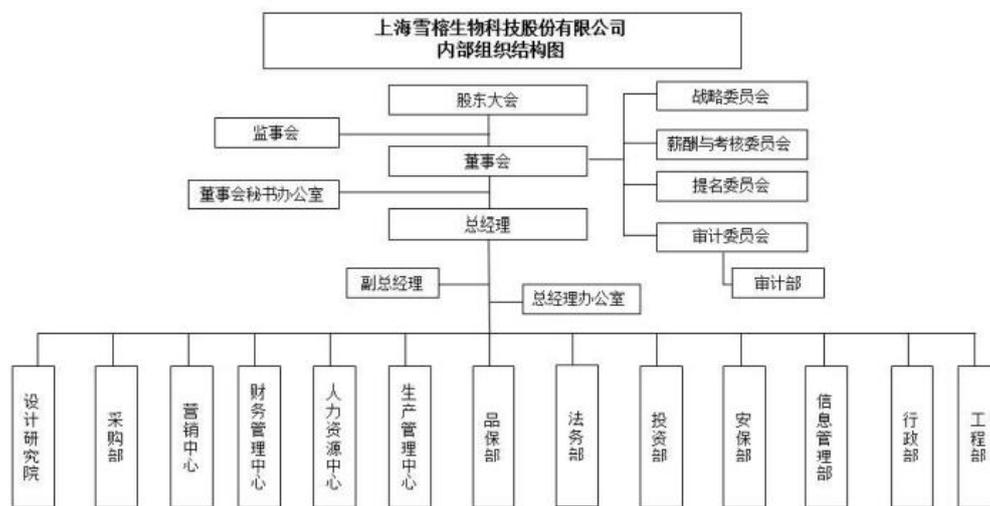
## 附一：上海雪榕生物科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



截至 2023 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	10.49	6.34	5.45	-0.28
山东雪榕之花食用菌有限公司	1.10	100.00	3.07	2.26	1.57	0.41
长春高榕生物科技有限公司	0.50	100.00	2.93	0.90	2.38	0.06
广东雪榕生物科技有限公司	0.70	100.00	5.46	2.14	3.94	0.06
威宁雪榕生物科技有限公司	1.80	100.00	6.26	1.29	4.29	-0.05
成都雪国高榕生物科技有限公司	0.80	100.00	1.70	1.15	0.83	0.02

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	34,076.88	36,382.31	25,266.62	64,787.72
应收账款	2,885.65	2,902.06	3,348.04	3,114.19
其他应收款	1,888.58	5,012.69	627.93	851.43
存货	38,408.46	44,327.51	44,286.34	47,914.32
长期投资	3,261.07	2,145.67	1,624.09	1,624.09
固定资产	277,308.01	249,928.87	308,227.34	322,733.18
在建工程	15,174.09	6,828.42	36,030.51	22,479.94
无形资产	32,838.26	22,171.89	30,689.71	30,402.41
资产总计	434,012.89	407,203.21	460,216.68	504,458.75
其他应付款	29,886.11	24,039.61	45,876.17	34,206.21
短期债务	102,678.48	77,108.98	126,698.35	114,353.00
长期债务	102,906.45	110,460.58	100,561.45	171,645.35
总债务	205,584.93	187,569.56	227,259.79	285,998.35
净债务	171,708.04	152,087.43	211,463.67	221,210.84
负债合计	268,558.21	244,619.87	316,978.27	359,383.40
所有者权益合计	165,454.69	162,583.34	143,238.40	145,075.35
利息支出	9,127.14	9,532.41	9,064.55	--
营业总收入	206,282.88	232,043.20	256,514.42	60,398.55
经营性业务利润	-14,128.99	1,979.78	-12,577.65	438.28
投资收益	100.77	887.23	110.60	0.00
净利润	-33,163.85	-39,411.55	-19,233.42	1,070.28
EBIT	-24,046.02	-28,125.71	-10,211.48	--
EBITDA	8,377.04	6,905.23	23,239.55	--
经营活动产生的现金流量净额	24,674.85	36,713.33	35,783.60	7,962.04
投资活动产生的现金流量净额	-59,738.49	-42,320.59	-75,523.67	-21,123.93
筹资活动产生的现金流量净额	-6,849.76	6,709.94	20,465.11	62,203.12
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	5.26	10.70	8.38	12.98
期间费用率(%)	11.92	9.66	12.92	11.83
EBIT 利润率(%)	-11.66	-12.12	-3.98	--
总资产收益率(%)	-5.54	-6.69	-2.35	--
流动比率(X)	0.54	0.92	0.36	0.66
速动比率(X)	0.31	0.58	0.15	0.39
存货周转率(X)	5.09	5.01	5.30	4.56*
应收账款周转率(X)	71.49	80.18	82.08	74.77*
资产负债率(%)	61.88	60.07	68.88	71.24
总资本化比率(%)	55.41	53.57	61.34	66.35
短期债务/总债务(%)	49.94	41.11	55.75	39.98
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.10	0.16	0.13	0.11*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.19	0.40	0.23	0.28*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.70	3.85	3.95	--
总债务/EBITDA(X)	24.54	27.16	9.78	--
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.09	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.92	0.72	2.56	--
EBIT 利息保障倍数(X)	-2.63	-2.95	-1.13	--
FFO/总债务(X)	0.11	0.20	0.10	--

注：1、2024 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