



CREDIT RATING REPORT

报告名称

天水众兴菌业科技股份有限公司 主体与相关债项2022年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
评级结论



信用等级公告

DGZX-R【2022】00278

大公国际资信评估有限公司通过对天水众兴菌业科技股份有限公司及“众兴转债”的信用状况进行跟踪评级，确定天水众兴菌业科技股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定，“众兴转债”的信用等级维持 AA-。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任

席宁

二〇二二年五月十八日



评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AA-	评级展望	稳定		
上次评级结果	AA-	评级展望	稳定		
债项信用					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
众兴转债	9.20	6	AA-	AA-	2021.05

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	67.43	65.51	55.82	50.13
所有者权益	32.69	32.51	27.32	26.02
总有息债务	29.92	27.86	24.47	20.13
营业收入	4.88	15.56	14.83	11.56
净利润	0.14	0.54	1.89	0.69
经营性净现金流	1.28	-4.14	3.89	3.59
毛利率	26.74	18.51	27.60	23.91
总资产报酬率	0.58	2.06	4.93	2.87
资产负债率	51.52	50.37	51.05	48.09
债务资本比率	47.79	46.15	47.24	43.62
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.58	3.13	4.42	3.84
经营性净现金流/总负债	3.79	-13.45	14.80	18.48

注: 公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表, 中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2021 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2020 年资产负债表数据采用 2021 年审计报告调整后期初数。公司 2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 王思明

评级小组成员: 刘银玲

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

天水众兴菌业科技股份有限公司(以下简称“众兴菌业”或“公司”)主要从事金针菇和双孢菇种植业务。跟踪期内,公司在食用菌生产领域仍具有较强的规模优势,双孢菇产能同比扩大,食用菌种植继续享有免税优惠政策;但生产所需大多数原材料采购价格持续上涨,利润水平同比大幅减少,在建工程仍较多且未来存在一定中短期偿债压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 2021 年,受益于江苏众友基地及五河众兴基地二期陆续投产,公司双孢菇产能同比大幅增加,金针菇及双孢菇产能均居行业前列,公司在食用菌生产领域仍具有较强的规模优势;
- 公司食用菌种植符合国家免税条例,继续享有免缴增值税及企业所得税优惠政策。

主要风险/挑战:

- 2021 年以来,受大宗物资价格上涨影响,生产食用菌所用的大多数原材料平均采购价格持续上涨,对成本控制造成较大压力;
- 2021 年,受食用菌销售均价下跌、原材料价格上涨等因素影响,公司毛利率同比大幅下滑,利润水平同比大幅减少,此外,2022 年 1~3 月,受理财产品浮亏影响,公司利润水平同比大幅减少;
- 公司在建工程仍较多,房地产开发项目尚需资金投入,未来存在一定资金支出压力;
- 截至 2022 年 3 月末,公司有息债务集中在未来 1~2 年内到期,存在一定的中短期偿债压力。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《农产品企业信用评级方法》，版本号为 PF-NCP-2021-V.3，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：财富创造能力（61%）	3.35
（一）产品与服务竞争力	2.51
（二）盈利能力	5.51
要素二：偿债来源与负债平衡（39%）	5.43
（一）债务状况	6.47
（二）偿债来源对债务的保障程度	4.85
调整项	无
模型结果	AA-

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	众兴转债	AA-	2021/05/21	王思明、刘银玲	农产品企业信用评级方法（V.2.1）	点击阅读全文
AA-/稳定	众兴转债	AA-	2017/06/07	张建国、于清如、于丽娜	大公信用评级方法总论	点击阅读全文





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、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，有效期至被





跟踪债券到期日，在有效期限内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、未经大公书面同意，本次评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。





跟踪评级说明

根据大公承做的众兴菌业存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合其外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况 (单位: 亿元)¹

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
众兴转债	9.20	4.088	2017.12.13 ~ 2023.12.13	投资于“年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目(安阳众兴)”、“年产 32,400 吨金针菇生产线建设项目(吉林众兴)”和“年产 32,400 吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目(武威众兴)”项目建设。	截至 2022 年 3 月末,“年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目”已投产运行,投入募集资金 3.21 亿元;“年产 32,400 吨金针菇生产线建设项目”正在进行土建和厂房工程的施工,已投入募集资金 0.28 亿元;“年产 32,400 吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目”已投产运行,投入募集资金 2.05 亿元。

数据来源:根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月末,“众兴转债”剩余张数为 4,088,180 张(金额 408,818,000 元)。2022 年 4 月 19 日,公司发布《关于“众兴转债”回售的公告》称,公司股东大会及“众兴转债”债券持有人会议均审议通过了《关于部分募集资金投资项目结项并将节余募集资金永久性补充流动资金的议案》²,以上议案触发“众兴转债”附加回售条款生效;此次“众兴转债”回售价格为债券票面金额加当期应计利息,债券持有人有权选择是否进行回售。2022 年 5 月 6 日,公司发布《关于“众兴转债”回售结果的公告》称,“众兴转债”本次回售申报数量为 15 张,

¹ 根据众兴菌业 2022 年 3 月发布的《关于部分募集资金投资项目结项并将节余募集资金永久性补充流动资金的公告》,吉林众兴“年产 32,400 吨金针菇生产线建设项目”正在建设中,因地处东北地区每年有效的工程施工时间相对较短,加之疫情的反复,对整体建设进度影响较大;2021 年食用菌行业比较低迷,未来将持续关注行业动态,及时对项目可行性进行分析论证。

² 根据该议案,“年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目”及“年产 32,400 吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目”已建成投产,拟将上述募投项目结项后的节余募集资金 16,791.16 万元(含利息及尚未支付的 504.70 万元工程尾款/质保金)永久性补充流动资金。



回售金额为 1,509.84 元（含息税）。

主体概况

众兴菌业前身为天水众兴菌业有限责任公司，由陶军和田德于 2005 年共同出资 101 万元成立，田德系陶军姑丈。2015 年 6 月，公司于深圳证券交易所上市，股票代码为 002772.SZ，股票简称为“众兴菌业”。首次公开发行完成后，公司注册资本增至 1.49 亿元，陶军持有 35.65% 股权，田德持有 10.68% 股权，陶军为公司控股股东。后经股权激励、非公开发行股票、公积金转增资本及债转股等事项，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及股本均为 4.07 亿元，陶军及田德分别持有公司 27.03% 和 7.64% 股权，两人为一致行动人，陶军为控股股东及实际控制人；股东陶军及田德持有股份中合计 6,015 万股处于质押状态，占两人总持股份额的 42.58%。

截至 2022 年 3 月末，公司共有 15 个子子公司纳入合并报表范围；重要合营企业 2 个，其中 Mushroom Park GmbH³（以下简称“MPG”）位于德国，主要从事杏鲍菇的产销，2021 年全年实现营业收入 0.43 亿元，同比增长 1.87 倍，由于疫情影响，产能利用率不高，净利润亏损 473.02 万元，亏损额度同比减少，期末总资产 1.82 亿元，总负债 2.22 亿元，资不抵债。

2021 年 6 月 20 日，公司发布《关于签署股权收购合作意向书的提示性公告》称，拟以现金方式收购贵州茅台镇圣窖酒业股份有限公司（以下简称“圣窖酒业”）100% 的股权，同日与圣窖酒业签署了《股权收购合作意向书》。同年 10 月，公司发布《关于终止股权收购合作意向书的公告》称，因市场宏观环境发生变化等原因，2021 年 8 月 25 日公司决定终止本次收购，经协商，双方就终止相关事项达成一致。针对以上事项，2022 年 4 月 1 日，深圳证券交易所向公司下达了《关于对天水众兴菌业科技股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，认定公司未及时披露终止上述收购的决定，违反了相关规定，对公司及相关责任人给予通报批评处分。4 月 2 日，中国证券监督管理委员会甘肃监管局（以下简称“甘肃监管局”）向公司下达《关于对天水众兴菌业科技股份有限公司采取出具警示函监督管理措施的决定》，认定公司未及时披露上述收购意向的终止公告，违反了相关规定，对公司采取出具警示函的监督管理措施。此外，甘肃监管局对相关责任人也采取出具警示函的监督管理措施。

2021 年 4 月，公司发布公告称，控股孙公司天水昱晟置业有限责任公司（以

³ 根据公司提供资料，公司采用股权+债权方式对 MPG 进行投资，其中股权投资 98 万欧元，债权投资 1,372 万欧元，两者合计不超过 1,470 万欧元（约合人民币 11,275 万元），持有其 49% 的股权，债权出资部分年息 3.0%，还款期间为 2023 年 1 月起至 2034 年 12 月。截至 2021 年末，公司实际投入资金 1.13 亿元，同期末债权投资账面价值 0.82 亿元，同比减少 1,008.24 万元，其中外币折算影响减少 776.46 万元，按持股比例计算的超额亏损冲减债权投资 231.78 万元；长期股权投资因亏损已冲减至 0。



下简称“昱晟置业”)中标天水市城市更新融资承接主体招标项目,预计该项目涉及征迁补偿资金约 10 亿元;昱晟置业先期拨付项目所需资金给天水市土地收购储备中心用于征迁安置,征迁安置工作完成后,面向社会公开挂牌出让,若昱晟置业竞得该片区土地使用权,其缴纳的资金冲抵该项目竞买保证金及土地出让金,反之,昱晟置业按照协议约定获取融资利息及投资收益。同年 7 月,昱晟置业竞拍取得编号为 2021-47 及 2021-48 号国有建设用地使用权并签订了《成交确认书》,并与天水市自然资源局签署了《国有建设用地使用权出让合同》。目前,昱晟置业已经取得以上两个地块的不动产权证书,用途为城镇住宅用地/批发零售用地,合计面积 15.46 万平方米,使用期限为 2021 年 07 月 26 日至 2091 年 07 月 25 日。根据公司提供资料,以上两块土地成交价合计为 8.12 亿元,截至 2022 年 3 月末已经支付土地款 7.00 亿元;该项目尚无开发计划。

2021 年 12 月,公司发布《关于全资孙公司拟参与竞拍国有土地使用权的公告》称,子公司天水众顺实业有限公司(以下简称“众顺实业”)全资子公司天水顺渭置业有限公司(以下简称“顺渭置业”)拟使用约 2.1 亿元自有(自筹)资金参与竞拍天水市国有建设用地 2021-89 号及 2021-90 号地块的使用权,土地位于麦积区中滩镇张白村片区,用途为居住用地(兼容配套商业设施),面积约 251.66 亩;以上地块距离公司生产基地较近,若竞拍成功,将有利于改善职工住房问题,同时基于对中滩镇未来发展的判断,该事项对增加公司利润有一定积极作用。同月,公司发布《关于终止全资孙公司拟参与竞拍国有土地使用权的公告》称,决定终止顺渭置业参与竞拍天水市国有建设用地使用权事项,理由是该地块隶属天水市三阳川新区,未来前景虽然广阔,但新区正在规划中,预计所需时间较长,为降低投资事项的不确定性风险,决定终止参与竞拍事项。

公司按照《公司法》、《证券法》及《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》等相关法律法规的要求,建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理人员组成的治理架构。股东大会是公司的权力机构,决定公司经营方针及投资计划等;董事会向股东大会负责,由 9 名董事组成,设董事长 1 人,可设副董事长 1 人,董事每届任期 3 年,任期届满,可连选连任,董事会设立审计委员会,并根据需要设立战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等相关专门委员会;监事会由 3 名监事组成,设监事会主席 1 名,监事每届任期 3 年,连选可以连任。公司设总经理 1 名,副总经理若干名,由董事会聘任或者解聘。同时,公司设立了采购部、生产部、销售部、质量管理部、技术研发部、人力资源部、项目部、市场营销部、综合部、财务部、证券与投资部和审计部等职能部门,并制定了相关的内控制度,可对公司生产经营和财务管理形成有效保障。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的企业信用信息报告(自主查





询版)，截至 2022 年 4 月 15 日，公司本部未发生关注类或不良类信贷事件。截至本报告出具日，公司在公开市场中发行的债务融资工具已按时付息，尚未到还本日。

偿债环境

2022 年我国经济稳增长压力增大，但经济韧性较强，发展质量有望进一步提升；我国目前是全球最大的食用菌生产与消费国，同时食用菌工厂化率较低，工厂化生产模式在未来仍有一定的发展空间；雪榕生物、众兴菌业产能仍处于行业领先地位；2021 年以来大宗物料价格整体上涨，企业成本控制压力加大。

（一）宏观环境

2021 年我国经济持续恢复，增长结构进一步优化。2022 年我国经济稳增长压力增大，经济增速或将有所放缓，但我国经济韧性较强，政策联动、前置发力将巩固经济修复成果，经济发展质量有望进一步提升。

2021 年我国统筹推进疫情防控和经济社会发展，国民经济持续恢复国内生产总值（GDP）达到 1,143,680 亿元，按不变价格计算，同比增长 8.1%，两年平均增速 5.1%。三次产业保持恢复态势，稳中向好，产业结构得到进一步优化；社会消费品零售总额、固定资产投资、货物进出口同比分别增长 12.5%、4.9% 和 21.4%，消费支出、资本支出和货物及服务贸易进出口分别对经济拉动 5.3、1.1 和 1.7 个百分点，内需对经济增长的贡献率达 79.1%，同比提升了 4.4 个百分点，经济增长结构得到持续改善。宏观政策方面，2021 年我国宏观经济政策保持稳定性、连续性。财政政策坚持“提质增效、更可持续”，有力支持疫情防控和经济社会发展，全年新增减税降费 1.1 万亿元，继续减轻实体经济税收负担，加大对实体经济支持力度；债券发行规模同比有所扩大，平均发行利率略有下降，债券发行节奏呈现“前慢后快”的态势，在下半年经济下行压力增大时，带动扩大了有效投资。货币政策保持“稳”字当头，突出“稳增长”服务实体经济的总体理念，加强跨周期设计，自 7 月以后先后全面降准两次，释放长期资金 2.2 万亿元、新增 3,000 亿元支小再贷款额度、推出 2,000 亿元碳减排支持工具，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，1 年期 LPR0.05 个百分点，一系列密集调控措施出台充分保证了银行体系的流动性合理充裕。

2021 年在基数效应和新的“三重压力”叠加影响下，我国经济增速出现逐季放缓的态势。2022 年，我国面临的内外部环境依然复杂，疫情局部扰动对消费需求形成抑制，部分投资领域尚在探底，稳增长压力有所加大，经济增速或将有所放缓。面临新的宏观经济形势，宏观政策将协调联动，前置发力，加强跨周期和逆周期调控的有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。基建将发挥“稳增长”功能，教育、社会保障与就业、医疗卫生等民生相关支出有望继



续保持较高增速，财政政策与货币政策协调联动，将加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度，维护好人民群众的切身利益，扎实推进共同富裕。预计在政策统筹协调，前置发力之下，经济修复成果将得到巩固，经济增长结构将持续优化，经济发展质量有望进一步提升。

（二）行业环境

经济的发展及居民生活水平的提高为食用菌行业发展提供了良好基础，我国目前是全球最大的食用菌生产与消费国；我国食用菌工厂化率较低，工厂化生产模式在未来仍有一定的发展空间。

随着经济的发展及居民生活水平的提高，人们消费理念也逐步发生变化，越来越注重饮食的健康、安全、环保，为食用菌行业发展提供了良好基础。由于食用菌富含多种氨基酸、蛋白质、维生素以及微量元素且脂肪含量较低，可起到保健、维护人体健康的重要作用，因此得到市场广泛认可。我国拥有丰富的食用菌资源，常见种类有香菇、平菇、金针菇、杏鲍菇等，其中金针菇可起到抵抗疲劳、抗菌消炎、提高免疫力、抗肿瘤等多种作用且精氨酸、赖氨酸含量高于其它食用菌，能促进儿童身体健康和智力发育，又被称为“增智菇”。我国目前是全球最大的食用菌生产与消费国，2020 年我国食用菌产量已突破 4,000 万吨，是继蔬菜、粮食、水果、糖料之后的第五大农业种植业。从数据看，近年来我国食用菌产量持续增长但增幅偏缓，2014~2020 年我国食用菌产量复合增长率为 3.68%。

食用菌生产主要分为传统栽培及工厂化两种模式。工厂化生产以工业理念发展现代农业，是集生物工程技术、人工模拟生态环境、智能化控制、自动化作业于一体的新型生产方式，在可控条件下对食用菌进行精准化、智能化管理，实现立体化、规模化及标准化生产。工厂化生产可以为食用菌生长提供稳定环境，抵抗旱涝灾害，同时具有规模效应，能够有效分摊固定成本和费用，提高企业生产效率和盈利能力。从全球发达国家和地区的经验来看，日本、韩国及欧美等发达国家的食用菌生产大都采用工厂化种植技术，其工厂化率达到 90%以上。我国食用菌工厂化发展历史较短，整体水平不一，工厂化比例显著低于发达到国家。根据相关研究数据，2020 年我国食用菌工厂化产量占全国总产量比重在 9.7%左右。从食用菌品种看，目前工厂化条件比较成熟的产品主要有金针菇、杏鲍菇、真姬菇、双孢菇等。金针菇作为我国工厂化水平最高的食用菌品种，技术较为成熟，工厂化率远高于食用菌行业平均水平，估计在 48%左右；双孢菇的工厂化率偏低，估计不到 10%。



2021 年，食用菌工厂化生产企业竞争格局有所变化，新增两家上市公司，雪榕生物、众兴菌业产能仍处于行业领先地位；受竞争加剧及市场需求波动影响，2021 年以来金针菇价格整体波动较大且向下波动频繁，同时大宗物料价格整体上涨，加大了行业企业成本控制压力。

受高利润率的驱动以及国家惠农政策的影响，2010 年以来大量资金进入食用菌工厂化培植领域，造成各厂家加速扩张产能，随后供大于求、价格下调等问题出现，食用菌工厂化培植行业进入整合调整阶段；部分小型企业受技术瓶颈、竞争格局、市场价格、流通渠道等因素影响，逐步被淘汰。2019 年，全国食用菌工厂化生产企业约为 400 家，较 2018 年减少近 100 家。从产能集中度看，根据《2019 年中国食用菌工厂化研究报告》，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；截至 2019 年末全国工厂化种植真姬菇的日产能接近 920 吨，市场占有率主要集中在少数大型工厂化企业，前 10 家企业产能占全行业生产产能的 76%左右；香菇以农户种植为主，是国内产量最大的食用菌品种⁴。

2021 年，我国食用菌工厂化生产企业竞争格局有所变化，新增两家上市公司，即福建万辰生物科技股份有限公司（以下简称“万辰生物”）和江苏华绿生物科技股份有限公司（以下简称“华绿生物”），目前全国共 4 家食用菌上市公司。从产能规模看，2021 年末，众兴菌业食用菌日产能 1,105 吨（其中金针菇 745 吨、双孢菇 360 吨），金针菇及双孢菇产能均处于行业前列；上海雪榕生物科技股份有限公司（以下简称“雪榕生物”）日产能 1,345 吨（其中金针菇 1,050 吨、真姬菇 160 吨）；万辰生物日产能 259 吨（其中金针菇 231 吨、真姬菇 28 吨）。根据华绿生物披露的《首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，截至 2020 年 6 月末华绿生物食用菌日产能 330.02 吨，主要产品为金针菇和真姬菇；根据华绿生物年报，2020 年新增 2,500 吨/年鲜品舞茸产能，2021 年新增 18,800 吨/年真姬菇产能。

⁴ 本段使用 2019 年相关数据，2020 年及 2021 年最新数据尚未公布。

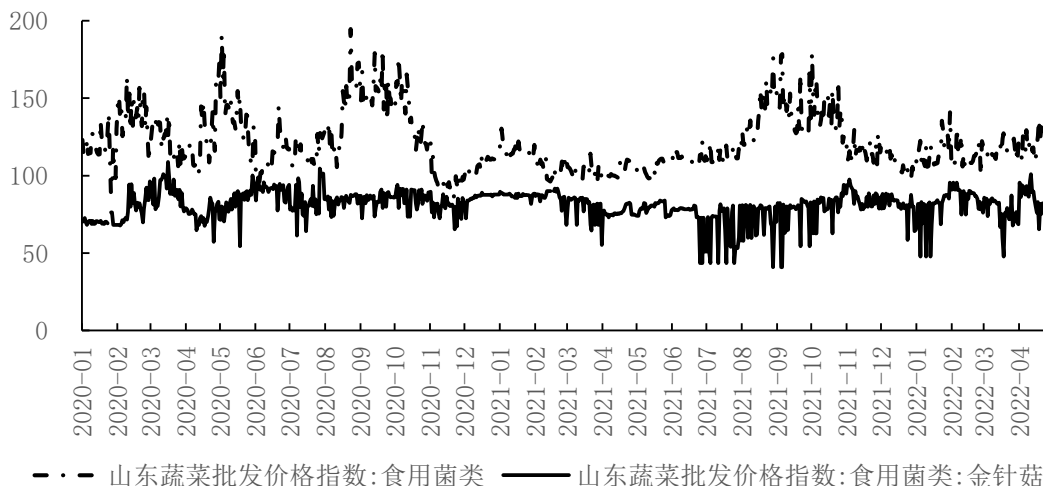


图 1 2020 年以来食用菌及金针菇价格指数变动趋势（单位：点）

数据来源：Wind

销售价格方面，随着产能产量增长，我国食用菌行业市场竞争加剧，相关产品销售价格随市场供需格局以及淡旺季因素而波动，以金针菇为例，2021 年以来价格中枢偏低低于 2020 年水平，批发价格指数整体波动较大且向下波动频繁，在此期间最高价格指数达到 100.82 点，最低价格指数达到 40.87 点。

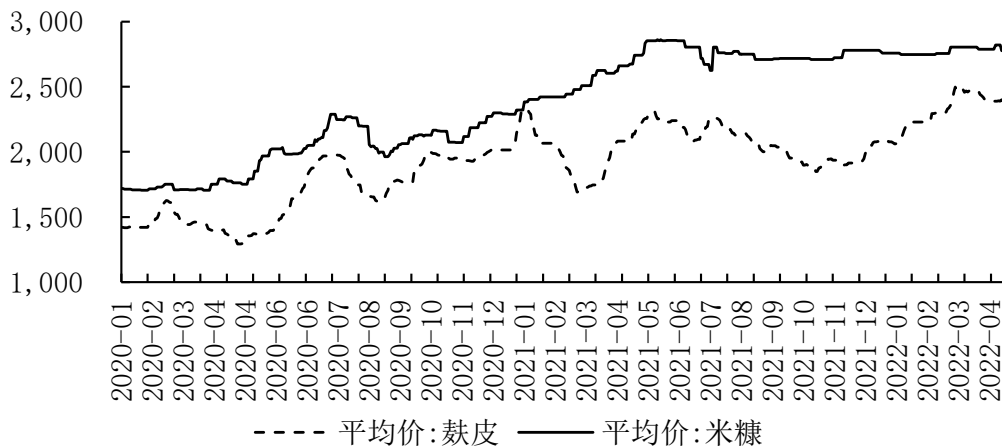


图 2 2020 年以来麸皮和米糠平均价格（单位：元/吨）

数据来源：Wind

在生产端，大宗物料价格整体上涨，加大了行业企业成本控制压力，对利润空间形成挤压。从主要原材料麸皮和米糠的现货平均价看，2020 年整体价格呈现较明显上涨趋势，2021 年二季度以来米糠价格变动趋于平缓，维持偏高水平；2021 年下半年以来麸皮平均价格呈现“U”型走势。



财富创造能力

2021 年，受益于双孢菇产销规模扩大，公司营业收入同比保持增长，但由于食用菌销售均价下跌、原材料价格上涨及双孢菇新增产能利用率偏低等原因，公司整体毛利润及毛利率同比大幅下滑；2022 年 1~3 月，公司营业收入同比增长，毛利率同比提升。

2021 年，公司仍主要从事金针菇和双孢菇种植业务，其中双孢菇收入占比明显提升，毛利润占比已超过金针菇。2020 年，公司试种鹿茸菇并产生少量收入，由于市场销售未达到预期，产品已于 2021 年初停产。

2021 年，公司营业收入同比略有增长，其中金针菇收入同比出现下滑，主要是市场低迷，销售量价齐跌所致；受益于产能扩大，双孢菇收入同比大幅增长。同期，公司整体毛利润及毛利率同比大幅下滑，分产品看，金针菇毛利润同比下降 52.54%，毛利率同比下滑 12.85 个百分点，主要是销售均价下跌及原材料成本上涨所致；受益于产销扩大，双孢菇毛利润同比增长 15.53%，但由于新增产能利用率偏低、销售均价下跌及原材料价格上涨等因素影响，双孢菇毛利率同比明显下滑。

表 2 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.88	100.00	15.56	100.00	14.83	100.00	11.56	100.00
金针菇	2.64	53.98	8.95	57.51	9.99	67.37	9.07	78.50
双孢菇	2.25	46.02	6.61	42.45	4.83	32.57	2.49	21.50
鹿茸菇	-	-	0.01	0.04	0.01	0.06	-	-
毛利润	1.31	100.00	2.88	100.00	4.09	100.00	2.76	100.00
金针菇	0.68	51.86	1.30	45.00	2.73	66.68	2.16	77.90
双孢菇	0.63	48.14	1.58	54.81	1.37	33.40	0.60	22.10
鹿茸菇	-	-	0.01	0.19	0.00	-0.09	-	-
毛利率	26.74		18.51		27.60		23.91	
金针菇	25.69		14.48		27.33		23.84	
双孢菇	27.97		23.89		28.28		24.15	
鹿茸菇	-		94.08 ⁵		-39.20		-	

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 23.35%，其中金针菇收入同比有所增长，主要是销售均价同比上涨所致；双孢菇收入同比大幅增长 51.86%，主要是产销扩大及销售均价同比上涨所致。同期，公司毛利润同比增长 50.09%，主要是双孢菇毛利润同比增长较多所致；受益于食用菌销售均价提升，公司毛利率

⁵ 由于鹿茸菇销售表现不佳，公司于 2020 年对该产品计提了跌价损失，使销售结转成本较低、毛利率很高。



同比提高 4.77 个百分点，金针菇和双孢菇毛利率同比均有提高。

2021 年，受益于江苏众友基地及五河众兴基地二期陆续投产，公司双孢菇产能同比大幅增加，金针菇及双孢菇产能均居行业前列，在食用菌生产领域仍具有较强的规模优势；在建生产基地较多，但市场行情低迷，未来新增产能释放及盈利情况存在一定不确定性。

公司在食用菌生产领域仍具有较强的规模优势。截至 2022 年 3 月末，公司食用菌日产能达到 1,105 吨，同比增加 120 吨，其中金针菇仍是主要产品，产能规模 745 吨，同比无变化；受益于江苏众友基地及五河众兴基地二期陆续投产，双孢菇日产能提高至 360 吨，同比增加 120 吨。根据同行业企业数据对比，目前公司金针菇及双孢菇产能均处于行业前列。区域布局方面，公司已建成及在建生产基地分布广泛，涉及河南、山东、陕西、甘肃、四川等多省，具有一定区域优势。此外，公司目前在建的食用菌项目 6 个，涉及食用菌产能 279 吨/日，其中金针菇产能 210 吨/日，双孢菇产能 60 吨/日，珍稀食用菌产能 9 吨/日，根据公司提供最新资料，以上项目均在 2022~2023 年建成。目前食用菌市场行情低迷，未来产能是否可以继续扩大存在一定不确定性，建成投产后产能释放及盈利情况也存在一定不确定性。

表 3 截至 2022 年 3 月末公司主要生产基地情况（单位：吨/日）⁶

生产基地	产能	投产时间	省份	产品品种
新乡星河基地	200	2017 年 8 月~2019 年 7 月分期投产	河南	金针菇
山东众兴基地	135	2014~2017 年分三期投产	山东	
武威众兴基地	110	2018 年 8 月~2019 年 8 月分两期投产	甘肃	
陕西高科基地	105	2012~2014 年分两期投产	陕西	
甘肃天水基地	100	2008~2018 年分四期投产	甘肃	
陕西众兴基地	70	2016 年 5 月投产	陕西	
四川昌宏基地	25	2016 年 9 月~2017 年 9 月分两期投产	四川	
江苏众友基地	120	2016 年末一期投产, 2020~2021 年二期投产	江苏	双孢菇
安阳众兴基地	60	2019 年 3 月投产	河南	
安徽众兴基地	60	2019 年 12 月投产	安徽	
五河众兴基地	120	2020~2021 年分两期投产	安徽	
合计	1,105	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

在技术方面，公司食用菌研发技术在国内仍较领先。截至 2021 年末，公司拥有专利 117 项，同比增加 3 项，从菌种的培育到废料的利用开发，涵盖整个金针菇等食用菌的生产过程，其中发明专利 7 项，实用新型专利 107 项；拥有“省级企业技术中心”、“甘肃省食用菌工程实验室”资质。

⁶ 江苏众友基地于 2021 年 1 季度开始陆续投产，五河众兴基地于 2021 年 3 季度开始陆续投产。



2021 年以来，公司双孢菇产量同比大幅增长，但由于新增产能未达产等原因，产能利用率同比明显下滑；金针菇产量及产能利用率呈下滑态势。

2021 年，公司金针菇产量及产能利用率同比小幅下滑；受益于双孢菇新生产线投入运营，双孢菇产量同比大幅增长，但产能利用率同比下滑 9.03 个百分点，主要江苏众友基地和五河众兴基地新增产能未达产及切根产品占比提升所致⁷。2022 年 1~3 月，公司金针菇产量和产能利用率同比小幅下滑，双孢菇产量同比增长 40.88%，产能利用率同比下滑 5.28 个百分点。

表 4 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司食用菌主要产品生产情况（单位：吨、%）

品种	指标	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
金针菇	产能	67,050	268,200	268,200	231,500
	产量	53,746	228,274	233,168	214,146
	产能利用率	80.16	85.11	86.94	92.50
双孢菇	产能	32,400	108,000	68,400	35,900
	产量	26,429	83,748	59,217	34,085
	产能利用率	81.57	77.54	86.57	94.90

数据来源：根据公司提供资料整理

公司仍以工厂化模式生产食用菌，生产设备主要包括冷冻机、传输系统、锅炉设备、灭菌器、装瓶机、骚菌机、包装机、水冷系统等；生产流程主要包括菌种培养、培养基制作、菌丝管理、育菇管理和采包管理等；决定食用菌生长的环境因素主要包括温度、光照、湿度、二氧化碳浓度等。食用菌生长过程不同阶段对各因素的喜好及要求不同，只有达到一定的精确程度，才能保证其最有利的生长。公司采用现代化的设备及先进的技术工艺，对食用菌培植的生长环境进行控制，对食用菌培植工艺流程进行标准化，以保障生产环境的稳定和适宜，如根据食用菌的生长需求设计厂房，利用自动化系统控制厂房温度、湿度、光照等。

为保证食用菌产品安全、规范生产，公司制定了严格的质量控制体系。生产方面，菌种培育与接种过程在无菌室内进行，严格保证菌种培养环境、培养瓶等设备的洁净；建立产品追踪体系，对生产全过程进行详细记录，保证产品能够追溯至具体的人员、日期、菇房、生产车间。销售方面，严控经销商质量，选择具有食用菌销售经验、硬件设施好、信誉佳的经销商，并要求其选择具备长途运输能力和冷冻车的物流公司，使产品的安全质量管理能够延伸至销售环节。

⁷ 公司设计产能为带根产品产能，但销售中部分产品进行了切根，统计实际产量时未对切根部分进行还原，因此产量与产能统计口径存在一定不匹配。根据公司提供资料，2019~2021 年，切根产量占比分别为 65.5%、79.9%和 86.2%，逐年提升。

**表 5 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司金针菇等级情况（单位：万吨、元/千克）**

项目	2022 年 1~3 月			2021 年			2020 年			2019 年		
	产量	比例 (%)	均价	产量	比例 (%)	均价	产量	比例 (%)	均价	产量	比例 (%)	均价
A 菇	1.25	23.24	5.09	5.40	23.64	4.11	7.26	31.13	4.76	9.03	42.18	4.38
B 菇	2.90	54.94	4.55	13.14	57.54	3.91	11.49	49.27	4.33	9.12	42.58	4.36
C 菇	0.54	10.10	3.14	2.28	9.98	2.88	3.82	16.36	2.84	3.26	15.24	3.14
其他 ⁸	0.68	12.71	5.19	2.02	8.84	4.42	0.75	3.23	5.41	-	-	-
合计	5.37	100.00	4.61	22.83	100.00	3.90	23.32	100.00	4.26	21.41	100.00	4.22

数据来源：根据公司提供资料整理

为区分产品质量，公司将食用菌分为 A 菇、B 菇和 C 菇三大类。2021 年，公司 A 菇和其他类合计产量占金针菇总产量比重为 32.48%，同比小幅下滑，但 B 菇产量占比明显提升，整体金针菇质量有所改善。2022 年 1~3 月，金针菇质量整体保持稳定。双孢菇是近年新开发产品，公司尚未对双孢菇质量分类进行统一。

2021 年以来，由于双孢菇产能及产量扩大，公司食用菌销量同比大幅增长，但销售价格波动较大，其中 2021 年金针菇和双孢菇销售均价有所下滑。

公司食用菌仍主要采用经销商买断式销售模式，经销商验收提货后，产品风险即全部转移。2021 年，由于市场需求疲软，金针菇销售量及销售均价同比均有下滑，产销率仍保持在很高水平；受益于产能及产量扩大，双孢菇销售量同比大幅增长，销售均价有所下滑。2022 年 1~3 月，公司金针菇销量同比小幅下滑，双孢菇销量同比增长 39.29%，同期，金针菇及双孢菇销售均价同比均有上涨，上涨幅度分别为 8.68%和 9.01%。

表 6 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司食用菌主要产品销售情况

品种	指标	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
金针菇	销量（吨）	56,557	226,460	232,446	214,871
	销售均价（元/吨）	4,659	3,952	4,299	4,223
	销售额（万元）	26,350	89,497	99,917	90,728
	产销率（%）	105.23	99.21	99.69	100.34
双孢菇	销量（吨）	26,154	83,883	59,260	33,892
	销售均价（元/吨）	8,590	7,875	8,152	7,327
	销售额（万元）	22,466	66,058	48,309	24,855
	产销率（%）	98.96	100.16	100.07	99.43

数据来源：根据公司提供资料整理

从销售收入的区域分布看，华东和西北仍是公司最主要的销售区域，2021 年两个区域收入合计占比保持在 60%以上，其中华东、华北及华南销售额同比有所增长，主要是双孢菇在以上区域销售量增加所致，销售额占比亦有提升，东北

⁸ 其他为金针菇的小包装和中包装产品，质量等级高于 A 菇，2019 年及以前，由于此类产品较少，在 A 菇中进行统计。



区域销售额也有所增长。同期，西北销售额及占比有所下滑，主要是主打产品金针菇销售均价下降所致。2022 年 1~3 月，受益于食用菌销售均价同比上涨及双孢菇产销扩大，各区域销售额同比均有增长，尤其是华中和华南增长量较大。2021 年以来，公司新拓展直接出口销售渠道，出口地为新加坡和俄罗斯，但产品仍主要通过经销商渠道出口。

表 7 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司销售收入区域分布（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
华东	1.72	35.18	6.57	42.22	5.99	40.36	3.67	31.77
西北	0.85	17.44	2.78	17.87	3.22	21.70	3.24	28.05
华中	0.76	15.61	1.73	11.09	1.78	12.00	1.59	13.73
华北	0.50	10.34	1.63	10.49	1.39	9.39	1.37	11.89
西南	0.43	8.87	1.11	7.13	1.12	7.55	0.78	6.74
东北	0.28	5.72	1.01	6.50	0.80	5.41	0.68	5.88
华南	0.33	6.80	0.73	4.69	0.53	3.59	0.22	1.93
国外	0.00	0.04	0.00	0.01	-	-	-	-
合计	4.88	100.00	15.56	100.00	14.83	100.00	11.56	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司与主要固定合作客户签订长期框架协议，但不对量价进行具体严格约定。固定经销商需向公司缴纳保证金（一般按经销商 5~10 日销售额计算）。对于部分非固定协议经销商，公司实行全额预收款制度。2021 年，公司前五大客户销售额集中度为 10.06%，集中度仍较低。

2021 年以来，由于双孢菇产销扩大，生产双孢菇所用原材料采购量持续增长；受大宗物资价格上涨影响，生产食用菌所用的大多数原材料平均采购价格持续上涨，对成本控制造成较大压力。

公司原材料采购仍采用总部统一谈判，各子公司根据生产需求分别与供应商签订合同的模式，采购物品主要为生产金针菇所需的米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳、黄豆皮、包装箱等以及生产双孢菇所需的麦草、鸡粪、草炭土、手提筐等。

从成本构成看，2021 年，公司直接材料成本占营业成本的比重为 44.80%，同比提高 2.94 个百分点，人工及燃料动力成本约占营业成本的 36%，同比变动不大。从采购量看，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司金针菇产销虽有下滑但仍相对稳定，因此米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳和黄豆皮等主要材料的采购量同比变化不大；麦秸秆、鸡粪和草炭土的采购量同比大幅增加，主要是双孢菇产销量同比大幅提升所致。公司生产性原料采购量主要由食用菌生产量及原材料配比情况决定。从采购价格看，受大宗物资价格上涨影响，2021 年以来，米糠、玉米芯、麸皮、麦秸秆及草炭土的平均采购价格持续上涨，棉籽壳和黄豆皮平均采购



价格有所波动，但高于 2020 年水平。总体来看，2021 年以来，公司原材料采购成本整体上升，对成本控制造成较大压力。

表 8 公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/千克）

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
米糠	11,950	2.96	58,322	2.81	61,419	2.14	65,603	1.86
玉米芯	15,383	1.01	68,740	0.90	66,907	0.72	64,496	0.81
麸皮	4,015	2.37	17,600	2.13	15,594	1.76	15,546	1.46
棉籽壳	2,782	1.73	13,695	1.89	13,093	1.67	11,000	1.28
黄豆皮	2,209	2.29	9,388	2.35	8,701	2.10	7,251	1.82
麦秸秆	40,628	0.51	153,610	0.49	104,705	0.45	53,311	0.50
鸡粪	29,424	0.23	118,485	0.25	84,105	0.26	40,953	0.27
草炭土	13,110	0.54	88,593	0.52	60,303	0.50	32,583	0.52
合计	119,501	-	528,432	-	414,827	-	290,742	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司原材料供应商主要包括中大型加工企业、农产品下脚料加工企业和贸易商三大类。2021 年，公司前五大供应商采购额占比为 13.76%，集中度有所下降。结算方面，一般采用月结，少量原材料有预付款。

偿债来源与负债平衡

2021 年，公司营业收入同比小幅增长，但利润水平同比大幅减少；在建工程仍较多，房地产开发项目尚需资金投入，未来存在一定资金支出压力；2021 年末，受开发成本增加影响，存货规模同比大幅增长，对资金形成一定占用；2022 年 1~3 月，受理财产品浮亏影响，公司利润水平同比大幅减少，期末有息债务集中在未来 1~2 年内到期，存在一定中短期偿债压力。

（一）偿债来源

1、盈利

2021 年，受益于细分产品双孢菇产销同比扩大，公司营业收入同比小幅增长，但毛利率同比大幅下滑，利润水平同比大幅减少；2022 年 1~3 月，受理财产品浮亏影响，公司利润水平同比大幅减少，未来理财产品波动对利润的影响存在较大不确定性。

2021 年，受益于细分产品双孢菇产销扩大，公司营业收入同比小幅增长，但毛利率同比大幅下滑，主要是原材料采购价格上涨及金针菇和双孢菇销售均价下滑所致。同期，期间费用同比变动不大，仍主要由销售费用和管理费用构成；期间费用率同比变动亦不大。



表 9 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利概况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	4.88	15.56	14.83	11.56
营业成本	3.58	12.68	10.74	8.80
毛利率	26.74	18.51	27.60	23.91
期间费用	0.72	2.51	2.48	1.99
销售费用	0.39	1.32	1.21	1.01
管理费用	0.18	0.77	0.80	0.54
财务费用	0.13	0.35	0.40	0.40
期间费用/营业收入	14.82	16.13	16.70	17.21
公允价值变动收益	-0.48	0.13	0.03	0.00
其他收益	0.06	0.31	0.25	0.16
营业利润	0.15	0.83	1.92	0.74
营业外收支净额	-0.01	-0.29	-0.02	-0.05
利润总额	0.14	0.54	1.89	0.69
净利润	0.14	0.54	1.89	0.69
归属于母公司所有者的净利润	0.14	0.55	1.89	0.68
总资产报酬率	0.58	2.06	4.93	2.87
净资产收益率	0.43	1.67	6.94	2.65

数据来源: 根据公司提供资料整理

2021 年, 公司公允价值变动收益为理财产品⁹价值变动产生的收益, 同比有所增加; 其他收益同比小幅增加, 均为政府补助; 其他非经常性损益规模均较小。总体来看, 公司非经常性损益同比有所增加, 占营业利润的比重同比明显提升。同期, 受主营业务盈利能力下滑影响, 营业利润同比大幅减少; 营业外收支亏损扩大, 主要是疫情及暴雨等灾害影响下非常损失同比增加所致; 利润总额及净利润同比亦出现大幅减少。资产运营效率方面, 2021 年, 由于利润水平大幅减少, 公司总资产报酬率及净资产收益率同比大幅下滑。

2022 年 1~3 月, 受益于双孢菇产销量同比增加及食用菌整体销售价格提升, 公司营业收入同比增长 23.35%, 毛利率同比提高 4.77 个百分点。同期, 期间费用率同比变动不大; 公允价值变动亏损 0.48 亿元, 同比由盈转亏, 主要是委托理财认购的私募基金产品净值在一季度出现较大幅度回撤, 产生浮亏所致。受理财产品浮亏影响, 营业利润、利润总额及净利润同比均大幅减少, 目前公司尚保有较多理财产品, 考虑资本市场波动情况, 未来对利润的影响存在较大不确定性。

⁹ 截至 2022 年 3 月末, 公司持有使用闲置自有资金进行委托理财的产品金额为 4.04 亿元, 其中, 结构性存款 1.40 亿元、资产管理计划 1.00 亿元、私募证券投资基金 1.64 亿元。



2、现金流

2021 年，由于下属子公司参与地产开发项目支付较多土地购置款，公司经营性现金流同比由净流入转为净流出；在建工程仍较多，房地产开发项目尚需资金投入，未来存在一定资金支出压力。

2021 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出，主要是当期经营性现金流入同比变动不大，但由于下属公司昱晟置业取得两块土地支付土地出让金及相关税费等 7.26 亿元，使经营性现金流出同比大幅增加所致。同期，投资性现金流由净流出转为净流入，主要是理财产品赎回额大于购买额¹⁰以及建设长期资产所支出的现金同比减少等原因所致。同期，经营性净现金流对债务及利息无法形成保障。2022 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 1.28 亿元，同比有所增加；投资性净现金流为-1.93 亿元，同比由净流入转为净流出，主要是委托理财产品购买额增加而赎回额减少所致。

表 10 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
经营性净现金流（亿元）	1.28	-4.14	3.89	3.59
投资性净现金流（亿元）	-1.93	1.64	-3.80	-5.75
经营性净现金流/流动负债（%）	11.99	-49.45	61.90	98.25
经营性净现金流/总负债（%）	3.79	-13.45	14.80	18.48
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	3.10	-3.30	3.45	4.12

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目预计投资总额 16.97 亿元（具体见附件 2），已完成投资 5.20 亿元，尚需投资 11.77 亿元，其中 2022 年 4~12 月和 2023 年将分别投资 4.50 亿元和 4.90 亿元。此外，公司参与两个房地产开发项目，其中天福苑项目规划总投资 2.54 亿元，已完成投资 1.56 亿元。总体来看，公司在建工程仍较多，房地产开发项目尚需资金投入，未来存在一定资金支出压力。

3、债务收入

2021 年以来，公司筹资性现金流保持净流入，债务融资仍以银行借款为主，银行授信规模同比大幅增加。

2021 年，公司筹资性现金流保持净流入，规模同比明显增加，主要是借款流入增加较多所致。2022 年 1~3 月，公司筹资性净现金流同比减少 1.06 亿元，主要是借款收到的现金同比减少所致。

¹⁰ 2019~2020 年，公司理财类现金流在收到的其他与投资活动有关的现金及支付的其他与投资有关的现金科目核算，2021 年以来在收回投资收到的现金及投资所支付的现金科目核算。

**表 11 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司债务融资情况分析 (单位: 亿元)**

财务指标	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
筹资性现金流入	3.21	14.60	6.72	10.72
借款所收到的现金	3.21	14.60	6.72	10.72
筹资性现金流出	1.49	8.29	4.26	3.73
偿还债务所支付的现金	1.21	6.81	2.85	2.28
筹资性净现金流	1.72	6.30	2.46	6.99

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司债务融资仍以银行借款为主。截至 2022 年 3 月末, 公司获得银行授信 43.83 亿元, 同比增加 15.45 亿元, 结余额度 18.40 亿元; 在公开市场发行过一只债券, 即“众兴转债”。同时, 公司有息债务余额共 29.92 亿元, 其中银行借款余额 25.38 亿元、债券余额 3.88 亿元、非银金融机构借款余额 0.56 亿元。

4、外部支持

公司食用菌种植符合国家免税条例, 继续享有免缴增值税及企业所得税优惠政策。

2021 年, 公司获得的政府补助 0.31 亿元, 其中与资产相关计入递延收益在本期摊销的政府补助 0.17 亿元, 与收益相关直接计入当期损益的政府补助 0.14 亿元, 在其他收益科目核算; 期末计入递延收益的政府补助 1.27 亿元。根据《中华人民共和国增值税暂行条例》和《中华人民共和国企业所得税法》等相关规定, 2021 年以来公司从事食用菌种植、生产和销售所得继续享受免征增值税及企业所得税优惠。

5、可变现资产

2021 年末, 公司总资产规模保持增长, 流动资产占比明显提升; 受开发成本增加影响, 存货规模同比大幅增长, 对资金形成一定占用, 同时存货未计提跌价准备。

2021 年末, 公司资产规模同比保持增长, 仍以非流动资产为主, 但流动资产占比同比明显提升, 主要是存货规模增加所致。2022 年 3 月末, 公司资产规模较 2021 年末小幅增长, 流动资产和非流动资产占比相对均衡。

公司流动资产仍主要由货币资金、存货和交易性金融资产等构成。2021 年末, 公司货币资金同比增长 31.30%, 主要是取得的银行借款增加及理财产品占用资金减少所致, 期末受限货币资金 0.14 亿元。交易性金融资产同比减少 4.25 亿元, 均为理财产品。存货主要由开发成本和消耗性生物资产构成, 同比增长 3.50 倍, 主要是昱晟置业取得土地及众顺实业¹¹房地产开发成本增加所致; 期末

¹¹ 根据公司发布公告, 众顺实业于 2020 年拍得位于天水市秦州区的两块土地, 出让面积合计约 20.95 亩, 成交价格合计人民币 11,664.56 万元; 拟用于建设办公楼及进行房地产开发, 商品房除满足员工住宿外, 剩余部分用于销售, 报表体现的房地产开发成本为支付的土地款。



存货构成中开发成本和消耗性生物资产分别为 9.86 亿元和 1.16 亿元，存货未计提跌价准备。2022 年 3 月末，公司流动资产较 2021 年末有所增长，其中交易性金融资产较 2021 年末增加 0.90 亿元，主要是当期新增加委托理财所致。

表 12 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.02	25.25	15.95	24.35	12.15	21.76	9.76	19.47
交易性金融资产	3.54	5.24	2.63	4.02	6.89	12.34	6.66	13.29
存货	11.66	17.30	11.74	17.92	2.61	4.67	1.36	2.72
流动资产合计	32.87	48.74	30.79	46.99	22.15	39.68	18.20	36.31
固定资产	24.77	36.73	25.37	38.73	22.07	39.54	20.59	41.07
在建工程	5.28	7.83	4.68	7.14	6.75	12.08	6.46	12.89
无形资产	3.49	5.17	3.51	5.35	3.39	6.07	3.30	6.58
非流动资产合计	34.56	51.26	34.73	53.01	33.67	60.32	31.93	63.69
资产总计	67.43	100.00	65.51	100.00	55.82	100.00	50.13	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看，2021 年，公司存货和应收账款周转天数分别为 203.63 天和 4.66 天，其中存货周转天数同比大幅拉长，主要是存货规模增加所致；应收账款周转效率同比变化不大，周转效率仍很高。2022 年 1~3 月，公司存货和应收账款周转天数分别为 294.45 天和 4.92 天。

公司非流动资产仍主要由固定资产、在建工程和无形资产等构成。2021 年末，公司固定资产同比增加 3.30 亿元，主要是在建工程部分转固所致，同期在建工程同比减少 2.07 亿元。无形资产同比变动不大，仍主要为土地使用权。2022 年 3 月末，公司非流动资产合计及各主要科目与 2021 年末相比变化均不大。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产为 7.63 亿元，基本是因长期借款抵押而受限，占总资产比重 11.31%，占净资产比重 23.34%，其中受限固定资产 2.08 亿元、无形资产 5.41 亿元、货币资金 0.14 亿元。

（二）债务及资本结构

2021 年以来，公司负债规模保持增长，仍以非流动负债为主。

2021 年以来，公司负债规模保持增长，仍以非流动负债为主。公司流动负债仍主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付账款、短期借款和应付职工薪酬等构成。2021 年末，公司流动负债同比小幅下降，其中一年内到期的非流动负债同比下降 27.16%，主要是一年内到期的长期借款到期偿还所致。其他应付款同比增长 1.90 倍，主要是新增了 1.12 亿元的应付土地价款（昱晟置业购置土地尚未支付的尾款），同时新增 1,000 万元非金融机构借款¹²。应付账款

¹² 该款项为五河众兴菌业科技有限公司与五河县东刘集镇人民政府签订的一年期借款协议。



同比增长 17.38%，仍主要由应付设备及工程款和原料及包装物采购款构成。短期借款同比下降 31.19%，主要包括信用借款 1.05 亿元和抵押借款 0.45 亿元。应付职工薪酬同比小幅下降。2022 年 3 月末，公司流动负债较 2021 年末大幅增长 61.30%，主要是部分一年内到期的长期借款转入流动负债核算所致，短期借款和应付账款较 2021 年末有所减少，其他应付款和应付职工薪酬变动不大。

表 13 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债构成（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.10	3.17	1.50	4.55	2.18	7.65	0.00	0.00
应付账款	1.28	3.70	1.56	4.71	1.33	4.65	1.62	6.70
其他应付款	1.86	5.34	1.84	5.58	0.64	2.23	0.51	2.10
应付职工薪酬	0.50	1.43	0.50	1.52	0.62	2.18	0.40	1.67
一年内到期的非流动负债	8.44	24.28	2.73	8.26	3.74	13.13	1.49	6.19
流动负债合计	13.22	38.05	8.20	24.83	8.54	29.95	4.04	16.77
长期借款	16.25	46.78	19.46	58.97	10.27	36.05	10.76	44.65
应付债券	3.88	11.18	3.84	11.65	8.27	29.02	7.88	32.68
递延收益	1.24	3.56	1.27	3.85	1.41	4.96	1.42	5.90
非流动负债合计	21.52	61.95	24.81	75.17	19.96	70.05	20.07	83.23
负债合计	34.74	100.00	33.00	100.00	28.50	100.00	24.11	100.00
资产负债率		51.52		50.37		51.05		48.09

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债仍主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。2021 年末，公司非流动负债同比增长 24.26%，其中长期借款同比增长 89.40%，由保证借款、信用借款和抵押借款三类构成。应付债券同比下降 53.52%，主要是“众兴转债”当期转股所致，当期共转股 44,935,164 股，转股后债券剩余张数为 4,088,936 张（债券面值余额 408,893,600 元），转股价格在年内有所调整。递延收益同比有所下降。2022 年 3 月末，公司非流动负债较 2021 年末下降 13.23%，其中长期借款较 2021 年末下降 16.48%，主要是一年内到期的款项转入流动负债核算所致；应付债券和递延收益与 2021 年末相比变动不大。





2021 年以来，公司有息债务规模保持增长，总有息债务占总负债比重仍较高；2022 年 3 月末，公司有息债务集中在未来 1~2 年内到期，存在一定的中短期偿债压力。

2021 年以来，公司总有息债务规模保持增长，占总负债比重仍较高。

表 14 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司有息债务及其占总负债比重情况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年 3 月末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
短期有息债务	9.64	4.33	5.92	1.49
长期有息债务	20.28	23.53	18.55	18.64
总有息债务	29.92	27.86	24.47	20.13
短期有息债务占比	32.21	15.53	24.20	7.41
总有息债务占总负债比重	86.13	84.41	85.86	83.51

资料来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构看，2022 年 3 月末，公司短期有息债务占比与 2021 年末相比大幅提升，债务集中在未来 1~2 年内到期，公司存在一定的中短期偿债压力。

表 15 截至 2022 年 3 月末公司有息负债期限结构 (单位: 亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	>4 年	合计
金额	9.64	9.64	4.65	1.85	4.14	29.92
占比	32.21	32.20	15.55	6.19	13.85	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

2021 年末，公司所有者权益构成较为稳定，由于“众兴转债”部分转股产生股本溢价，所有者权益规模同比有所增长。

公司所有者权益主要由股本、资本公积和未分配利润构成。2021 年末，公司所有者权益为 32.51 亿元，同比增长 18.99%，其中股本和未分配利润同比略有增加，分别为 4.07 亿元和 8.19 亿元；资本公积同比增加 5.07 亿元，主要是“众兴转债”转股形成 5.32 亿元股本溢价所致。同期，其他权益工具同比减少 1.10 亿元，为“众兴转债”影响所致。2022 年 3 月末，公司所有者权益合计及主要科目与 2021 年末相比变化均不大。

2022 年 3 月 24 日，公司发布《关于 2021 年度利润分配预案的公告》称，将以 2021 年度利润分配预案实施时，股权登记日当日的总股本（扣除回购专户上已回购股份）为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），剩余未分配利润转入下一年度，本年度不送红股，不进行公积金转增股本。2020 年度，公司现金分红总额 0.39 亿元。





2021 年，公司利润水平同比大幅减少，经营性现金流同比由净流入转变为净流出，流动性偿债来源对债务偿还的支撑同比弱化；清偿性偿债来源主要以固定资产、存货及货币资金等为主，受限资产比例仍较小。

2021 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 3.13 倍，同比有所下降。公司流动性偿债来源以盈利、经营性净现金流和债务收入为主。2021 年，公司利润水平同比大幅减少，经营性现金流同比由净流入转变为净流出，但银行授信规模同比扩大。总体来看，公司流动性偿债来源对债务偿还的支撑同比弱化。同期，流动比率和速动比率分别为 3.76 倍和 2.32 倍，同比有所提升。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，以固定资产、存货及货币资金等为主。2021 年末，公司资产规模保持增长，流动资产占比明显提升，受限资产规模仍较小。同期，公司资产负债率和债务资本比率分别为 50.37% 和 46.15%，同比略有下降。2022 年 3 月末，公司短期有息债务占比与 2021 年末相比大幅提升，债务集中在未来 1~2 年内到期，公司存在一定的中短期偿债压力。

评级结论

公司主要从事金针菇和双孢菇种植业务。2021 年，受益于江苏众友基地及五河众兴基地二期陆续投产，公司双孢菇产能同比大幅增加，金针菇及双孢菇产能均居行业前列，公司在食用菌生产领域仍具有较强的规模优势；公司食用菌种植符合国家免税条例，继续享有免缴增值税及企业所得税优惠政策。但 2021 年以来生产食用菌所用的大多数原材料平均采购价格持续上涨，对成本控制造成较大压力；2021 年，受食用菌销售均价下跌、原材料价格上涨等因素影响，公司毛利率同比大幅下滑，利润水平同比大幅减少，2022 年 1~3 月，受理理财产品浮亏影响，公司利润水平同比大幅减少，未来理财产品波动对利润的影响尚存在较大不确定性；在建工程仍较多，房地产开发项目尚需资金投入，未来存在一定资金支出压力；有息债务保持增长，截至 2022 年 3 月末有息债务集中在未来 1~2 年内到期，存在一定的中短期偿债压力。

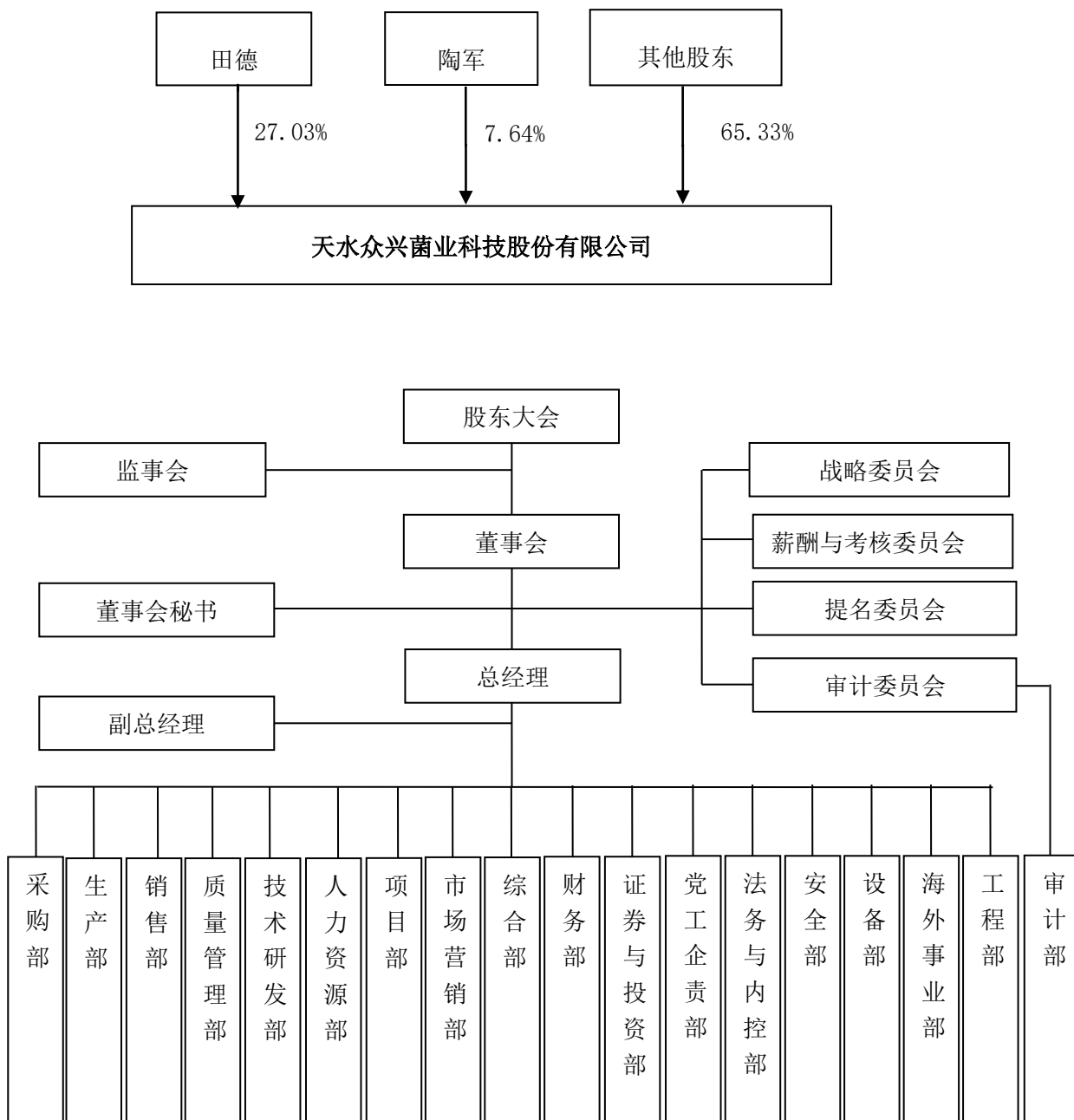
综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。

综合分析，大公对公司“众兴转债”信用等级维持 AA-，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。



附件 1 公司治理

1-1 截至2022年3月末天水众兴菌业科技股份有限公司股权结构图及组织结构图



数据来源：根据公司提供资料整理



1-2 截至 2022 年 3 月末天水众兴菌业科技股份有限公司子公司情况

(单位：万元、%)

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	省份
1	新乡市星河生物科技有限公司	25,160	100	农业种植业	河南
2	五河众兴菌业科技有限公司	23,000	100	农业种植业	安徽
3	江苏众兴投资管理有限公司	20,000	100	投资管理	江苏
4	湖北众兴菌业科技有限公司	12,000	100	农业种植业	湖北
5	安徽众兴菌业科技有限公司	9,000	100	农业种植业	安徽
6	陕西众兴高科生物科技有限公司	8,000	100	农业种植业	陕西
7	陕西众兴菌业科技有限公司	5,000	95	农业种植业	陕西
8	山东众兴菌业科技有限公司	5,000	100	农业种植业	山东
9	江苏众友兴和菌业科技有限公司	5,000	100	农业种植业	江苏
10	安阳众兴菌业科技有限公司	5,000	100	农业种植业	河南
11	吉林省众兴菌业科技有限公司	5,000	100	农业种植业	吉林
12	武威众兴菌业科技有限公司	5,000	100	农业种植业	甘肃
13	眉山昌宏农业生物科技有限公司	4,031	100	农业种植业	四川
14	天水众安生物科技有限责任公司	3,000	100	农业种植业	甘肃
15	天水众顺实业有限公司	1,000	100	房地产开发	甘肃

数据来源：根据公司提供资料整理





附件 2 经营指标

2-1 天水众兴菌业科技股份有限公司主要子公司部分财务指标

(单位: 万元、%)

时期	公司名称	总资产	净资产	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2022 年 1~3 月	江苏众友兴和菌业 科技有限公司	56,979	23,092	7,277	26.29	1,098	2,115
	新乡市星河生物科 技有限公司	54,515	22,485	7,997	33.20	1,992	2,583
	安阳众兴菌业科技 有限公司	43,423	3,091	3,551	19.38	212	1,161
	安徽众兴菌业科技 有限公司	33,361	16,670	4,445	35.23	1,079	1,508
2021 年	江苏众友兴和菌业 科技有限公司	55,421	21,994	20,851	22.71	1,900	5,814
	新乡市星河生物科 技有限公司	55,059	20,493	28,060	23.80	3,920	7,153
	安阳众兴菌业科技 有限公司	43,962	2,879	14,371	27.28	1,541	5,484
	安徽众兴菌业科技 有限公司	32,518	15,590	15,534	30.79	2,918	6,044

数据来源: 根据公司提供资料整理





2-2 截至 2022 年 3 月末天水众兴菌业科技股份有限公司主要在建工程情况

(单位: 亿元)

项目名称 ¹³	总投资	起止年限	累计投资	未来计划投入		
				2022 年 4~12 月	2023 年	2024 年
年产 2 万吨双孢蘑菇及 11 万吨堆肥工厂化生产项目 (湖北众兴)	4.21	2018~2023 年	1.64	0.80	1.30	0.20
年产 32,400 吨金针菇生产线建设项目 (吉林众兴)	3.55	2016~2023 年	0.58	0.90	1.50	-
食用菌工厂化生产循环经济产业园建设项目 (武威众兴三期)	1.60	2020~2022 年	0.61	0.50	0.20	-
食用菌工厂化生产基地节能技改项目 (天水众兴)	1.47	2020~2022 年	0.88	0.20	0.10	-
食用菌扩建二期项目 (陕西众兴)	1.14	2018~2022 年	0.41	0.40	0.10	-
众兴大厦项目 (天水众顺)	2.90	2021~2025 年	0.41	0.70	1.50	0.20
众安研发项目 (天水众安)	2.10	2021~2022 年	0.67	1.00	0.20	-
合计	16.97	—	5.20	4.50	4.90	0.40

数据来源: 根据公司提供资料整理

¹³ 根据公司提供资料, 由于疫情影响, 公司大部分在建项目完工日期延后; 对于部分 2023 年及以前完工的项目, 本表中仍显示 2024 年有支出, 为工程设备尾款支付预算。此外, 2021 年 3 月末, 天福苑项目 (子公司) 在“在建工程”科目核算; 2022 年 3 月末, 该项目按照房地产行业准则在“存货”科目核算。





附件 3 天水众兴菌业科技股份有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

项目	2022 年 1~3 月 (未经审计)	2021 年	2020 年	2019 年
流动资产合计	32.87	30.79	22.15	18.20
非流动资产合计	34.56	34.73	33.67	31.93
资产总计	67.43	65.51	55.82	50.13
流动负债合计	13.22	8.20	8.54	4.04
非流动负债合计	21.52	24.81	19.96	20.07
负债合计	34.74	33.00	28.50	24.11
所有者权益合计	32.69	32.51	27.32	26.02
短期有息债务	9.64	4.33	5.92	1.49
总有息债务	29.92	27.86	24.47	20.13
营业收入	4.88	15.56	14.83	11.56
营业利润	0.15	0.83	1.92	0.74
净利润	0.14	0.54	1.89	0.69
经营活动产生的现金流量净额	1.28	-4.14	3.89	3.59
投资活动产生的现金流量净额	-1.93	1.64	-3.80	-5.75
筹资活动产生的现金流量净额	1.72	6.30	2.46	6.99
毛利率 (%)	26.74	18.51	27.60	23.91
营业利润率 (%)	3.09	5.36	12.91	6.38
总资产报酬率 (%)	0.58	2.06	4.93	2.87
净资产收益率 (%)	0.43	1.67	6.94	2.65
资产负债率 (%)	51.52	50.37	51.05	48.09
债务资本比率 (%)	47.79	46.15	47.24	43.62
流动比率 (倍)	2.49	3.76	2.59	4.50
速动比率 (倍)	1.60	2.32	2.29	4.17
存货周转天数 (天)	294.45	203.63	66.53	51.78
应收账款周转天数 (天)	4.92	4.66	5.53	5.68
经营性净现金流/流动负债 (%)	11.99	-49.45	61.90	98.25
经营性净现金流/总负债 (%)	3.79	-13.45	14.80	18.48
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.10	-3.30	3.45	4.12
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.95	1.08	2.44	1.65
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	2.58	3.13	4.42	3.84
现金回笼率 (%)	95.40	100.41	99.77	98.62
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00



附件 4 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	EBITDA / 营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率 (%)	EBIT / 年末资产总额 $\times 100\%$
净资产收益率 (%)	净利润 / 年末净资产 $\times 100\%$
现金回笼率 (%)	销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 $\times 100\%$
资产负债率 (%)	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
债务资本比率 (%)	总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) $\times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	担保余额 / 所有者权益 $\times 100\%$
经营性净现金流/流动负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] $\times 100\%$
经营性净现金流/总负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] $\times 100\%$
存货周转天数 ¹⁴	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ¹⁵	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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
现金比率 (%)	(货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 $\times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

¹⁴ 一季度取 90 天。¹⁵ 一季度取 90 天。



附件 5 信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级	定义	
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。	
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。	
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。	
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。	
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。	
C	不能偿还债务。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

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，表示略高或略低于本等级。

5-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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，表示略高或略低于本等级。

