

证券代码：872392

证券简称：佳合科技

公告编号：2023-165

昆山佳合纸制品科技股份有限公司
关于北京证券交易所《关于对昆山佳合纸制品科技股份有
限公司的重组问询函》回复的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带法律责任。

昆山佳合纸制品科技股份有限公司（以下简称“佳合科技”、“上市公司”或“公司”）于2023年11月21日披露了《昆山佳合纸制品科技股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》（以下简称“报告书”或“重组报告书”），并于2023年12月5日收到北京证券交易所下发的《关于对昆山佳合纸制品科技股份有限公司的重组问询函》，公司及相关中介机构对问询函有关问题进行了认真分析与核查，现就相关事项回复如下。

如无特别说明，本回复中所使用的简称与重组报告书中的简称具有相同含义。本回复财务数据均保留两位小数，若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。

本回复的字体：

问询函所列问题	黑体
对问询函问题的回复	宋体
对重组报告书等披露文件的修订、补充	楷体（加粗）

目录

问题 1、关于整合风险	3
问题 2、关于资金来源	11
问题 3、关于交易备案手续	15
问题 4、关于资产评估	19
问题 5、关于标的公司尚未取得环保执照	25
问题 6、关于标的公司毛利率和费用	29
问题 7、关于标的公司的核心竞争力	37
问题 8、关于是否构成关联交易	44
问题 9、其他事项	57

问题 1、关于整合风险

报告书显示，本次交易完成后，标的公司将成为你公司控股子公司。你公司将在保持标的公司独立运营的基础上，对标的公司进行整合，以最大限度地发挥协同效应。标的公司经营地为越南，其在法律法规、会计税收制度、地区文化等方面与你公司存在差异。

请你公司：

(1) 说明未来开展跨境经营可能面临的汇率、税务、政策等风险以及具体应对措施，交易完成后标的公司董事会、管理层的相关人员安排，你对标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面的具体整合计划、整合风险和应对措施，并结合公司实际控制人、管理团队的经历和背景，所处行业经验及行业地位情况等，进一步披露本次交易后对标的公司整合及管控措施及其有效性；

(2) 交易完成后是否存在标的公司管理人员、核心员工流失的风险，是否存在影响公司业务发展的重要人员离职的情形，你对本次交易后保持核心管理团队稳定的措施是否充分、有效。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、未来开展跨境经营可能面临的汇率、税务、政策等风险以及具体应对措施，交易完成后标的公司董事会、管理层的相关人员安排，公司对标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面的具体整合计划、整合风险和应对措施，并结合公司实际控制人、管理团队的经历和背景，所处行业经验及行业地位情况等，进一步披露本次交易后对标的公司整合及管控措施及其有效性

(一) 未来开展跨境经营可能面临的汇率、税务、政策等风险以及具体应对措施

1、未来开展跨境经营可能面临的汇率风险及应对措施

越南立盛的采购、销售等日常生产经营所使用的结算货币主要为越南盾，编制财务报表时折算为人民币。本次交易完成后上市公司将面临标的公司记账本位

币不同导致的折算风险，尽管折算风险的结果不会导致实际发生损益，但会影响公司财务报表数据的稳定性。如存在因经济环境、国家风险等导致的汇率大幅波动的情况，上市公司将可能遭受由汇率波动所带来的财务报表折算风险。

上市公司已充分了解汇率波动对于财务数据稳定性的影响，在未来经营过程中，公司将通过加强企业内部相关人员外汇风险防范意识、培养专门人才负责外汇风险管理等方式，减少汇率波动风险对于财务报表稳定性的影响。

2、未来开展跨境经营可能面临的税务风险及应对措施

根据境外法律意见书，报告期内，越南立盛已缴纳企业所得税、增值税、进出口税、个人所得税。经越南平阳省税务局确认，截至 2023 年 9 月 14 日，越南立盛不存在欠缴税款的情况。本次交易完成后，越南立盛的企业所得税、增值税等税收政策不会因本次重组而发生变化，仍将按照目前的税收政策缴纳企业所得税等相关税费。

本次交易完成后，越南立盛将成为上市公司控股子公司，所在经营区域的税务变化或者其他税收政策变化，可能会对上市公司未来合并报表财务数据造成一定的影响。上市公司将进一步强化管理，加强制度建设和人员培训，减小和规避税务风险，加强与当地税务机关的联系，密切关注税收政策的变化，在依法纳税的同时，及时收集整理适用的优惠或减免政策，并根据自身的实际情况充分合理利用，实现公司利润最大化。

3、未来开展跨境经营可能面临的政策风险及应对措施

近年来，越南被视为东南亚新兴的投资市场之一，根据越南计划投资部外资局数据统计显示，截至 2023 年 10 月 20 日，外商直接投资新批、增资和出资购买股份总额超 257.6 亿美元，同比增长 14.7%。越南政府一直致力于改善投资环境，制定和优化外商直接投资优惠政策，从而吸引更多的外资，促进越南经济的快速发展，因此上市公司面临的政策风险较小。

上市公司对标的公司所在地的政治局势、经济环境、贸易政策和产业政策等因素高度重视，当政治、经济环境等出现不稳定或经贸政策发生重大变化时，将及时调整相关区域的业务规模和业务模式，尽可能的降低环境或政策变化带来的

不利影响。

(二) 交易完成后标的公司董事会、管理层的相关人员安排

根据越南《企业法》相关规定，两成员以上责任有限公司的组织管理架构为股东会、股东会主席、经理或总经理，股东会系公司之最高决策机构。

2023年11月21日，越南立盛召开股东会，审议通过本次股权转让交易相关事项，并且股东一致同意本次交易完成后，公司不设置董事会。

根据佳合科技与昆山苏裕、越南立盛签署的《股权转让协议》，本次交易完成后，越南立盛的股东会主席、总经理将由佳合科技提名，昆山苏裕将配合佳合科技按照越南《企业法》、越南立盛《章程》的相关规定完成股东会主席推选及总经理任命的股东会决策程序。

除股东会主席、总经理外，其他管理人员则继续沿用原有人员，若实际经营需要，将在遵守相关法律法规和越南立盛《章程》的情况下进行调整。

(三) 对标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面的具体整合计划、整合风险和应对措施

1、本次交易的整合计划

(1) 业务整合

本次交易完成后，上市公司在保持标的公司相对独立运营的基础上，将标的公司统一纳入上市公司的战略发展规划当中，促使各项业务之间的互补、协同发展，从而增强上市公司的盈利能力和行业竞争力。同时，上市公司将发挥在资金、市场、经营管理方面的优势，支持标的公司扩大业务规模、提高经营业绩。

(2) 资产整合

本次交易完成后，标的公司将继续保持资产的独立性，但在重大资产的购买和处置、对外投资、对外担保等事项需按照上市公司规定履行相应审批程序。同时，上市公司将进一步优化配置资产，并充分利用其上市平台优势、研发优势、资金优势、客户资源优势支持标的公司业务的发展，协助标的公司提高资产利用效率，增强上市公司和标的公司的综合竞争力。

（3）财务整合

本次交易完成后，标的公司作为上市公司控股子公司，将按照上市公司治理要求进行整体的财务管控，进一步完善财务管理制度和内部控制体系，以促进标的公司财务及日常管理水平的提升。同时，上市公司将按照自身严格的内部控制制度，加强对标的公司日常财务活动的监督，从而确保标的公司纳入上市公司的财务管理体系。

（4）人员整合

本次交易完成后，为保证标的公司业务稳定性及市场地位，上市公司将尽力保证标的公司主要管理团队、业务团队等核心人员稳定，并加强上市公司与标的公司的人员交流与互动。同时，利用上市公司完善的管理机制、多元化的员工激励等优势，推动标的公司核心团队的建设、健全人才培养机制，从而保障上市公司及标的公司现有经营团队的稳定，防止核心人员流失。

（5）机构整合

本次交易完成后，上市公司将不断优化公司人员配置，吸纳更多具备纸制品包装行业经验的人员加入标的公司。上市公司在对标的公司经营团队充分授权的同时，依法行使股东权利，通过标的公司管理层积极对标的公司开展经营管理和监督。同时，上市公司将持续根据《公司法》《上市规则》等相关法律法规及规范性文件要求，结合标的公司自身经营和管理的特点，尽快完成与标的公司管理体系和机构设置的衔接，完善公司治理结构，确保内部决策机制传导顺畅，内部控制有效执行。

2、本次交易的整合风险和应对措施

标的公司经营地为越南，其在法律法规、会计税收制度、地区文化等方面与上市公司存在差异。上市公司虽已具备规范的管理体系，对标的公司的整合亦有较为明确的思路，但如果整合进度及整合效果未能达到预期，将对上市公司整体规范运作、财务状况及经营业绩等造成不利影响。

本次交易完成后，上市公司将在保持标的公司独立运营的基础上，对标的公司进行整合，以最大限度地发挥协同效应。上市公司将充分尊重各国不同的文化

差异、当地员工的习惯差异，保证标的公司人员管理的本土化，通过互派人员加强交流学习，进一步完善和优化标的公司治理体系和内部控制机制，提升管理效率。此外，上市公司将加强国际化人才的培养和引进，针对性设计绩效考核指标及激励机制，确保公司长期稳定发展，实现利润最大化。

（四）结合公司实际控制人、管理团队的经历和背景，所处行业经验及行业地位情况等，进一步披露本次交易后对标的公司整合及管控措施及其有效性

1、上市公司实际控制人、管理团队具备丰富的行业经验

上市公司实际控制人及管理团队从事纸制品包装行业多年，均曾在大型纸制品包装企业任职，长期深度参与上市公司及子公司的经营管理，具备丰富的行业经验和深厚的资源积累，有助于本次收购完成后对标的公司的整合及管控。实际控制人及管理团队的主要经历和背景情况如下：

姓名	身份/职务	主要经历
董洪江	实际控制人、董事长	1995年7月至1996年3月任张家港珍珠饰品有限公司科员，1996年4月至1997年7月任苏州罗马瓷砖有限公司总经理室助理，1997年8月至1999年1月任金海纸制品（昆山）有限公司业务部主管，1999年2月至2001年2月任光隆羽绒制品（苏州）有限公司总务科科长，2001年3月至2017年4月任昆山市佳合纸制品有限公司执行董事，2017年4月至今任佳合科技董事长，2017年12月至今任常熟市佳合纸制品科技有限公司执行董事，2020年5月至今任广德佳联包装科技有限公司执行董事兼总经理。
陈玉传	实际控制人、董事、总经理	1996年7月至1998年10月任安徽省六安市翁墩乡财税所科员，1998年11月至2008年5月任宁波亚洲纸器制品有限公司销售经理，2008年6月至2011年6月任金海纸制品（昆山）有限公司事业部经理，2011年7月至2017年4月任昆山市佳合纸制品有限公司副总经理，2017年4月至今任佳合科技董事、总经理，2017年12月至今历任常熟市佳合纸制品科技有限公司副总经理、总经理，2020年1月至今任越南立盛董事、副总经理。
张毅	实际控制人、董事、副总经理、董事会秘书	1994年8月至1998年10月任华德电气集团有限公司技术员，1998年11月至2003年9月任金海纸制品（昆山）有限公司销售部主任，2003年10月至2017年4月任昆山市佳合纸制品有限公司副总经

姓名	身份/职务	主要经历
		理，2017年4月至今任佳合科技董事、副总经理、董事会秘书，2017年12月至今任常熟市佳合纸制品科技有限公司监事，2020年1月至今任越南立盛董事。
段晓勇	实际控制人、董事、副总经理	1998年2月至2001年2月任金海纸制品（昆山）有限公司业务代表，2001年3月至2017年4月任昆山市佳合纸制品有限公司副总经理，2017年5月至今任佳合科技董事、副总经理。
禹启义	副总经理	2001年7月至2003年4月任湖北新华印务有限公司胶印轮转机操作工；2003年5月至2005年3月任 Smurfit-stone(美国)公司包装产品质量专员；2005年4月至2014年8月历任艾利（苏州）有限公司产品工程师、生产部主管、包装部和新产品开发部经理；2014年8月至2016年5月任张家港保点标签有限公司新产品开发部经理；2016年5月至今任公司副总经理。

2、上市公司凭借行业优势能够形成有效整合

上市公司属于区域性竞争力较强的印刷包装企业，已经通过 GMI 认证、G7 认证、ISTA 实验室认证、FSC 认证、ISO9001、ISO14001、ISO45001 管理体系认证，形成了质量控制的闭环模式，公司的结构性能测试实验室是 ISTA 测试机构成员之一。公司凭借结构设计技术、色彩管理技术和结构性能测试技术方面的竞争优势获得了国际知名商超的认可。目前，公司已进入众多国际知名卖场、零售公司的供应链，如：家得宝（HOME DEPOT）、塔吉特（TARGET）、沃尔玛（Walmart）、劳氏（Lowe's）、百思买（Bestbuy）、麦德龙（METRO）、奇堡（Tchibo）等，为其提供包装解决方案一站式服务，从项目研发设计到项目结束与他们紧密合作，形成战略合作伙伴，建立了长期稳定的合作关系，产品质量和服务得到客户的高度认可。上市公司上述行业优势，有助于通过共享客户资源、提供技术支持等方式，形成上市公司与标的公司的有效整合，发挥协同效应。

3、进一步披露本次交易后对标的公司整合及管控措施及其有效性

上市公司已建立了规范的法人治理结构与有效的内部管控体系，对本次交易完成后标的公司的整合管理亦有较为明确的规划。本次交易后，上市公司将在保持标的公司独立运营的基础上，对标的公司进行整合，完善标的公司治理机制，

加强统一管理，强化团队融合，以最大限度地发挥协同效应。

上市公司已在重组报告书之“第八节 管理层讨论与分析”之“五、本次交易对上市公司持续经营能力、未来发展前景、每股收益等财务指标和非财务指标的影响分析”之“(二) 本次交易对上市公司未来发展前景的影响”中，补充披露上市公司对标的公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合及管控措施及其有效性。

二、交易完成后是否存在标的公司管理人员、核心员工流失的风险，是否存在影响公司业务发展的重要人员离职的情形，公司对本次交易后保持核心管理团队稳定的措施是否充分、有效

(一) 本次交易完成后，不存在标的公司管理人员、核心员工流失的风险，不存在影响公司业务发展的重要人员离职的情形

标的公司的管理人员、核心团队主要以中国籍员工为主，对于中国文化认同度高，能够充分理解中国企业的管理模式，与上市公司的沟通和融合不存在障碍。为保证标的公司在交易完成后维持运营的稳定性和相对独立性，上市公司将保持管理团队、员工及各项企业制度的稳定性，目前存续的劳动关系、薪酬福利、激励体系不因本次交易发生变化。本次交易完成后，不存在标的公司管理人员、核心员工流失的风险，不存在影响公司业务发展的重要人员离职的情形。

(二) 本次交易后保持核心管理团队稳定的具体措施

1、完善薪酬管理制度

本次交易完成后，上市公司将完善薪酬管理制度，探讨灵活、多样的激励机制，充分调动员工的积极性和创造性，有效发挥人才作用，为标的公司未来长期稳定的发展提供良好的支撑。

2、加大人才培养力度

上市公司将进一步加大人才培养力度，针对不同岗位建立更加完善的培训体系，加强上市公司与标的公司人员的交流与互动，通过持续不断的企业文化建设增强凝聚力，不断吸引行业优秀人才加入。

三、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司已对未来开展跨境经营可能面临的汇率、税务、政策等风险制定了具体的应对措施，制定了对标的资产的切实有效的整合计划，并对整合风险制定了应对措施；交易完成后，标的公司不设置董事会，股东会主席、总经理将变更为由上市公司提名的人选担任，其他管理人员则继续沿用原有人员；上市公司实际控制人、管理团队具备丰富的行业经验和深厚的资源积累，具备对标的资产进行整合及有效管控的能力；上市公司已在重组报告书补充披露本次交易后对标的公司整合及管控措施及其有效性。

2、本次交易完成后，不存在标的公司管理人员、核心员工流失的风险，不存在影响公司业务发展的重要人员离职的情形，上市公司对本次交易后保持核心管理团队稳定的措施充分、有效。

问题 2、关于资金来源

报告书显示，本次购买越南立盛股权交易总价为 4,498 万元，你公司将于股东大会审议通过后 20 个工作日内支付首期股权转让款，首期支付比例为全部交易价款的 60%，即 2,698.80 万元，第二期自标的股权完成登记起 20 个工作日内支付剩余的交易价款，即 1,799.20 万元。根据第三季度报告，截至 2023 年 9 月 30 日，你公司货币资金合计 8,501.26 万元（包含募集资金）。

请你公司：

(1) 区分货币资金中自有资金与募集资金情况，结合可动用的资金、可利用的融资渠道及授信额度等说明此次收购的现金来源、资金筹措的具体安排；如通过借款渠道，说明借款金额、利率、期限、抵质押物安排，以及后续还款计划；

(2) 测算本次现金购买对你公司流动比率、资产负债率、财务费用的影响，公司剩余营运资金是否充足，是否会对上市公司造成较大财务负担，是否对后续经营产生不利影响。

回复：

一、区分货币资金中自有资金与募集资金情况，结合可动用的资金、可利用的融资渠道及授信额度等说明此次收购的现金来源、资金筹措的具体安排；如通过借款渠道，说明借款金额、利率、期限、抵质押物安排，以及后续还款计划；

(一) 此次收购的现金来源、资金筹措的具体安排

截至 2023 年 10 月 31 日，公司货币资金余额为合计 8,463.49 万元，其中募集资金专户余额为 4,106.52 万元，受限保证金余额为 350.70 万元，可动用资金余额为 4,006.27 万元，公司拟使用自有资金支付股权转让款，同时增加约 1,500 万元短期借款补充流动性需求。

截至 2023 年 10 月 31 日，上市公司银行授信额度使用如下：

单位：万元

序号	银行名称	授信额度	借款金额	剩余授信额度	担保方式
1	昆山农村商业银行	6,771.76	0.00	6,771.76	房产、土地使用权抵押

序号	银行名称	授信额度	借款金额	剩余授信额度	担保方式
2	中信银行	1,000.00	1,000.00	0.00	保证担保
3	苏州银行	2,000.00	500.00	1,500.00	保证担保
4	民生银行	1,000.00	500.00	500.00	保证担保
5	中国银行	1,000.00	500.00	500.00	保证担保
合计		11,771.76	2,500.00	9,271.76	-

公司目前资产负债率较低，尚有昆山农村商业银行等授予的共 9,271.76 万元借款额度尚未提款，公司拟增加 1,500 万元左右短期借款适当补充流动性。

（二）新增借款及后续还款计划

公司拟增加 1,500 万元短期借款，具体计划如下：

序号	项目	内容
1	借款金额	1,500 万元左右
2	利率	3.5% 左右
3	期限	一年期，到期还本付息或续贷
4	抵质押物安排	授信额度下提款，无需新增抵质押物

综上，公司资金状况良好，公司已准备充足的授信额度，能够如约支付本次交易的款项，公司拟结合未来经营现金流情况，逐步归还相关借款。

二、测算本次现金购买对你公司流动比率、资产负债率、财务费用的影响，公司剩余营运资金是否充足，是否会对上市公司造成较大财务负担，是否对后续经营产生不利影响。

（一）本次现金购买对公司流动比率、资产负债率、财务费用的影响

根据上市公司财务报表及中汇会计师出具的《备考审阅报告》，本次交易前后，上市公司主要财务指标如下表所示：

单位：万元

项目	2023.5.31/2023 年 1-5 月	
	实际数据	备考数据
资产总额	39,915.45	64,769.09
负债总额	8,539.94	24,672.25

项目	2023.5.31/2023年1-5月	
	实际数据	备考数据
归属于母公司所有者权益	29,438.39	29,634.53
资产负债率	21.40%	38.09%
流动资产	22,497.59	36,808.44
流动负债	6,839.35	21,737.81
流动比率	3.29	1.69

本次交易完成后，公司流动比率下降、资产负债率上升主要系：

(1) 标的公司报告期末资产负债率为 40.68%，相对上市公司 21.40%较高

(2) 将标的公司并表的同时，把本次交易对价确认为上市公司的负债计入其他应付款；如根据自有资金支付股权转让款，同时增加约 1,500 万元短期借款补充流动性需求进行匡算，收购后上市公司资产负债率为 35.09%。

报告期内，标的公司主要偿债能力财务指标如下：

财务指标	2023年5月31日 /2023年1-5月	2022年12月31日 /2022年度	2021年12月31日 /2021年度
流动比率	1.36	1.23	0.96
速动比率	0.92	0.86	0.64
资产负债率	40.68%	42.35%	52.43%
利息保障倍数	8.28	5.37	3.70

由上可见，报告期内，标的公司主要偿债能力不断增强，体现了标的公司自我偿债能力逐步提升，考虑到标的公司未来盈利能力和现金流水平改善，同时，本次交易完成后，上市公司总资产及净资产水平大幅提升，流动比率、资产负债率仍处于合理水平。

公司按新增短期借款 1,500 万元、借款利率 3.5%/年测算，预计新增 52.5 万元/年财务费用，影响较小。

(二) 本次现金购买后，不会对后续经营产生不利影响

2020 年度、2021 年度及 2022 年度，公司营业收入分别为 38,338.53 万元、39,010.16 万元及 30,091.02 万元，最近三年公司新增营运资金匡算如下：

单位：万元

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度
营业收入	38,338.53	39,010.16	30,091.02

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度
流动资产	18,785.70	18,977.11	15,324.97
流动负债	10,390.00	9,515.41	6,621.93
营运资金	8,395.69	9,461.70	8,703.04
新增营运资金		1,066.01	-758.66

注 1：以上测算不构成公司对未来年度经营情况及趋势的判断；

注 2：2022 年度流动资产的计算剔除了首发募集资金到账的影响。

2021 年末、2022 年末及 2023 年 9 月末，公司短期借款余额分别为 4,906.05 万元、3,604.01 万元及 3,502.91 万元，较 2021 年末，公司已偿还短期借款约 1,400 万元，与公司营运资金需求匡算匹配，整体现金流良好。

公司最近三年经营活动产生的现金流量净额分别为 2,184.56 万元、5,028.54 万元及 5,435.15 万元，上市公司之经营活动回款良好，预计能够满足公司日常经营所需。

综上，公司本次现金购买后，预计新增 1,500 万元左右银行借款，在此基础上，公司剩余营运资金充足，不会对上市公司造成较大财务负担，不会对后续经营产生不利影响。

三、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问：

公司本次现金购买后，预计新增 1,500 万元左右银行借款，在此基础上，公司剩余营运资金充足，不会对上市公司造成较大财务负担，不会对后续经营产生不利影响。

问题 3、关于交易备案手续

报告书显示，本次交易属于上市公司境外投资，标的公司股权转让事项需向越南平阳省计划与投资局商业登记处提交股权变更文件并完成变更登记，同时需要向发改委、商务部门、外汇等主管部门进行备案、信息报送手续。

请你公司：

(1) 说明本次股权转让在越南当地需要履行的审批程序，预计办毕时间、是否存在实质性障碍；

(2) 说明本次交易是否涉及外汇审批程序，如是，预计办毕时间；说明本次交易备案在发改部门和商务部门的预计办毕时间，相关事项办理是否具有不确定性。

请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次股权转让在越南当地需要履行的审批程序，预计办毕时间、是否存在实质性障碍

根据越南精细律师事务所出具的《立盛包装有限公司股东之间股权转让交易的相关越南法律规定的法律意见书》，本次股权转让须先获得越南当地平阳工业区管理局出具的关于股权购买的批准文件，交易双方方可办理股权交割。

越南立盛已在《股权转让协议》签订后于 2023 年 12 月 7 日向平阳工业区管理局提交了申请材料并获受理，预计将于 2023 年 12 月下旬办理完毕，相关事项的办理不存在实质性障碍。

二、本次交易是否涉及外汇审批程序，如是，预计办毕时间

本次交易方案为上市公司通过向交易对方昆山苏裕支付现金的方式收购越南立盛 26% 的股权，交易双方均为境内企业；本次交易的资金来源为上市公司的自有资金，交易对价的支付不会涉及境内资金的跨境流动。因此，外汇审批程序未作为《股权转让协议》的生效条件，本次交易不涉及外汇审批的前置程序。

根据《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发〔2015〕13号）相关规定，取消境内直接投资项下外汇登记核准和境外直接投资项下外汇登记核准两项行政审批事项，改由银行直接审核办理境内直接投资项下外汇登记和境外直接投资项下外汇登记，国家外汇管理局及其分支机构通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管。本次交易前，佳合科技、昆山苏裕已就首次投资越南立盛分别取得了经办银行中国银行股份有限公司昆山分行出具的《业务登记凭证》（ODI 中方股东对外义务出资）。根据《资本项目外汇业务指引（2020年版）》规定，境内投资者收购其他境内投资者境外企业股权的，由股权出让方按照本项指引办理变更登记。根据该业务指引，审核材料包括相关主管部门对境外投资变更事项的批准、备案文件或无异议材料等以及境外投资的相关决议，昆山苏裕将在前述资料完备后向经办银行申请办理。经与经办银行预沟通，在资料完备的情况下，预计可在受理后 10 日内完成变更登记手续。

三、本次交易备案在发改部门和商务部门的预计办毕时间，相关事项办理是否具有不确定性

2020 年 1 月，上市公司首次向越南立盛出资 362.5 万美元，持股比例为 25%，针对此次境外投资，上市公司已取得昆山市发展和改革委员会（以下简称“昆山市发改委”）颁发的《境外投资项目备案通知书》和江苏省商务厅颁发的《企业境外投资证书》。本次交易为上市公司拟以支付现金方式购买昆山苏裕持有的越南立盛 26% 股权，交易完成后，上市公司持有越南立盛的股权比例将由 25% 变更至 51%。因此，本次交易涉及发改部门和商务部门的变更备案程序，具体情况如下：

（一）发改部门关于本次交易备案的预计办毕时间及是否具有不确定性

1、预计办毕时间

根据《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令 11 号）第三十四条规定：“已核准、备案的项目，发生下列情形之一的，投资主体应当在有关情形发生前向出具该项目核准文件或备案通知书的机关提出变更申请：（一）投资主体增加或减少；（二）投资地点发生重大变化；（三）主要内容和规模发生重大变化；（四）中方投资额变化幅度达到或超过原核准、备案金额的 20%，或中方投资额变化 1 亿美元及以上；（五）需要对项目核准文件或备案通知书有关内

容进行重大调整的其他情形。……备案机关应当在受理变更申请之日起7个工作日内作出是否同意变更备案的书面决定。”根据昆山市发改委发布的《市级权限内境外投资项目备案办事指南（2022）》，项目变更申请材料包括投资主体投资决策文件、具有法律约束效力的投资协议或类似文件，承诺办结时间为受理后3个工作日。

据此，上市公司将于股东大会审议通过本次交易方案并且《股权转让协议》生效后及时向昆山市发改委提交备案申请资料，在资料完备的情况下，预计可在受理后7个工作日内完成变更备案手续。

2、是否具有不确定性

根据《企业境外投资管理办法》第三十一条规定：“备案机关发现项目违反有关法律法规、违反有关规划或政策、违反有关国际条约或协定、威胁或损害我国国家利益和国家安全的，应当在受理项目备案表之日起7个工作日内向投资主体出具不予备案书面通知，并说明不予备案的理由。”

本次交易不存在违反我国有关法律法规、违反我国有关规划或政策、违反有关国际条约或协定、威胁或损害我国国家利益和国家安全的，上市公司就本次交易完成发改部门的变更备案不存在不确定性。

（二）商务部门关于本次交易备案的预计办毕时间及是否具有不确定性

1、预计办毕时间

根据《境外投资管理办法》（商务部令2014年第3号）第十五条规定：“企业境外投资经备案或核准后，原《证书》载明的境外投资事项发生变更的，企业应当按照本章程向原备案或核准的商务部或省级商务主管部门办理变更手续。”第九条规定：“《备案表》填写如实、完整、符合法定形式，且企业在《备案表》中声明其境外投资无本办法第四条所列情形的，商务部或省级商务主管部门应当自收到《备案表》之日起3个工作日内予以备案并颁发《证书》。企业不如实、完整填报《备案表》的，商务部或省级商务主管部门不予备案。”

据此，上市公司将于股东大会审议通过本次交易方案后及时向江苏省商务厅提交备案申请资料，在资料完备的情况下，预计可在受理后3个工作日内完成变更

备案手续。

2、是否具有不确定性

根据《境外投资管理办法》第四条规定：“企业境外投资不得有以下情形：（一）危害中华人民共和国国家主权、安全和社会公共利益，或违反中华人民共和国法律法规；（二）损害中华人民共和国与有关国家（地区）关系；（三）违反中华人民共和国缔结或者参加的国际条约、协定；（四）出口中华人民共和国禁止出口的产品和技术。”

本次交易不存在危害国家主权、安全和社会公共利益，或违反我国有关法律法规、损害国家地区间关系、违反有关国际条约或出口禁止出口的产品和技术的情形，上市公司就本次交易完成商务部门的变更备案不存在不确定性。

四、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问、律师认为：

1、本次股权转让须先获得越南当地平阳工业区管理局出具的关于股权购买的批准文件，预计将于 2023 年 12 月下旬办理完毕，不存在实质性障碍。

2、外汇审批程序未作为《股权转让协议》的生效条件，本次交易不涉及外汇审批的前置程序。

3、本次交易不涉及外汇审批的前置程序。本次交易涉及的外汇事项由银行直接审核办理变更。上市公司将于股东大会审议通过本次交易方案并且《股权转让协议》生效后及时向昆山市发改委提交备案申请资料，预计可在受理后 7 个工作日完成变更备案手续；将于股东大会审议通过本次交易方案后及时向江苏省商务厅提交备案申请资料，预计可在受理后 3 个工作日完成变更备案手续。上述事项的办理均不存在不确定性。

问题 4、关于资产评估

报告书显示，本次评估采用资产基础法和收益法两种方法进行，最终采用收益法评估结果作为本次交易标的公司的最终评估结果。截至评估基准日（2023年5月31日），越南立盛100%股东权益账面价值16,721.15万元，经资产基础法评估，标的公司评估值17,562.08万元，评估增值率5.03%，按收益法评估值18,023.00万元，评估增值率7.79%。标的公司2021年、2022年、2023年1-5月实际营业收入分别为22,211.59万元、25,461.07万元、11,444.32万元，实际净利润分别为1,620.95万元、2,650.03万元、1,596.32万元。2023年6-12月至2028年预测营业收入分别为17,757.32万元、32,146.16万元、33,753.48万元、34,766.07万元、35,809.05万元、36,883.33万元，预测净利润分别为2,414.58万元、4,286.61万元、3,916.99万元、3,902.29万元、3,885.11万元、3,867.39万元。

请你公司：

结合标的公司截止目前的经营情况及在手订单，说明2023年6-12月盈利评估预测与实际数据的对比情况；结合越南当地市场环境、标的公司产能、客户稳定性、税收政策变化等因素，说明收入及盈利预测是否审慎、客观，估值是否存在虚高的情况。

请独立财务顾问、评估机构对上述问题进行核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的公司截止目前的经营情况及在手订单，说明2023年6-12月盈利评估预测与实际数据的对比情况

越南立盛2023年6-9月收入约合人民币11,484.02万元（未经审计），月均收入为2,871.01万元，评估报告中2023年6-12月预测收入为17,757.32万元，月均收入2,536.76万元，期后经营收入较预测收入有一定程度的增加，增幅约为13.18%。另外，根据越南立盛已经签订的在手订单来看，自2023年6月至11月底，已签订的在手订单金额约有17,194.81万元，可以覆盖2023年6-12月的预测数据的96.83%。

二、结合越南当地市场环境、标的公司产能、客户稳定性、税收政策变化等因素，说明收入及盈利预测是否审慎、客观，估值是否存在虚高的情况。

（一）越南当地市场环境--纸及纸制品行业发展现状

随着全球制造业工业的转移，越南逐渐向制造业大国发展，商品和服务消费领域的增长越来越迅速，电子、制药、医疗保健、食品、饮料等行业使用经济、环保、轻质的包装产品的终端用户越来越多，促使越南包装行业的市场需求不断增长，其中纸箱包装是增长最快的细分行业之一。在 2017-2021 年间，得益于电子商务行业的飞速发展，快递业务量激增，用于制造纸箱、纸箱的夹心以及缓冲包装材料等的瓦楞纸板市场需求随之释放，进而促使市场的持续快速发展。根据新思界行业研究中心统计，2021 年全球电子商务交易额接近 5 万亿美元，并且预计在未来四年内仍将维持着较高的年均复合增长率，到 2025 年有望增长至 7.5 万亿美元。在此背景下，全球瓦楞纸板市场规模也在不断增加，到 2021 年达到了 1.8 万亿美元，并且预计在未来四年内仍将维持着超过 5% 的年均复合增长率，到 2025 年有望突破 2.2 万亿美元。

与此同时，越南出口的高增长也带动了包装纸需求的急剧增加，尤其是纺织、鞋类、海产品、元器件、电子设备等出口占比较高的行业。元哲咨询分析，近年来，越南造纸业的年平均增长率约为 10%-12%，其中包装纸的产能投资项目大，年平均增长率约为 15%-17%。随着需求的强劲增长和纸品在经济中的多元化作用，造纸业贡献了约 1.5% 的 GDP，出口额已超过 10 亿美元。越南已经从一个进口需求的国家成为各种纸的出口国，特别是包装用纸。据元哲咨询分析，2018-2022 年越南纸及纸制品出口额的年均复合增长率达 20.25%，2022 年，越南纸品出口总额为 19 亿美元，同比增长 12.5%。2022 年，美国是越南最大的出口市场，占出口总额的 23.8%，2022 年纸及纸制品对美国市场出口额较 2021 年增长 14.3%，是 2022 年纸及纸制品行业出口增长的主要原因。此外，2022 年越南纸和纸制品对许多市场的出口较 2021 年都有所增加。对柬埔寨的出口增长 21.4%，台湾增长 22.6%，印度尼西亚增长 28.8%，泰国增长 84.6%，澳大利亚增长 12.3%，新加坡增长 10.6%，菲律宾 38.4%，阿联酋 34.9%，等等。

包装纸被认为是造纸行业的主要增长动力，因为它是近年来纸制品中产量和

消费增长率最高。据元哲咨询分析，2022年前6个月包装纸产量达到241.8万吨，占纸张总产量的86.1%。各种尺寸的纸箱都可以在越南制造，尤其是用于产品运输的折叠纸箱。目前，越南向33个国家和5大洲出口包装纸，其中亚洲占最大比重98.9%，其次是非洲0.5%，澳大利亚0.4%，美洲和欧洲0.2%。

（二）标的公司产能

2021年-2023年5月，越南立盛主要以彩印、水印产品为主，二者合计占公司主营业务收入比例分别为94.03%、94.15%及96.13%。

越南立盛主要产品的产量和销量情况如下：

单位：万平方米

年份	产品分类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2023年 1-5月	彩印	1,156.18	746.19	64.54%	748.58	100.32%
	水印	1,097.56	699.98	63.78%	655.29	93.62%
	纸板	2,166.67	1,414.84	65.30%	154.20	10.90%
2022年度	彩印	2,577.50	1,451.92	56.33%	1,449.74	99.85%
	水印	2,634.14	1,828.68	69.42%	1,852.19	101.29%
	纸板	5,200.00	3,252.08	62.54%	536.70	16.50%
2021年度	彩印	2,577.50	1,473.02	57.15%	1,336.93	90.76%
	水印	2,634.14	2,032.49	77.16%	2,040.30	100.38%
	纸板	5,200.00	3,326.16	63.96%	466.57	14.03%

注：越南立盛纸板主要系自供纸箱生产，仅少量对外销售。

2023年1-5月及预测期产能利用情况如下：

年份	2023年 1-5月	2023年 6-12月	2024年	2025年
主营业务收入（万元）	11,272.63	17,457.14	31,602.75	33,182.89
产量（万平方米）	2,861.01	4,430.65	8,020.82	8,421.86
产能（万平方米）	4,420.41	6,188.57	10,608.98	10,608.98
产能利用率（%）	64.72%	71.59%	75.60%	79.38%
年份	2026年	2027年	2028年	稳定年度
主营业务收入（万元）	34,178.37	35,203.72	36,259.84	36,259.84

年份	2023年 1-5月	2023年 6-12月	2024年	2025年
产量（万平方米）	8,674.52	8,934.75	9,202.80	9,202.80
产能（万平方米）	10,608.98	10,608.98	10,608.98	10,608.98
产能利用率（%）	81.77%	84.22%	86.75%	86.75%

经分析，对应未来永续期稳定年度的预测收入（最大预测收入）需要达到的产量约为 9,202.80 万平方米，产能利用率约为 86.75%，产能可以覆盖收入预测数据。

（三）客户稳定性

越南立盛产品的相关物理技术指标符合 TCL、永艺家具、荣威娱乐用品等国内电器、家居产品厂商及国际知名商超的要求，公司的产品在结构强度、可靠性、耐久性、实用性、安全性（保护内容物）方面可以满足下游客户的需求。

设计效果方面，越南立盛产品在实现容装性、保护性与便利性等基本功能的同时，兼顾显示性和陈列性，达到合理、适用、美观的效果。另外，根据国内外去塑环保要求，越南立盛亦可以从环保的角度设计出可操作的结构方案，满足客户多样化需求。绿色化方面，纸包装的回收利用率较高，且越南立盛生产的部分产品具有 FSC 认证，属于绿色环保产品。

越南立盛已取得 G7、GMI 等色彩管理、印刷过程控制方面的国际认证以及国际安全运输协会（ISTA）认证，通过该实验室出具的测试报告具有国际通用性，取得了国际知名客户的广泛认可。

越南立盛 2021 年-2023 年 1-5 月的前五大客户销售情况如下：

单位：万元

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	是否存在关联关系
2023年 1-5月	TCL 智能电器（越南）有限公司	4,637.29	41.14%	否
	越南富力制造股份公司	825.88	7.33%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	547.14	4.85%	否
	越南敬洋有限公司	523.30	4.64%	否

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	是否存在关联关系
	越南 TTI 制造有限公司	486.75	4.32%	否
	合计	7,020.36	62.28%	-
2022 年	TCL 智能电器（越南）有限公司	7,615.94	30.49%	否
	越南敬洋有限公司	2,143.21	8.58%	否
	越南富力制造股份公司	1,493.05	5.98%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,014.66	4.06%	否
	越南永艺家具有限公司	896.21	3.59%	否
	合计	13,163.07	52.69%	-
2021 年	TCL 智能电器（越南）有限公司	3,771.20	17.47%	否
	越南富力制造股份公司	2,658.22	12.31%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,818.11	8.42%	否
	越南 TTI 制造有限公司	1,264.58	5.86%	否
	越南敬洋有限公司	1,205.86	5.59%	否
	合计	10,717.97	49.64%	-

通过 2021 年-2023 年 1-5 月的销售情况可以看出，越南立盛的主要客户相对稳定，没有发生重大变化。

越南立盛采用直销模式，无经销商、代理商。越南立盛的销售部门业务员主要采用主动走访、参加行业展会、网络推广、老客户推荐等方式与越南周边或国际客户建立联系，与客户主要通过签订框架性协议的方式确定合作关系。

越南立盛在产品上有自身特有的核心竞争力，取得了国际知名客户的广泛认可；并且通过多种途径去维系以及开拓客户关系；同时结合越南当地纸制品行业市场环境，包装行业市场需求不断扩大，纸和纸制品行业不断发展，将为越南立盛和客户之间的稳定合作提供了坚实的基础。

（四）税收政策变化

越南当地的税收政策较稳定。在税收优惠方面，越南立盛企业所得税享受税收优惠政策，根据越南财政部 2014 年 6 月 18 日 78/2014/TT-BTC 号文第 20 条第

3 款规定，“项目实施收入免征两年税款，未来四年减征 50%的应纳税额。本通知第十九条第四款规定的新投资项目及企业在工业园区（位于特级中心城区内城区的工业园区除外）实施新投资项目的收益适用该规定。”根据上述规定，越南立盛位于上述地区的新投资项目，自取得应纳税所得额之年起，可享受 2 年免税，4 年减征 50%应纳税额，即越南立盛 2019 年和 2020 年享受免征企业所得税，2021 年至 2024 年享受减半征收企业所得税的优惠政策。根据以上政策，越南立盛的税收优惠将于 2024 年到期，自 2025 年起不再享受减免，评估报告对未来收益预测已考虑上述情况。

综上，越南是东南亚地区的重要经济体，随着经济的快速发展，包装需求大幅增长，而瓦楞纸板作为一种绿色包装产品，在越南市场上的发展也较为迅速，整体市场环境仍有较大的发展潜力。同时，越南立盛的产品取得了国内外知名客户的广泛认可，越南立盛和客户合作的情况较为稳定。未来预测收入对应的产能利用率在其合理范围内，即越南立盛的实际产能可以覆盖预测收入所对应产能。越南整体的税收政策较为稳定，其中涉及的企业所得税优惠政策，已按合规的实际情况预测。因此，收入及盈利预测是审慎、客观的，估值不存在虚高的情况。

三、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问、评估师认为：

结合标的公司截止目前的经营情况及在手订单，2023 年 6-12 月盈利评估预测与实际数据对比无重大差异；本次收入及盈利预测综合考虑了越南当地市场环境、标的公司产能、客户稳定性、税收政策变化等因素，收入及盈利预测审慎、客观，估值不存在虚高的情况。

问题 5、关于标的公司尚未取得环保执照

报告书显示，2023 年 7 月，标的公司越南立盛因未及时办理环境执照即进行生产活动被越南平阳省人民委员会处以罚款并且要求停止运营无环境执照的废物产生源。越南立盛于 2023 年 8 月向平阳工业园区管理局申请授予环境执照，预计将于 2023 年 12 月获得环境执照的批准。

请你公司：

(1) 说明标的公司报告期内环保投资和成本费用支出情况，环保相关成本费用是否和处理公司生产经营产生的污染量相匹配；

(2) 说明越南立盛目前申请授予环境执照的进展，前期长时间未申请的原因，是否存在实质性障碍，如是，请具体说明；

(3) 说明标的企业被越南平阳省人民委员会停止运营相关业务对生产经营的影响，公司整改措施及整改后是否符合当地相关法律法规的规定。

请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司报告期内环保投资和成本费用支出情况，环保相关成本费用是否和处理公司生产经营产生的污染量相匹配

标的公司生产经营所产生的污染物主要为废气、废水、固废等，其中，废气和废水是通过购置相关处理设备进行处理，处理后即可直接排放；固废中的危废是委托有专业资质的危废处理公司进行处置。

(一) 标的公司报告期内环保投资和成本费用支出情况

1、环保设备购置情况

单位：元

序号	新建/购置/ 改造/委托	环境保护设备明细	购置时间	购置金额	处理污染物	设备运行情况 (良好/停用)
1	购置	废水处理设备	2020.8.9	117,815.94	车间废水	良好
2	购置	彩印废气处置设备	2022.5.13	205,800.00	彩印车间 废气	良好

序号	新建/购置/ 改造/委托	环境保护设备明细	购置时间	购置金额	处理污染物	设备运行情况 (良好/停用)
3	购置	锅炉废气处置设备	2022.7.1	107,800.00	锅炉废气	良好

2、固废处置费用支出情况

项目	2023年1-5月	2022年	2021年
固废处置费用（元）	49,664.59	119,297.48	127,679.68
处理量（吨）	55	133	142
单位处置费用（元/吨）	898.91	900.04	901.18

（二）环保相关成本费用是否和处理公司生产经营产生的污染量相匹配

环保设备	设计污染物处理能力	实际污染物排放量
废水处理设备	50 m ³ /天	平均 15 m ³ /天
彩印废气处置设备	52.000 m ³ /h	平均 32.250 m ³ /h
锅炉废气处置设备	10.000 m ³ /h	平均 8.640 m ³ /h

标的公司生产经营过程中产生的污染相对较少，实际污染物排放量均未超过环保设备的设计污染物处理能力，报告期内环保相关成本费用和处理公司生产经营产生的污染量相匹配。

二、越南立盛目前申请授予环境执照的进展，前期长时间未申请的原因，是否存在实质性障碍

（一）目前申请授予环境执照的进展

越南立盛已于 2023 年 12 月 15 日获得越南平阳工业区管理局颁发的“80/GPMT-BQL”号环境执照。

（二）前期长时间未申请的原因，是否存在实质性障碍

越南立盛于 2020 年 8 月就“年产 110,000 吨纸卷、纸箱生产项目”、于 2021 年 11 月就“年产 40,000 吨各类纸质贴纸、吊牌、产品说明书、报告表项目”提交了环境影响评估报告并获得平阳工业区管理局的批复。自 2022 年 1 月 1 日起，越南新《环境保护法》生效，相较于旧法规定，新法将越南企业的投资项目对环境影响的风险等级从高到低划分为 I 至 IV 类，对风险较高的项目监管更加严格，如“产生必须进行处理后才能排放的废水、灰尘、废气，或产生必须按照危险废

物管理规定进行管理的危险废物的 I 类、II 类、III 类投资项目”，企业必须持有环境执照这一新型许可证；已投入运营的项目需在新法生效之日起 36 个月内获得环境执照。根据新法的规定，越南立盛前述在营的生产项目属于第 II 类，因此除完成环境影响评估程序外，还需持有环境执照。

基于前述新法规定，越南立盛自 2022 年 10 月开始准备环境执照申请材料。在此过程中，平阳省工业园区管理局对越南立盛进行现场检查，因发现其未按环境影响评估报告及批复要求完成环保工程等问题，提出整改要求。因此，越南立盛完成整改后于 2023 年 8 月向平阳省工业园区管理局提交申请资料。

综上，越南立盛不存在前期长时间未主动申请环境执照的情况，而是在准备申请期间落实整改措施耗时较长，整改完成后已正式向主管部门申请环境执照，不存在实质性障碍。截至本回复出具日，越南立盛已按规定取得了环境执照。

三、标的企业被越南平阳省人民委员会停止运营相关业务对生产经营的影响，公司整改措施及整改后是否符合当地相关法律法规的规定

根据标的公司说明，越南立盛自收到处罚决定后未暂停生产，且已于 2023 年 8 月向平阳工业园区管理局申请办理授予环境执照并获受理，主管部门也未进一步要求停止运营。根据境外法律意见书，越南平阳省工业园区管理局对越南立盛该等违法行为适用处罚框架中最低罚款的减轻处罚情节，虽然越南立盛实际未停止运营无环境执照的废物产生源，但越南立盛已经申请了环境执照，在此基础上，越南立盛因不停止运营的废物产生源再次被处罚的可能性较低，也不会对越南立盛的生产经营构成重大不利影响。

昆山苏裕已出具《确认函》，“对于越南立盛未执行补充处罚，即未暂停运营无环境执照的废物产生源的行为，如未来被平阳省人民委员会或其他相关政府部门追溯处罚，越南立盛因此遭受的损失本公司将按照本次交易前的持股比例承担。”

因此，越南立盛被越南平阳省人民委员会停止运营相关业务的处罚并未对越南立盛的生产经营活动造成严重影响，并且越南立盛已于 2023 年 12 月 15 日获得环境执照的批准，整改后能够符合当地环保相关法律法规的要求。

四、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问、律师认为：

1、报告期内环保相关成本费用和处理公司生产经营产生的污染量相匹配。

2、越南立盛不存在前期长时间未主动申请环境执照的情况，而是在准备申请期间落实整改措施耗时较长，在整改完成后已正式向主管部门申请环境执照，不存在实质性障碍。越南立盛已于 2023 年 12 月 15 日按规定取得了环境执照。

3、越南立盛被越南平阳省人民委员会停止运营相关业务处罚并未对越南立盛的生产经营活动造成严重影响，并且越南立盛已获得环境执照，整改后能够符合当地环保相关法律法规的要求。

问题 6、关于标的公司毛利率和费用

报告书显示，标的公司 2021 年、2022 年、2023 年 1-5 月主营业务毛利率分别为 10.98%、16.01%、19.44%，可比公司美盈森、龙利得、高义包装 2021 年-2022 年毛利率呈下降趋势。标的公司 2021 年、2022 年销售费用率分别 0.52%、0.61%，管理费用率分别为 1.96%、1.53%，均低于同行业可比公司平均值。标的公司 2021 年、2022 年、2023 年 1-5 月关键管理人员报酬分别为 20.25 万元、20.70 万元、8.95 万元。

请你公司：

(1) 结合标的企业收入成本等相关因素说明毛利率变动趋势与可比公司存在差异的原因及合理性；

(2) 说明标的企业销售费用率、管理费用率低于同行业可比公司平均值的原因及合理性，结合当地薪酬情况及管理人员数量说明关键管理人员报酬的合理性。

请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见，请会计师进一步说明针对境外销售收入真实性、费用准确性实施的审计程序、覆盖范围及比例、审计结论。

回复：

一、结合标的企业收入成本等相关因素说明毛利率变动趋势与可比公司存在差异的原因及合理性；

标的公司 2021 年、2022 年、2023 年 1-5 月主营业务毛利率分别为 10.98%、16.01%、19.44%。2021 年度、2022 年度，同行业可比公司毛利率情况如下：

公司名称	2022 年度	2021 年度
美盈森	17.63%	21.33%
大胜达	13.20%	8.56%
龙利得	17.17%	17.82%
高义包装	25.92%	27.35%
平均数	18.48%	18.77%
越南立盛	16.01%	10.98%

报告期内，标的公司毛利率逐年增长，而可比公司美盈森、龙利得、高义包装 2021 年-2022 年毛利率呈下降趋势，差异主要系：

(1) 与同行业可比公司相比，标的公司所处越南，客户群体、竞争环境有较大不同，越南当地瓦楞包装行业整体处于快速发展期，导致毛利率波动情况与同行业平均水平存在一定差异，但不存在显著性差异，标的公司主营毛利率水平整体处于可比公司区间范围内。

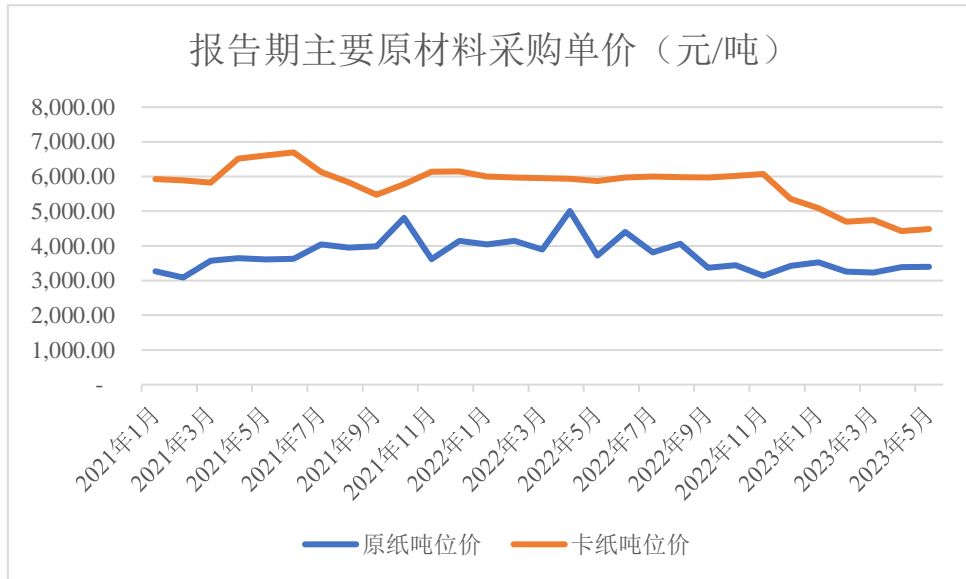
(2) 越南立盛于 2020 年 1 月，注册资本自 73.00 万美元增资至 1,450 万美元，开始逐步扩产。报告期内，标的公司处于快速发展阶段，随着越南立盛收入增加，越南立盛整体生产管理效率及规模效应有一定提升。

结合标的公司收入及成本因素来看，报告期内，标的公司主营业务收入及产品单价情况如下：

单位：万元、万平方米、元/平方米

产品类型	项目	2023 年 1-5 月	2022 年度	2021 年度
彩印产品	收入	4,951.77	10,597.44	10,091.84
	销量	619.08	1,253.39	1,326.51
	单价	8.00	8.46	7.61
水印产品	收入	3,500.58	9,436.21	9,978.32
	销量	655.29	1,852.19	2,040.30
	单价	5.34	5.09	4.89
纸板产品	收入	436.40	1,461.35	1,290.65
	销量	154.20	536.70	466.57
	单价	2.83	2.72	2.77

报告期内，标的公司主要原材料采购单价波动情况如下：



由上可见，报告期内，标的公司彩印产品、水印产品的销售单价整体有提升，越南市场瓦楞包装产品市场整体良好；标的公司主要原材料采购单价整体呈现2021年度波动上升，后波动下行的趋势，与市场价格匹配程度较高。

综上，标的公司毛利率变动趋势与可比公司存在差异主要系标的公司所在国家及所处发展阶段与可比公司存在较大差异，差异具有合理性。

二、说明标的企业销售费用率、管理费用率低于同行业可比公司平均值的原因及合理性，结合当地薪酬情况及管理人员数量说明关键管理人员报酬的合理性。

2021年度、2022年度，越南立盛及同行业可比公司销售费用率情况如下：

公司名称	2022年度	2021年度
美盈森	5.72%	6.96%
龙利得	1.41%	1.09%
大胜达	1.59%	1.66%
高义包装	3.20%	3.06%
平均值	2.98%	3.19%
越南立盛	0.61%	0.52%

2021年度、2022年度，越南立盛及同行业可比公司管理费用率情况如下：

公司名称	2022年度	2021年度
美盈森	6.47%	7.38%

公司名称	2022 年度	2021 年度
龙利得	6.25%	5.63%
大胜达	4.64%	3.57%
高义包装	9.14%	8.96%
平均值	6.63%	6.39%
越南立盛	1.53%	1.96%

标的公司的销售费用率分别为 0.52%、0.61%，管理费用率分别为 1.96%、1.53%，低于行业平均水平，主要系：

(1) 越南当地工资水平低于国内同行业可比公司薪资水平；

(2) 越南立盛尚处于起步快速发展阶段，主要客户如 TCL 智能电器(越南)有限公司、越南荣威体育娱乐用品有限公司、越南 TTI 制造有限公司、伸兴工业有限公司等分别系股东昆山佳合、昆山苏裕、安琪国际固有客户资源或品牌效应吸引，销售人员、管理人员相对精简；

同行业可比公司平均薪资及人均创收匡算情况如下：

单位：万元

销售费用-职工薪酬	平均薪资匡算		人均创收匡算	
	2022 年度	2021 年度	2022 年度	2021 年度
美盈森	23.40	17.03	983.25	858.37
龙利得	8.09	6.39	674.73	795.56
大胜达	16.84	17.62	2,479.83	2,005.30
高义包装	53.84	-	1,099.39	-
越南立盛	6.25	6.10	1,273.05	1,388.22

注：高义包装未披露 2021 年度销售人员数量。

单位：万元

管理费用-职工薪酬	平均薪资匡算		人均管理收入 (营业收入/行政管理人员数量)	
	2022 年度	2021 年度	2022 年度	2021 年度
美盈森	30.86	27.67	930.10	811.98
龙利得	24.62	24.14	763.09	899.74
大胜达	37.56	27.58	1,821.47	1,472.92

管理费用-职工薪酬	平均薪资匡算		人均管理收入 (营业收入/行政管理人员数量)	
	2022 年度	2021 年度	2022 年度	2021 年度
高义包装	18.68	-	381.42	-
越南立盛	8.54	11.99	1,340.06	1,480.77

注 1: 高义包装未披露 2021 年度管理人员数量;

注 2: 越南立盛 2022 年度增加了 4 名低工资水平相关后勤行政人员, 增加后合计 19 名, 人均薪酬有所下降。

截至 2023 年 5 月末, 标的公司行政管理人员 19 人, 其中, 标的公司关键管理人员分别为总经理王建军、副总经理陈玉传及副总经理全颖 3 人, 具体如下:

序号	关键管理人员姓名	背景
1	王建军	截至 2023 年 5 月末, 王建军持有昆山苏裕 30% 股份, 与王建锋、王玉英三人共同控制昆山苏裕, 任昆山苏裕监事。
2	陈玉传	截至 2023 年 5 月末, 陈玉传直接持有昆山佳合 17.55% 股份, 通过佳运源控制昆山佳合 3.58% 股份, 系昆山佳合第二大股东、共同实际控制人, 任昆山佳合董事、总经理。
3	全颖	截至 2023 年 5 月末, 全颖持有安琪国际 100% 股份, 任安琪国际董事。

由上可见, 标的公司 3 名关键管理人员均系标的公司股东之共同实际控制人/实际控制人, 在标的公司起步及快速发展期间, 股东为支持标的公司发展, 关键管理人员薪酬相对较少。

根据 2022 年越南人口生活水平调查公布的初步结果, 平阳省是越南人均收入最高的地区, 达到人均 807.6 万越南盾/月, 约合人民币 2,321.45 元/月。

经比对分析, 越南立盛人均创收及人均管理收入处于同行业可比公司区间范围内, 但处于较高情形, 主要系越南立盛主要客户如 TCL 智能电器(越南)有限公司、越南荣威体育娱乐用品有限公司、越南 TTI 制造有限公司、伸兴工业有限公司等系标的公司股东固有客户资源或品牌效应吸引, 销售人员、管理人员相对精简; 越南立盛平均薪资较国内相对较低, 整体处于合理范围, 主要系越南当地工资水平低于国内同行业可比公司薪资水平。

综上, 标的企业销售费用率、管理费用率低于同行业可比公司平均值主要系标的公司销售人员、管理人员相对精简, 同时越南当地工资水平低于国内同行业

可比公司薪资水平，具有合理性。根据当地薪酬情况及管理人员数量，标的企业关键管理人员报酬具有合理性。

三、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问、会计师认为：

标的企业销售费用率、管理费用率低于同行业可比公司平均值主要系标的公司销售人员、管理人员相对精简，同时越南当地工资水平低于国内同行业可比公司薪资水平，具有合理性。根据当地薪酬情况及管理人员数量，标的企业关键管理人员报酬具有合理性。

四、请会计师进一步说明针对境外销售收入真实性、费用准确性实施的审计程序、覆盖范围及比例、审计结论。

（一）审计程序、覆盖范围及比例

1、获取销售相关的内控制度，了解并评价销售与收款循环内部控制的合理性、有效性，了解销售主要活动流程和关键控制节点并实施穿行测试及控制测试；

2、访谈标的公司销售部门负责人，了解标的公司与境内外客户的销售模式及贸易条款、报告期内公司境外销售业务的发展变化情况；

3、查阅标的公司与主要境外客户签署的销售合同，了解标的公司与客户的交付条款及结算方式；

4、获取并查阅了中国出口信用保险公司关于标的公司主要客户的信用报告，了解主要客户的工商信息、股权结构及经营情况等；

5、对标的公司主要客户进行了访谈，了解双方交易背景、交易模式以及是否存在关联关系等情况，访谈客户的销售收入占报告期各期销售收入的比例分别为 67.15%、59.27%、55.39%。

6、获取标的公司的产品销售区域分布明细表、境外销售数据，结合标的公司境外销售模式，复核标的公司境外销售收入是否符合企业会计准则的规定；

7、获取标的公司出口报关数据并与标的公司财务记录的收入进行匹配，检

查标的公司收入确认的时点与海关报关时点是否一致；

8、对报告期内标的公司的客户执行函证程序，并结合其他项目的函证情况进行验证，具体情况如下：

项目	2023年1-5月	2022年	2021年
应收账款			
发函比例	83.08%	83.89%	86.14%
回函比例	60.72%	60.00%	42.04%
替代测试比例	22.36%	23.89%	44.10%
回函+替代测试	83.08%	83.89%	86.14%
银行存款			
发函比例	100.00%	100.00%	100.00%
回函比例	100.00%	100.00%	100.00%
长短期借款			
发函比例	100.00%	100.00%	100.00%
回函比例	100.00%	100.00%	100.00%
应付账款			
发函比例	78.28%	95.56%	70.31%
回函比例	58.88%	66.19%	40.43%
替代测试比例	19.39%	29.37%	29.88%
回函+替代测试	78.28%	95.56%	70.31%
预付款项			
发函比例	87.59%	79.75%	89.52%
回函比例	66.23%	56.67%	84.72%
替代测试比例	21.37%	23.08%	4.80%
回函+替代测试	87.59%	79.75%	89.52%

9、对标的公司报告期内的销售收入进行抽查，查阅了销售合同、销售订单、出口报关单、销售发票、经签字确认的送货单、对账记录、银行回单、记账凭证等资料，比对数量、单价、产品规格、收入确认时点等信息是否准确；具体情况如下：

单位：万元

项目	2023年1-5月	2022年	2021年
----	-----------	-------	-------

细节测试合计	8,821.97	17,718.85	15,471.02
营业收入	11,444.32	25,461.07	22,211.59
抽样比例	77.09%	69.59%	69.65%

10、针对存货、固定资产、现金，项目组实施实地监盘工作，以验证资产的真实性及从侧面反映收入的真实性。

11、针对费用中的职工薪酬，获取公司的花名册了解公司销售人员构成、并与每个月的工资表以及期后的银行流水发放记录，检查费用中薪酬计提数与发放数是否一致；

12、针对其他费用明细，抽取大额发生额，检查其相关支持性文件，如费用审批单、银行回单、发票、合同、结算单等；

单位：万元

项目	2023年1-5月	2022年	2021年
核查金额	244.09	369.52	400.89
销售、管理费用金额	332.21	544.59	550.94
抽样比例	73.48%	67.85%	72.76%

13、对报告期内的费用执行截止性测试，检查期后销售费用的入账和支付情况，确认费用归集于恰当会计期间，确认销售费用的准确性和完整性。

（二）审计结论

经核查，会计师认为：

标的公司销售收入真实、费用准确。

问题 7、关于标的公司的核心竞争力

报告书显示，瓦楞包装行业进入门槛较低、中小厂商众多，形成行业极度分散的行业格局。标的企业主营业务为纸质印刷包装产品的设计、生产和销售以及瓦楞纸板的生产、销售。截止 2023 年 5 月 31 日，标的公司无专利、商标、软件著作权等知识产权，主要客户是 TCL 智能电器（越南）有限公司、越南富力制造股份公司等。

请你公司：

（1）结合境内外市场行业集中度、技术水平、供需关系等，分析市场行业集中度较低的具体原因，行业的资金和技术门槛是否较低，结合自身业务实际，说明标的公司是否存在行业进入壁垒；

（2）结合产品特性和核心竞争力、下游市场竞争格局、价格传导机制、与客户合作的稳定性与可持续性、新客户开拓情况、期后订单获取情况等，分析标的公司是否具备行业竞争力、是否存在市场份额被同行业竞争对手替代的风险。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、结合境内外市场行业集中度、技术水平、供需关系等，分析市场行业集中度较低的具体原因，行业的资金和技术门槛是否较低，结合自身业务实际，说明标的公司是否存在行业进入壁垒；

（一）市场行业集中度较低的原因

美国瓦楞包装行业发展早于国内，市场集中度较高，2019 年美国纸包装行业的 CR5（业务规模前五名的公司所占的市场份额）约为 78%，规模最大的 IP（国际纸业）市场占有率达到 30% 以上。美国的纸包装龙头企业均拥有数量众多、遍布各地的工厂，以开拓各区域业务，提高市场份额。美国的瓦楞包装行业市场集中度高的原因主要为：（1）行业起步较早，发展至今市场已处于寡头垄断的状态；（2）行业龙头企业的早期扩张策略是横向并购、多地建厂，通过外延扩大服务范围，形成“强者愈强、弱者愈弱”的局面；（3）向上游纵向延伸，实现产业链的整合，降低上游原材料价格波动对生产成本的影响；（4）提供高附

加值的包装整体解决方案，为客户提供一体化的服务。

国内及东南亚瓦楞包装行业之所以行业集中度低，存在众多小型企业，主要有三点原因：（1）市场空间足够大、需求足够丰富，存在小批量、个性化订单；（2）瓦楞包装行业有较明显的运输半径；（3）准入门槛低，购买低价设备和原材料即可开始生产技术水平要求较低的包装产品。

目前，国内及东南亚的瓦楞包装市场尚处于成长期，正在经历从分散到集中的过程。随着环保的要求以及下游客户对包装要求的提升，低端的小型包装企业的生存空间会日渐狭窄，市场集中度预计将逐渐提升。

（二）行业进入壁垒

1、资金规模壁垒

瓦楞包装行业属于资金密集型行业，中高档瓦楞产品的生产线需要较大规模的设备、厂房等固定资产投资；同时，随着业务的发展，企业生产设备的升级换代、扩大产能、产品研发等都需要持续的资金投入；此外，由于消费者需求层次不断提升，品牌客户对包装产品的需求也不断提高，促使包装生产企业不断增加在产品研发上的投入以保持市场竞争力；另外，行业内企业在为客户提供各种规格和品类的产品时，自身须备足相应规格和品类的原材料，大规模的原材料备货也对企业资金造成较大的压力。

瓦楞包装行业具有明显的规模经济效益，企业只有通过扩大生产规模和加大资金投入，为客户及时提供大批量、高质量的产品，形成规模效应，才能在行业竞争中处于领先地位。规模小、供应能力不足的企业将在行业的整合过程中被逐步淘汰出局。倘若新进入的包装制造公司市场开拓能力不足，积累的客户资源数量较小，无法形成规模化经营，同时要面临内部资金、品牌、销售等多方面的制约，在市场竞争中难以取得有利地位。

尽管该行业的资金准入门槛较低，低端包装企业在购买低价设备和原材料后即可开始生产，但中高端市场有较高的资金和规模门槛。截至报告期末，标的公司注册资本 1,450 万美元，总资产已达到了 28,186.15 万元，核心彩印设备均系德国进口，单台价格通常在一千万元以上。小型包装企业由于资金实力有限，对

生产设备、技术研发的方面的投入受到制约。

2、客户认证壁垒

中高端品牌客户在选择包装产品供应商时均实行非常严格的考核认证制度，供应商必须符合一系列严格的选择标准，并通过漫长的考察程序才能与中高端品牌客户确定合作关系。本行业企业在正式成为客户合格供应商之前，其资金和销售规模、研发设计能力、生产能力、品质控制能力、市场响应速度、社会责任等各个方面均需接受客户长期、严格的审核，该考核认证周期通常为数月至数年不等。在成为合格供应商之后，也同样需要经历周期较长的小批量试制、中批量试产才能进入大批量供应，且每年都会对其生产、采购、环保情况、安全管理等方面进行测试、评审和验收。

在现代包装产业发展阶段，中高端消费品包装主要为客户定制的非标产品，众多下游行业客户新产品研发与生产的周期越来越短，产品更新换代的速度越来越快，这对包装供应商的设计能力、柔性制造能力、产品与服务的品质保障能力等综合实力提出了较高要求。下游客户，尤其是大型客户为了保持其自身产品品质的安全性与稳定性，不会轻易更换其包装服务供应商，这对新入企业争夺客户资源也设置了障碍。因此，瓦楞包装行业的生产企业存在较高的客户认可度壁垒。

标的公司已进入了 TCL 智能电器（越南）有限公司、越南荣威体育娱乐用品有限公司、越南永艺家具有限公司、越南 TTI 制造有限公司等国内电器、家居产品厂商及国际知名商超的供应商体系，公司的产品在结构强度、可靠性、耐久性、实用性、安全性（保护内容物）方面可以满足下游客户的需求。新进入包装企业尚需经历较为严格、耗时相对较长的客户认证周期，标的公司就此形成了一定客户认证壁垒。

3、技术与工艺壁垒

中高档纸箱具有低克重、轻量化、高强度、图案色彩还原度高等特点，而批量生产这类高档纸箱需要纸箱生产企业具有较高的瓦楞纸箱制作工艺，高精度、细腻的印刷内容也要求厂商具备较高的印刷技术和工艺水平。为应对上述需求，中高档纸箱生产厂商需引进高性能印刷机、高性能瓦楞纸板生产线，同时具备较好的技术积累和工艺经验。掌握先进的生产技术及工艺需要时间和经验的积累，

这对新进入行业的企业构成了一定的障碍。并且随着知名品牌客户对智能化包装、整体包装解决方案服务的需求与日俱增，市场对瓦楞纸箱企业的产品研发、设计以及生产运营等方面提出了更高的技术要求。未来瓦楞纸箱企业新的发展领域将随着行业研发水平和技术工艺水平的提高而拓宽，这对于新进入行业的企业将构成更大的技术壁垒。

基于标的公司股东昆山苏裕、昆山佳合的技术支持，标的资产目前已取得 G7、GMI 等色彩管理、印刷过程控制方面的国际认证以及国际安全运输协会（ISTA）认证，通过该实验室出具的测试报告具有国际通用性，赢得客户的广泛认可。标的公司目前已在结构设计技术、色彩管理技术和结构性能测试技术方面具有一定竞争优势，掌握先进的生产技术及工艺需要时间和经验的积累，这对新进入行业的企业构成了一定的障碍。

综上，低端瓦楞纸箱行业的资金和技术门槛较低，中高端瓦楞纸箱市场上资金和技术门槛较高，基于标的公司股东的资金、技术及客户资源支持，标的公司已于资金及规模、客户认证、技术与工艺方面形成了一定行业进入壁垒。

二、结合产品特性和核心竞争力、下游市场竞争格局、价格传导机制、与客户合作的稳定性与可持续性、新客户开拓情况、期后订单获取情况等，分析标的公司是否具备行业竞争力、是否存在市场份额被同行业竞争对手替代的风险。

（一）产品特性和核心竞争力

行业内主流技术包括印刷技术、设计能力、印刷后段工艺。标的公司的生产工艺、技术所处阶段主要体现在结构设计技术、色彩管理技术和结构性能测试技术方面。瓦楞纸制品包装在新材料、新工艺等功能性方面持续创新突破，绿色环保型包装正成为行业的重要发展趋势。

标的公司已形成了标准化生产管理体系，建立了结构设计、色彩管理到结构性能测试一体化生产。为保证工厂质量，标的公司通过了 ISO 9001:2015 质量管理体系认证及 ISO14001:2015 环境管理体系认证，并定期接受内部及外部的质量保证审核。在保证深刻理解客户产品需求的同时，将客户产品需求及时反馈至日常生产中，改进生产工艺。

标的资产产品的相关物理技术指标符合 TCL 集团、永艺家具、荣威娱乐用品等国内电器、家居产品厂商及国际知名商超的要求，公司的产品在结构强度、可靠性、耐久性、实用性、安全性（保护内容物）方面可以充分满足下游客户的需求。

设计效果方面，标的公司产品在实现容装性、保护性与便利性等基本功能的同时，兼顾显示性和陈列性，达到合理、适用、美观的效果。另外，根据国内外去塑环保要求，标的公司亦可以从环保的角度设计出可操作的结构方案，满足客户多样化需求。绿色化方面，纸包装的回收利用率较高，且标的公司生产的部分产品具有 FSC 认证，属于绿色环保产品。

标的公司已取得 G7、GMI 等色彩管理、印刷过程控制方面的国际认证以及国际安全运输协会（ISTA）认证，通过该实验室出具的测试报告具有国际通用性，赢得客户的广泛认可。

（二）下游市场竞争格局、价格传导机制

标的公司的下游客户主要分布在家用电器、家具行业，且标的公司下游客户的产品大多销往欧美知名商超。随着全球制造业工业的转移，越南逐渐向制造业大国发展，商品和服务消费领域的增长越来越迅速，电子、制药、医疗保健、食品、饮料等行业使用经济、环保、轻质的包装产品的终端用户越来越多，促使越南包装行业的市场需求不断增长，其中纸箱包装是增长最快的细分行业之一。标的公司下游行业的需求规模较大，发展前景较好。

标的公司向客户销售产品采用市场定价方式，成本加成一定利润，综合考虑市场行情，并与客户协商一致。根据主要合同约定，标的公司对同类产品的定价约定了有效期，如遇价格调整，需在调整前提前书面通知客户并进行协商。面对原材料价格波动，标的公司有一定调整销售价格的能力，但存在调整周期，向下游传导原材料成本波动整体具有一定的滞后性。

（三）与客户合作的稳定性与可持续性、新客户开拓情况、期后订单获取情况

报告期内，标的公司前五大客户销售情况如下：

单位：万元

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	是否存在关联关系
2023年 1-5月	TCL 智能电器（越南）有限公司	4,637.29	41.14%	否
	越南富力制造股份公司	825.88	7.33%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	547.14	4.85%	否
	越南敬洋有限公司	523.30	4.64%	否
	越南 TTI 制造有限公司	486.75	4.32%	否
	合计	7,020.36	62.28%	-
2022年	TCL 智能电器（越南）有限公司	7,615.94	30.49%	否
	越南敬洋有限公司	2,143.21	8.58%	否
	越南富力制造股份公司	1,493.05	5.98%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,014.66	4.06%	否
	越南永艺家具有限公司	896.21	3.59%	否
	合计	13,163.07	52.69%	-
2021年	TCL 智能电器（越南）有限公司	3,771.20	17.47%	否
	越南富力制造股份公司	2,658.22	12.31%	否
	越南荣威体育娱乐用品有限公司	1,818.11	8.42%	否
	越南 TTI 制造有限公司	1,264.58	5.86%	否
	越南敬洋有限公司	1,205.86	5.59%	否
	合计	10,717.97	49.64%	-

由上可见，越南立盛的主要客户相对稳定，没有发生重大变化。标的公司新客户群体开拓相对较少，前五大客户中不存在属于新客户的情形。标的公司目前经营战略主要集中在配合及服务于现有主要战略客户的新产线、新产品等扩张需求，在稳固现有家居用品行业客户资源的基础上，服务支持好终端大型欧美商超及其他国际知名品牌，进一步扩大在家用电器、家具包装行业的市场占有率。

2023年1-5月，标的公司实现主营业务收入11,272.63万元，2023年1-11月，标的公司接单情况如下：

项目	越南盾金额	人民币金额（万元）
彩印产品	577,717,564,335	17,230.43
水印产品	378,692,999,157	11,294.52
纸板产品	19,029,302,767	567.55
合计	853,058,030,123	29,092.49

由上可见，标的公司期后订单情况良好。

综上，结合产品特性和核心竞争力、下游市场竞争格局、价格传导机制、与客户合作的稳定性与可持续性、新客户开拓情况、期后订单获取情况等分析，标的公司具备行业竞争力、市场份额被同行业竞争对手替代的风险较小。

三、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、市场行业集中度较低的原因主要为：（1）市场空间足够大、需求足够丰富，存在小批量、个性化订单；（2）瓦楞包装行业有较明显的运输半径；（3）准入门槛低，购买低价设备和原材料即可开始生产技术水平要求较低的包装产品；

2、低端瓦楞纸箱行业的资金和技术门槛较低，中高端瓦楞纸箱市场上资金和技术门槛较高，基于标的公司股东的资金、技术及客户资源支持，标的公司已于资金及规模、客户认证、技术与工艺方面形成了一定行业进入壁垒。

3、结合产品特性和核心竞争力、下游市场竞争格局、价格传导机制、与客户合作的稳定性与可持续性、新客户开拓情况、期后订单获取情况等分析，标的公司具备行业竞争力、市场份额被同行业竞争对手替代的风险较小。

问题 8、关于是否构成关联交易

报告书显示，2020 年 1 月 17 日，你公司与昆山苏裕等公司通过增资入股形式投资越南立盛，昆山苏裕持有越南立盛 45% 的股份。根据你公司公开披露文件，昆山苏裕是你公司的主要供应商，2022 年 1 月-6 月采购额占比 6.65%。本次交易未设置业绩补偿承诺。

请你公司：

(1) 结合你公司、昆山苏裕、越南立盛的股权结构、控股股东、实际控制人背景，说明交易对手方昆山苏裕与你公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，根据《北京证券交易所股票上市规则（试行）》相关条款、市场可比案例、报告期昆山苏裕与你公司的交易情况，核实并说明本次现金购买股权是否构成关联交易；

(2) 结合所采用的评估方法、定价依据、交易对方与你公司关系等因素，详细论证未设置业绩补偿承诺是否合理，如何保障上市公司及中小股东权益。

请独立董事、独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

回复：

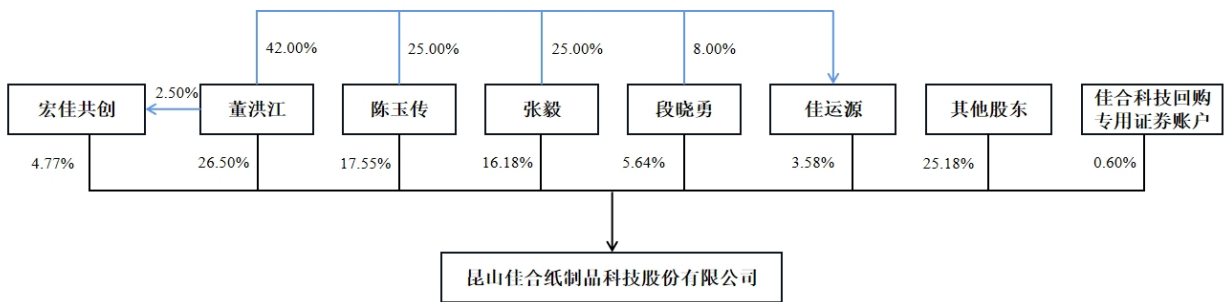
一、结合公司、昆山苏裕、越南立盛的股权结构、控股股东、实际控制人背景，说明交易对手方昆山苏裕与公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，根据《北京证券交易所股票上市规则（试行）》相关条款、市场可比案例、报告期昆山苏裕与公司的交易情况，核实并说明本次现金购买股权是否构成关联交易

(一) 交易对手方昆山苏裕与上市公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系

1、上市公司的股权结构、控股股东、实际控制人背景

(1) 上市公司的股权结构

截至本回复出具日，公司的股权结构如下：



(2) 上市公司的控股股东、实际控制人

董洪江直接持有上市公司 26.50%股份，通过宏佳共创控制上市公司 4.77%股份，为上市公司控股股东。

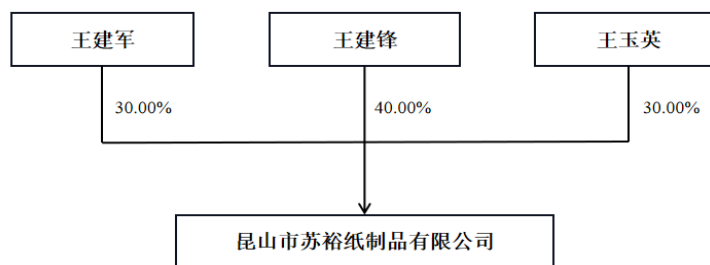
董洪江、陈玉传、张毅、段晓勇四人合计直接持有上市公司 65.87%股份，董洪江担任执行事务合伙人的宏佳共创持有上市公司 4.77%股份，陈玉传担任执行事务合伙人的佳运源持有上市公司 3.58%股份，上述四人已签署一致行动协议，合计控制公司 74.22%的股份表决权，为公司共同实际控制人。

董洪江、陈玉传、张毅三人系有限公司的创始股东，段晓勇于 2010 年通过增资入股成为公司股东，四人均在纸制品包装行业从业多年，具备丰富的行业经验和深厚的资源积累。

2、昆山苏裕的股权结构、控股股东、实际控制人背景

(1) 昆山苏裕的股权结构

截至本回复出具日，昆山苏裕的股权结构如下：



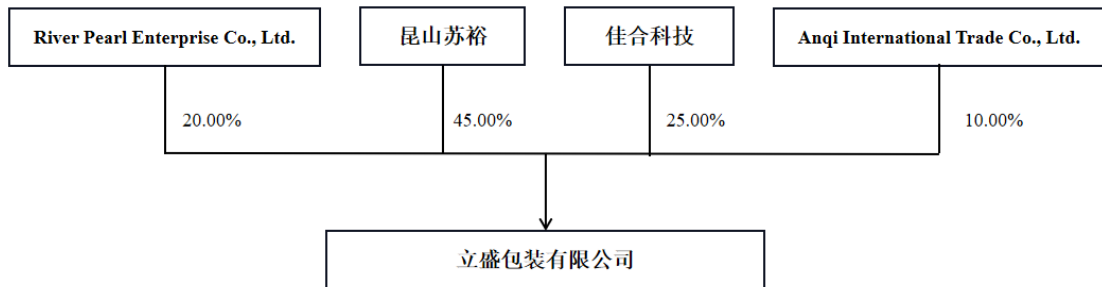
(2) 昆山苏裕的控股股东、实际控制人

王建锋、王玉英、王建军分别持有昆山苏裕 40%、30%、30%股权，王建锋与王玉英为夫妻关系，王建锋与王建军为兄弟关系，三人共同控制昆山苏裕。

王建锋、王玉英、王建军互为亲属关系，三人长期共同投资和经营纸制品包装企业，生产和销售的主要产品为瓦楞纸板和瓦楞纸箱，属于上市公司的上游产业。

3、越南立盛的股权结构、控股股东、实际控制人背景

(1) 越南立盛的股权结构



(2) 越南立盛的控股股东、实际控制人

昆山苏裕直接持有越南立盛 45%股权，为越南立盛的控股股东，王建锋担任越南立盛的股东会主席。昆山苏裕由王建锋、王玉英、王建军共同控制，因此，越南立盛的实际控制人为王建锋、王玉英、王建军。

4、上市公司与昆山苏裕之间的关系

(1) 共同投资越南立盛

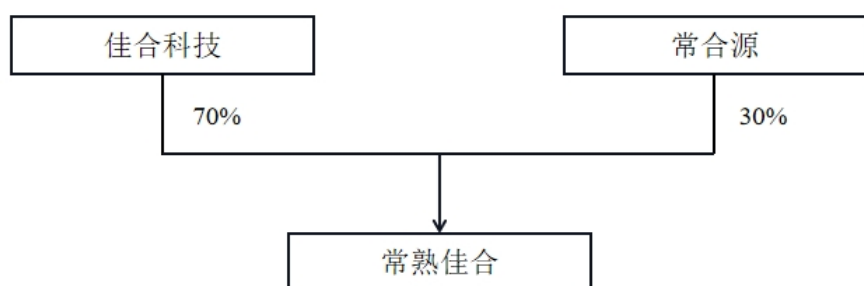
2020年1月17日，佳合科技、昆山苏裕、河珍实业通过增资入股形式与安琪国际共同投资越南立盛，本次增资完成后，越南立盛注册资本金为335,273,189,403.00越南盾，相当于14,500,000.00美元，企业性质变更为两成员以上有限责任公司。

本次增资后，越南立盛的股权结构如下：

序号	股东名称	出资额（越南盾）	出资额（美元）	出资比例（%）
1	昆山苏裕	150,955,874,913.00	6,525,000.00	45.00
2	佳合科技	83,864,375,000.00	3,625,000.00	25.00
3	河珍实业	67,105,999,490.00	2,900,000.00	20.00
4	安琪国际	33,346,940,000.00	1,450,000.00	10.00
合计		335,273,189,403.00	14,500,000.00	100.00

（2）昆山苏裕实际控制人之一王玉英间接参股常熟佳合

常熟佳合系上市公司控股子公司，主营业务为瓦楞纸板、柔印纸箱的生产、销售，其股权结构如下：



因看好常熟佳合的发展，昆山苏裕实际控制人之一王玉英与其他财务投资者通过昆山常合源企业管理中心（有限合伙）（以下简称“常合源”）参股常熟佳合，常合源的基本情况如下：

公司名称	昆山常合源企业管理中心（有限合伙）		
成立时间	2018年2月2日		
注册资本	1,500.00 万元		
地址	昆山开发区环娄路 228 号		
执行事务合伙人	杜儒		
营业范围	企业管理与咨询；项目管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）		
合伙人构成	合伙人姓名	类型	出资比例（%）
	杜儒	普通合伙人	13.33
	王玉英	有限合伙人	20.00
	李英	有限合伙人	13.33
	陈雷	有限合伙人	13.33
	凌妹	有限合伙人	13.33

	石永盛	有限合伙人	13.33
	赵大华	有限合伙人	6.67
	宋健	有限合伙人	6.67

(3) 昆山苏裕系上市公司之供应商

上市公司自 2001 年公司设立时即开始与昆山苏裕建立业务合作关系，主要向昆山苏裕采购瓦楞纸板，基于双方良好的合作关系，昆山苏裕逐步成为公司的主要供应商。2017 年，上市公司业务向上游产业链延伸，投资设立控股子公司常熟佳合，主营业务为瓦楞纸板、瓦楞纸箱的生产、销售，自此上市公司生产所需的纸板主要从常熟佳合采购，相应地与昆山苏裕交易金额逐渐减少。

报告期内，上市公司（含子公司）向昆山苏裕采购纸板的具体情况如下：

交易内容	交易金额（万元）		
	2023 年 1-5 月	2022 年	2021 年
采购纸板	54.45	236.01	428.08
占营业成本比例	0.61%	0.95%	1.34%

报告期内，上市公司向昆山苏裕采购纸板的金额占营业成本比例分别为 1.34%、0.95%、0.61%，占比较低，且交易定价均遵循市场公允价格。

5、昆山苏裕与上市公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系

根据昆山苏裕的实际控制人王建锋、王玉英、王建军填写的调查问卷，三人与上市公司的控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系。

昆山苏裕已出具《关于与上市公司关联关系的说明函》：

“1、本次交易完成前，本公司除持有上市公司参股子公司立盛包装有限公司 45%的股权外，与上市公司及其控股股东、实际控制人之间不存在关联关系；本次交易完成后，本公司将成为上市公司控股子公司的少数股东。

2、截至本承诺函出具之日，本公司不存在向上市公司推荐董事或者高级管理人员的情况。”

综上，昆山苏裕与上市公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系。

（二）本次现金购买股权不构成关联交易

1、《北京证券交易所股票上市规则（试行）》的相关规定

根据《北京证券交易所股票上市规则（试行）》（以下简称《上市规则》）的规定：

“关联方是指上市公司的关联法人和关联自然人。

具有以下情形之一的法人或其他组织，为上市公司的关联法人：

（1）直接或者间接控制上市公司的法人或其他组织；

（2）由前项所述法人直接或者间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织；

（3）关联自然人直接或者间接控制的、或者担任董事、高级管理人员的，除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织；

（4）直接或者间接持有上市公司 5%以上股份的法人或其他组织；

（5）在过去 12 个月内或者根据相关协议安排在未来 12 个月内，存在上述情形之一的；

（6）中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与公司有特殊关系，可能或者已经造成上市公司对其利益倾斜的法人或其他组织。

上市公司与上述第 2 目所列法人或其他组织受同一国有资产管理机构控制的，不因此构成关联关系，但该法人或其他组织的董事长、经理或者半数以上的董事兼任上市公司董事、监事或高级管理人员的除外。

具有以下情形之一的自然人，为上市公司的关联自然人：

（1）直接或者间接持有上市公司 5%以上股份的自然人；

（2）上市公司董事、监事及高级管理人员；

(3) 直接或者间接地控制上市公司的法人的董事、监事及高级管理人员；

(4) 上述第 1、2 目所述人士的关系密切的家庭成员，包括配偶、父母、年满 18 周岁的子女及其配偶、兄弟姐妹及其配偶，配偶的父母、兄弟姐妹，子女配偶的父母；

(5) 在过去 12 个月内或者根据相关协议安排在未来 12 个月内，存在上述情形之一的；

中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能或者已经造成上市公司对其利益倾斜的自然人。”

对照《上市规则》关于关联方的相关规定，昆山苏裕的实际控制人及主要管理人员王建锋、王玉英、王建军不属于上市公司的关联自然人；昆山苏裕不属于上市公司的关联法人。

2、市场可比案例

上市公司	项目类型	交易方案	相关主体之间关系	关联关系认定
机器人 (300024)	收购参股子公司 60% 股权	上市公司以自有或自筹资金收购沈阳达锐投资管理有限公司（以下简称“达锐投资”）持有的参股子公司沈阳新松投资管理有限公司（“新松投资”）60% 的股权	本次收购前，交易对方达锐投资持有新松投资 60% 的股权，机器人持有新松投资 40% 的股权。收购完成后，上市公司持有新松投资 100% 股权。	本次交易事项不构成关联交易
万事利 (301066)	收购参股子公司 31% 股权	上市公司拟以 1650 万元收购上海帛阳纺织科技有限公司（“上海帛阳”）持有的杭州帛阳新材料科技有限公司（“杭州帛阳”）31% 股权	本次收购前，交易对方上海帛阳持有杭州帛阳 80% 的股权，上市公司持有杭州帛阳 20% 股权。收购完成后，上市公司持有杭州帛阳 51% 股权，纳入公司合并财务报表范围。	本次交易事项不构成关联交易
建发股份 (600153)	重大资产购买	上市公司及其控股子公司联发集团拟向红星美凯龙控股集团有限公司（“红星控股”）支付现金	本次交易前，上市公司及其控股子公司不持有美凯龙股权，红星控股持有美凯龙 54.85% 的股份；本次交易完成后，上市公司	本次交易对方红星控股非上市公司关联方，本次交易不构成关联交易

上市公司	项目类型	交易方案	相关主体之间关系	关联关系认定
		购买其持有的红星美凯龙家居集团股份有限公司(“美凯龙”)29.95%的股份	及其控股子公司持有美凯龙 29.95%的股份,成为第一大股东,红星控股持有美凯龙 24.90%的股份,成为第二大股东(5%以上主要股东)。	

3、上市公司与昆山苏裕的交易情况

上市公司与昆山苏裕的交易情况详见本题之“(一)交易对手方昆山苏裕与上市公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系”之“4、上市公司与昆山苏裕之间的关系”之“(3)昆山苏裕系上市公司之供应商”。

二、结合所采用的评估方法、定价依据、交易对方与公司关系等因素,详细论证未设置业绩补偿承诺是否合理,如何保障上市公司及中小股东权益

(一)本次交易所采用的评估方法、定价依据、交易对方与上市公司关系

1、本次交易所采取的评估方法、定价依据

(1)本次交易所采取的评估方法

本次交易中,天源资产评估以2023年5月31日为评估基准日,采用资产基础法和收益法对越南立盛的股东全部权益价值进行了评估,并以收益法的评估结果作为评估结论。根据天源资产评估出具的《资产评估报告》,本次标的资产评估整体情况如下:

单位:万元

评估对象	账面净资产	资产基础法			收益法		
		评估值	评估增值	评估增值率	评估值	评估增值	评估增值率
越南立盛股东全部权益价值	16,721.15	17,562.08	840.93	5.03%	18,023.00	1,301.85	7.79%

考虑到一般情况下,资产基础法仅能反映越南立盛各项资产的自身价值,而不能全面、合理的体现越南立盛的整体价值,并且采用资产基础法也无法涵盖诸

如、客户资源、人力资源、生产技术等无形资产的价值。越南立盛已经经营多年，其运营管理团队、销售和采购渠道已比较稳定，积累了一定的销售网络、客户资源和经营管理经验等。评估机构经过对越南立盛财务状况的调查及历史经营业绩分析，依据评估准则的规定，结合本次评估对象、评估目的及适用的价值类型，经过比较分析，认为收益法的评估结果能更全面、合理地反映越南立盛的股东全部权益价值，因此选定以收益法评估结果作为越南立盛的股东全部权益价值。

（2）本次交易的定价依据

本次交易以天源评估出具的《资产评估报告》的评估结果为依据，经交易双方协商一致，同意本次交易越南立盛 26%股权的最终作价为 4,498.00 万元。

2、交易对方与上市公司关系

本次交易的交易对方昆山苏裕与上市公司关系详见本题之第(1)项之回复。

（二）本次交易未设置业绩补偿承诺的原因及合理性

1、本次交易不设置业绩补偿承诺，符合《重组管理办法》第三十五条的规定

根据《重组管理办法》第三十五条的规定，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后三年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议，但上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。

本次交易的交易方案为：上市公司拟以支付现金方式购买昆山苏裕持有的越南立盛 26%股权。本次交易的交易对方为昆山苏裕，不属于上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，且本次交易为现金收购，不会导致上市公司控制权发生变更。

根据《重组管理办法》相关规定并结合本次交易方案，虽然本次交易的评估定价采取收益法，但鉴于：（1）本次重组的交易对方不属于上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（2）本次交易采取现金方式，不会导致上市公司控制权发生变更，因此本次交易不属于《重组管理办法》规定必须设置业绩承诺的情形，本次交易不设置业绩补偿承诺，符合《重组管理办法》第三十五条的规定。

2、本次交易将扩大上市公司区域生产布局，提升上市公司综合实力和市场竞争能力，有利于上市公司增强盈利能力和持续经营能力，符合上市公司和全体股东的利益

本次交易完成后，上市公司将直接持有越南立盛 51% 股权，越南立盛变更为上市公司的控股子公司，纳入合并报表范围。根据上市公司财务报表及中汇会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《备考审阅报告》，本次交易完成后，上市公司资产规模、营业收入、净利润、基本每股收益将得以提升。

本次交易完成后，越南立盛将成为上市公司在境外的控股子公司，聚焦越南市场的纸质印刷包装业务，与上市公司实现规模效应和协同效应，提升上市公司综合实力和市场竞争能力；报告期内，越南立盛的营业收入、净利润持续增长，盈利能力突出，其经营业绩纳入上市公司合并财务报表范围，将显著提升上市公司收入规模及盈利能力，有利于上市公司增强持续经营能力，符合上市公司和全体股东的利益。

3、该安排系交易各方商业谈判的结果，具有合理性

鉴于：（1）本次交易采取收益法评估结果作为评估结论，越南立盛 100% 股权价值为 18,023.00 万元，评估增值 1,301.85 万元，增值率 7.79%，评估增值率不高；（2）经交易双方协商一致，越南立盛 100% 股权作价为 17,300.00 万元，标的资产越南立盛 26% 股权的最终作价为 4,498.00 万元，收购成本低于标的公司可辨认净资产公允价值份额，本次收购未产生商誉；（3）上市公司在印刷包装领域具有一定知名度，在销售渠道及生产技术等方面具有较强实力，与越南立盛存在较强的协同效应，本次交易有利于提升上市公司收入规模及盈利能力，增强上市公司持续经营能力。

故经各方充分协商，为推进本次交易，各方同意就本次交易不设置业绩补偿承诺，该等安排系交易各方商业谈判的结果，具有合理性。

（三）保障上市公司及中小股东权益的相关措施

1、上市公司相关方已出具关于本次交易摊薄即期回报采取填补措施的承诺

根据上市公司财务报表及中汇会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《备考审阅报告》，本次交易完成后，上市公司归属于母公司所有者的净利润以及基本每股收益均有明显的增加，上市公司即期回报被摊薄的风险较小。

上市公司制定了一系列具体措施，以降低本次交易可能摊薄公司即期回报的影响。同时，上市公司控股股东、董事、高级管理人员已出具关于公司本次交易摊薄即期回报采取填补措施的承诺，以保障上市公司填补被摊薄即期回报措施能够得到切实履行。具体承诺内容详见重组报告书“重大事项提示”之“六、本次交易相关方所作出的重要承诺”之“（一）上市公司、控股股东及一致行动人、董事、监事及高级管理人员作出的重要承诺”之“关于本次交易摊薄即期回报采取填补措施的承诺”。

2、本次交易履行了必要的决策程序和信息披露义务，充分考虑了上市公司和中小股东的利益

截至本回复出具日，本次交易已履行了必要的决策程序和信息披露义务，具体如下：

1、2023年4月17日，上市公司披露《昆山佳合纸制品科技股份有限公司关于筹划重大资产重组的提示性公告》（公告编号：2023-047），披露上市公司拟与交易对方进行本次交易。

2、2023年6月2日、2023年7月14日、2023年9月28日，上市公司披露了《关于筹划重大资产重组的进展公告》（公告编号：2023-085）、《关于筹划重大资产重组的进展公告》（公告编号：2023-087）、《关于筹划重大资产重组的进展公告》（公告编号：2023-110），披露了本次交易的进展情况。

3、2023年11月17日，上市公司召开独立董事专门会议，审议通过了本次

交易的相关议案。

4、2023年11月21日，上市公司召开第三届董事会第六次会议，审议通过了本次交易的相关议案。同日，上市公司与交易对方、标的公司签署了《股权转让协议》。

5、对于本次交易的标的资产，上市公司已聘请具有专业资格的独立财务顾问、法律顾问、审计机构、评估机构等中介机构，对本次交易进行尽职调查并出具专业意见，确保本次交易定价公允、公平、合理。

6、上市公司独立董事已对本次交易标的评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性发表了独立意见。

7、本次交易尚需提交上市公司股东大会审议。

综上，上市公司已就本次交易履行了现阶段必要的决策程序和信息披露义务，充分考虑了上市公司和中小股东的利益，符合相关法律、法规和规范性文件的规定及《公司章程》的规定。

三、独立董事意见

上市公司独立董事李丹云、禹久泓、张鹏发表意见如下：

1、本次交易的交易对手方昆山苏裕与上市公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系，昆山苏裕不属于上市公司的关联法人，本次现金收购股权不构成关联交易。

2、本次交易不设置业绩补偿承诺，符合《重组管理办法》第三十五条的规定；鉴于本次交易的标的资产评估增值率不高，且上市公司与越南立盛存在较强的协同效应，经充分协商，各方同意就本次交易不设置业绩补偿承诺，该等安排系交易各方商业谈判的结果，具有合理性。

3、上市公司已制定填补即期回报采取的措施；上市公司控股股东、董事、高级管理人员已出具关于公司本次交易摊薄即期回报采取填补措施的承诺，以保障上市公司填补被摊薄即期回报措施能够得到切实履行；上市公司已就本次交易履行了现阶段必要的决策程序和信息披露义务，本次交易有利于上市公司提高资

产质量、增强盈利能力、提升市场竞争力，上市公司采取的一系列措施能够保障中小股东的权益。

四、中介机构的核查意见

经核查，独立财务顾问、律师认为：

1、交易对手方昆山苏裕与上市公司、控股股东、实际控制人及其关联方、董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系；根据《上市规则》相关规定，结合市场可比案例、报告期昆山苏裕与上市公司的交易情况，本次上市公司支付现金购买昆山苏裕持有的越南立盛 26%股权不构成关联交易。

2、本次交易不属于《重组管理办法》规定必须设置业绩承诺的情形，本次交易不设置业绩补偿承诺，符合《重组管理办法》第三十五条的规定；本次交易的标的资产评估增值率不高，且上市公司与越南立盛存在较强的协同效应，经各方充分协商，为推进本次交易，各方同意就本次交易不设置业绩补偿承诺，该等安排系交易各方商业谈判的结果，具有合理性。

3、上市公司已制定填补即期回报采取的措施，上市公司控股股东、董事、高级管理人员已出具关于公司本次交易摊薄即期回报采取填补措施的承诺，以保障上市公司填补被摊薄即期回报措施能够得到切实履行；上市公司已就本次交易履行了现阶段必要的决策程序和信息披露义务，本次交易有利于上市公司提高资产质量、增强盈利能力、提升市场竞争力，上市公司采取的一系列措施能够保障中小股东的权益。

问题 9、其他事项

报告书显示，你公司披露的标的公司税务、印刷、环保等行政处罚的罚款金额单位均为越南盾，未将外币表达方式换算成人民币单位进行披露。个别披露数据缺少单位。

请你公司：

将重组报告书中相关财务数据的外币表达方式换算成人民币单位进行披露，同时核实相关数据单位。

回复：

上市公司已将重组报告书中标的公司税务、印刷、环保等行政处罚的罚款金额等换算成人民币单位进行披露，并补充报告书中缺少的数据单位。

特此公告。

昆山佳合纸制品科技股份有限公司

董事会

2023 年 12 月 19 日