

山鹰国际控股股份公司

关于收到上海证券交易所监管问询函的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、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法律责任。

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）于 2026 年 6 月 8 日收到上海证券交易所上证公函【2026】1017 号《关于山鹰国际控股股份公司 2025 年年度报告的信息披露监管问询函》（以下简称“《问询函》”），现就《问询函》中涉及的相关事项回复说明如下：

【问题一】

关于供应链融资。年报显示，公司报告期内在全球回收纤维主产区开展贸易业务，实现贸易收入 18.16 亿元。公司通过贸易业务形成的应付款项开展供应链融资安排，具体包括产业链数据贷、融苏行 e 链业务、融链通业务等，融资截至期末余额分别为 3.18 亿元、1.99 亿元和 0.2 亿元。

请公司补充披露：（1）开展供应链融资的背景及原因；分类型说明各融资安排的具体操作模式、所提供的凭证资料；列示最近三年各年前五大融资情况，包括融资金额、融资方名称，并说明融资主体是否与公司控股股东、实际控制人存在关联关系；（2）开展供应链融资对应业务的具体内容，包括交易背景、主要交易内容、客户及供应商名称、货物从上游供应商至下游客户的仓储及流转方式、资金流转路径；说明是否存在合同、货物流、资金流的底层支持文件，相关业务是否具有商业实质；（3）量化分析该供应链融资业务对公司财务影响，并结合供应商融资的商业模式及业务实质、可比公司情况，说明公司相关会计处理是否符合会计准则规定；（4）对照《企业会计准则第 14 号-收入》关于主要责任人与代理人的判断原则，逐项分析公司在交易中是否承担存货风险、定价自主权、信用风险及物流责任等核心义务，说明公司贸易业务总额法核算是否与业务实质相符。请年审会计师核查并发表意见。

公司回复：

一、开展供应链融资的背景及原因；分类型说明各融资安排的具体操作模式、所提供的凭证资料；列示最近三年各年前五大融资情况，包括融资金额、融资方名称，并说明融资主体是否与公司控股股东、实际控制人存在关联关系；

（一）开展供应链融资的背景及原因

公司 2025 年度 18.16 亿元全球回收纤维贸易业务收入 93.44%由总部位于荷兰的 WPT 所产生，该部分业务不涉及本问题项下的供应链融资。本问题项下的供应链融资安排全部基于公司国内各造纸、包装生产基地真实原材料采购所形成的应付账款开展，融资主体均为公司上游原材料供应商。

公司生产核心原材料为国内废纸、木浆、再生纤维等。该等原料采购具有采购量大、周转频次高、结算集中的特征，上游供应商以中小贸易商、区域回收企业为主，该类主体普遍存在单体规模小、资金实力弱、账期承受能力低、融资渠道窄的特点。同时，与公司战略合作的银行响应国家号召向公司推行包含供应链金融在内的普惠金融业务。

在此背景下，公司依托自身信用优势，通过与多家银行合作开展供应链融资，将公司信用延伸传导至上游中小供应商，帮助其在供货后快速回笼资金，降低供应商融资成本，稳定原料供应渠道。公司全部供应链融资均以真实采购行为为基础，依托产业链真实交易场景开展，全程嵌入货物流、合同流、票据流、资金流管控，严格遵循金融监管及上市公司合规要求，旨在构建稳定、共赢的产业链生态，提升整体供应链抗风险能力。

（二）各类型供应链融资具体操作模式、所需凭证资料

公司 2025 年期末供应链融资包含产业链数据贷、融易信、苏行 e 链、融链通、航信、建信融通、云信七类产品，均为银行标准化线上供应链融资产品，依托核心企业应付账款确权开展，具体如下：

1、产业链数据贷（合作银行：工商银行）

（1）具体操作模式

公司与工行签署《产业链数据业务合作协议》，开放供应商合作年限、采购订单、历史交易数据给银行，用于供应商准入审批；供应商完成供货、形成应付账款后，凭供货资料向工行申请线上循环贷款；贷款期限最长 6 个月，整体循环

授信有效期 1 年。

（2）所需凭证资料

企业（核心公司）基础资料：《产业链数据业务合作协议》、公司营业执照、授信批复、采购历史交易台账、供应商准入清单、数据授权证明；

单笔业务资料：采购合同、原材料入库单、送货单、增值税进项发票、供应商供货凭证、供应商贷款申请、银行放款凭证。

2、融易信（合作银行：中国银行）

（1）具体操作模式

公司与中行签订《融易信业务合作协议》《易信使用协议》，入驻中行供应链金融平台；基于真实贸易开立电子易信债权，承诺到期无条件付款，属于银行受让供应商应收账款的无追索权保理；供应商可转让、拆分易信或直接融资，融资期限 6 个月内。

（2）所需凭证资料

核心企业资料：中行合作协议、易信平台开户资料、主体授信材料；

单笔业务资料：采购合同、入库单、增值税发票、易信开立电子凭证、应收账款转让协议、保理放款回单。

3、苏行 e 链（合作银行：苏州银行）

（1）具体操作模式

公司与苏州银行签订《供应链业务合作协议》，在苏行链平台开立电子付款债权凭证；供应商持有凭证可转让、线上融资或持有到期兑付。

（2）所需凭证资料

核心企业资料：银企合作协议、平台入驻材料；

单笔业务资料：采购合同、送货入库单据、增值税发票、电子债权开立凭证、供应商融资申请、银行放款凭证。

4、融链通（合作银行：徽商银行）

（1）具体操作模式

签署《融链通业务合作协议》，入驻融易享电子债权平台；依托真实贸易开立标准化电子债权凭证，记载应付金额、到期日；平台支持凭证开立、拆分、转让、供应商融资、到期清算；期限 6 个月以内。

(2) 所需凭证资料

银企合作协议、平台开户授信；

采购合同、入库验收单、进项发票、电子债权凭证、票据开立台账。

5、航信（合作银行：工商银行）

(1) 具体操作模式

公司+工行+中航信用平台签署三方《电子供应链数字信用凭据协议》；平台开立航信数字债权凭据，具备签发、流转、承付、追索全流程线上功能；供应商持航信向工行融资，融资期限 6 个月内。

(2) 所需凭证资料

三方合作协议、平台认证资料、银行授信文件；

采购合同、货物验收单、增值税发票、航信开立单据、融资放款凭证。

6、建信融通 e 信通（合作银行：建设银行）

(1) 具体操作模式

公司、建行、建信融通平台签订三方网络供应链协议；线上开立 e 信通电子债权凭证，支持拆分、转让、贴现融资；融资期限分 6 个月、12 个月两档。

(2) 所需凭证资料

三方合作协议、企业授信、平台注册资料；

采购合同、入库单、增值税专票、e 信通开立记录、票据台账。

7、云信（合作银行：南京银行扬州分行，平台：中企云链）

(1) 具体操作模式

签署三方供应链金融协议，在云链平台开立电子《付款承诺函》；供应商持电子债权向南京银行申请融资，期限 3 个月，可循环；

(2) 所需凭证资料

银企平台三方合作协议、主体授信；

采购合同、送货验收单据、增值税发票、电子付款承诺函开立凭证、融资流水。

以上供应链融资具有一定的共性要求，所需凭证资料主要是：贸易合同、入库凭证、发票、应付账款确认书、融资协议等。所涉供应链融资产品的有关追索情况列表如下：

序号	业务名称	合作银行	是否追索
1	产业链数据贷	工商银行	有追索
2	融链通	徽商银行	有追索
3	融易信	中国银行	无追索（买断）
4	苏行 e 链	苏州银行	无追索（买断）
5	航信	工商银行	有追索
6	建信融通 e 信通	建设银行	有追索
7	云信	南京银行	有追索

（三）最近三年各年前五大融资情况、融资主体及关联关系说明

1、核心口径说明

下述统计范围为产业链数据贷、融苏行 e 链、融链通等供应链融资合并口径；融资金额为当年单户主体累计融资发生额；融资方均为公司上游废纸、再生纤维、包装辅料，能源供应商及原料贸易合作企业。

2、近三年前五大融资明细

（1）2023 年：未开展供应链融资

（2）2024 年度前五大供应链融资方

序号	供应商名称	是否为关联方	采购内容	合作起始年份	总融资金额（元）	融资品种
1	浙江展辉能源有限公司	否	煤炭	2023 年	50,001,124.70	融易信业务
2	淮滨县捷创再生资源有限公司	否	废纸	2023 年	47,900,000.00	产业链数据贷业务
3	河南省君和再生资源有限公司	否	废纸	2023 年	36,522,334.79	融易信业务、产业链数据贷业务
4	陶玉荣	否	废纸	2024 年	34,302,108.03	产业链数据贷业务
5	东台市盛昌废旧物资回收有限公司	否	废纸	2020 年	19,294,649.42	融易信业务、产业链数据贷业务

（3）2025 年度前五大供应链融资方

排名	供应商名称	是否为关联方	采购内容	合作起始年份	总融资金额（元）	融资品种
----	-------	--------	------	--------	----------	------

1	河南展启纸业有限公司	否	废纸	2025 年	35,405,884.91	中行云信融资、中行易信融资、建信融通融信业务、产业链数据贷业务
2	河南省君和再生资源有限公司	否	废纸	2023 年	34,192,843.53	中行易信融资、产业链数据贷业务、建信融通
3	河南联顺纸业有限公司	否	废纸	2025 年	33,573,189.58	中行云信融资、中行易信融资、航信业务、建信融通融信业务、产业链数据贷业务
4	南京杰云再生资源有限公司	否	废纸	2021 年	20,284,012.77	中行易信融资、融链通业务、建信融通融信业务
5	江苏淳诺再生资源有限公司	否	废纸	2025 年	20,000,000.00	航信业务、建信融通融信业务

注：1、河南展启纸业有限公司实质对应历史个人供应商***，实际合作起始年份为 2020 年；2、河南联顺纸业有限公司实质对应历史个人供应商***，实际合作起始年份为 2024 年；3、江苏淳诺再生资源有限公司为供应商江苏中物联再生资源有限公司控股子公司，公司与江苏中物联再生资源有限公司实际合作起始年份为 2020 年。

3、关联关系核查结果

经核查，上述近三年前五大融资主体均与公司控股股东、实际控制人不存在关联关系，所有融资方均为市场化独立经营的原料供应商、贸易企业，双方交易、融资定价均遵循市场化原则，不存在关联交易非公允、利益输送情形。

综上，公司开展供应链融资，缓解了上游供应商资金压力，降低了财务成本，保障了原料稳定供应，全部供应链业务背景真实，七类银行标准化供应链产品操作清晰、贸易凭证资料完整可追溯；与 2023-2025 年前五大融资供应商的交易均为公允交易，无利益输送行为，2023-2025 年前五大融资供应商与公司控股股东、实际控制人不存在关联关系。

二、开展供应链融资对应业务的具体内容，包括交易背景、主要交易内容、客户及供应商名称、货物从上游供应商至下游客户的仓储及流转方式、资金流转路径；说明是否存在合同、货物流、资金流的底层支持文件，相关业务是否具有商业实质；

（一）供应链融资对应的底层实体业务说明

公司全部供应链融资业务，仅依托采购下属子公司浙江山鹰、吉林山鹰、华中山鹰、扬州祥恒、泰州玖润、广东山鹰等造纸、包装子公司所需生产原材料的真实业务形成的应付账款开展。

1、生产原材料采购完整实体业务流程（供应链融资唯一底层业务）

（1）交易主体

核心企业（买方）：集团各造纸、包装生产子公司，作为原材料采购买方，承担到期支付货款义务；

上游供应商（卖方）：各地再生资源回收企业、废纸贸易商、供应商、辅料及能源供应商，均为长期稳定合作实体企业，供货对账开票后形成对公司应收账款；

资金提供方：中国工商银行、中国银行、苏州银行、徽商银行、中国建设银行、南京银行等持牌商业银行。

（2）完整业务流转步骤

① 框架签约：公司与上游供应商签订年度原材料采购框架合同，明确废纸、再生纤维、木浆、辅料规格、定价机制、送货周期、入库验收标准、结算账期；

② 按需供货：供应商依据公司各基地月度生产排产计划备货发货，同步出具自有货物出库单、物流运输单据；

③ 入库质检：货物运输至厂区专属原料仓库，完成过磅、杂质质检，出具入库单、质检磅单，不合格货物直接退回，验收合格后货物所有权转移至公司；

④ 对账开票：双方按月核对送货、过磅、入库明细，供应商开具增值税专用进项发票，公司账面确认应付供应商货款；

⑤ 可选供应链融资：上游中小供应商资金实力弱、融资渠道有限，可凭无争议确权应付账款，在对应银行线上平台发起融资、提前回笼货款；

⑥ 到期兑付：电子债权凭证到期后，公司将对应货款支付至银行指定监管账户，完成实体交易与融资双重闭环。

2、七类供应链金融产品业务全要素对照表

业务名称	合作银行	交易背景	主要交易内容	仓储及流转方式	资金流转路径	追索权属性
产业链数据贷业务	中国工商银行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	公司与上游原料供应商长期稳定废纸、木浆采购，中小供应商账期资金占用压力大；银企签订产业链数据合作协议，开放历史采购数据用于供应商准入	1. 公司向工行开放多年采购台账、入库记录辅助供应商准入；2. 供应商供货开票确权后线上申请循环贷，单笔最长 6 个月，整体授信循环 1 年；3. 公司对融资承担共同偿债责任	上游供应商仓库→第三方物流→公司各基地原料专用仓库，过磅质检入库，留存出库单、运单、入库磅单	有追索

融易信业务	中国银行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	依托真实原料采购应付开展标准无追索反向保理，签署《融易信业务合作协议》	1. 中行平台开立电子易信，公司承诺到期全额兑付；2. 中行受让应收办理无追索保理，融资期限 6 个月以内	供应商仓储→物流配送至厂区原料库，入库对账开票确认应付	无追索（买断）
苏行 e 链业务	苏州银行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	真实原料采购形成应付，依托苏行链电子债权凭证提供供应商线上融资	1. 平台签发电子债权凭证，可拆分、转让、循环融资，期限最长 12 个月	供应商仓库发货，物流送达自有原料仓，入库后确认债权	无追索（买断）
融链通业务	徽商银行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	废纸、木片常态化采购，小微供应商回款周期长，配套线上债权融资	1. 融易享平台开立标准化电子债权，载明应付金额、兑付日期，融资 6 个月以内	货物配送至各基地原料仓，入库对账确认应付账款	有追索
航信业务	中国工商银行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	集团多基地统一原料采购，批量配套上游供应商融资，三方签署数字凭据协议	1. 中航信用平台开立数字债权凭据，承诺到期承付；2. 供应商持航信贴现，融资期限≤6 个月	供应商送货至对应基地原料仓，入库对账开票确权	有追索
建信融通 e 信通	中国建设银行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	原料采购应付配套反向保理，三方签订 e 信通合作协议	1. 建信融通平台开立电子债权，支持拆分贴现，融资分 6/12 个月两档；银行对外宣传买断无追索	上游货物配送海盐、吉林、宿州等基地原料仓，验收入库确认应付	有追索
云信业务	南京银行扬州分行	仅各基地生产原材料采购业务，纤维贸易未办理	再生纤维、辅料小额高频采购，上游供应商短期周转需求，三方云链合作	1. 云链平台开立电子付款承诺函锁定付款义务；2. 供应商申请 3 个月短期循环融资	货物运至厂区仓库，验收对账确认应付账款	有追索

（二）底层合同、货物流、资金流佐证文件完整情况

1、实体原材料采购基础单据（证明真实货物流）

合同类：年度原材料采购框架合同、单次采购订单；

货物流单据：供应商出库单、全程物流运单、厂区过磅单、原料质检单、入库验收单；

结算单据：月度供货对账单、增值税专用发票。 全套单据完整覆盖货物出库、运输、进厂验收全流程，每笔采购业务均可逐笔溯源核验。

2、供应链金融配套单据（证明融资操作合规）

银企供应链框架合作协议、线上平台入驻授信材料、电子债权 / 易信 / 付款承诺开立电子凭证、供应商线上融资申请、银行放款回单、到期兑付结算凭证。

3、资金流闭环单据（证明无资金空转）

银行向供应商放款流水、公司向银行监管专户付款回单、银行扣收本息结算单据，资金发放、兑付、结清全流程留痕，不存在体外循环。

（三）业务商业实质说明

（1）底层交易真实、边界清晰

全部供应链融资仅对应各基地生产原材料采购，每笔融资均匹配真实入库货物与增值税发票，融资金额不会超过采购金额，融资资金全部用于供应商原料收购、物流等实体经营，不存在虚构贸易进行融资的情形。

（2）符合造纸产业链客观经营现状

上游废纸回收主体以中小个体户、小型贸易商为主，自有资金少、银行授信渠道匮乏。公司依托上市主体信用配套低成本供应链产品，稳定原料供应渠道，属于造纸行业头部企业通用产业链协同模式，具备业务合理性。

（3）四流合一、资料完整

每一笔融资均可实现采购合同、货物入库单据、增值税发票、应付确权凭证、到期付款单据一一对应，合同流、货物流、单据流、资金流闭环完整，全套纸质及电子资料长期留存。

（4）符合供应链金融监管导向

全部业务通过国有行、城商行正规线上平台开展，专门服务上游中小微供应商，降低小微融资成本，符合国家金融服务实体经济相关政策，无违规融资行为。

综上，公司七类供应链融资均以山鹰系子公司为核心买方、上游原料供应商为融资对象、正规银行为资金方，各业务操作、货物流转、单据交换、资金闭环模式清晰统一；全部业务具备完整合同、货物、单据、资金底层佐证资料，四流合一可追溯；业务真实可靠，交易逻辑合规，具备真实商业实质，不存在虚假贸易、资金空转、违规融资的情形。

三、量化分析该供应链融资业务对公司财务影响，并结合供应商融资的商业模式及业务实质、可比公司情况，说明公司相关会计处理是否符合会计准则规定；

（一）量化分析该供应链融资业务对公司财务影响

1、存在供应商融资安排的金融负债的情况

（1）产业链数据贷业务

根据本公司与融资方（中国工商银行股份有限公司）签订的《产业链数据业务合作协议》，融资方向本公司的上游客户（供应商）提供“产业链数据贷业务”，本公司向融资方提供供应商合作年限、采购订单完成情况、历史交易情况等信息，以完成客户准入审批；供应商向本公司供货后，凭供货凭证资料申请贷

款，贷款期限一般不超过 6 个月，可循环使用，循环期间最长 1 年。如借款人未按期归还本业务项下借款，本公司应履行相应协助、配合义务收回借款，并采取限制措施或中止供应商合作。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款	318,600,000.00	195,792,168.20
其中：供应商已收到款项	318,600,000.00	195,792,168.20
短期借款		
其中：供应商已收到款项		

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	到货 7 天+6 个月	到货 7 天+6 个月
不属于供应商融资安排的可比应付账款	到货 7 天	到货 7 天

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导致的当期变动。

(2) 融易信业务

根据本公司与融资方（中国银行股份有限公司）签订的《融易信业务合作协议》，本公司在融资方供应链金融服务模块签署《易信使用协议》，成为易信的用户，按规定开展“融易信业务”，即：在国内贸易项下，融资方运用互联信息技术，基于本公司在融资方供应链金融服务平台以易信形式确认并承诺到期无条件付款的应付账款债务，通过受让易信持有方持有的该债务对应的应收账款债权开展的无追索权保理业务。本公司为易信开立方，通过开立易信的方式记载对易信持有方的应付账款，融资期限一般在 6 个月以内。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款		
其中：供应商已收到款项		
短期借款	191,899,080.29	35,733,612.02
其中：供应商已收到款项	191,899,080.29	35,733,612.02

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	月结 30-90 天+6 个月	月结 30-90 天+6 个月
不属于供应商融资安排的可比应	月结 30-90 天	月结 30-90 天

付账款		
-----	--	--

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导致的当期变动。

(3) 苏行 e 链业务

根据本公司与融资方（苏州银行股份有限公司）签订的《供应链业务合作协议》，本公司基于与上游供应商（卖方）之间的真实贸易，通过“苏行链”供应链服务平台向卖方签发电子债权凭证，卖方可在平台内进行转让、发起融资或持有到期。融资期限一般在 12 个月以内。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款		
其中：供应商已收到款项		
短期借款	20,000,000.00	
其中：供应商已收到款项	20,000,000.00	

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	月结 30 天+12 个月	
不属于供应商融资安排的可比应付账款	月结 30 天	

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导致的当期变动。

(4) 融链通业务

根据本公司与融资方（徽商银行股份有限公司）签订的《融链通业务合作协议》，本公司依据《融资方融易享平台电子债权凭证开具协议》开具基于真实贸易背景的，记载有应付账款金额、付款日期、付款方式等要素，显示与原始债权人（即卖方）之间合法有效的债权债务关系的电子债权凭证。融资方通过融易享平台为本公司及本公司产业链上下游企业提供电子债权凭证的开立、拆分、转让、融资及清算业务，融资期限一般在 6 个月以内。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款		

其中：供应商已收到款项		
应付票据	29,266,975.42	20,000,000.00
其中：供应商已收到款项	29,266,975.42	20,000,000.00

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	月结 30-90 天+6 个月	月结 30-90 天+6 个月
不属于供应商融资安排的可比应付账款	月结 30-90 天	月结 30-90 天

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导致的当期变动，但存在 29,266,975.42 元从应付账款重分类至应付票据的不涉及现金收支的当期变动。

(5) 航信业务

根据本公司与融资方（中国工商银行股份有限公司）以及平台服务商签订的《电子供应链数字信用凭据融资业务合作协议（金网络模式）》，本公司于中航信用金融服务平台开具基于真实贸易背景的，记载有应付账款金额、付款日期、付款方式等要素，显示与原始债权人（即卖方）之间合法有效的债权债务关系的电子债权凭证。为本公司供应链采购与销售交易中的债权流转提供数字信用凭据签发、交付、流转、签收、承付、收款、拒付、追索等信用权益证明和流转记录，融资期限一般在 6 个月以内。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款		
其中：供应商已收到款项		
应付票据	37,577,806.46	26,625,825.33
其中：供应商已收到款项	37,577,806.46	26,625,825.33

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	月结 30-90 天+6 个月	月结 30-90 天+6 个月
不属于供应商融资安排的可比应付账款	月结 30-90 天	月结 30-90 天

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导

致的当期变动，但存在 37,577,806.46 元从应付账款重分类至应付票据的不涉及现金收支的当期变动。

(6) 建信融通

据本公司与融资方（中国建设银行股份有限公司）以及平台服务商（建信融通有限责任公司）签订的《网络供应链“e 信通”业务合作协议》，本公司于建信融通服务平台开具基于真实贸易背景的，记载有应付账款金额、付款日期、付款方式等要素，显示与原始债权人（即卖方）之间合法有效的债权债务关系的电子债权凭证。为本公司供应链采购与销售交易中的债权流转提供数字信用凭据签发、交付、流转、签收、承付、收款、拒付、追索等信用权益证明和流转记录，融资期限一般在 6 个月或 12 个月以内。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款		
其中：供应商已收到款项		
应付票据	135,872,433.51	
其中：供应商已收到款项	135,872,433.51	

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	月结 30-90 天+6 个月或 12 月	
不属于供应商融资安排的可比应付账款	月结 30-90 天	

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导致的当期变动，但存在 135,872,433.51 元从应付账款重分类至应付票据的不涉及现金收支的当期变动。

(7) 云信业务

据本公司与融资方（南京银行股份有限公司扬州分行）及平台服务商中企云链股份有限公司签订的《供应链金融业务三方合作协议》，在基础交易及应付账款无争议的前提下，本公司在云链平台上开立的电子《付款承诺函》的债权。上游供应商作为该债权持有方，将其所持电子《付款承诺函》向融资方进行融资，融资期限一般在 3 个月以内，可循环使用。

1) 列报项目和账面金额

项目	年末余额	年初余额
应付账款		
其中：供应商已收到款项		
应付票据	17,046,592.68	
其中：供应商已收到款项	17,046,592.68	

2) 到期日区间

项目	年末	年初
属于供应商融资安排的金融负债	月结 30 天+3 个月	
不属于供应商融资安排的可比应付账款	月结 30 天	

3) 不涉及现金收支的当期变动

上述披露的金融负债账面金额中，不涉及重大的因企业合并或汇率变动而导致的当期变动，但存在 17,046,592.68 元从应付账款重分类至应付票据的不涉及现金收支的当期变动。

2、对公司偿债能力的影响

根据公司 2025 年年报披露，公司流动比率为 0.43，若剔除供应链融资后公司流动比率为 0.45，经过供应商融资安排后，公司流动比率略有下降，说明该安排在一定程度上压低了流动比率，但影响幅度有限，未对偿债能力指标产生重大扭曲。

3、融资利息的影响

2025 年报告期内，供应商融资的利率根据融资时点、银行授信条件等因素确定。融资利息承担方式存在两种情形。情形一：利息由供应商承担，供应商接受较低回款账期换取提前回笼资金，公司账面不确认融资费用，采购成本已包含融资成本；情形二：利息由公司承担，公司将利息确认为财务费用-利息支出，并在融资期间内摊销。2025 年报告期内，由公司承担的供应商融资利息总额为 1,627.50 万元，占财务费用的 1.79%，影响较小。

4、对账期的影响

公司与大部分供应商的正常应付账款账期为月结 30-90 天；经过供应链融资安排公司融资期限主要为 6-12 月。通过供应商融资安排，在确保向供应商及时付款的前提下，公司合理延长公司对供应商的付款账期，优化营运资金管理。

（二）结合供应商融资的商业模式及业务实质、可比公司情况，说明公司相关会计处理是否符合会计准则规定

供应商融资的相关会计处理，主要分为以下两种模式：

1、满足金融负债终止确认条件的

公司账务处理为由应付账款转为短期借款，当公司与银行、供应商签订的协议中约定：公司向银行的还款义务是无条件的、与供应商履约无关，且公司不再保留对供应商的追索权时，公司终止确认原应付账款，同时确认对银行的短期借款。

2、不满足金融负债终止确认条件的

公司账务处理仍计入应付账款，当融资银行向供应商付款后，公司仍保留对供应商的追索义务，或融资附有追索权条款，则不终止确认应付账款，若融资银行向供应商付款后形成电子票据的，公司将应付账款的调整至应付票据。

经查询同行业可比公司：根据 2025 年博汇纸业（600966）年度审计报告，其供应商融资业务涉及供应商及中国银行、北京银行、民生银行、工商银行、建设银行、交通银行等金融机构，对于供应链融资安排会计处理为终止确认应付账款同时确认短期借款，2025 年末短期借款中供应商已从融资提供方收到款项的金融负债为 58,392.04 万元；根据 2025 年太阳纸业（002078）年度报告，其供应商融资业务涉及供应商及国网汇通、民生银行、邮储银行、中国银行等金融机构，对于供应链融资安排会计处理为保留在应付账款，2025 年末应付账款项目下供应商已收到款项为 2,300 万元。公司的会计处理与行业惯例保持一致，符合会计准则规定的相关要求。

综上所述，公司供应链融资业务以真实采购为基础，具有商业实质；相关会计处理严格依据合同条款中的风险报酬转移时点进行判断，符合会计准则规定；该融资安排对财务指标的影响已量化披露，不存在通过供应链融资恶意粉饰报表或隐藏负债的情形。

四、对照《企业会计准则第 14 号-收入》关于主要责任人与代理人的判断原则，逐项分析公司在交易中是否承担存货风险、定价自主权、信用风险及物流责任等核心义务，说明公司贸易业务总额法核算是否与业务实质相符。

本公司贸易类业务以销售废纸为主，贸易类收入 2024 年以及 2025 年占整体

业务收入的比重约 6.97%及 6.42%。该类业务主要集中在子公司 WPT 公司以及美国环宇公司，其中 WPT 为山鹰国际在欧洲的全资子公司（由环宇国际收购），美国环宇公司为山鹰国际在美国的全资子公司，两者的核心业务是废纸回收与贸易，属于典型的贸易类业务，无生产环节，核心模式为“采购→销售”，赚取价差与渠道收益。WPT 成立于 1994 年，总部设在荷兰格罗宁根省 Winschoten，是一家在全欧洲范围内开展业务的独立国际再生纸贸易商，于 2018 年 8 月被山鹰并购。WPT 完全基于商业考虑，自主决定其采购策略、供应商选择、客户分配及交易量。公司主要服务于欧洲市场，覆盖欧废全品类业务；美国环宇公司重点服务亚洲市场客户，其中集团内客户占比超 90%，定位为山鹰国际提供稳定、低成本的美

废纸原料渠道。
 公司相关贸易类业务开展过程中对于合同主要条款的约定及业务流程具体情况如下：

项目	欧洲公司贸易类业务	美国环宇公司贸易类业务
业务模式	WPT 作为独立大宗商品贸易商，运营模式与经纪人、佣金代理或中介机构不同。WPT 以自身名义购入再生纸，取得货物的合法所有权及控制权，并随后依据单独磋商的商业交易将货物转售给客户。同时 WPT 的采购与销售决策完全基于市场状况、客户需求、物流成本及预期贸易利润自主作出。	美国环宇公司主要系通过向美国再生资源回收企业采购废纸；客户主要分布在亚洲，其中集团内部客户占比超 90%，主要外部客户为再生纸产业链下游生产公司。
采购订单主要条款约定或者行业惯例	供应商选取：通常采用公开招标的方式确定供应商，形成长期框架合作合同（1-3 年），具体购销合同在全年内根据供应商备货品种匹配度，市场价格判断等因素持续磋商确定，采购来源、纸张等级、数量及交易时点均由公司自主决定，供应商选择与客户订单不存在一一对应或预先锁定关系； 贸易方式：根据双方约定，主要采用工厂交货价（EXW）； 采购价格：以月度指数（例如 EUWID）为基准，根据供应商市场当地供需情况、合作关系等因素逐单议价，与销售合同价格无对齐机制； 付款条件：发票日后 30 天-60 天； 产品所有权：产品风险在提货时转移至公司，公司保留经济所有权。 运输费用：根据双方协议约定，EXW 模式下是 WPT 支付运输费用	供应商选取：由公司进行筛选并签订采购订单，不存在客户指定供应商的情况。 贸易方式：根据双方交易约定，一般为 FAS（船边交付）指定港口； 采购价格：根据市场指导价（PPI pulp&paper 美国劳工部每月发布的价格为参照） 交货地点：指定港口交货； 付款条件：发票日后 30 天-60 天； 产品所有权：根据贸易术语一般集装箱装船（越过船舷）后货物所有权归我司所有 运输费用：根据双方约定的交易模式，一般公司承担运输费用；

销售订单主要条款约定	销售价格：销售合同定价主要以指数为基准，根据客户当地市场供需情况、合作关系、物流能力等因素每月确定价格；与采购订单价格不存在一一对应关系。利润率通过采购来源、交货时机及物流因素进行动态管理，不采用纯佣金模式。 贸易方式：按照客户要求运抵客户工厂，公司承担运费，到客户工厂后进行称重及质量检测（包括水分含量检测）通过后，确认货权转移； 交货地点：客户工厂 付款条款：一般信用期为 30 天 风险承担：客户工厂货物验收前，所有货物相关风险由公司（WPT）承担。	销售价格：美国环宇公司同客户一般签订销售订单，销售价格在指数指导的基础上自主定价。 贸易方式：根据双方约定，如 CFR\CIF\CIP 等； 交货地点：根据贸易条款约定，指定港口交货； 付款条款：以提单日后 60 天或发票日后 30 天付款为主。 风险承担：因质量 / 文件问题产生的滞期、退运、罚款由卖方（美国环宇公司）承担。
实物流	主要有两类业务场景和一种特征： 两类场景： 1. 供应商打包站地点-客户收货地点 供应商完成备货，公司安排卡车公司到供应商处装货，直接运送至客户指定收货地点，在客户称重并完成质检后货物控制权转移。 2. 供应商打包站地点-仓库-客户收货地点 针对季节性或运营受限期间等特殊阶段，为保障供货稳定，公司需储备少量安全库存，后续再依据客户订单需求分批出库配送。 一种特征： 1. 多数情况下，一个客户销售订单需整合多个供应商及自身库存共同备货完成订单交付；同时一个供应商采购订单能同时匹配到多个客户的销售订单。货物匹配完全由公司根据市场供需、价格、物流情况等要素自主完成。 上述场景在供应商打包站点出厂到客户验收完成这段期间，由公司承担存货毁损灭失责任，以及仓库存货的价格波动及滞销风险。 WPT 总体并非以持有库存为主的业务模式，库存水平相较于其年度贸易量微不足道，月度采购量与销售量之间的差异主要源于商业交易时点差异，而非库存积累。	公司一般根据客户需求进行采购。 下游客户根据自身业务需求向美国环宇公司下单，公司根据贸易约定预定船期和仓位，将货物运送到客户指定的卸货港或目的港。有出口能力的供应商直接将货物送到下游客户指定地点。 美国环宇公司根据下游客户需求情况进行采购，根据采购订单中的贸易条款，一般是供应商将货物送至指定的起运港。
存货风险	公司承担存货采购付款义务、存货滞销风险、货物质量风险、运输损耗风险。	
物流责任	根据贸易协议约定，一般是公司承担运输费用	根据贸易协议约定，一般是公司承担运输费用
资金流	采购环节：公司采购商品根据采购订单约定向供应商支付相关货款，一般信用期为 30-60 天，公司对供应商的付款不依赖于客户回款； 销售环节：公司销售商品后，根据销售订单约定向客户收取相关货款。	采购环节：公司采购商品根据采购订单约定向供应商支付相关货款； 销售环节：公司销售商品后，根据销售订单约定向客户收取相关货款。

产品定价	销售定价主要基于指数公开行情自主设置价差浮动区间，公司根据市场供应情况、客户需求、运输成本、物流能力及预期盈利水平，自主决定采购来源、客户分配、纸张等级、交易数量及交易时点，不采用纯佣金模式。	销售价格在参考指数的基础上双方协商，公司拥有自主定价权。
信用风险	采购付款与销售回款不存在兑付依存机制，客户回款情况不影响公司对上游供应商的付款义务，客户信用违约、回款逾期等信用风险由公司全额承担。	

根据《企业会计准则第 14 号——收入（2017 年修订）》第三十四条规定：企业应当根据其在向客户转让商品前是否拥有对该商品的控制权，来判断其从事交易时的身份是主要责任人还是代理人。企业在向客户转让商品前能够控制该商品的，该企业为主要责任人，应当按照已收或应收对价总额确认收入；否则，该企业为代理人，应当按照预期有权收取的佣金或手续费的金额确认收入，该金额应当按照已收或应收对价总额扣除支付给其他相关方的价款后的净额，或者按照既定的佣金金额或比例等确定。公司从存货风险、定价自主权、信用风险及物流责任 4 个方面展开说明，具体如下：

1. 存货风险

公司在供应商打包站地点装货出厂后，即获得该批货物的控制所有权，并承担了货物在仓储及运输途中的实物风险，客户验收后即风险转移到客户，运输时间大概在一周之内。此外，公司持有存货期间如遇市场价格下跌，需自行承担跌价损失。具体详见上述业务流程-实物流。

2. 定价自主权

公司销售定价主要基于指数，并每月进行调整；利润率通过采购来源、交货时机及物流因素进行管理，具体详见上述业务流程-销售订单主要条款约定。

3. 信用风险

公司直接与客户签订销售合同，并承担客户不履行付款义务的风险。

4. 物流责任

公司负责货物物流运费费用，若在物流过程中发生货物毁损灭失，由公司向物流公司索赔。

上述针对公司所开展的贸易类业务流程，根据对采购合同及对应的销售合同在商品定价、风险责任归属、信用风险、资金结算等条款的说明，公司在向客户转让商品前能够控制该商品，为商品的主要责任人，因此公司贸易类业务按总额法确认收入具有合理性，符合《企业会计准则》相关规定。

会计师意见：

我们对公司供应商融资安排业务相关情况主要实施了如下审计和核查程序：

- 1、了解公司开展供应商融资安排业务的背景、原因及具体业务流程。
- 2、获取供应商融资业务明细表和台账，了解公司供应商融资实际使用情况，检查是否存在为关联方提供融资情况。
- 3、获取并检查供应商融资安排业务合同及相关的采购业务合同、发票等资料，判断相关业务是否具有商业实质。
- 4、检查公司对供应商融资安排业务的会计核算方法是否正确，相关披露是否符合《企业会计准则解释第 17 号》的规定。
- 5、了解公司贸易业务的具体情况，获取并检查公贸易业务采购和销售合同或订单、物流单据等资料，查看合同条款及实际执行记录，分析主要责任人和代理人的判断是否恰当。

基于执行的审计和核查程序，我们认为：

公司开展的供应链融资业务中，融资主体与公司控股股东、实际控制人不存在关联关系，相关供应链融资业务均有合同、货物流、资金流的底层支持文件，相关业务具有商业实质；供应链融资业务相关会计处理符合企业会计准则相关规定；公司在贸易业务中承担主要责任人责任，贸易业务按总额法核算与业务实质相符，符合《企业会计准则第 14 号-收入》相关规定。

【问题二】

关于经营情况与关联交易。年报显示，公司报告期内实现营业收入 287.78 亿元，归母净利润-11.36 亿元，同比亏损大幅扩大。2023 年以来，公司各项经营指标均大幅下滑，归母净利润由 1.56 亿元转亏至-11.36 亿元，综合毛利率由 9.48%下滑至 5.97%，其中箱板纸毛利率由 7.04%下滑至 4.30%，瓦楞纸毛利率由 9.54%下滑至 3.18%。此外，公司报告期内实现境外收入 34.28 亿元，毛利率转负，与境内业务毛利率差异较大。公告显示，公司 2025 年度向关联方泰盛供应链管理有限公司（以下简称泰盛供应链）实际采购原料浆纸 7.42 亿元，预计 2026 年关联采购预估值达 33.13 亿元，其中从泰盛供应链采购增加至 19.72 亿元，从莆田市恒众纸业有限公司（以下简称恒众纸业）采购从 0.2 亿元增至 5.06 亿元。

请公司补充披露：（1）结合业务模式、行业供需情况、产能利用率、产品价格波动、原材料价格变化，说明公司近三年净利润、毛利率大幅下滑的原因；（2）分产品说明近三年营业收入、营业成本、毛利率、产销量、库存量，量化分析各产品板块业绩波动对净利润的影响金额；（3）分业务类别列示海外业务的主要构成、业务背景、交易对方、金额等，说明境外业务毛利率为负且与境内业务差异较大的原因及商业合理性；（4）分产品列示向关联方采购的具体业务模式、采购内容、采购对象、结算模式、金额及占比，说明公司长期向关联方采购而非直接从境外采购浆纸的背景及原因；（5）关联采购的公允性，支付给泰盛供应链的采购价与其向境外支付的采购价之间是否存在价差；2026 年关联采购金额向泰盛供应链、恒众纸业等少数关联方集中的商业背景及合理性。请年审会计师核查并发表明确意见。

公司回复：

一、结合业务模式、行业供需情况、产能利用率、产品价格波动、原材料价格变化，说明公司近三年净利润、毛利率大幅下滑的原因；

公司近三年重要利润表项目指标：

单位：万元

项目	2025 年		2024 年		2023 年	
	本期发生额	同比	本期发生额	同比	本期发生额	同比
营业收入	2,877,816.87	-1.54%	2,922,925.68	-0.35%	2,933,333.70	/
营业成本	2,701,305.27	-0.25%	2,708,080.24	2.43%	2,643,841.55	/
营业毛利额	176,511.60	-17.84%	214,845.44	-25.79%	289,492.15	/
营业毛利率	6.13%	-1.22%	7.35%	-2.52%	9.87%	/
投资收益	4,079.60	-78.77%	19,213.37	8.15%	17,765.02	/
资产减值损失	-14,464.47	-1,270.28%	-1,055.58	42.10%	-1,823.16	/
净利润	-118,998.40	-140.78%	-49,422.78	-586.69%	10,154.95	/

各利润表项目变动对净利润变动的影响金额：

项目	2025 年较 2024 年		2024 年较 2023 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
毛利额变动影响	-38,333.84	55.10%	-74,646.70	125.29%
投资收益变动影响	-15,133.77	21.75%	1,448.35	-2.43%
资产减值损失变动影响	-13,408.89	19.27%	767.58	-1.29%
期间费用等其他项目净变动影响	-2,699.12	3.88%	12,853.04	-21.57%
净利润合计变动	-69,575.62	100.00%	-59,577.74	100.00%

（一）近三年净利润变动原因分析

公司 2023 年净利润为 10,154.95 万元，2024 年净利润为-49,422.78 万元，2025 年净利润为-118,998.40 万元。从各年度变动来看：

1. 2024 年较 2023 年净利润变动分析

净利润较上年同期减少 59,577.74 万元，营业毛利额较上年同期减少 74,646.70 万元，营业毛利率较上年同期减少 2.52 个百分点，毛利下降对净利润下降的影响比例为 125.29%，其他项目变动影响有限，因此：2024 年净利润下降主要系毛利减少所致。

2. 2025 年较 2024 年净利润变动分析

净利润变动额较上年同期减少 69,575.62 万元，营业毛利额较上年同期减少 38,333.84 万元，营业毛利率较上年同期减少 1.22 个百分点，毛利下降对净利润下降的影响比例为 55.10%。另外，2025 年投资收益同比减少 15,133.77 万元，主要系 2024 年处置北欧纸业股权后，公司对联合营企业的投资收益减少所致，此项对净利润下降的影响比例为 21.75%；资产减值损失较上年同期减少

13,408.89 万元，主要系计提存货跌价准备所致，对净利润下降的影响比例为 19.27%。

因此，2025 年净利润亏损扩大，主要系毛利进一步下滑所致，但也有如处置联合营公司、存货跌价等其他特殊事项的影响。

如上，近三年各年度净利润的波动中，毛利率下降是决定性因素，毛利对净利润当年变动额的影响比例均在 50%以上。因此，公司下述围绕毛利下滑的核心原因进一步展开说明。

（二）近三年毛利变动原因分析

近三年公司各行业板块主营业务收入、成本及毛利情况：

单位：万元

分行业	2025 年			2024 年			2023 年		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)
造纸	1,956,555.82	1,893,494.90	3.22	1,959,299.92	1,866,945.54	4.71	1,924,135.02	1,779,685.64	7.51
包装	672,939.03	590,814.80	12.20	689,936.88	603,382.49	12.55	707,994.09	613,103.66	13.40
贸易	181,633.52	166,027.62	8.59	200,552.76	181,713.70	9.39	212,378.98	189,712.09	10.67
其他	20,009.00	11,816.99	40.94	25,867.14	14,988.80	42.05	23,801.85	14,008.55	41.15
合计	2,831,137.37	2,662,154.30	5.97	2,875,656.69	2,667,030.54	7.25	2,868,309.94	2,596,509.93	9.48

如上表所示，公司 2025 年主营业务毛利率 5.97%，同比减少 1.28 个百分点，主营业务毛利额 16.90 亿元，较上年同期下降 3.96 亿元。其中，造纸板块毛利率 3.22%，同比减少 1.49 个百分点，主营业务毛利额 6.31 亿元，较上年同期下降 2.93 亿元。

2024 年主营业务毛利率 7.25%，同比减少 2.23 个百分点，主营业务毛利额 20.86 亿元，较去年同期下降 6.32 亿元。其中，造纸板块毛利率 4.71%，同比减少 2.80 个百分点，主营业务毛利额 9.24 亿元，较去年同期下降 5.21 亿元。

由此，公司 2023 年至 2025 年毛利率下降主要系造纸板块影响。

1、业务模式分析

公司所在的造纸行业属于典型的重资产、长周期性行业，公司主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸制品包装的生产和销售，属于典型的加工制

造企业。该业务模式具有以下特点，决定了毛利率在行业景气度调整期会出现阶段性波动：

（1）原材料成本占比较高：造纸企业废纸/纸浆等原材料占生产成本比重通常在 80%以上，这使得当原材料价格变动时，公司毛利率将较快反映成本端的变化。

（2）定价随行就市：包装纸品牌溢价有限，主要参考行业公开市场价格信息并结合库存水平、订单情况及市场预期综合确定，承担了市场价格波动的风险敞口。在行业调整期会承受一定的价格压力，但在行业复苏时也能快速获取价格修复带来的红利。

（3）固定成本刚性：造纸为重资产行业，折旧、人工、能源等固定成本占比较高。当产能利用率波动时，单位固定成本随之反向变动，进一步放大毛利率的波动幅度。

上述业务模式特征，使得公司在行业景气下行周期中毛利率承压较为突出。

2、行业供需情况

造纸产业作为支撑国民经济运行、保障民生供给的关键基础原材料行业，与社会经济发展及居民日常生活紧密相连。

供给端方面，2023-2025 年国内造纸行业新增产能持续释放。2024 年箱板纸总产能达到 4777 万吨，同比增加 5.55%，瓦楞纸总产能 3628 万吨，同比增加 1.11%。随着 2024 年箱板纸停机检修减少，生产效率得到改善，产能利用率水平提高到 63%，2024 年箱板纸产量达到 2987 万吨，同比增加 6.45%，瓦楞纸总产量 2285 万吨，同比增长 5.69%。2025 年，箱板纸头部纸企产能增速虽有所放缓，但近年来布局的产能持续释放，同时大型纸厂秉持谨慎停机原则，开工节奏保持稳定，推动行业产能利用率提升至 66%，市场供给进一步增加。

需求端方面，受国内经济增速放缓、房地产市场下行、终端消费需求不足等因素影响，包装纸需求增长动力不足。2024 年箱板瓦楞纸消费量增速分别为 8% 和 4%，但新增产能释放规模远超需求增长。2025 年造纸行业景气度总体偏弱，全国规模以上造纸和纸制品业企业利润总额较上年下降 13.6%。

在供过于求的市场格局下，纸企为消化产能、维持现金流，被迫通过降价竞争抢占市场份额，全行业产品价格中枢持续下移。

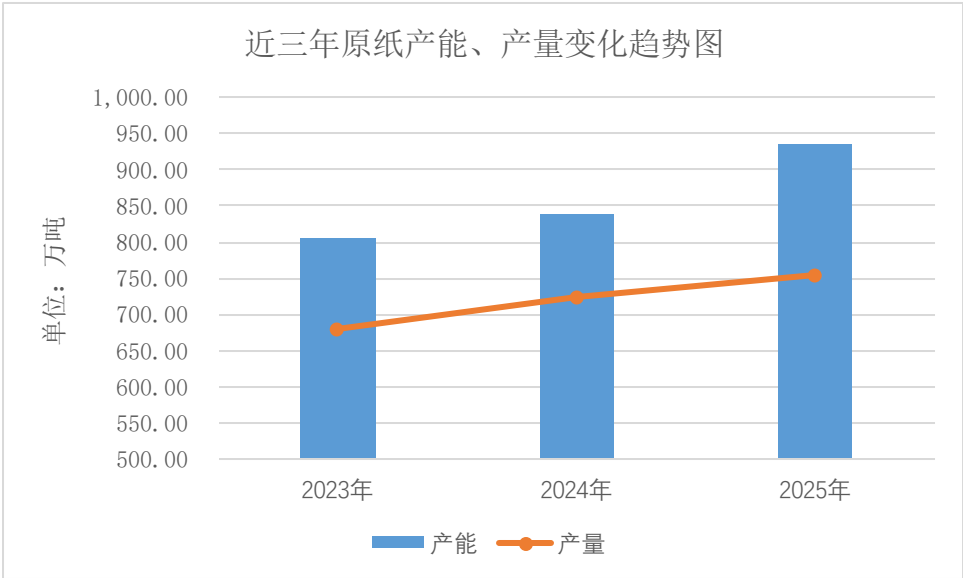
3、产能利用率

近三年造纸产能、产量、销量、产能利用率、产销率情况（单位：万吨）

产品名称	项目	2025 年	2024 年	2023 年
原纸	产能	935.00	840.00	805.00
	产量	754.54	724.01	678.47
	销量	748.60	732.15	677.73
	产销率	99.21%	101.12%	99.89%
	产能利用率	80.70%	86.19%	84.28%

注 1：产能利用率=产量/产能×100%；产销率=销量/产量×100%。

产能利用率是连接业务模式与毛利率的关键变量。近三年公司产能利用率呈现先增后减的阶段变化，具体数据如上表所示。这一趋势与公司近年来持续扩产、新项目密集投产的节奏密切相关，属于产能扩张期的正常波动。



2023 年，公司控股子公司浙江山鹰“77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目”第一条造纸生产线于 2 月试投产运行，第二条造纸生产线于下半年投产。新项目投产后产能逐步释放，但当年实际运转月份有限，导致 2023 年全年产能利用率基数偏低。随着新产线运行趋于稳定，2024 年公司产能利用率实现同比提升，反映出新产能消化及运营效率改善的积极成果。

2025 年，公司多个重点项目建设取得重要进展：吉林山鹰 100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程、宿州山鹰年产 90 万吨包装纸项目相继转固投产。上述项目主要集中于 2025 年内转入固定资产，使得公司 25 年报告期末总产能较上年同期进一步扩大。需要说明的是，新项目投产时间分布在年内不同时间点，其产销量仅反映了转固投产后累计月份的运营成果，并未按全年口径折算。

因此，2025 年产能利用率阶段性回落，主要系新增产能扩大、新产线尚处于投产初期爬坡阶段所致，属于行业新项目投产后的正常过渡期特征。

整体来看，公司产能利用率的波动，本质上反映了公司积极把握行业调整期、加快先进产能布局的战略意图。随着新项目逐步完成产能爬坡、下游市场需求温和复苏，公司产能利用率具备明确的回升空间。届时，固定成本的摊薄效应将逐步显现，有助于推动综合毛利率企稳回升。

4、产品价格波动

近三年，箱板纸及瓦楞纸市场销售价格整体处于震荡下行态势，价格中枢显著低于历史水平。公司产品销售价格与行业趋势基本一致，具体数据如下：

近三年公司原纸销售均价及与成本价差情况：

单位：元/吨

项目	2025 年度		2024 年度		2023 年度
	金额	同比	金额	同比	金额
销售价格	2,926.88	-1.63%	2,975.46	-4.81%	3,125.95
单位成本	2,832.54	-0.09%	2,835.20	-1.94%	2,891.27
销价与成本价（毛利）差异	94.34	-32.74%	140.25	-40.23%	234.67

可以看出，2023-2025 年原纸销售价格逐年降低，在成本端变动相对平缓或降幅不及售价的情况下，销价与单位成本之间的价差逐年收窄。2025 年造纸板块毛利率 3.22%，同比减少 1.49 个百分点，而原纸销价较上年同期减少 1.63 个百分点；2024 年造纸板块毛利率 4.71%，同比减少 2.80 个百分点，而原纸销价较上年同期减少 4.81 个百分点。销售价格下降对原纸毛利率下滑的影响较大，是报告期内毛利率大幅下滑的最直接原因。

5、原材料价格变化

近三年，公司主要原材料国废价格有所波动。具体数据如下：

2023-2024 年废纸价格重心下移，2023 年公司国废采购均价为 1,642.37 元/吨，2024 年则下降至 1,585.86 元/吨，同比下降 3.44%。然而，由于行业供过于求格局下原纸价格跌幅更大，2024 年原纸销售价格为 2,975.46 元/吨，较上年同比减少 4.81%（如本节“4、产品价格波动”所述），毛利空间被压缩。

2025 年公司国废采购均价为 1,733.08 元/吨，较上年同期增长 9.28%，主要系废纸价格回升，且公司在经营过程中，为保证可转债的到期偿付及现金储备的

预留，会通过给予上游供应商一定的采购价格优惠，以换取账期的适度延长。而原纸价格同步跟涨能力不足，2025 年原纸销售均价下降至 2,926.88 元/吨，较上年同期下降 1.63%（同上，如本节“4、产品价格波动”所列示），形成“剪刀差”，进一步侵蚀了原纸产品毛利率。

上述原材料与产成品价格的“非对称变动”特征，使得公司在成本端获取的利好被售价端的跌幅所抵消，产生了额外的毛利损失。

从更深层次的行业政策背景来看，自 2021 年“禁废令”正式实施以来，废纸进口配额清零，直接切断了造纸企业获取进口废纸的路径。叠加国内废纸回收利用程度已接近饱和，国内废纸供应缺口问题日益突出。上述因素共同推动国废价格持续上行，直接导致公司废纸系产品原料成本上升。

与此同时，再生纸浆进口监管要求持续趋严，海关总署持续规范进口再生纸浆申报管理，原料进口的不确定性和合规成本有所增加，原料只能更多依赖区域性采购，议价空间收窄，进一步推高了综合原料成本。

面对上述结构性调整，公司将积极推进木浆生产线建设，逐步完善“高端包装纸浆纸一体化建设”，通过提升木浆自给率，有效降低对外部废纸原料的依赖程度，增强原材料成本管控能力，从源头改善毛利率水平。

公司预计，随着偿债高峰已过，毛利率将恢复到正常水平，进而推动业绩的改善。

综上所述，公司 2024 年净利润同比下降主要系毛利下滑所致，2025 年净利润下降则大部分与毛利进一步减少有关，但也有如处置联合营股权、计提存货跌价准备等其他特殊事项的影响。

而公司近三年主营业务毛利率由 9.48%下滑至 5.97%，是业务模式内在敏感性、行业供需情况、产品销售价格持续承压以及原材料价格变动未能有效传导等多重因素共同作用的结果。其中，产品销售价格下跌及销价与成本价差的收窄是毛利率下滑的最直接驱动因素。

二、分产品说明近三年营业收入、营业成本、毛利率、产销量、库存量，量化分析各产品板块业绩波动对净利润的影响金额；

公司主营业务涉及四大行业板块：造纸、包装、贸易和其他，其中造纸行业细分产品包括箱板纸、瓦楞纸及其他原纸；包装行业主要产品是纸制品，贸易行业主要产品是再生纤维。

（一）分产品关键经营指标：

产品	年份	主营业务收入（万元）	主营业务成本（万元）	毛利率（%）
箱板纸	2023	1,123,052.43	1,043,994.62	7.04
箱板纸	2024	1,085,683.88	1,035,168.78	4.65
箱板纸	2025	1,067,030.03	1,021,101.75	4.30
瓦楞纸	2023	427,586.66	386,775.68	9.54
瓦楞纸	2024	460,143.16	434,240.23	5.63
瓦楞纸	2025	511,623.38	495,371.17	3.18
其他原纸	2023	373,495.93	348,915.33	6.58
其他原纸	2024	413,472.88	397,536.52	3.85
其他原纸	2025	377,902.40	377,021.97	0.23
纸制品	2023	707,994.09	613,103.66	13.40
纸制品	2024	689,936.88	603,382.49	12.55
纸制品	2025	672,939.03	590,814.80	12.20
再生纤维	2023	212,378.98	189,712.09	10.67
再生纤维	2024	200,552.76	181,713.70	9.39
再生纤维	2025	181,633.52	166,027.62	8.59
其他	2023	23,801.85	14,008.55	41.15
其他	2024	25,867.14	14,988.80	42.05
其他	2025	20,009.00	11,816.99	40.94

（二）分产品毛利变动对净利润的影响金额

项目	产品	2025 年较 2024 年		2024 年较 2023 年	
		变动金额（万元）	占比	变动金额（万元）	占比
毛利	箱板纸	-4,586.82	6.59%	-28,542.71	47.91%
	瓦楞纸	-9,650.71	13.87%	-14,908.06	25.02%
	其他原纸	-15,055.93	21.64%	-8,644.24	14.51%
	原纸小计	-29,293.45	42.10%	-52,095.01	87.44%
	纸制品	-4,430.15	6.37%	-8,336.05	13.99%
	再生纤维	-3,233.17	4.65%	-3,827.83	6.42%
	其他	-2,686.32	3.86%	1,085.04	-1.82%
	合计	-39,643.09	56.98%	-63,173.85	106.04%
净利润变动		-69,575.62	100.00%	-59,577.74	100.00%

由上可知，2024 年净利润变动主要系原纸（对净利润的影响占比 87.44%）和纸制品（对净利润的影响占比 13.99%）毛利变动影响。原纸下的各细分产品毛利变动均超过 10%，其中箱板纸变动影响最大，变动额占净利润的影响为 47.91%。

而 2025 年净利润变动则主要集中在原纸板块（对净利润的影响占比 42.10%），其中原纸细分下主要是瓦楞纸和其他原纸的影响，其毛利变动均超过 10%。

故下述将针对原纸和纸制品进一步分析其业绩影响原因。

1、原纸产品

2023 年-2025 年各原纸产品的产销量、库存量

单位：万吨

产品名称	年份	产量	销量	期末库存量
箱板纸	2023	420.80	424.53	13.80
箱板纸	2024	433.32	437.28	9.78
箱板纸	2025	437.14	433.15	14.35
瓦楞纸	2023	177.14	174.34	5.95
瓦楞纸	2024	201.64	203.45	3.94
瓦楞纸	2025	233.30	230.75	6.78
其他原纸	2023	80.53	78.86	8.62
其他原纸	2024	89.05	91.42	6.52
其他原纸	2025	84.09	84.69	5.05

（1）箱板纸

箱板纸产品 2023 年、2024 年、2025 年毛利率分别为 7.04%、4.65%、4.30%，其中 2024 年毛利率呈现较大降幅。

项目	2025 年		2024 年		2023 年
	发生额	同比（%）	发生额	同比（%）	发生额
主营业务收入（万元）	1,067,030.03	-1.72	1,085,683.88	-3.33	1,123,052.43
主营业务成本（万元）	1,021,101.75	-1.36	1,035,168.78	-0.85	1,043,994.62
主营业务毛利额（万元）	45,928.28	-9.08	50,515.09	-36.10	79,057.81
销售单价（元/吨）	2,773.80	0.22	2,767.66	-5.25	2,921.04
单位成本（元/吨）	2,654.41	0.59	2,638.89	-2.82	2,715.41

由上可知，2024 年箱板纸毛利下降主要系主营业务收入变动驱动，其中 2024 年主营业务收入较上年同期减少 3.33%。

而公司下属子公司广东山鹰的 100 万吨高档箱板纸扩建项目、浙江山鹰纸业 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目在 2022-2023 年逐步转固，对应箱板

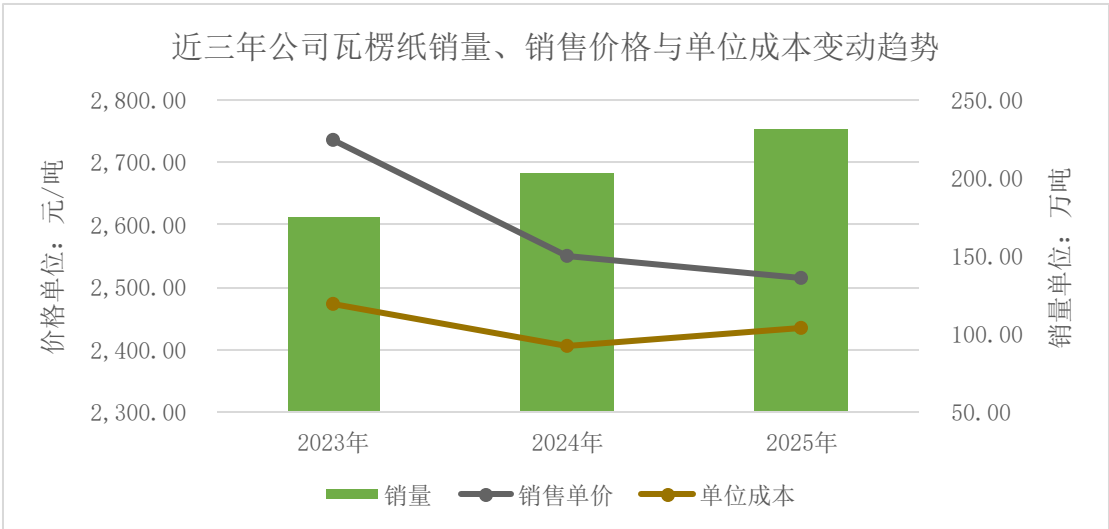
纸产线的投产使得公司 2024 年箱板纸产销量均有提升。由此，2024 年箱板纸收入的大幅下降主要系销售价格同比下降 5.25%所致。

(2) 瓦楞纸

瓦楞纸产品 2023 年、2024 年、2025 年毛利率分别为 9.54%、5.63%、3.18%，毛利率呈现逐年下降趋势。

项目	2025 年		2024 年		2023 年
	发生额	同比 (%)	发生额	同比 (%)	发生额
主营业务收入 (万元)	511,623.38	11.19	460,143.16	7.61	427,586.66
主营业务成本 (万元)	495,371.17	14.08	434,240.23	12.27	386,775.68
主营业务毛利额 (万元)	16,252.21	-37.26	25,902.92	-36.53	40,810.98
销售单价 (元/吨)	2,515.94	-1.34	2,550.22	-6.75	2,734.83
单位成本 (元/吨)	2,436.02	1.22	2,406.66	-2.71	2,473.80

2024 年至 2025 年，公司下属子公司吉林山鹰 100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程、宿州山鹰年产 90 万吨包装纸项目逐步投产转固，对应产线主要生产高强瓦楞纸产品，故近三年瓦楞纸产销量逐年增长。由上可知，2024 年、2025 年瓦楞纸收入和成本亦是对比上年同期均呈现上升趋势。



瓦楞纸产品毛利下降主要系销售价格与单位成本之间的毛利空间不断压缩所致。2024 年销售价格对比上年同期下降 6.75%，但成本端节降仅 2.71%；2025 年销售价格对比上年同期下降 1.34%，降幅缩小，但因原材料价格波动、新产线折旧等刚性因素，单位成本反而增加。

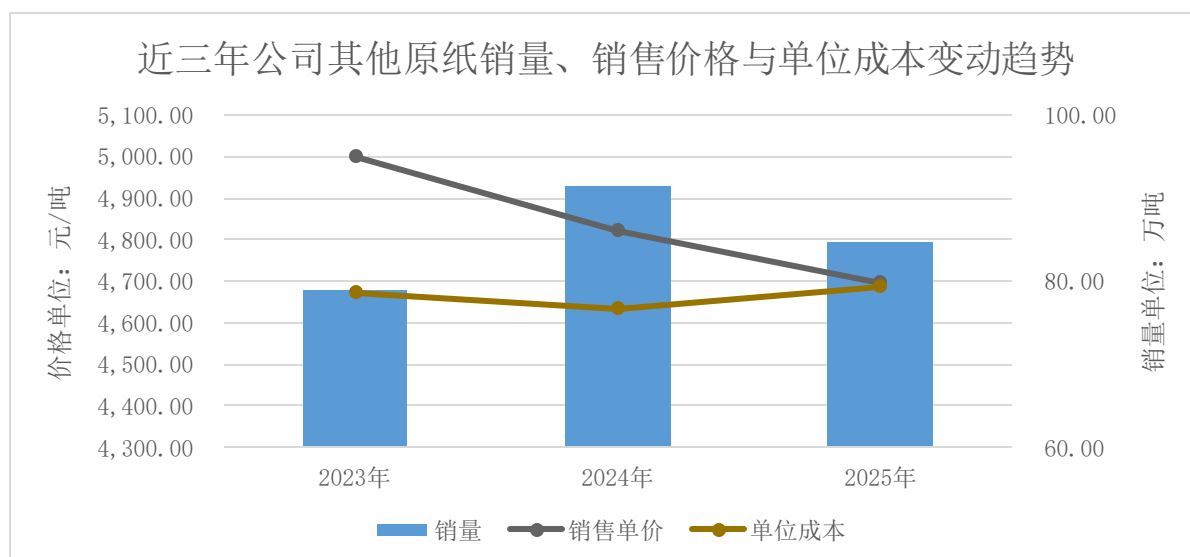
近三年瓦楞纸市场供给增速略高于需求增速，尽管头部纸企资本开支目前已接近尾声，但区域性中小纸厂投产热情较高，新增产能持续释放带动产量增加，导致其价格跌幅大于箱板纸，行业整体利润空间受到挤压。

（3）其他原纸

公司其他原纸主要包含涂布牛卡纸、白面牛卡纸、新闻纸、伸性纸、文化纸等细分纸种。近三年其他原纸主要经营指标如下：

项目	2025 年		2024 年		2023 年
	发生额	同比（%）	发生额	同比（%）	发生额
主营业务收入（万元）	377,902.40	-8.60	413,472.88	10.70	373,495.93
主营业务成本（万元）	377,021.97	-5.16	397,536.52	13.93	348,915.33
主营业务毛利额(万元)	880.43	-94.48	15,936.36	-35.17	24,580.60
销售单价（元/吨）	4,697.71	-2.54	4,820.15	-3.57	4,998.73
单位成本（元/吨）	4,686.76	1.13	4,634.37	-0.76	4,669.75

其他原纸 2023 年、2024 年、2025 年毛利率分别为 6.58%、3.85%、0.23%，毛利率呈现逐年下降趋势。



2024 年公司其他原纸产销量较上年同期有所增加，主要系公司控股子公司凤凰纸业 2023 年设备停机维修重启，造成当年产销量偏低，2024 年其他原纸产销量较上年同期增加约 3.6 万吨；山鹰国际 2024 年其他原纸销量较上年同期增加 2.5 万吨，主要系公司开发淋膜原纸等新产品，满足各细分领域的客户需求，故 2024 年其他原纸收入和成本亦是对比上年同期均呈现上升趋势。其他原纸毛利下降主要系销售价格传导所致，2024 年销售价格对比上年同期下降 3.57%。

2025 年公司其他原纸产销量较上年同期有所降低，主要系受市场行情影响，涂布牛卡纸、白面牛卡纸等产销量较上年同期减少 5.8 万吨。同时，叠加其他原纸销售价格的进一步下跌，较上年同期减少 2.54 个百分点，最终导致 2025 年其他原纸毛利显著减少。

2、纸制品

2023 年-2025 年纸制品各项经营指标如下：

项目	2025 年		2024 年		2023 年
	发生额	同比（%）	发生额	同比（%）	发生额
主营业务收入（万元）	672,939.03	-2.46	689,936.88	-2.55	707,994.09
主营业务成本（万元）	590,814.80	-2.08	603,382.49	-1.59	613,103.66
主营业务毛利额(万元)	82,124.23	-5.12	86,554.39	-8.78	94,890.43
产量（亿平方米）	20.98	-1.69	21.34	3.59	20.60
销量（亿平方米）	20.97	-1.81	21.36	3.39	20.66
期末库存量(亿平方米)	0.29	3.16	0.28	-6.03	0.30
销售单价（元/平方米）	3.21	-0.66	3.23	-5.74	3.43
单位成本（元/平方米）	2.82	-0.27	2.83	-4.81	2.97

包装板块的纸制品产品在 2023 年、2024 年、2025 年毛利率分别为 13.40%、12.55%、12.20%，在 2024 年毛利率下降幅度较大。由上可知，2024 年纸制品产销量均较上年同期增长超 3 个百分点，但整体销售单价下滑明显，导致当年收入和毛利大幅下降。

而 2025 年随着包装板块部分子公司股权处置（如苏州兴华），当年产销量存在适度缩减；另外，销售价格未再大幅下降，较上年同期仅减少 0.66 个百分点。2025 年纸制品毛利较上年同期变化不大，未构成净利润减少的主要原因。

综上所述，公司 2024 年净利润变动的影响主要集中在原纸产品和纸制品。2024 年箱板纸、瓦楞纸、其他原纸的产销量随着公司重要在建项目（如广东山鹰 100 万吨高档箱板纸扩建项目、浙江山鹰纸业 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目）的转固投产，各项产品产销量均有增长；但各纸种在销售价格方面受到了不同程度的影响，价格对比上年同期下降 3%~6%，导致主营业务收入较上年同期减少，驱动原纸产品毛利缩减。原纸产品合计毛利变动对净利润的影响占比 87.44%（箱板纸 47.91%、瓦楞纸 25.02%、其他原纸 14.51%）。同理，包装板块的纸制品产品以原纸作为主要原材料，产销量较上年同期增长超 3 个百分点，但也因整体销售单价下滑导致收入和毛利下降，2024 年纸制品毛利变动对净利润的影响占比 13.99%。

公司 2025 年净利润变动大部分系主营毛利变动影响，但如前述问题二的一、（一）所阐明，还受到处置联合营股权（影响投资收益变动）、计提存货跌价损失（影响资产减值损失变动）等特殊事项影响，所有主营产品合计毛利变动对净

利润的影响占比为 56.98%，其中绝大部分系原纸产品的影响（合计占比 42.10%）。原纸产品下瓦楞纸毛利影响占比 25.02%，其他原纸 14.51%。在产销量方面，瓦楞纸受到公司重要在建项目（如吉林山鹰 100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程、宿州山鹰年产 90 万吨包装纸项目）的转固投产而得到提升，其他原纸则因仓库意外事件和市场行情影响而出现暂时性产销量下降。总体而言，两项纸种均因销售价格下跌和销价与成本价（毛利）的价差空间进一步缩减而毛利减少。

三、分业务类别列示海外业务的主要构成、业务背景、交易对方、金额等，说明境外业务毛利率为负且与境内业务差异较大的原因及商业合理性；

（一）公司 2025 年海外业务的主要构成和金额如下：

单位：万元

分产品	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	交易主体
再生纤维	181,454.00	166,188.65	8.41	WPT、美国环宇
其他原纸	135,879.22	156,144.60	-14.91	凤凰纸业
纸制品	25,509.93	21,642.02	15.16	越南中健、泰国祥恒
合计	342,843.15	343,975.27	-0.33	

如上表所示，公司 2025 年海外业务主营业务收入 342,843.15 万元，主营业务成本 343,975.27 万元，综合毛利率为-0.33%，按业务类别可分为再生纤维、其他原纸和纸制品，毛利率分别为 8.41%、-14.91%和 15.16%。

（二）海外业务的业务情况

1、再生纤维

公司海外再生纤维业务主要集中在子公司 WPT 以及子公司美国环宇，两者的核心业务是废纸回收与贸易，属于典型的贸易类业务，无生产环节。

WPT 公司主要服务于欧洲市场，覆盖欧废全品类业务，供应商以欧洲本地废纸回收商、打包站、大型回收集团为主，客户为欧洲再生纸产业链下游生产公司；美国环宇公司重点服务亚洲市场客户，供应商为美国再生资源回收企业，客户为亚洲再生纸产业链下游生产公司，其中集团内客户占比超 90%，定位为山鹰国际提供稳定、低成本的美废原料渠道。

2、其他原纸

公司海外其他原纸业务系通过控股子公司凤凰纸业开展，属于木浆系造纸细分领域，主要生产硬木漂白浆、双胶纸、喷墨打印纸等文化纸产品，产品主供美国市场。

凤凰纸业是由公司全资子公司浙江山鹰的间接控股子公司 Global Win Wickliffe LLC（以下简称“Global Win”）于 2018 年 8 月签署《股权购买协议》，出资 1600 万美元购买凤凰纸业 100%股权，并于 2018 年 9 月 6 日完成交割。凤凰纸业位于美国肯塔基州，密西西比河畔，占地约 15,000 亩，紧挨高速公路，有铁路专用线，还拥有专用河运码头，交通运输便利，周边有丰富的木材资源。收购时，凤凰纸业拥有一条完整的化学制浆和文化纸一体化生产线及配套设施，纸浆年产能 36 万吨，文化纸年产能 30 万吨。收购完成后，公司对部分生产设备进行修复，使得设备达到重新运转状态。公司主要想通过收购凤凰纸业在北美落地生产基地，拓展北美市场，深化全球布局。

3、纸制品

公司海外纸制品业务主要集中在子公司越南中健及子公司泰国祥恒，经营纸箱印刷、纸板和纸容器、EPE 珍珠棉、纸塑等生产加工。

（三）境外业务毛利率为负且与境内业务差异较大的原因及商业合理性

2025 年境外业务综合毛利率为-0.33%，主要系凤凰纸业毛利率-14.91%产生，其毛利率偏低的主要原因如下：

1、产品价格下跌

凤凰纸业 2025 年度及 2024 年度经营情况如下：

经营指标	2025 年度	2024 年度	同比
产量（万吨）	19.16	19.75	-2.99%
销量（万吨）	18.61	19.39	-4.01%
产销率	97.16%	98.20%	-1.03%
平均单价（元/每吨）	7,482.89	7,863.95	-4.85%
单位成本（元/每吨）	8,598.90	8,775.95	-2.02%

由上可知，2025 年凤凰纸业销量 18.61 万吨，较上年同期减少 4.01%；2025 年产品销售单价为 7,482.89 元/吨，较上年同期降低 4.85%，而单位成本为 8,598.90 元/吨，仅较上年同期节降 2.02%。因此，2025 年凤凰纸业毛利率下降的主要原因系销售价格下降所致。

其中，浆产品毛利率水平低于文化纸产品。2025 年，受市场需求及产能爬坡阶段性安排影响，拉低了综合毛利率水平。此外，受美国本土消费需求波动影响，2025 年凤凰纸业主要产品销售价格有所下调，进一步压缩了浆产品的毛利空间。随着后续产品结构优化调整，高附加值纸产品占比提升，综合毛利率有望得到改善。

2、产能未完全释放

凤凰工厂在山鹰国际收购前，已经停产将近三年时间，设备保养完全停止。在山鹰收购后，陆续投入了大量的资金进行恢复生产的工作。但是由于停产时间较长，生产设备、配套设施的可靠性仍然存在较大问题，需要不断地分紧急程度进行改造及维修。由于这样的现状，导致凤凰的产能未能完全发挥，生产成本较高，是导致凤凰的经营毛利率较低的一个原因。

同时，在凤凰工厂停产期间，当地熟练工人已经大部外出务工，工厂重启后，人员的招募、培训需要较长时间，人员熟练程度需要逐步提高。经过几年的沉淀，目前工厂人员的操作水平已经达到稳定程度并在不断完善之中。

3、市场开发需要时间

山鹰收购凤凰后，重新进行产品开发、人员招募及培训，与客户重新建立信任供求关系。中间又经历了三年的疫情，市场开拓需要再进一步的夯实。目前，作为凤凰工厂的拳头产品，激光印刷、喷墨打印纸的研发、销售已经取得长足进展，在这个过程中，抢占市场、维护关系也需要时间和投入，因此，价格与预期的数字还有一定的差距。

4、文化差异与团队整合

受地域差异和美国用工政策等原因，凤凰工厂的员工绝大多数是在美国本地招聘，只有总经理和个别技术人员是从国内外派。由于两国文化差异，团队组建初期在管理思维、工作流程、工作方式、考核标准、沟通模式等方面都存在明显的差异，直接影响了工厂的效率和效果。中方重效率、重结果，美方注重本地化用工规则、流程规范与劳务外包，双方管理理念、行事节奏有时难以统一，内部协同成本较高。经过近几年，尤其是全球疫情之后公司在跨文化方面做的大量工作，团队逐步磨合，目前管理权责、执行标准不断改进，生产调度、内部管理效率也得到明显改善。

5、国际大环境的影响

2021-2025 年，美国国内能源、原材料价格上升明显，对凤凰工厂的生产成本造成较大影响。随着市场接受度的提升，这部分成本在 2026 年开始向下游转移，缓解了工厂的成本压力并体现在持续的盈利上。

2026 年，得益于几年来的持续投入，凤凰的设备和人员技能稳定情况得到长足改善，目前每月的原纸产出在不断地提升中。随着市场开拓和客群关系的进一步巩固，价格也在逐步提升。凤凰 2026 年的经营状况有望呈现产销两旺、效益稳步提升的局面。

四、分产品列示向关联方采购的具体业务模式、采购内容、采购对象、结算模式、金额及占比，说明公司长期向关联方采购而非直接从境外采购浆纸的背景及原因；

（一）关联方采购情况汇总

2025 年关联方采购总额 153,802.56 万元，主要采购对象为泰盛供应链管理有限公司（包含上海泰茹汇贸易有限公司）和浙江泰航物流有限公司，主要采购原料浆纸和运输服务，占总关联方采购额的 81%。分产品列示如下：

采购对象	采购内容	定价依据	结算模式	2025 年采购金额(万元)	占比
上海泰茹汇贸易有限公司	浆类	以市场价为基础的协议价格	电汇及票据支付	58,378.60	38%
浙江泰航物流有限公司	物流运输	以市场价为基础的协议价格	电汇及票据支付	51,101.41	33%
泰盛供应链管理有限公司	浆类	以市场价为基础的协议价格	电汇及票据支付	12,066.25	8%
上海泰茹汇贸易有限公司	原纸	以市场价为基础的协议价格	电汇及票据支付	2,134.67	1%
泰盛供应链管理有限公司	物流运输	以市场价为基础的协议价格	电汇及票据支付	1,638.23	1%
向其他关联方采购				28,483.40	19%
合计				153,802.56	100%

（二）业务模式说明

1、向泰盛供应链管理有限公司（包含上海泰茹汇贸易有限公司）采购原料纸浆

公司主要通过子公司浙江山鹰供应链管理有限公司向泰盛供应链管理有限公司（包含上海泰茹汇贸易有限公司）采购。采购的产品以国外进口为主，进口占比达 91%。

采购内容包括（1）浙江供应链向其采购再生浆和木浆，2025 年采购金额为 68,650.26 万元（2）各包装厂向上海泰茹汇贸易有限公司采购俄卡，2025 年采

购金额为 2,134.67 万元（3）其他，主要为物流运输服务等，2025 年采购金额为 3,432.82 万元。按产品划分的采购内容、采购对象、结算模式和金额见下表：

购买方	供应商描述	产品	产品来自国内/国外	2025 年采购金额(万元)	定价依据	结算模式	账期
浙江山鹰供应链	上海泰茹汇贸易有限公司	木浆	国外	46,993.72	市场价购买	电汇	票到及付款
浙江山鹰供应链	泰盛供应链管理有限公司	木浆	国外	6,892.47	市场价购买	电汇	票到 10 天
浙江山鹰供应链	上海泰茹汇贸易有限公司	木浆	国内	5,662.14	市场价购买	电汇	票到及付款
浙江山鹰供应链	泰盛供应链管理有限公司	再生浆	国外	4,596.87	市场价购买	电汇	款到发货（预付）
浙江山鹰供应链	上海泰茹汇贸易有限公司	再生浆	国外	3,928.13	市场价购买	电汇	款到发货（预付）
各包装厂	上海泰茹汇贸易有限公司	俄卡	国外	2,134.67	市场价购买	电汇及票据支付	票到 30 天
浙江山鹰供应链	泰盛供应链管理有限公司	木浆	国内	576.90	市场价购买	电汇	票到 10 天
		其他		3,432.82	市场价购买	电汇及票据支付	
		合计		74,217.75			

2025 年浙江山鹰供应链向泰盛供应链管理有限公司采购再生浆 4,596.87 万，其中浙江山鹰纸业有限公司 3,658.26 万，山鹰华南纸业有限公司 938.61 万；向上海泰茹汇贸易有限公司采购再生浆 3,928.13 万，其中浙江山鹰纸业有限公司 2,776.23 万、山鹰华南纸业有限公司 1,151.91 万。

2、向浙江泰航物流有限公司采购运输服务

浙江泰航物流有限公司，成立于 2022 年 1 月 29 日，注册资本为 5000 万元人民币。作为一家综合性物流企业，有较强的服务覆盖能力。公司已和浙江泰航物流有限公司达成多年合作，渠道资源多，物流响应快。2025 年度向浙江泰航物流有限公司（以下简称“浙江泰航”）采购运输服务 5.11 亿元，目前浙江泰航年度业务量占山鹰全集团采购运输服务这类业务总量的 50.99%。结算方式采用票据支付，账期按照运输内容分为 1）成品纸业务，票到付款 2）短驳及设备转运业务，月结 40 天。公司与泰航物流签订物流运输协议，协议价格参考市场价，且协议下发生的年度交易总金额，不得过山鹰国际当年度董事会和股东会审议通过的日常关联交易金额上限。

（三）向关联方采购而非直接从境外采购浆纸的背景及原因

1、规避进口合规风险，降低政策不确定性

自 2021 年“禁废令”全面实施以来，进口再生纸浆的检验标准持续提高，海关总署不断规范进口再生纸浆的申报要求及检验监管措施。在此背景下，再生纸浆进口涉及的品类认定、环保合规、检验通关等环节存在一定政策执行层面的不

确定性。公司若直接从事境外采购及进口申报，将直接面临进口检验不达标导致的滞港、退运乃至行政处罚等风险。通过具备成熟进口操作经验的关联方进行中转采购，可有效隔离上述合规风险，确保原料进口的顺畅与稳定。

2、对冲地缘贸易环境波动，保障供应链安全

公司部分木浆采购来源于俄罗斯，基于当前地缘政治国际贸易环境较为复杂，直接对外采购存在交付履约及政策变化等不可控因素。为有效隔离相关风险、保障原材料供应安全，公司通过具备成熟跨境贸易经验及合规管控能力的关联方进行中转采购，而非直接从境外采购浆纸。

3、发挥集中采购规模优势，提升议价能力

公司关联方长期专注于浆纸产品的国际贸易业务，建立了稳定的货源渠道和采购网络。通过关联方将公司多个生产基地的木浆需求进行归集后统一对外采购，能够形成规模采购效应，在价格谈判、长期合同锁定、优先供货保障等方面获得比各基地分散采购更为有利的交易条件，有效控制原料采购成本，避免断供及恶性涨价风险。2025 年，公司向泰盛供应链采购木浆 169,944.85 吨，采购总额 83,232.25 万元，平均单价 4,897.60 元/吨（含税到厂）；同期向外部独立供应商采购木浆 25,033.21 吨，采购总额 12,972.76 万元，平均单价 5,182.22 元/吨（含税到厂）。关联方采购均价低于外部均价约 284.62 元/吨。

4、降低供应链管理复杂度，提升运营效率

公司造纸业务横跨华东、华中、华南及东北等多个区域，各基地木浆采购需求各异、用量不一。若由各生产基地分别独立开展境外采购，将面临供应商开发维护、多语种商务谈判、国际物流协调、进口单证处理等大量非核心业务环节的管理成本。通过关联方统一对接境外供应商并统筹安排国际物流、进口清关及国内配送，确保专业的供应链服务，履约效率高，公司可将精力聚焦于核心生产运营，提升整体供应链管理效率。

综上，公司通过关联方采购浆纸而非直接从境外采购，主要系综合考虑进口合规风险、供应链安全、采购效率与成本控制等多重因素。

此外，公司关联方不仅为公司提供稳定的原材料采购渠道，还凭借其较强的资产实力为公司及其子公司融资提供抵押担保等增信支持，进一步保障了公司资金链的平稳运行，体现了关联方对公司长期发展的实质性支持。

五、关联采购的公允性，支付给泰盛供应链的采购价与其向境外支付的采购价之间是否存在价差；2026 年关联采购金额向泰盛供应链、恒众纸业等少数关联方集中的商业背景及合理性。

（一）关联采购的公允性

在定价方式上主要采用成本加成的核算方式，即原料采购成本、加工成本、物流、资金、合理的利润等，同时参考行业资讯价格（如卓创、钢联纸浆价格）以及同行价格报价对标等方式，最终确认与关联方的价格。公司分别摘取了采购木浆、再生浆、纸芯管及物流运输服务这四个主要品类来说明，具体内容如下：

1、2025 年，公司向泰盛供应链采购木浆 169,944.85 吨，采购总额 83,232.25 万元，平均单价 4,897.60 元/吨（含税到厂）；同期向外部独立供应商采购木浆 25,033.21 吨，采购总额 12,972.76 万元，平均单价 5,182.22 元/吨。关联方采购均价低于外部均价约 284.62 元/吨。

2、2025 年，公司向泰盛供应链采购再生浆合计 68,500 吨，按用途分为以下两类：

（1）高档纸生产添加用再生浆

主要包括美废 12#再生浆、加拿大 12#再生浆、菲律宾 13#再生浆等。2025 年关联方采购美废 12#再生浆均价为 267 美元/吨，同期 RISI 发布的 12#再生浆市场参考价为 255—265 美元/吨，公司采购价格与市场价格基本持平，定价公允。

（2）替代国废的再生浆

主要包括印尼再生浆、马来西亚再生浆等非美废来源再生浆。此类再生浆主要作为国内废纸的替代品，用于调节国废市场的区域性供需波动和阶段性价格。2025 年，关联方采购此类再生浆平均单价约为 1,778 元/吨。考虑到此类再生浆主要用于替代国内废纸采购，将其折算为同品质国废成本约为 1,872 元/吨，与同期国内废纸市场均价基本持平。在部分市场时点，该折算成本甚至略低于国废采购价格，有效发挥了策略性调节区域市场价格的作用。

3、公司向关联单位恒众采购的纸芯管价格对比山鹰直接向外采购的纸芯管价格，价格更具有优势，低于市场价。2025-2026 年公司向恒众采购的纸芯管合计成本 13.05-13.25 元/米，而外购纸芯管合计成本 13.41-13.45 元/米。

4、2025 年公司向泰航采购的物流服务，主要为成品纸运输。成品纸物流服

务要求：公司生产基地布局全面，客户群体分散，运输门点线路多，要求物流服务具有覆盖面广、响应快、送达时效性强等特点；物流价格在定价方式上主要采用成本分解核算、对标其他第三方车队价格以及行业价格对标等方式，最终确认与泰航的价格。2025 年度公司成品纸汽运物流成本：85.7 元/吨纸，符合市场行情、成本分析和行业水平；山鹰选择泰航，主要有以下几方面考虑：（1）成本合理，公司比对不同运输线路从承运能力、线路布局，综合成本具有优势；（2）发货时效保障；外部供应商在合作中容易出现车辆安排不及时的问题，影响客户交付，泰航物流作为公司关联企业，能够始终优先保障原纸发货需求，有效提升发货效率。在双方合同交易条款与商务条件方面，做到关联方与外部采购主要条款基本一致，符合市场标准化要求，包括账期、付款方式，验收、结算等条款。

综上，在双方合同交易条款与商务条件方面，做到关联方与外部采购主要条款基本一致，符合市场标准化要求，包括账期、付款方式，验收、结算等条款；

在货物交付、验收以及质量检测等方面与非关联交易完全一致，不存在特殊优待。

在交易中存在合理的价差，主要为驻地服务以及承担的有关市场、政策、资金等风险的补偿作为其合理的利润。

关联采购价格符合市场价的标准，在交易条款、货物验收和质量检测等方面不存在特殊优待，在交易中存在合理的价差，关联交易体现公允性。

（二）2026 年关联采购金额增加的原因

2026 年向泰盛供应链、恒众纸业的预计采购金额增加，主要系结合前期价格波动以及业务规划，对关联方采购金额进行相应调整。为了业务结构得到高质量发展，提高公司在高端包装纸领域的市场份额，原材料的需求结构更加依赖木浆和进口再生浆，因此各基地高端纸种增加了提升木浆、再生浆的需求量。同时考虑到 2025 年 9 月废纸浆标准重置期间，进口风险和不确定性增强，为控制原材料进口风险，满足公司日常生产经营需要，公司拟进一步增加通过关联方承担进口量比重，降低上市公司进口风险。

（三）同行业关联交易情况

同行业玖龙纸业和理文造纸的关联交易预计情况，可以看到禁废令政策实施以来，通过关联方进行原材料采购是造纸行业基于产业特性的普遍商业实践。具

体情况如下：

1、玖龙纸业废纸、浆品产品及木片关联交易预计情况及实际使用情况（单位：人民币，百万元）

时间	截至 2027 年 6 月 30 日止财政年度	截至 2028 年 6 月 30 日止财政年度	截至 2029 年 6 月 30 日止财政年度
预计情况	15,000	20,000	30,000
时间	截至 2024 年 6 月 30 日止财政年度	截至 2025 年 6 月 30 日 止财政年度	截至 2025 年 12 月 31 日止财政年度
预计情况	40,000	50,000	60,000
实际购买额	20,437	7,982	2,265

注：预计情况人民币 60,000 百万元适用于截至 2026 年 6 月 30 日止财政年度

2、理文造纸纸浆关联交易预计情况及实际使用情况（单位：百万港元）

时间	截至 2025 年 12 月 31 日止年度	截至 2026 年 12 月 31 日止年度	截至 2027 年 12 月 31 日止年度
预计情况	1,900	1,900	1,900
时间	截至 2022 年 12 月 31 日止年度	截至 2023 年 12 月 31 日止年度	截至 2024 年 12 月 31 日止年度
预计情况	2,900	3,900	3,900
实际购买额	1,128	954	449

理文造纸通过关联方采购纸浆、玖龙纸业通过关联方采购废纸、浆品及木片——两家作为行业龙头的关联采购同样集中于废纸、浆品及木片等核心原材料，表明通过关联方进行核心原材料采购并非公司特有安排，而是造纸行业基于禁废令政策环境、全球采购复杂性及供应链安全考量所形成的行业惯例。

综上，公司与关联方的日常关联交易根据公司经营需要发生，可以使公司合理利用关联方的优质资源，有利于公司日常经营业务的持续、稳定进行。关联交易活动遵循商业原则，关联交易价格的确定遵循《公司章程》、《关联交易决策制度》及内部控制制度等规定中对关联交易的定价原则和定价方法，遵循市场定价的原则。

会计师意见:

(一) 我们对公司经营情况主要实施了如下审计和核查程序:

1、分析公司近三年净利润、毛利率大幅变动情况及原因;

2、对收入、成本、费用作分析性复核。按月、按照类别分析收入、成本、毛利、费用的变动趋势是否合理;通过对各期间及各项目毛利率的纵向横向分析,审核收入、成本、费用的配比、合理性;

3、收入测试程序。A、检查销售合同,根据合同的规定、商业实质对企业采用的收入确认方法进行复核,根据业务的不同特点,结合合同中明确的权利、义务关系,复核企业收入确认原则的适当性。抽样检查主要销售合同和确认收入的销售凭据。B、收入截止性测试:检查收入确认时点,抽取年末与年初数据进行截止测试。结合库存商品出库的截止性测试审核收入确认的及时性及完整性。C、收入、应收账款函证:抽取主要客户实施函证程序,未回函的进行替代测试。D、重点关注新增且交易量较大的客户,复核其收入的真实性。对当期新增加的前十大客户业务的合理性进行复核。E、对接近期末对重大交易进行测试。期后检查是否有异常退货;结合应收货款的函证,判断收入确认的真实性;

4、对存货进行发出计价测试。了解公司成本核算方法,检查成本核算方法本期是否变动。分别存货类别原材料、半成品、在产品、产成品实施计价测试。对在产品的计价重点关注成本结转方面的情况;对生产成本关注成本费用归集、分配(制造费用的分配、工资的分配等),是否存在晚入账、不入账或人为调整分配率的方式来调解成本的情况;

5、对存货实施监盘或抽盘:了解公司的盘点计划与实施情况,对公司截止日的存货实施监盘或抽盘;

6、核实重要或异常的费用项目,对大额的费用支出进行检查,核实费用的发生是否真实,金额是否准确,审批手续是否完备,费用入账是否存在跨期。

7、分析投资收益、政府补助、资产减值损失、资产处置收益等特殊交易事项对经营业绩的影响情况。

(二) 我们对公司关联采购业务主要实施了如下审计和核查程序:

1、了解、评价和测试公司与关联方交易相关的内部控制设计和运行的有效性。

- 2、获取复核被审计单位提供的关联方清单以及关联交易统计表。
- 3、了解关联采购的背景和原因，分析关联采购的必要性及商业合理性。
- 4、检查公司与关联方及非关联方签订的采购合同，对比了同类产品的交易价格与条款，分析关联采购价格的公允性。
- 5、对重大的关联方交易，逐笔追查至原始凭证，检查其会计处理是否正确。
- 6、获取公司公告披露的关联方交易预算，与交易实际发生额进行比较，检查关联采购金额是否控制在预算额度范围内。
- 7、检查关联方交易是否已在会计报表附注中充分披露。

基于上述执行的审计和核查程序，我们认为：

公司 2024 年净利润同比下降主要系毛利下滑所致，2025 年净利润下降则大部分与毛利进一步减少有关，但也有如处置联合营股权、计提存货跌价准备等其他特殊事项的影响；公司近三年主营业务毛利率由 9.48%下滑至 5.97%，是业务模式内在敏感性、行业供需情况、产品销售价格持续承压以及原材料价格变动未能有效传导等多重因素共同作用的结果，具有合理性。公司境外业务毛利率为负主要受境外子公司阶段性复产、产能未完全释放、管理待磨合、国际环境等多重因素影响，具有商业合理性。

公司通过关联方采购浆纸而非直接从境外采购，主要系综合考虑进口合规风险、供应链安全、采购效率与成本控制等多重因素；关联交易合同条款与商务条件方面，关联方与外部采购主要条款基本一致，符合市场标准化要求，包括账期、付款方式，验收、结算等条款，关联采购价格符合市场价的标准，在交易条款、货物验收和质量检测等方面不存在特殊优待，在交易中存在合理的价差，关联交易价格公允。公司 2026 年向泰盛供应链、恒众纸业的预计采购金额增加，主要系结合前期价格波动以及业务规划，对关联方采购金额进行相应调整，符合公司实际情况。

【问题三】

关于往来款项。年报显示，公司应付账款期末账面余额 86.93 亿元，同比增加 20.90%，其中应付材料采购等经营款 69.48 亿元，同比增加 57.79%；截至 2026 年一季度末，应付票据及应付账款高达 95.76 亿元，同比增加 31.31%。应收账款期末账面余额 35.73 亿元，同比下滑 11.89%，本期应收账款坏账损失 0.39 亿元，同比增加 93%。从账龄看，1 年以内到期的账款占比由期初 96%下降至期末 91%，长账龄款项的比重有所增加。前期业绩预告显示，公司阶段性调整应收应付账期以保障流动性安全。

请公司补充披露：（1）列示应付账款前十大对象明细，包括但不限于名称、交易时间及背景、交易内容及金额、与控股股东是否存在关联关系、结算方式及周期，说明报告期内应付账款大幅增加的原因及合理性；（2）结合主要客户情况、坏账计提政策、销售回款情况等，列示本期计提坏账损失的应收账款明细，包括但不限于名称、交易时间、交易内容及金额、与控股股东是否存在关联关系等，说明相关销售是否真实。请年审会计师就上述问题核查并发表明确意见。

公司回复：

一、列示应付账款前十大对象明细，包括但不限于名称、交易时间及背景、交易内容及金额、与控股股东是否存在关联关系、结算方式及周期，说明报告期内应付账款大幅增加的原因及合理性；

（一）2025年末公司应付账款余额前十大对象情况如下：

单位全称	是否开展供应链融资	期末应付账款余额（万元）	占期末余额合计数的比例（%）	交易时间	背景	交易内容	是否为关联方	结算方式	周期
浙江物产山鹰热电有限公司	否	16,499.72	1.90%	2025 年	PM16/PM17 投产后蒸汽外购	蒸汽	否	70% 承兑、30%电汇	月结 25 天
中建安装集团有限公司	否	15,098.19	1.74%	2025 年	吉林山鹰年产 100 万吨制浆及年产 100 万吨工业包装纸项目及配套设施目前工程已完工，2025 年期末应付账款为竣工验收 85%阶段。	PN61 土建工程施工款	否	银行承兑	根据工程进度，按月结算，进度款 70%、竣工验收款 85%、结算款 95%、质保金 5%（验收两年后支付）
浙江泰航物流有限公司	否	14,714.14	1.69%	2025 年	成品纸运输	运费	是	承兑	票到付款/月结 40 天

湖南省工业设备安装有限公司	否	9,764.67	1.12%	2025 年	220 万吨高档包装纸及配套项目	PM21/22/23 配套设施安装款	否	承兑+电汇	竣工决算中
		4,440.20	0.51%	2025 年	100 万吨项目工程款	PM52/53 土建施工款	否	电汇/银承	竣工决算中
浙江鑫甬生物化工股份有限公司	否	11,562.82	1.33%	2025 年	造纸企业采购化辅原料保障正常生产经营	化辅	否	承兑	月结 120 天
山西能投汇丰实业有限责任公司	否	10,882.08	1.25%	2025 年	造纸企业采购煤炭原料保障正常生产经营	煤炭	否	电汇	票到 60 天
西安国际陆港物资贸易有限公司	否	10,731.17	1.23%	2025 年	造纸企业采购废纸原料保障正常生产经营	废纸	否	电汇	票到 60 天
浙江秀州建设有限公司	否	6,723.02	0.77%	2025 年	77 万吨项目工程款	PM16/17 土建施工款	否	70% 承兑、30%电汇	竣工决算中
		3,451.95	0.40%	2025 年	220 万吨高档包装纸及配套项目	PM21/22/23 配套土建施工款	否	承兑、电汇	竣工决算中
海南众晟实业有限公司	是	7,087.02	0.82%	2025 年	造纸企业采购煤炭原料保障正常生产经营	煤炭	否	电汇	票到 45 天
江苏淳诺再生资源有限公司	是	6,887.34	0.79%	2025 年	造纸企业采购废纸原料保障正常生产经营	废纸	否	电汇、承兑	货到 60 天付款
合计		117,842.32	13.56%						

如上表所示，公司前十大应付账款主要为原材料供应商以及建筑服务供应商，前十大应付账款供应商余额117,842.32万元，占期末应付账款余额的13.56%，其中应付关联方余额31,213.86万元，占期末应付账款余额的3.59%，本公司不存在重大依赖的情形。

（二）2024年末、2025年末及2026年第一季度末应付账款、应付票据余额如下：

单位：万元

科目	内容	2026 年 3 月 31 日	2025 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2026 年一季 度末较 2025 年末变化	2025 年末较 2024 年末变化
应付票据	材料采购等经营款项	94,260.88	61,577.12	28,562.07	53.08%	115.59%
应付账款	材料采购等经营款项	667,223.28	694,759.19	440,301.21	-3.96%	57.79%
应付账款	劳务费	20,744.20	17,133.18	46,780.60	21.08%	-63.38%

应付账款	工程设备款	175,419.38	157,364.57	231,897.17	11.47%	-32.14%
	合计	957,647.75	930,834.06	747,541.05	2.88%	24.52%

由上表，公司2025年末应付票据及应付账款余额较2024年末增加了24.52%，其中应付材料采购等经营款项较上期增加了28.75亿元，主要增加原因如下：

1、宿州和吉林山鹰项目2025年开机投产，新增固废、化辅、备件等综合物资采购需求，相应的应付材料采购款余额增加3.00亿元；

2、废纸、化辅、备件以及煤炭等大部分供应商，经公司与供应商商务谈判，获得了一定的信用期，故账期在2025年进行了延长，相应增加应付材料采购款18.62亿元。其中，废纸账期由2024年的30天延长至2025年的70天，公司月度废纸采购额约12亿，账期延长导致应付材料采购款余额增加约16亿元；煤炭供应商账期由原来的票到30天调整为票到45天或票到60天，增加应付账款余额约1.24亿元；备品备件供应商账期大部分由原来的月结60天调整为月结90天，增加应付账款余额约0.78亿元；化工辅料供应商的账期大部分由原来的月结90天，调整为月结120天，部分调整为月结180天，增加应付账款余额约0.6亿元。

3、废纸原料价格上涨，24年期末固废不含税价格平均为1695元，25年12月期末固废不含税平均价格为1988元，单位价格上涨293元，公司70天的采购量约130万吨，影响应付账款余额为3.8亿元。

公司2026年一季度末应付票据及应付账款余额较2025年末增加2.68亿元，主要系宿州山鹰PM71应付工程设备款增加2.60亿元所致，截止2026年5月31日宿州山鹰整体工程进度91.61%，项目运营状况良好。

二、结合主要客户情况、坏账计提政策、销售回款情况等，列示本期计提坏账损失的应收账款明细，包括但不限于名称、交易时间、交易内容及金额、与控股股东是否存在关联关系等，说明相关销售是否真实。

（一）截止2025年12月31日公司应收账款情况

单位：万元

项目	2025 年	2024 年	变动金额	变动率
应收账款余额	378,085.10	422,497.66	-44,412.56	-10.51%
减：坏账准备	20,818.23	17,034.55	3,783.68	22.21%
应收账款净额	357,266.87	405,463.11	-48,196.24	-11.89%

营业收入	2,877,816.87	2,922,925.68	-45,108.81	-1.54%
应收账款净额占营业收入比重	12.41%	13.87%	-1.46%	-10.51%

如上表所示，公司业务规模较稳定，营业收入同比下降1.54%。公司持续加强催收力度，应收账款余额同比下降10.51%，占收入比重下降10.51%。

2025、2024年分板块应收账款账面余额账龄如下：

单位：万元

板块	账龄	2025 年应收账款余额	2024 年应收账款余额	变动金额
造纸及其他 板块	1 年以内	142,100.78	174,754.18	-32,653.40
	1 至 2 年	695.50	491.60	203.91
	2 至 3 年	34.99	3.50	31.49
	3 至 4 年	1.40	33.97	-32.57
	4 至 5 年	33.97	1.67	32.29
	5 年以上	2,226.90	2,241.27	-14.37
	合计	145,093.53	177,526.18	-32,432.65
包装板块	1 年以内	174,190.29	190,632.32	-16,442.03
	1 至 2 年	1,768.65	1,376.86	391.79
	2 至 3 年	564.82	279.48	285.34
	3 至 4 年	217.02	296.61	-79.59
	4 至 5 年	122.01	113.10	8.91
	5 年以上	1,669.20	1,633.06	36.14
	合计	178,531.98	194,331.43	-15,799.44
贸易板块	1 年以内	20,168.15	37,829.77	-17,661.62
	1 至 2 年	17,935.62	2,496.12	15,439.50
	2 至 3 年	2,440.70	2.40	2,438.30
	3 至 4 年	9.77	0.14	9.62
	4 至 5 年	0.14	15.66	-15.52
	5 年以上	295.46	242.55	52.91
	合计	40,849.83	40,586.63	263.20

从上表可见，公司1年以内到期的应收账款占比由期初96%下降至期末91%，主要系本期贸易板块账龄1-2年应收账款较上年末增加1.54亿。从具体客商分析，美国环宇应收账款中客商FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 期末余额1.44亿，其中1-2年1.20亿，占本期贸易板块1-2年绝大部分。

FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 是子公司美国环宇的客户，是一家从事再生纸浆生产的企业，其生产所需废纸原料主要向美国环宇公司采购。同时，美国环宇在海外订舱及物流环节具有成本优势，可为FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 提供相关物流服务，双方在业务上互补，已建立多年稳定、良好的合作关系。FU

FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 与美国环宇基于平等、自愿的商业信用开展废纸贸易及相关物流服务合作，双方为正常、独立的市场贸易合作关系，不存在关联关系。2025年因国内海关对再生纸浆查验政策的变动（进口通关全检导致进口通关效率很低），直接影响整个再生纸浆市场状况。FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 的再生纸浆经营也受到较大影响，废纸库存很高，再生纸浆市场需求大幅减少，销售大幅下降，其流动资金都被库存占用，也影响到给美国环宇的付款。2025年12月份开始，随着再生纸浆查验政策态势趋稳，春节过后，再生纸浆销售也逐渐在恢复中，FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 也在寻找国内订单，尽力降低库存量，回笼资金。目前FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 生产逐步恢复正常。因国内对再生纸浆在港查验放行周期将近30天，货到工厂的账期普遍30-45天，FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD. 的资金也在逐渐回笼，已提出按期分批付款给美国环宇的资金计划。

（二）公司业务模式及信用政策

公司原纸板块业务客户主要为瓦楞包装生产企业、水泥袋和砂浆化工包装袋企业，原纸板块业务模式主要为直销，由客户按需向公司发出采购订单，并约定产品规格、销售价格、数量和交期等，公司根据订单向客户出售标准化原纸产品；纸制品板块客户遍布食品、饮料、鞋业、电子产品、家电等行业，纸制品板块业务模式为直销，由客户按需向公司发出采购订单，并约定产品规格、销售价格、数量和交期等，公司根据订单组织和安排生产，并将符合条件的产品交付客户；再生纤维贸易业务客户主要为国内外造纸企业、打包站等，该板块主要为贸易业务，根据客户需求和市场情况进行货物交割。

公司收款主要采取银行转账及票据相结合的方式，并基于业务特点及客户资信情况给予客户一定的信用账期，原纸业务信用账期以30-45天为主，纸制品业务信用账期以45-90天为主，再生纤维贸易业务信用账期以7-30天为主，故部分第四季度确认的收入截至年末仍在信用期内，从而形成规模较大的应收账款。

公司实施客户信用评价制度，通过业务规模、采购量、回款速度等指标评价客户的信用能力，从而对不同信用等级客户采取不同的账期额度及付款方式。

报告期内公司业务模式不存在重大变化，客户整体资信状况良好，客户整体信用政策保持稳定。

（三）坏账计提政策及坏账计提明细

公司主营业务主要包括三大板块：（1）造纸板块：主要从事箱板纸、瓦楞原纸、特种纸的生产和销售；（2）包装板块：主要从事纸板、纸制品包装的生产和销售；（3）贸易板块：主要从事国内外回收纤维贸易。由于三项主营业务正好对应造纸产业链的不同阶段，即回收纤维原料采购到包装原纸生产再到纸板、纸箱生产制造的完整产业链，纤维原料贸易客户主要是造纸厂，原纸生产客户主要是包装厂，纸板纸箱客户主要是家电企业、食品饮料企业等终端客户，故三项主营业务在细分行业、客户信用风险、地区特征等都会存在明显差异，因此公司对不同业务板块进行分类后计算预期信用损失。

公司管理层根据各项应收账款的信用风险特征，以单项应收账款或应收账款组合为基础，按照相当于整个存续期内的预期信用损失金额计量其损失准备。对于以单项为基础计量预期信用损失的应收账款，管理层综合考虑有关过去事项、当前状况以及未来经济状况预测的合理且有依据的信息，估计预期收取的现金流量，据此确定应计提的坏账准备；对于以组合为基础计量预期信用损失的应收账款，管理层以账龄为依据划分组合，参照历史信用损失经验，并根据前瞻性估计予以调整，编制应收账款账龄与预期信用损失率对照表，据此确定应计提的坏账准备，具体详见下表：

①造纸及其他板块组合

账龄	年末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例 (%)
1 年以内（含 1 年，下同）	1,421,007,758.68	709,939.30	0.05
1 至 2 年	6,955,017.61	695,501.80	10
2 至 3 年	349,877.36	174,938.68	50
3 至 4 年	13,952.85	13,952.85	100
4 至 5 年	339,669.10	339,669.10	100
5 年以上	22,268,990.12	22,268,990.12	100
合计	1,450,935,265.72	24,202,991.85	—

②包装板块组合

账龄	年末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例（%）
1 年以内（含 1 年，下同）	1,741,902,859.90	4,826,494.51	0.28
1 至 2 年	17,686,480.21	2,759,402.15	16
2 至 3 年	5,648,228.66	2,383,185.71	42
3 至 4 年	2,170,194.45	1,736,155.56	80
4 至 5 年	1,220,087.41	1,220,087.41	100
5 年以上	16,691,985.25	16,691,985.25	100
合计	1,785,319,835.88	29,617,310.59	—

③贸易板块组合

账龄	年末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例（%）
1 年以内（含 1 年，下同）	201,681,486.68	5,445,400.14	2.70
1 至 2 年	179,356,188.13	28,296,119.82	16
2 至 3 年	24,406,974.58	15,190,119.91	62
3 至 4 年	97,673.03	80,934.94	83
4 至 5 年	1,405.76	1,405.76	100
5 年以上	2,954,592.60	2,954,592.60	100
合计	408,498,320.78	51,968,573.17	—

（四）主要客户情况

截止2025年12月31日，公司前五大欠款客户如下：

单位：万元

单位名称	应收账款期末余额	占应收账款期末余额的比例（%）	坏账准备期末余额	交易时间	交易内容	是否为关联方	截止 2026 年 5 月 31 日期后回款
FU YOU IMPORT EXPORT CO., LTD.	14,494.26	3.83	3,325.91	2023、2024、2025 年	废纸	否	420.61
云印技术（无锡）有限公司	9,587.91	2.54	8.91	2025 年	原纸、纸制品	否	2,785.11
青岛海达源采购服务有限公司	5,769.93	1.53	16.35	2025 年	纸制品	否	5,769.93
百威雪津啤酒有限公司	5,667.49	1.50	15.87	2025 年	纸制品	否	5,667.49
纬创资通（中山）有限公司	5,066.28	1.34	14.19	2025 年	纸制品	否	5,022.58
合计	40,585.87	10.74	3,381.23				19,665.72

如上表所示，2025年末公司应收账款前五大余额40,585.87万元，占期末应收账款余额的10.74%，其中应收关联方余额9,587.91万元，占期末应收账款余额的2.54%，本公司不存在重大信用集中风险。

综上所述，公司前十大应付账款主要为原材料供应商以及建筑服务供应商，前十大应付账款供应商余额117,842.32万元，占期末应付账款余额的13.56%，其中应付关联方余额31,213.86万元，占期末应付账款余额的3.59%，本公司不存在重大依赖的情形。

公司2025年末应付票据及应付账款余额较2024年末增加了24.52%，其中应付材料采购等经营款项较上期增加了28.75亿元，主要系废纸、化辅、备件以及煤炭等大部分供应商，经公司与供应商商务谈判，获得了一定的信用期，故账期在25年进行了延长，相应的应付材料采购款余额增加18.62亿元。

公司2026年一季度末应付票据及应付账款余额较2025年末增加2.68亿元，主要系宿州山鹰PM71应付工程设备款增加2.60亿元所致，截止2026年5月31日宿州山鹰整体工程进度91.61%，项目运营状况良好。

2025年末公司应收账款前五大余额40,585.87万元，占期末应收账款余额的10.74%，其中应收关联方余额9,587.91万元，占期末应收账款余额的2.54%，本公司不存在重大信用集中风险。

会计师意见：

我们对公司往来款项主要实施如下审计和核查程序：

- 1、了解、评估并测试公司与销售收款和采购付款相关的内部控制；
- 2、获取公司主要客户情况表，核实客户性质、资信状况、业务合作年限、本期交易金额、期末欠款余额等信息，重点关注新增和异常交易的客户；
- 3、获取并分析应收账款余额及账龄变化原因及合理性，重点关注主要客户欠款形成原因、关联关系、款项可回收性等情况；
- 4、获取管理层评估应收款项是否发生减值以及确认预期损失率所依据的数据及相关资料，复核并评价其恰当性和充分性。

5、对于单独计提坏账准备的应收款项，选取样本获取管理层对预计未来可收回金额做出估计的依据，包括客户信用记录、抵押或质押物状况、违约或延迟付款记录及期后实际还款情况，并复核其合理性。

6、获取公司主要供应商情况表，核实供应商性质、资信状况、业务合作年限、本期交易金额、期末欠款余额等信息，重点关注新增和异常交易的供应商。

7、获取并分析应付账款余额及账龄变化原因及合理性，重点关注主要供应商交易事项、欠款形成原因、关联关系、是否涉及诉讼等情况；

8、对主要客户和主要供应商本期交易金额和欠款余额进行函证，并对函证全过程进行相关控制。

9、对重大的销售和采购业务，检查相关业务合同及交易相关单据，逐笔追查至原始凭证，检查其会计处理是否正确。

基于我们执行的审计程序及获得的审计证据，我们认为：

报告期公司应付账款大幅增加主要原因是公司为保障经营活动现金流，与废纸、化辅、备件以及煤炭等大部分供应商协商延长账期所致，同时2025年末废纸原料价格大幅上涨也有较大影响；公司前十大应付账款主要为对原材料供应商以及建筑服务供应商欠款，前十大供应商欠款金额占比较低，不存在重大依赖。

报告期公司应收账款同比下降主要原因是公司持续加强催收力度、降低客户占款；报告期内公司业务模式和主要客户群体不存在重大变化，客户整体资信状况良好，客户整体信用政策保持稳定，期末坏账计提充分恰当，主要客户与控股股东不存在关联关系，相关销售业务真实合理。

【问题四】

关于流动性与对外担保。年报显示，公司短期借款期末余额 161.75 亿元、一年内到期的非流动负债期末余额 21.33 亿元、长期借款期末余额 58.59 亿元、应付账款 86.93 亿元，上述项目合计超 300 亿元。公司报告期末资产负债率 69.98%，较上年末增加 2.31 个百分点，流动比率 0.43、速动比率 0.34，均远低于 1。公司报告期末担保总额合计 156.31 亿元，占公司净资产比例 101.99%，其中对子公司的担保余额为 155.21 亿元，对外担保 1.10 亿元。此外，公司披露《关于 2026 年度担保计划的公告》称，公司拟为上游供应商提供总额度不超过 15 亿元的对外担保。

请公司补充披露：（1）结合一年内到期有息负债的详细情况，包括融资主体、债权人名称、债务类型、金额、利率水平及期限结构等，以及公司营运资金周转情况等，说明一年内到期的有息负债的还款安排，针对公司当前长短期债务风险，说明公司已采取或拟采取的应对措施；（2）分类别列示担保的具体情况，包括被担保对象名称、经营状况、资产负债率水平、担保金额、担保期限、担保类型、是否有反担保措施及实际履约情况，评估公司可能承担的代偿风险及对公司产生的财务影响；（3）说明公司在承担大额负债的同时仍为上游供应商提供担保的原因及合理性，是否属于为供应商融资的配套安排，是否存在为关联方提供担保的情形，以及公司为对外担保风险所采取的内部控制措施及其有效性。请年审会计师就上述问题核查并发表明确意见。

公司回复：

一、结合一年内到期有息负债的详细情况，包括融资主体、债权人名称、债务类型、金额、利率水平及期限结构等，以及公司营运资金周转情况等，说明一年内到期的有息负债的还款安排，针对公司当前长短期债务风险，说明公司已采取或拟采取的应对措施；

（一）有息负债的详细情况

截至 2025 年 12 月 31 日，公司有息负债（除去利息）余额为 242.40 亿元，其中银行借款部分为 237.75 亿元，具体如下表：

科目	项目（去除利息部分）	期末余额（亿元）	期限结构	利率水平
短期借款	质押借款	54.04	0.5-1 年	3.75%-4.75%
短期借款	抵押借款	3.33	0.5-1 年	
短期借款	保证借款	29.55	0.5-1 年	
短期借款	信用借款	34.84	0.5-1 年	
短期借款	保证及抵押借款	39.86	3 年	
长期借款	质押借款	3.63	2-10 年	3.5%-4.5%
长期借款	抵押借款	2.93	2-10 年	
长期借款	保证借款	5.90	2-10 年	
长期借款	信用借款	0.08	2-10 年	
长期借款	抵押及保证借款	63.59	2-10 年	
长期应付款	应付售后回租款	4.63	3 年	4.5%-5.5%
长期应付款	应付融资租赁款	0.02	3 年	
合计		242.40		

1、短期借款明细

借款主体	金融机构名称	借款期限
浙江山鹰纸业有限公司	中国银行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国农业银行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国建设银行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国工商银行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	兴业银行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	海盐农商银行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	光大银行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	建设银行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	工商银行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	兴业银行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	华夏银行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	徽商银行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	马鞍山农村商业银行	1 年以内
山鹰华南纸业有限公司	进出口银行	1 年以内
山鹰华南纸业有限公司	工商银行	1 年以内
山鹰华南纸业有限公司	建设银行	1 年以内
山鹰华南纸业有限公司	中国银行	1 年以内
山鹰华中纸业有限公司	中国银行	1 年以内
山鹰华中纸业有限公司	工商银行	1 年以内
山鹰华中纸业有限公司	交通银行	1 年以内
山鹰华中纸业有限公司	湖北银行	1 年以内
山鹰纸业（广东）有限公司	中国银行	1 年以内
山鹰纸业（广东）有限公司	华兴银行	1 年以内
山鹰纸业（广东）有限公司	兴业银行	1 年以内
山鹰纸业（广东）有限公司	工商银行	1 年以内

山鹰纸业（广东）有限公司	华润银行	1 年以内
Cycle Link (U.S.A) Inc.	华美银行	1 年以内
浙江祥恒包装有限公司	兴业银行	1 年以内
浙江祥恒包装有限公司	中国银行	1 年以内
VIETNAM ZHONGJIAN PACKAGE CO.,LTD	TCB-银行	1 年以内
VIETNAM ZHONGJIAN PACKAGE CO.,LTD	VCB 银行	1 年以内
合肥华东包装有限公司	美的小额贷款股份有限公司	1 年以内
武汉祥恒包装有限公司	交通银行武汉江汉支行	1 年以内
武汉祥恒包装有限公司	惠商商业保利有限公司	1 年以内
中山中健环保包装股份有限公司	中山农商行	1 年以内
佛山市东大包装有限公司	佛山农商行	1 年以内
江苏玖润包装有限公司	苏州银行	1 年以内
祥恒（常州）包装有限公司	江苏银行股份有限公司常州分行	1 年以内
扬州祥恒包装有限公司	南京银行股份有限公司扬州城南支行	1 年以内
扬州祥恒包装有限公司	交通银行	1 年以内
扬州祥恒包装有限公司	江苏银行	1 年以内
贵州祥恒包装有限公司	贵阳银行-齐兴支行	1 年以内
贵州祥恒包装有限公司	贵州银行	1 年以内
贵州祥恒包装有限公司	贵州银行-南明支行	1 年以内
马鞍山祥恒包装有限公司	中国光大银行	1 年以内
马鞍山祥恒包装有限公司	江阴农商银行	1 年以内
泸州市一圣鸿包装有限公司	邮储银行	1 年以内
泸州市一圣鸿包装有限公司	四川泸县农商行	1 年以内
宜宾祥泰环保科技有限公司	四川兴文石海农村商业银行股份有限公司	1 年以内
爱拓环保能源（浙江）有限公司	中国银行	1 年以内
苏州山鹰纸业纸品有限公司	交通银行	1 年以内
苏州山鹰纸业纸品有限公司	宁波银行	1 年以内
合肥祥恒包装有限公司	交通银行肥西支行	1 年以内
合肥祥恒包装有限公司	邮储银行	1 年以内
祥恒（天津）包装有限公司	天津农村商业银行股份有限公司	1 年以内
祥恒（杭州）包装有限公司	上海银行股份有限公司杭州分行	1 年以内
四川祥恒包装制品有限公司	成都银行股份有限公司都江堰支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	湖北银行股份有限公司公安支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	徽商银行	1 年以内

浙江山鹰供应链管理有限公司	交通银行股份有限公司荆州分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	交通银行股份有限公司马鞍山分行营业部	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	南京银行股份有限公司扬州城南支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	农业银行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	上海浦东发展银行股份有限公司嘉兴南湖支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	上海浦东发展银行马鞍山支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	兴业银行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	兴业银行股份有限公司佛山分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	兴业银行股份有限公司嘉兴分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	兴业银行股份有限公司嘉兴分行营业部	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	浙商银行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	浙商银行股份有限公司合肥分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国工商银行股份有限公司海盐支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国工商银行股份有限公司肇庆高新区支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国工商银行马鞍山金家庄支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国建设银行股份有限公司马鞍山金家庄支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国建设银行股份有限公司长泰支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国建设银行马鞍山市金家庄支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国进出口银行安徽省分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国进出口银行福建省分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国农业银行股份有限公司海盐县支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国银行股份有限公司公安支行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	中国银行股份有限公司荆州分行	1 年以内
浙江山鹰供应链管理有限公司	(空白)	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	安徽马鞍山农村商业银行股份有限公司佳山支行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	徽商银行幸福路支行	1 年以内

山鹰国际控股股份公司	交通银行股份有限公司荆州分行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	平安银行股份有限公司厦门分行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	兴业银行股份有限公司马鞍山分行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	浙商银行股份有限公司合肥分行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	浙商银行合肥分行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	中国工商银行股份有限公司海盐支行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	中国农业银行股份有限公司海盐县支行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	中国银行股份有限公司公安支行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	中国银行股份有限公司海盐支行	1 年以内
山鹰国际控股股份公司	中国银行海盐支行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	徽商银行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	建设银行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	交通银行马鞍山分行营业部	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	农业银行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	平安银行股份有限公司厦门分行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	上海浦东发展银行马鞍山支行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	浙商银行股份有限公司合肥分行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	中国工商银行股份有限公司马鞍山金家庄支行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	中国工商银行马鞍山金家庄支行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	中国建设银行马鞍山市金家庄支行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	中国进出口银行安徽省分行	1 年以内
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	中国农业银行股份有限公司马鞍山秀山支行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	交通银行扬州广陵支行	1 年以内

浙江山鹰纸业有限公司	中国工商银行股份有限公司肇庆高新区支行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国光大银行股份有限公司嘉兴分行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国光大银行股份有限公司马鞍山分行本部	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国农业银行股份有限公司海盐县支行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国银行股份有限公司海盐支行	1 年以内
浙江山鹰纸业有限公司	中国银行海盐支行	1 年以内
山鹰纸业销售有限公司	中国光大银行股份有限公司马鞍山分行	1 年以内
马鞍山市天福纸箱纸品有限公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内
马鞍山市天福纸箱纸品有限公司	交通银行股份有限公司马鞍山分行营业部	1 年以内
爱拓环保能源（浙江）有限公司	徽商银行	1 年以内
爱拓环保能源（浙江）有限公司	建信融通有限责任公司	1 年以内
江西颂宇再生资源有限公司	建信融通有限责任公司	1 年以内
滁州祥恒包装有限公司	中国光大银行股份有限公司马鞍山分行	1 年以内
宁波瑞宇再生资源科技有限公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内
江西瑞宇再生资源有限公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内
江西联宇再生资源有限公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内
嘉兴环深固废资源循环利用服务有限公司	徽商银行股份有限公司马鞍山幸福路支行	1 年以内

2、长期借款明细

借款主体	金融机构名称	借款期限
山鹰纸业（宿州）有限公司	中国银行	1-10 年
山鹰纸业（宿州）有限公司	建设银行	1-10 年
山鹰纸业（宿州）有限公司	进出口银行	2-9 年
山鹰纸业（宿州）有限公司	兴业银行	1-10 年
山鹰纸业（广东）有限公司	农业发展银行	4-9 年
山鹰纸业（广东）有限公司	工商银行	4-10 年
山鹰纸业（广东）有限公司	德意志中央合作银行	4-10 年
浙江山鹰纸业有限公司	中国银行	1-6 年

借款主体	金融机构名称	借款期限
浙江山鹰纸业有限公司	农业银行	4-6 年
浙江山鹰纸业有限公司	工商银行	3-6 年
浙江山鹰纸业有限公司	平安银行	9-10 年
山鹰国际控股股份公司	工商银行	1-6 年
山鹰国际控股股份公司	徽商银行	5-8 年
山鹰国际控股股份公司	光大银行	1-2 年
山鹰国际控股股份公司	建设银行	1-2 年
山鹰华中纸业有限公司	德意志中央合作银行	6-10 年
山鹰华中纸业有限公司	建设银行	1-2 年
山鹰华中纸业有限公司	农业发展银行	5-7 年
山鹰华中纸业有限公司	中国银行	6-9 年
山鹰纸业（吉林）有限公司	中国建设银行松原分行	1-7 年
爱拓环保能源（浙江）有限公司	中国银行	6-10 年
爱拓环保能源（浙江）有限公司	工商银行	6-10 年
宜宾祥泰环保科技有限公司	兴业银行	4-9 年
VIETNAM ZHONGJIAN PACKAGE CO., LTD	VCB 银行	3-8 年
青岛恒广泰包装有限公司	山东农商行	1-2 年
佛山市东大包装有限公司	佛山农商行	3-10 年
广西南宁中健包装有限公司	广西农村信用社	1-3 年
泸州市一圣鸿包装有限公司	四川泸县农商行	1-3 年
珠海市森洋包装科技有限公司	广州银行股份有限公司	1-2 年
祥恒创意（重庆）新材料有限公司	重庆银行股份有限公司	2-3 年
四川祥恒包装制品有限公司	成都农村商业银行股份有限公司 都江堰蒲阳开发区支行	1-2 年
合肥祥恒包装有限公司	肥西农商行	2-3 年
重庆坤森包装制品有限公司	重庆农村商业银行铜梁支行	1-3 年

3、融资租赁明细

借款主体	金融机构名称	借款期限
山鹰华中纸业有限公司	华融租赁	3 年
山鹰华中纸业有限公司	苏银金融	3 年
山鹰国际控股股份公司	北部湾租赁	3 年
山鹰国际控股股份公司	江苏金租	3 年
山鹰国际控股股份公司	长江金租	3 年
山鹰纸业（吉林）有限公司	长江金租	3 年
山鹰纸业（吉林）有限公司	苏银金融	3 年

借款主体	金融机构名称	借款期限
山鹰热电（吉林）有限公司	浙银租赁	3 年
浙江山鹰纸业股份有限公司	招银融资	3 年

5、公司有息负债情况说明

（1）融资主体均为上市公司本部及境内核心生产子公司，融资全部服务主业经营与项目建设，无体外融资、关联方代融资情形。

（2）债权人结构以国有大行、政策性银行及头部股份制银行为核心，国有大行授信占比超 80%，银企合作稳定，存续期无抽贷、断贷记录。

（3）债务类型以经营性流贷为主，配套合规项目贷、固贷及少量融资租赁，无信托、资管、民间高息融资。

（4）利率水平贴近市场 LPR，项目贷款利率长期稳定，综合融资成本处于行业合理水平，财务费用可控。

（5）有息负债短长期结构比分别为 66.67%和 31.41%，短期流贷年度滚动周转，无集中刚性兑付压力；中长期项目贷款到期均匀分布。

（二）营运资金周转及指标偏低原因说明

1、营运资金总体情况

项目	2025 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	增减变动	增减变动率
一、流动资产	1,233,107.05	1,132,045.60	101,061.45	8.93%
二、流动负债	2,843,830.45	2,804,987.52	38,842.93	1.38%
三、营运资金	-1,610,723.40	-1,672,941.92	62,218.52	-3.72%
四、流动比率	0.43	0.40	0.03	7.50%
五、速动比率	0.34	0.32	0.02	6.25%

公司近两年营运资金持续为负数，流动比率都小于 1，短期偿债能力相对较弱。

2、营运资金周转情况

年度	2025 年度	2024 年度	增减变动率
应收账款周转天数	50.07	54.93	-8.85%
预收账款周转天数	1.16	0.95	22.11%
存货周转天数	33.78	34.24	-1.34%
预付账款周转天数	1.42	2.06	-31.07%
应付账款周转天数	105.83	87.74	20.62%
营运资金周转次数（次/年） ¹	-16.57	141.73	-111.69%

注 1：营运资金周转次数 = 360 / （应收账款周转天数+存货周转天数+预付账款周转天数-预收账款周转天数-应付账款周转天数）

报告期末公司流动比率 0.43、速动比率 0.34，指标偏低系造纸重资产属性、前期集中资本开支、行业周期底部利润承压、阶段性刚性支出叠加所致，属于行业共性特征。公司主业稳健，现金流修复逻辑明确：公司产销稳定、产能利用率高位运行，经营性现金流持续稳健；2026 年通过优化经销模式、压降库存、收紧账期，预计释放经营性现金流超 15 亿元；泰国再生浆产能全面落地，降本增效显著，盈利与现金流修复确定性强。

（三）一年内到期有息负债还款安排

截至 2025 年 12 月末，公司短期借款为 161.62 亿元，1 年内到期的非流动负债为 21.23 亿元，一年以内（含一年）到期的有息债务（除去利息）总额为 182.85 亿元，未来一年内的偿付安排如下：

项目	截至 2025 年末一年以内（含一年）有息负债余额	未来一年内的偿付金额			
		2026 年一季度	2026 年二季度	2026 年三季度	2026 年四季度
短期借款	161.62	71.22	47.92	24.31	18.17
1 年内到期的非流动负债	21.23	3.76	7.95	1.95	7.57
合计	182.85	74.98	55.87	26.26	25.74

针对 2026 年 182.85 亿元到期有息负债，公司制定全覆盖、可落地的兑付及周转方案，到期违约风险较低：

1、短期流贷 127.5 亿元：均为长期合作银行经营性授信，已建立前置续贷机制，可实现 100%无缝滚动续贷，无需自有资金刚性兑付。

2、一年内到期项目贷、固贷 21.23 亿元：公司年度折旧摊销现金流稳定超 21 亿元，可全额覆盖刚性还本支出，偿债资金与项目投资资金严格隔离，兑付安全可控。

3、融资租赁及其他债务：通过存量续作、低成本融资置换优化债务结构，平滑短期到期压力。

4、增量资金兜底：2026 年公司可落地增量资金不低于 45 亿元，涵盖股权增资、经销回款盘活、产业战投及专项基金，有效增厚流动性安全垫，覆盖阶段性资金缺口。

（四）债务风险应对整改措施

为优化流动性与债务结构，公司持续推进多项核心举措：一是拉长债务期限，以长期低成本融资置换短期负债，压降短期偿债压力；二是深化现金流治理，通

过降本增效、库存管控、加速回款提升内生造血能力；三是补充权益资金，优化资本结构，稳步压降资产负债率；四是严控非经营性支出，集中资金保障主业经营与债务履约；五是深化银企合作，稳固核心授信，保障债务平稳滚动。

综上，公司年内到期有息负债全部为主业配套标准化银行融资，合作银行以国有大行占主导，无高息、非标、体外违规负债，债权稳定、期限分散，不存在集中兑付风险。

二、分类别列示担保的具体情况，包括被担保对象名称、经营状况、资产负债率水平、担保金额、担保期限、担保类型、是否有反担保措施及实际履约情况，评估公司可能承担的代偿风险及对公司产生的财务影响；

（一）担保总体情况

截至报告期末，公司担保总额 156.31 亿元，占净资产比例 101.99%，其中对子公司担保 155.21 亿元、外部对外担保 1.10 亿元。公司担保均服务主业经营，风险可控，存续期零逾期。具体明细如下表：

单位：万元

担保方	被担保方	担保余额	被担保方经营状况	资产负债率	担保起始日	担保到期日	担保类型
山鹰国际控股股份公司、浙江山鹰纸业有限公司、祥恒创意包装股份公司	山鹰纸业销售有限公司	19,500.00	正常	100.18%	2025-8-11	2027-8-18	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（吉林）有限公司	2,186.48	正常	89.06%	2023-8-4	2026-5-4	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（吉林）有限公司	5,694.75	正常	89.06%	2024-2-8	2027-2-8	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司、浙江山鹰纸业有限公司	山鹰纸业（吉林）有限公司	36,294.77	正常	89.06%	2024-12-26	2031-12-25	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司、浙江山鹰纸业有限公司	山鹰纸业（吉林）有限公司	56,223.90	正常	89.06%	2025-11-7	2027-11-7	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司、浙江山鹰纸业有限公司	山鹰热电（吉林）有限公司	8,071.93	正常	94.22%	2024-5-28	2027-5-31	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（宿州）有限公司	85,844.29	正常	56.81%	2023-6-26	2036-6-26	抵押+保证

山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（宿州）有限公司	72,008.06	正常	56.81%	2023-6-26	2036-6-26	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（宿州）有限公司	27,067.51	正常	56.81%	2023-6-26	2036-6-26	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（宿州）有限公司	42,296.19	正常	56.81%	2023-6-26	2036-6-26	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	爱拓环保能源（浙江）有限公司	27,000.00	正常	34.82%	2019-12-2	2028-12-20	保证
山鹰国际控股股份公司	爱拓环保能源（浙江）有限公司	2,000.00	正常	34.82%	2024-12-28	2026-12-27	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	44,400.00	正常	59.94%	2021-11-30	2030-11-30	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	45,000.00	正常	59.94%	2021-11-30	2030-11-30	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	29,220.00	正常	59.94%	2021-11-30	2030-11-30	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	116,398.00	正常	59.94%	2024-12-20	2026-12-19	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	217,850.00	正常	59.94%	2025-12-8	2026-12-7	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	20,000.00	正常	59.94%	2025-4-30	2027-4-30	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	68,415.00	正常	59.94%	2025-9-15	2028-9-14	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	7,000.00	正常	59.94%	2024-12-31	2025-12-30	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	3,000.00	正常	59.94%	2024-12-26	2025-12-25	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	14,000.00	正常	59.94%	2025-7-16	2028-7-15	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	890.00	正常	59.94%	2023-3-15	2026-3-15	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰纸业有限公司	34,000.00	正常	59.94%	2025-7-8	2030-7-8	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华南纸业有限公司	27,533.91	正常	53.60%	2023-1-1	2027-12-31	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华南纸业有限公司	3,050.00	正常	53.60%	2023-1-1	2027-12-31	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华南纸业有限公司	22,880.00	正常	53.60%	2024-2-1	2026-2-1	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华南纸业有限公司	5,250.00	正常	53.60%	2024-2-1	2026-2-1	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华南纸业有限公司	33,676.32	正常	53.60%	2025-7-24	2026-7-24	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华南纸业有限公司	5,000.00	正常	53.60%	2025-3-21	2026-3-21	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	6,591.92	正常	33.20%	2018-12-20	2029-11-30	抵押
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	5,701.01	正常	33.20%	2018-12-20	2030-2-28	抵押
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	5,330.88	正常	33.20%	2018-12-20	2030-5-30	抵押
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	9,780.00	正常	33.20%	2018-9-30	2026-9-30	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	9,798.00	正常	33.20%	2019-3-25	2026-2-26	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	16,200.00	正常	33.20%	2023-8-4	2025-8-31	保证

山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	30,000.00	正常	33.20%	2025-2-25	2026-2-24	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	11,000.00	正常	33.20%	2025-5-28	2030-5-28	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	4,007.84	正常	33.20%	2024-1-5	2027-1-5	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	26,600.00	正常	33.20%	2024-6-25	2027-6-25	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	11,318.58	正常	33.20%	2024-9-2	2027-9-15	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰华中纸业有限公司	12,000.00	正常	33.20%	2024-12-30	2026-6-30	保证
山鹰华南纸业有限公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	3,500.65	正常	86.08%	2024-8-15	2026-8-14	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	4,500.00	正常	86.08%	2024-8-1	2026-7-31	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	5,000.00	正常	86.08%	2024-9-10	2026-9-9	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	1,816.65	正常	86.08%	2024-11-1	2026-10-31	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	2,387.23	正常	86.08%	2024-11-1	2026-10-31	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	1,920.50	正常	86.08%	2024-12-15	2026-12-14	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	1,031.31	正常	86.08%	2025-6-1	2027-5-31	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	7,541.74	正常	86.08%	2025-1-1	2028-1-1	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江山鹰供应链管理有限公司	1,364.89	正常	86.08%	2025-9-1	2026-8-31	保证
山鹰国际控股股份公司、浙江山鹰纸业有限公司	山鹰纸业（广东）有限公司	72,187.50	正常	57.37%	2021-8-4	2031-8-1	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（广东）有限公司	18,876.14	正常	57.37%	2021-11-19	2025-11-30	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（广东）有限公司	29,507.41	正常	57.37%	2021-7-30	2032-4-30	抵押
山鹰国际控股股份公司、浙江山鹰纸业有限公司	山鹰纸业（广东）有限公司	51,830.34	正常	57.37%	2021-10-13	2031-10-13	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（广东）有限公司	5,000.00	正常	57.37%	2024-11-28	2027-11-27	保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（广东）有限公司	10,000.00	正常	57.37%	2025-2-19	2026-1-2	抵押+保证
山鹰国际控股股份公司	山鹰纸业（广东）有限公司	1,590.00	正常	57.37%	2025-11-13	2026-11-13	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江祥恒包装有限公司	10,000.00	正常	63.48%	2024-3-14	2026-3-13	保证
山鹰国际控股股份公司	浙江祥恒包装有限公司	15,000.00	正常	63.48%	2025-3-17	2026-3-16	抵押+保证
合肥祥恒包装有限公司	合肥华东包装有限公司	6,000.00	正常	77.26%	2024-6-11	2026-6-11	保证+质押
祥恒创意包装股份公司	合肥祥恒包装有限公司	500.00	正常	41.98%	2025-1-21	2027-1-20	保证
山鹰国际控股股份公司	合肥祥恒包装有限公司	1,000.00	正常	41.98%	2025-9-25	2026-9-25	保证

山鹰国际控股股份公司	佛山市东大包装有限公司	4,700.00	正常	83.26%	2021-11-26	2031-6-25	保证+抵押
山鹰国际控股股份公司	佛山市东大包装有限公司	2,000.00	正常	83.26%	2025-9-22	2028-9-22	保证
山鹰国际控股股份公司	宜宾祥泰环保科技有限公司	11,007.20	正常	132.67%	2021-12-24	2031-12-23	保证+抵押
山鹰国际控股股份公司	宜宾祥泰环保科技有限公司	2,000.00	正常	132.67%	2023-3-29	2026-3-28	保证+抵押
山鹰国际控股股份公司	珠海市森洋包装科技有限公司	815.25	正常	51.57%	2024-9-2	2027-9-2	保证
山鹰国际控股股份公司	珠海市森洋包装科技有限公司	1,500.00	正常	51.57%	2025-12-25	2028-12-26	保证+质押
恒健（香港）包装有限公司	越南中健包装有限公司	12,626.35	正常	89.08%	2025-8-18	2026-8-18	保证+抵押
恒健（香港）包装有限公司	越南中健包装有限公司	4,904.49	正常	89.08%	2025-11-16	2026-11-15	保证
山鹰国际控股股份公司	青岛恒广泰包装有限公司	4,995.00	正常	68.97%	2024-12-12	2030-12-11	保证+抵押
山鹰国际控股股份公司	扬州祥恒包装有限公司	1,550.49	正常	52.35%	2025-1-6	2028-1-5	保证
山鹰国际控股股份公司	扬州祥恒包装有限公司	1,000.00	正常	52.35%	2025-6-11	2026-6-11	保证
山鹰国际控股股份公司	扬州祥恒包装有限公司	2,500.00	正常	52.35%	2025-7-28	2026-10-24	保证
山鹰国际控股股份公司	四川祥恒包装制品有限公司	1,000.00	正常	69.42%	2025-6-25	2026-6-24	保证
山鹰国际控股股份公司	四川祥恒包装制品有限公司	975.00	正常	69.42%	2025-1-24	2026-2-23	保证
祥恒创意包装股份公司	四川祥恒包装制品有限公司	93.71	正常	69.42%	2025-11-7	2028-5-30	保证
山鹰国际控股股份公司	武汉祥恒包装有限公司	5,000.00	正常	76.28%	2025-3-19	2026-3-18	保证
祥恒创意包装股份公司	泸州一圣鸿包装有限公司	1,400.00	正常	49.61%	2025-6-4	2031-6-3	保证
山鹰国际控股股份公司	祥恒（常州）包装有限公司	3,500.00	正常	74.52%	2025-3-27	2026-3-26	保证+抵押
山鹰国际控股股份公司	马鞍山祥恒包装有限公司	5,800.00	正常	54.34%	2025-3-27	2028-3-27	保证
山鹰国际控股股份公司	祥恒（杭州）包装有限公司	1,000.00	正常	47.09%	2025-9-22	2028-9-16	保证
祥恒创意包装股份公司	祥恒创意（重庆）新材料有限公司	87.35	正常	66.75%	2025-11-7	2028-11-6	保证
祥恒创意包装股份公司	祥恒创意（重庆）新材料有限公司	194.73	正常	66.75%	2025-9-11	2028-9-10	保证
祥恒创意包装股份公司	贵州祥恒包装有限公司	531.51	正常	48.81%	2025-11-7	2028-11-6	保证
越南中健包装有限公司	祥恒包装（泰国）有限公司	108.01	正常	44.34%	2025-12-12	2026-12-12	保证
越南中健包装有限公司	祥恒包装（泰国）有限公司	11.01	正常	44.34%	2025-12-12	2026-12-12	保证
祥恒创意包装股份公司	祥恒（天津）包装有限公司	1,000.00	正常	29.07%	2025-8-29	2026-8-28	保证
山鹰国际控股股份公司	苏州山鹰纸业纸品有限公司	1,000.00	正常	30.69%	2025-12-8	2028-12-8	保证
泸州市一圣鸿包装有限公司、王红均、林炼光	重庆坤森包装制品有限公司	200.00	正常	96.46%	2025-12-8	2028-12-7	保证

为合并报表范围内子公司提供的担保余额合计		1,552,133.78					
浙江山鹰纸业有限公司	浙江物产山鹰热电有限公司	10,958.94	正常	73.35%	2025-1-1	2026-3-16	保证
公司及控股子公司累计对外担保余额合计		1,563,092.72					

（二）分类担保明细及被担保主体情况

1、合并范围内子公司担保（155.21 亿元）

被担保方均为公司全资、控股核心生产及贸易子公司，纳入合并报表范围，是公司主业核心经营载体，产销稳定、持续经营能力充足。子公司负债均为生产经营及合规项目建设形成，杠杆水平与上市公司匹配，风险闭环可控。担保均为银行融资常规连带责任保证，期限匹配贷款周期，到期自动解除。该类担保为集团内部资源统筹配置，无逾期、无风险敞口。

2、外部对外担保（1.10 亿元）

2025 年 12 月，浙江山鹰纸业有限公司（以下简称“浙江山鹰”）与浙江物产环保能源股份有限公司签署《担保协议》，为浙江物产山鹰热电有限公司（以下简称“物产山鹰”）对其股东浙江物产环保能源股份有限公司的借款按 49%持股比例提供连带责任保证，担保金额不超过人民币 29,500 万元。担保对象物产山鹰为公司参股公司，主债权为物产山鹰控股股东提供的股东借款，公司按持股比例提供担保符合市场惯例。该担保事项已经 2024 年年度股东会审议通过并披露，具体情况详见公司于 2025 年 12 月 4 日在上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）披露的《关于提供担保的进展公告》（公告编号：2025-091）。截至 2025 年 12 月 31 日，浙江山鹰对物产山鹰担保余额为人民币 109,589,400 元，截至 2026 年 3 月 26 日，该担保已履行完毕。

（三）代偿风险及财务影响评估

公司整体担保风险可控：合并范围内子公司担保风险内部闭环，资产、现金流及收益均归属上市公司，无外部代偿风险；外部担保规模小、主体优质、贸易背景真实，违约概率极低；全部担保均围绕主业及供应链开展，无虚假、违规担保及高风险担保情形，对财务状况无重大不利影响。

三、说明公司在承担大额负债的同时仍为上游供应商提供担保的原因及合理性，是否属于为供应商融资的配套安排，是否存在为关联方提供担保的情形，以及公司为对外担保风险所采取的内部控制措施及其有效性。

（一）担保背景及商业合理性

造纸行业为原料密集型产业，公司上游废纸、再生纤维供应商多为中小微主体，普遍存在授信不足、融资难、资金周转压力大等问题，直接影响公司原料供应与成本稳定。公司拟新增不超过 15 亿元供应商担保额度，具备充分商业合理性：一是通过合规增信助力供应商获取低成本融资，稳定核心原料渠道，保障公司满产运营；二是为玖龙、太阳、理文等头部纸企通用的产业链协同模式；三是额度匹配公司百亿级原料采购规模，体量适度、风险可控。

（二）业务实质及关联关系说明

本次供应商担保属于主业供应链融资配套安排，依托真实持续的原料采购业务，合同、货物、资金流完整闭环，无脱离主业的纯融资担保。经穿透核查，合作主体均为市场化第三方，不涉及公司控股股东、实际控制人及关联方，不存在关联融资、利益输送及违规资金支持情形。

截至 2026 年 6 月 30 日，关于公司新增的 15 亿元供应商担保业务还未实际开展。

综上所述，公司流动比率、速动比率及资产负债率偏高，系行业重资产属性与阶段性周期因素导致，无持续性、突发性流动性风险。公司一年内到期有息负债还款方案清晰、续贷稳定、资金保障充足，债务风险整体可控。公司担保以合并范围内主业担保为主，外部担保规模小、风险低、无代偿风险。本次拟新增 15 亿元供应商担保已经公司第九届董事会第三十三次会议及 2025 年年度股东会审议通过，是稳定供应链、保障原料安全的合规商业安排，具备充分合理性，无违规担保及关联利益输送情形，风险可控。

会计师意见：

我们对公司流动性与对外担保情况实施了如下审计和核查程序：

1、了解行业发展趋势及同行业可比公司经营情况，以及公司对经济环境变化采取的整体应对措施，评价其合理性。

- 2、了解、评估管理层对融资业务内部管理流程及相关内部控制。
- 3、获取借款及担保台账，了解公司债务到期情况、银行授信额度及实际使用情况。
- 4 获取并检查《企业信用报告》，对所有银行存款和银行借款实施函证程序。
- 5、检查银行存款本期发生额，关注是否存在关联方占款。
- 6、核对银行授信情况和债务到期情况，了解偿债资金来源，分析判断偿债风险。
- 7、访谈公司管理层，了解公司应对流动性风险、偿债风险以及持续经营问题的解决方案。
- 8、获取并检查公司提供的对外担保情况明细表和相关担保合同及主合同，核对对外担保情况，关注是否存在关联方担保以及是否按程序履行对外担保。
- 9、根据《企业信用报告》和银行询证函回函情况，检查企业信用报告中的票据贴现、保函、对外担保信息等，检查银行询证函中的担保事项。

基于执行的审计和核查程序，我们认为：

公司流动比率和速动比率偏低，以及资产负债率偏高，主要系造纸重资产属性、前期集中资本开支、行业周期底部利润承压、阶段性刚性支出叠加所致，属于行业共性特征。公司主业稳健，现金流修复逻辑明确：公司产销稳定、产能利用率高位运行，经营性现金流持续稳健。公司已采取的应对措施积极有效，公司年内到期有息负债全部为主业配套标准化银行融资，合作银行以国有大行占主导，无高息、非标、体外违规负债，债权稳定、期限分散，债务集中兑付风险较小。

公司担保业务主要针对合并范围内子公司的担保，外部担保规模小；公司担保业务均围绕主业及供应链开展，不存在虚假、违规担保及高风险担保的情况。公司为上游供应商提供担保系供应商融资安排业务的配套保证措施，是稳定供应链、保障原料安全的合规商业安排，具备充分合理性，无违规担保及关联利益输送情形。

【问题五】

关于受限货币资金。年报显示，公司货币资金期末余额 46.61 亿元，其中 40.51 亿元处于受限状态，同比增长 75.13%，包括信用证保证金 19.54 亿元，同比增长超三倍，银行承兑汇票保证金 18.02 亿元，远超应付票据的金额。

请公司补充披露：（1）列示货币资金存放的金融机构、金额、是否与控股股东及其关联方存在共管账户，说明银行存款规模与利息收入是否匹配；（2）分类列示各受限保证金项目所对应的借款余额、保障金比例，说明受限货币资金与相关债务规模是否相匹配，是否符合行业整体情况及公司自身资信情况；（3）说明报告期内受限货币资金大幅增加的原因，是否存在变相为控股股东融资，或担保等利益输送的情况。请年审会计师就上述问题核查并发表明确意见。

公司回复：

一、列示货币资金存放的金融机构、金额、是否与控股股东及其关联方存在共管账户，说明银行存款规模与利息收入是否匹配；

截止 2025 年 12 月 31 日，公司货币资金主要构成如下：

货币资金项目	2025 年末 (万元)	2024 年末 (万元)	变动分析	
			变动额	变动比率
现金	7.92	8.15	-0.23	-2.86%
银行存款	71,742.16	100,068.64	-28,326.48	-28.31%
其他货币资金	394,398.59	230,196.72	164,201.87	71.33%
其他非流动资产-其他货币资金（超一年）	29,023.34	25,383.51	3,639.83	14.34%
合计	495,172.01	355,657.02	139,514.99	39.23%

注：其他非流动资产-其他货币资金（超一年）中的存单金额 27,930.00 万元，计提的存单利息金额 1,093.34 万元。

货币资金余额主要由银行存款和其他货币资金构成。其中，银行存款主要用于满足公司各板块日常经营流动资金需求，支持公司战略投资布局 and 保证公司偿债能力，具体包括向供应商支付采购货款和工程款，向员工支付薪酬，缴纳税费，偿还借款及支付利息等；其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和用于担保的定期存款等。

公司货币资金主要存放于国有大型商业银行、全国性股份制银行及政策性银

行，合作金融机构资质优良、风险极低。资金存放集中于长期战略合作银行，账户管理规范、资金归集清晰。公司主要合作银行明细如下：

序号	银行名称
1	中国农业银行
2	中国工商银行
3	中国银行
4	浙商银行
5	徽商银行
6	中国建设银行
7	农村商业银行
8	中国进出口银行
9	中国光大银行
10	上海浦东发展银行
11	兴业银行
12	交通银行
13	湖北银行
14	华美银行
15	汇丰银行
16	广州银行
17	摩根大通银行
18	荷兰银行（ABN AMRO）
19	盘谷银行（曼谷银行）
20	挪威银行（DNB Bank ASA）
21	中国邮政储蓄银行
22	招商银行
23	泸州银行
24	越南 TCB 银行
25	平安银行
26	东盟信用合作社
27	意大利裕信银行
28	江苏银行
29	恒丰银行

公司严格按照相关法律法规的规定管理资金的存放与使用，针对货币资金建立了完善的内部控制制度，并得到有效执行，确保货币资金管理和收支等方面规范运作。公司每月根据银行对账单与银行存款日记账进行对账，编制银行存款余额调节表，保证账实相符。

公司所有银行账户均为上市公司及下属并表子公司独立账户，不存在任何与控股股东、实际控制人及其关联方共管账户、共用账户、归集账户、代为存放资金的情形。公司严格执行资金专户管理、专款专用制度，资金流转全部纳入上市

公司合并报表体系，不存在体外资金池、关联方资金占用、资金共管等违规情形。

2025 年 5 月 20 日中国银行发布的半年期人民币存款利率为 0.85%，一年期人民币存款利率为 0.95%，实际业务中 1 年内的信用证及银行承兑汇票保证金的存款利率区间主要是 1%-1.5%。根据报告期内的利息收入及期末银行存款余额，对存款利率进行简易测算，2025 年存款利率约为 1.27%，如下表所示（单位：万元）。

项目	2025 年 12 月末	2024 年 12 月末
银行存款	71,742.16	100,068.64
其他货币资金	394,398.59	230,196.72
其他非流动资产-其他货币资金（超一年）不含利息	27,930.00	25,000.00
合计（A）	494,070.75	355,265.36
利息收入-金融机构存款（B）	6,170.63	5,805.36
存款利率(B/A)	1.25%	1.63%

从上表看，公司的银行存款规模与利息收入大致相符，未见明显异常情况。

二、分类列示各受限保证金项目所对应的借款余额、保障金比例，说明受限货币资金与相关债务规模是否相匹配，是否符合行业整体情况及公司自身资信情况；

（一）公司各类保证金核算科目及类型具体如下：

保证金核算科目	保证金类型	目的	2025 年 12 月 31 日 余额（万元）	2024 年 12 月 31 日 余额（万元）
其他货币资金	银行承兑汇票保证金	为开具银行票据所支付的保证金	180,240.60	157,707.95
其他货币资金	信用证保证金	为开具信用证所支付的保证金	195,481.05	57,984.99
其他货币资金	贷款保证金	为贷款所支付的保证金	17,746.99	14,189.71
其他货币资金	保函保证金	为开具银行保函所支付的保证金	808.51	206.86
其他非流动资产	超一年的保证金及定期存款期末余额	结合融资需求，向银行购买存单或者结构性存款，并进行质押，开立国内信用证及银行承兑汇票等业务	29,023.34	25,383.51
合计			423,300.49	255,473.02

（二）公司针对不同业务的保证金对应的负债科目如下：

1、银行及商业承兑汇票、信用证保证金、用于开票担保的定期存款或通知存款对应的会计科目为应付票据和短期借款，具体比例明细如下：

项目	2026 年 3 月末（万元）	2025 年 12 月末（万元）	2024 年 12 月末（万元）
保证金：			
银行承兑汇票保证金	196,523.96	180,240.60	157,707.95
信用证保证金	199,361.43	195,481.05	57,984.99
超 1 年的承兑汇票及信用证保证金	29,184.47	29,023.34	25,383.51
合计（A）	425,069.86	404,744.99	241,076.45
应付票据：			
应付票据余额（B）	94,260.88	61,577.12	28,562.07
重分类至短期借款金额（C）	789,199.36	783,315.67	536,722.22
票据余额合计（D= B+C）	883,460.24	844,892.79	565,284.29
保证金比例（E=A/D）	48.11%	47.90%	42.65%

注：出票人为集团内公司且用于贴现的，期末未到期已贴现的应付票据需重分类至短期借款。公司根据业务需求向银行申请开立银行承兑汇票及信用证，银行会要求提供总体 20%-100%的保证金比例，其中银行承兑汇票的保证金缴纳比例一般是 100%，国内信用证的保证金缴纳比例一般是 25%。

（1）公司保证金比例较高的原因

公司银行承兑汇票及信用证保证金比例较高，主要系配合合作银行完成对公存款规模考核所形成的行业普遍性业务安排，具体说明如下：

在银企合作过程中，商业银行各季度均存在刚性的对公存款规模考核指标。公司通过国内信用证、票据承兑等低风险业务缴存保证金，可形成稳定的对公沉淀存款，有效支持合作银行完成存款考核目标。与此同时，银行基于综合经营指标考核需求，在获得保证金存款沉淀后，同步配套发放对应额度的低风险授信。近年来，受行业信贷风控政策趋紧影响，银行对制造业企业的纯信用授信额度有所收紧，低风险业务授信凭借其风险缓释措施充分、资本占用低等特点，成为保障集团整体授信稳定性的重要补充渠道。此类业务虽在形式上提高了公司的保证金占用比例，但实质上是以低风险资产置换授信额度，有助于维护银企合作关系的持续稳定，保障公司融资渠道的畅通。

（2）近两年保证金比例提升的原因

近年来，宏观经济下行压力增大，商业银行体系的信贷风险管理持续强化，对公存款考核要求亦相应提高。在此背景下，公司为保障存量授信额度的稳定和新增授信的可获得性，逐步加大了低风险业务的参与力度，对应的保证金缴存规模随之提升。

2、其他保证金-为贷款所支付的保证金，对应的会计科目为短期借款、长期借款和一年内到期的长期借款，具体明细如下：

项目	2026 年 3 月末（万元）	2025 年 12 月末（万元）	2024 年 12 月末（万元）
保证金：			
贷款保证金	16,381.96	17,746.99	14,189.71
合计（A）	16,381.96	17,746.99	14,189.71
借款：			
短期借款余额（B）	55,000.00	48,500.00	7,000.00
长期借款（含 1 年内）余额（C）	2,000.00	13,500.00	72,500.00
借款余额合计（E= B+C+D）	57,000.00	62,000.00	79,500.00
保证金比例（F=A/E）	28.74%	28.62%	17.85%

3、保函保证金多为关税保函，没有对应负债科目。

综上所述，公司各类保证金的核算在其他货币资金科目下核算，一年以上的保证金在列报时会重分类到其他非流动资产报表项目。2025 年末，公司其他货币资金、其他非流动资产下包含的各类保证金余额合计为 42.33 亿元，2024 年余额合计为 25.55 亿元，同比增长 65.69%。2025 年末，其他货币资金科目下的银行承兑汇票保证金 18.02 亿元，同比增长 14.29%，信用证保证金 19.55 亿元，同比增长 237.12%，此两项仅对应一年内的保证金。

对应债务规模方面，2025 年末，应付票据账面总余额 6.16 亿元，同比增长 115.59%，其中应付银行承兑汇票期末余额 1.16 亿元，同比增加 630.81%，应付商业承兑汇票期末余额 5.00 亿元，同比增加 85.23%。

2025 年应付票据期末余额 6.16 亿元，实际为公司作为票据申请人，对外部单位开具的承兑汇票余额。公司合并报表范围内各公司之间基于贸易业务采用票据方式（含信用证）进行结算的，收票方将收到的票据进行贴现时，从合并报表层面看，实质是公司向贴现银行进行融资，需将开票方账面的应付票据余额重分类至短期借款反映，但该等调整不会影响受限资产中列示的保证金金额。公司报告期票据相关保证金合计金额占应付票据总额的比例处于合理范围，且近两年的占比并无显著差异。

（三）整体匹配性与行业对比

造纸行业属于大宗原料采购型行业，进口信用证、原料银票结算规模大、频次高。在行业周期底部、银行整体风险偏好收紧背景下，金融机构对制造业大宗贸易企业普遍上调保证金比例。公司保证金缴存比例、受限资金规模，与自身贸易规模、结算模式、当期银行授信政策完全匹配，与同行业头部纸企一致，不存在异常偏高情形。

三、说明报告期内受限货币资金大幅增加的原因，是否存在变相为控股股东融资，或担保等利益输送的情况。

报告期内，公司受限货币资金同比增长 75.13%，其中信用证保证金同比增长 237.12%。本次受限资金大幅增长无任何资金占用、违规运作及利益输送情形，核心原因系公司结合当期银行信贷政策，以保证金缴存配套银行授信准入、大力开展国内信用证低风险信贷业务、置换高息流动贷款、优化整体融资结构的主动资金管理行为，完全服务于上市公司主业融资及经营稳定，商业合理性充分，不存在任何违规情形。

（一）配套银行保证金准入要求，稳定整体授信及续贷安全

2025 年造纸行业处于周期底部，银行业对制造业风险偏好收紧，对企业存量授信续作、新增放款、敞口额度审批，普遍将保证金结算、日均资金沉淀作为核心准入及考核条件。为规避行业周期下的抽贷、断贷风险，保障公司大额银行授信持续稳定滚动，维系整体债务结构安全，公司主动配合合作银行风控政策，适度提升银票、进口信用证保证金缴存规模。通过合规配套保证金业务，深化银企战略合作，锁定年度授信及放款额度，保障公司原料采购、生产运营、资金周转连续性，是实体企业稳定信贷盘面的常规合规经营举措。

（二）布局低风险保证金结算，优化融资结构、压降财务成本

为改善整体负债结构、降低高息负债占比，公司主动调整融资与结算策略，大力拓展保证金模式下的银行承兑汇票、进口信用证等标准化低风险业务，替代部分高成本短期流动资金贷款。相较于传统信用流贷，保证金类票据、信用证业务具备综合费率低、风险可控、适配大宗原料采购场景的优势。公司通过缴存保证金开展表内低风险结算，在不新增高风险负债、不放大经营及信贷风险的前提下，有效压降整体财务费用、优化债务期限结构、平滑阶段性现金流压力，属于

公司主动提质增效、精细化资金管控的合规经营行为。

（三）规模化开展国内证低风险信贷，带动信用证保证金大幅增长

报告期内，公司为进一步优化融资结构、降低综合融资成本，规模化拓展国内信用证融资业务。国内信用证属于银行标准化低风险信贷品种，银行授信准入明确要求企业配套足额保证金缴存，方可落地对应融资投放。公司基于稳定银行授信、扩大低风险信贷占比、替换高息流贷的经营需求，集中缴存国内证保证金，使得信用证保证金余额同比大幅增长。该类业务全部对应公司国内废纸、辅料等真实原料采购贸易背景，四流合一、业务真实、具备完整商业实质。

综上，公司报告期受限货币资金大幅增长，均基于上市公司自身经营及融资管理需求，仅限于稳授信、优融资、降成本、保采购四大经营性场景。所有保证金缴存、资金受限、票据及信用证开立均具备真实贸易背景，审批流程合规、资金用途规范。公司不存在利用受限资金变相为控股股东、实际控制人及关联方提供融资、资金拆借、违规担保、利益输送的情形，无体外资金池、无资金异常占用、无违规资金运作行为。

会计师意见：

我们对公司受限资金情况主要实施了如下审计和核查程序：

- 1、了解、评估并测试公司与货币资金相关的内部控制；
- 2、对公司所有银行存款账户及保证金账户进行函证，并核查 2025 年度银行流水、已开立银行结算账户清单及征信报告，检查是否存在与关联方资金共管、银行账户归集等情形。
- 3、银行受限核查：了解银行受限原因，获取受限相关资料，测算保证金与融资金额比例，公司符合合同协议对保证金比例的相关约定，确认受限合理准确。
- 4、核对银行征信报告：获取银行征信报告，公司借款、票据、担保信息等与账面记录相符。
- 5、核对银行授信情况和债务到期情况：获取银行授信明细表，了解授信额度的实际使用情况及尚未使用情况；获取短期借款、长期借款、应付票据、应付债券等债务明细表，了解债务到期情况以及偿债资金来源，分析判断偿债风险。
- 6、核查银行征信报告并查阅公开信息，公司不存在借款到期未偿还、年末

已到期未支付的应付票据等信用情况。

基于上述执行的审计和核查程序，我们认为：

公司货币资金主要存放于国有大型商业银行、全国性股份制银行及政策性银行，合作金融机构资质优良、风险较低；公司的银行存款规模与利息收入基本相符。

公司报告期受限货币资金大幅增长，均基于上市公司自身经营及融资管理需求，所有保证金缴存、资金受限、票据及信用证开立均具备真实贸易背景，审批流程合规、资金用途规范，公司报告期受限保证金与相关债务规模的比例处于合理范围，符合行业整体情况及公司自身资信情况；公司报告期受限货币资金大幅增长，均基于上市公司自身经营及融资管理需求，不存在变相为控股股东融资或担保等利益输送的情况。

【问题六】

关于存货。年报显示，公司存货期末账面价值 26.58 亿元，同比增加 16.73%。公司报告期内新增计提存货跌价准备 8081.84 万元，同比增加 954.92%，其中库存商品计提 5581.44 万元。

请公司补充披露：（1）分产品列示原材料、在产品和库存商品等主要存货项目的具体构成及变化情况；（2）结合存货库龄结构、主要产品价格走势，说明报告期内存货跌价准备的计提依据和测算过程，分类别说明本期计提大额存货跌价准备的原因，并论证前期计提是否及时、充分。请年审会计师就上述问题核查并发表明确意见。

公司回复：

一、分产品列示原材料、在产品和库存商品等主要存货项目的具体构成及变化情况；

2025年、2024年存货账面余额 单位：万元

项目	具体构成	2025 年 12 月 31 日				2024 年 12 月 31 日			
		数量	账面余额	存货跌价准备	账面价值	数量	账面余额	存货跌价准备	账面价值
原材料	备品备件及特种器材		62,890.70	1,374.56	61,516.14		61,025.88	1,394.90	59,630.98
原材料	废纸	10.46 万吨	28,252.14	2,518.29	25,733.85	8.26 万吨	19,403.26	39.95	19,363.31
原材料	再生浆		15,587.07		15,587.07		13,091.77		13,091.77
原材料	其他原材料		60,140.97		60,140.97		52,313.45	11.25	52,302.20
库存商品	箱板纸	14.35 万吨	42,415.25	3,531.82	38,883.43	9.78 万吨	27,339.21	158.95	27,180.26
库存商品	瓦楞纸	6.78 万吨	18,012.18	1,638.96	16,373.22	3.94 万吨	9,408.01	36.35	9,371.66
库存商品	其他原纸	5.05 万吨	22,877.29	574.04	22,303.25	6.52 万吨	24,232.29	36.25	24,196.04
库存商品	纸制品	2,923.01 万平方米	12,967.51	989.81	11,977.70	2,833.53 万平方米	13,399.41	989.81	12,409.60
库存商品	其他产品		10,461.49		10,461.49		6,883.07		6,883.07
在产品	纸制品半成品		1,431.95		1,431.95		1,759.69		1,759.69
周转材料	备品备件		1,432.97		1,432.97		1,545.74		1,545.74
合计		/	276,469.52	10,627.48	265,842.04	/	230,401.78	2,667.46	227,734.32

产成品期末构成

主要产品	单位	2025 年末库存量	2024 年末库存量	同比增减
原纸	吨	261,822.96	202,424.96	29.34
纸制品	万平方米	2,923.01	2,833.53	3.16

2025年年报显示，公司期末存货账面价值26.58亿元，较上年末增加3.81亿元，主要系库存商品增加了2.0亿元，原材料增加了1.86亿元。库存商品期末余额的增加主要系原纸库存量增加和原材料单价大幅上涨影响，公司主要产成品原纸、纸制品的库存量分别为261,822.96吨、2,923.01万平方米，同比增加29.34%、3.16%，由于宿州和吉林项目2025年下半年投产试运行，产能扩大，相应增加存货库存量。同时，受市场价格变动影响，2025年第4季度原材料价格上涨幅度较大，公司存货周转速度较快的情况下，期末原材料和产成品单价均较高。

二、结合存货库龄结构、主要产品价格走势，说明报告期内存货跌价准备的计提依据和测算过程，分类别说明本期计提大额存货跌价准备的原因，并论证前期计提是否及时、充分。

（一）2025年末存货具体明细及库龄

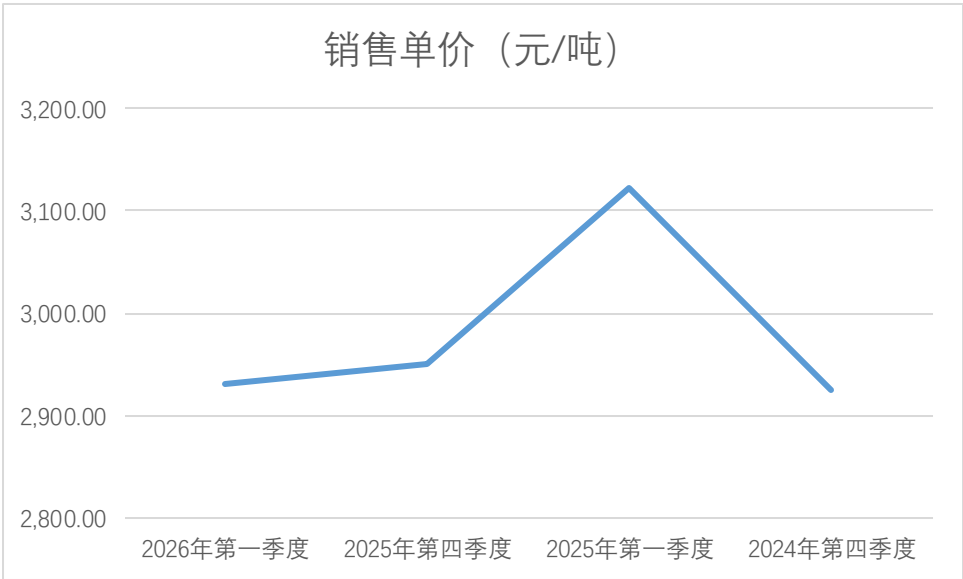
项目	具体构成	合计	1 年内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
原材料	备品备件及特种器材	62,890.70	54,912.13	2,552.41	288.76	5,137.40
原材料	废纸	28,252.14	28,252.14			
原材料	再生浆	15,587.07	15,587.07			
原材料	其他原材料	60,140.97	56,529.23	1,904.77	373.08	1,333.89
库存商品	箱板纸	42,415.25	40,756.80	753.85	563.71	340.89
库存商品	瓦楞纸	18,012.18	17,872.21	82.08	26.06	31.83
库存商品	其他原纸	22,877.29	21,931.14	807.22	51.07	87.86
库存商品	纸制品	12,967.51	11,760.25	517.62	626.06	63.58
库存商品	其他产品	10,461.49	10,408.30		17.57	35.62
在产品	纸制品半成品	1,431.95	1,431.95			
周转材料	备品备件	1,432.97	1,432.97			
合计		276,469.52	260,874.19	6,617.95	1,946.31	7,031.07

公司大于1年的存货共1.56亿元，其中原材料1.16亿元，库存商品0.40亿元；库龄1年以上的原材料主要为造纸用备品备件和特种器材，由于公司备品备件主要为金属结构，除非因技改造成与现有设备不匹配，否则可以长期储存使用，减值风险较低；且公司建立了完善的存货管理制度，每月末抽盘，半年度及年末全盘，关注备品备件的状态,对无法匹配不能使用的存货及时进行报废清理，减值风险低。公司已按账面价值与可变现净值差额计提了跌价准备。

(二) 公司2024年第四季度及2025年第一季度、2025年第四季度及2026年
一季度主要产品的销售情况

产品名称	项目	2026 年第一季度	2025 年第四季度	2025 年第一季度	2024 年第四季度
原纸	营业收入（万元）	404,121.82	535,611.55	454,214.58	518,402.83
	营业成本（万元）	414,036.48	547,845.38	412,374.36	500,264.94
	销量（万吨）	159.05	204.48	162.15	200.55
	销售单价（元/吨）	2,930.29	2,949.63	3,121.63	2,925.08
	单位成本（元/吨）	3,002.18	3,017.01	2,834.08	2,822.74

注：因2026年一季度纸制品销售价格未发生明显变化，此处仅对原纸进行分析。



如上表所示，受 2024 年第四季度市场需求增加，供应压力减轻以及成本支撑增加下，2025 年第一季度原纸价格上涨较为明显，平均售价与 2024 年第四季度相比上涨 197 元/吨，涨幅 6.72%，在资产负债表日，公司根据库存原纸估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的可变现净值，对库存原纸计提存货跌价准备 231.55 万元。

2025 年第四季度受市场环境影响，原材料价格上涨幅度较大，公司存货周转速度较快的情况下，期末原材料和产成品单价均较高，2026 年第一季度原纸价格持续走跌，原材料价格持续走高，平均售价与 2025 年第四季度相比下降 19 元/吨，跌幅 0.66%，在资产负债表日，公司根据库存原纸估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的可变现净值，对库存原纸计提存货跌价准备 5,744.83 万元。

综上，公司根据资产负债表日后造纸行业的发展及期后业务开展情况等影响因素对存货进行了测算，受市场环境和原材料价格影响，2025 年末计提的存货跌价准备较 2024 年有所增加。公司严格按照企业会计准则的规定计提存货跌价准备，对应计提的存货跌价准备金额的测算合理、充分考虑了计提时点的预计售价及可能发生的成本和费用等情况。

（三）公司2024年、2025年及2026年一季度主要产品的市场价格走势

1、瓦楞纸市价波动情况



2、箱板纸市价波动情况



数据来源：卓创资讯

由上图原纸市场价格走势图显示，报告期内，原纸市场价格变动趋势与公司主要产品销售价格变动趋势一致。2025年12月度瓦楞纸及箱板纸市场价格持续大幅下降，期末原纸存在跌价迹象。

（四）存货跌价准备的计提依据和测算过程

公司本年存货跌价准备计提数增加较大，主要原因为造纸板块产成品（原纸）价格2025年12月呈现下跌趋势，2026年1月价格下跌进一步扩大，对存货可变现净值影响较大，导致各造纸基地年末存货跌价迹象较明显。

对比本期及上期存货跌价准备情况，主要为以下几种存货跌价准备差异较大：

项目	具体构成	2025 年 12 月 31 日			2024 年 12 月 31 日		
		账面余额	存货跌价准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备	账面价值
原材料	废纸	28,252.14	2,518.29	25,733.85	19,403.26	39.95	19,363.31
库存商品	箱板纸	42,415.25	3,531.82	38,883.43	27,339.21	158.95	27,180.26
库存商品	瓦楞纸	18,012.18	1,638.96	16,373.22	9,408.01	36.35	9,371.66
库存商品	其他原纸	22,877.29	574.04	22,303.25	24,232.29	36.25	24,196.04

1）库存商品跌价准备计提情况

①2025 年库存商品跌价准备计提情况

库存商品	2025 年账面价值			单位可变现净值计算（元/吨）					应提跌价准备金额（万元）
	数量（吨）	平均单价（元/吨）	金额（万元）	产成品售价	加工成产品尚需投入的成本	估计销售费用(运费)	估计相关税费	预计单位可变现净值	
箱板纸	142,900.06	2,954.80	42,224.10	2,829.01		72.39	16.73	2,634.09	3,531.82
瓦楞纸	67,828.83	2,655.53	18,012.18	2,565.93		71.44	13.85	2,414.52	1,638.96
其他原纸	41,039.92	3,704.47	15,203.11	4,380.75		77.22	31.83	4,205.99	574.04
合计			75,439.39						5,744.83

注：上表列示本期发生减值的主要库存商品跌价准备测算结果。

②2024 年库存商品跌价准备计提情况

库存商品	2024 年账面价值			单位可变现净值计算（元/吨）					应提跌价准备金额（万元）
	数量（吨）	平均单价（元/吨）	金额（万元）	产成品售价	加工成产品尚需投入的成本	估计销售费用(运费)	估计相关税费	预计单位可变现净值	

箱板纸	98,577.24	2,769.66	27,302.55	3,084.84		73.63	18.06	2,801.05	158.95
瓦楞纸	39,380.65	2,388.99	9,408.01	2,706.49		71.94	17.77	2,580.69	36.35
其他原纸	53,243.43	3,481.82	18,538.41	5,568.58		64.88	31.96	5,489.66	36.25
合计			55,248.97						231.55

注：上表列示上期发生减值的主要库存商品跌价准备测算结果

主要参数说明：

a、账面价值：期末账面价值中数量、单价及金额数据取自期末存货收发存表，扣除待处理财产损益后与账面核对一致。

b、产成品售价：主要根据存货周转期进行合理预测，即：考虑企业存货周转天数约为15-30天，以当年12月份产品售价为基础，考虑12月份价格变动情况及未来趋势，同时参考期后次年1月1日至1月31日的各类产品的平均销售单价，综合确定预计售价。

c、估计的销售费用：根据当年度销售费用（含运费）与当年度销售量的比例估算。

d、估计的相关税费：主要为附加税、印花税等，根据纳税申报表中的当年度应纳税额与当年度主营业务收入的比例估算。

2）原材料跌价准备计提情况

根据准则规定，若原料用于生产产品，则原料的可变现净值=产品估计售价-至完工估计将要发生的成本-销售产品估计的销售费用及相关税费。公司原材料全部加工成产成品，故原材料按照加工成产成品计算减值。

①2025 年原材料跌价准备计提情况

原材料	2025 年账面价值			单位可变现净值计算（元/吨）					应提跌价准备金额（万元）
	数量（吨）	平均单价（元/吨）	金额（万元）	产成品售价	加工成产品尚需投入的成本	估计销售费用(运费)	估计相关税费	预计单位可变现净值	
废纸	83,652.05	1,989.67	16,643.99	2,905.66	1,053.13	78.66	16.27	1,507.46	2,518.29

注：上表列示本期发生减值的主要原材料跌价准备测算结果

②2024 年原材料跌价准备计提情况

原材料	2024 年账面价值			单位可变现净值计算（元/吨）					应提跌价准备金额（万元）
	数量（吨）	平均单价（元/吨）	金额（万元）	产成品售价	加工成产品尚需投入的成本	估计销售费用(运费)	估计相关税费	预计单位可变现净值	
废纸	72,470.42	1,725.13	12,502.06	3,613.92	1,536.28	77.72	21.96	1,873.85	39.95

注：上表列示上期发生减值的主要原材料跌价准备测算结果

主要参数说明：

a、账面价值、估计的销售费用、估计的相关税费与库存商品取数来源与上述产成品跌价测试一致。

b、原料跌价测试对应的产成品售价：由于生产成品纸的工艺较简单，原材料较为通用，一种原料可用于生产多种成品纸，故产成品的估计售价取自该类原料生产的对应成品纸的期后加权平均售价*该类原料与对应成品纸的加权平均投入产出比。

c、原料跌价测试对应的再次加工成本：再次加工成本取自当期的生产成本分析表，计算公式为：再次加工成本=单位原料成本/该类原料当期投入成本与对应成品纸总成本的占比*（1-该类原料当期投入成本与对应成品纸总成本的占比）。

从以上测算情况看，公司原材料主要用于产品生产，原材料和库存商品（产成品）期末可变现净值受产成品预计售价影响较大。公司2024年末存货跌价准备计提金额较小，主要原因是2024年第四季度至2025年第一季度期间主要原材料（废纸）价格相对稳定、产成品（原纸）价格整体呈现上涨趋势；公司存货跌价准备测算结果显示，大多存货可变现净值大于其账面价值，无需计提跌价准备。

公司2025年末存货跌价准备计提金额较大，主要原因是2025年第四季度主要原材料（废纸）价格大幅上涨，而公司生产周期相对较短，导致公司年末库存的原材料和产成品单位成本较高，2026年第一季度原纸价格快速下跌，存货预计售价大幅下降，对公司账面存货预计可变现净值影响较大，公司根据年末存货跌价准备测算结果相应计提存货跌价准备。

综上，公司主要依据造纸行业的发展趋势及产品行情变动情况，结合公司存货周转情况，于资产负债表日合理预计账面存货的预计可变现净值，对存货进行跌价准备测试，并根据测算结果相应计提存货跌价准备，不存在人为调节情况。公司存货跌价准备前期计提及时、充分，2025年末计提充分、合理。

会计师意见：

我们对存货主要实施了如下审计和核查程序：

1、了解存货采购及生产的内控制度，执行穿行测试及控制测试，检查被审计单位存货相关内控制度设计的合理性及执行的有效性。

2、对存货采购执行细节测试，检查采购订单、入库单、采购合同、采购发票等支持性文件，并核实存货采购是否真实。

3、检查生产成本核算方法是否保持一致，生产成本计算结果是否正确。

4、年末对存货实施监盘或抽盘，检查存货的数量、品质状况、存放条件等，判断存货是否存在积压、过期、损毁等异常状况，是否有减值迹象。

5、获取存货的年末库龄情况表，结合产品的有效期，对库龄较长的存货进行分析性复核，分析存货跌价准备是否合理。

6、了解本年度主要原材料和产成品单价变动情况，以及未来价格的走势，判断存货跌价的风险。

7、获取存货跌价准备计算表，复核存货减值测试，检查是否按公司相关会计政策执行，分析存货跌价准备计提是否充分。

基于我们执行的审计程序及获得的审计证据，我们认为：

公司2024年末存货跌价准备计提金额较小，主要原因是2024年第四季度至2025年第一季度期间主要原材料（废纸）价格相对稳定、产成品（原纸）价格整体呈现上涨趋势，大多存货可变现净值大于其账面价值，无需计提跌价准备。

公司2025年末存货跌价准备计提金额较大，主要原因是2025年第四季度主要原材料（废纸）价格大幅上涨，而公司生产周期相对较短，导致公司年末库存的原材料和产成品单位成本较高，2026年第一季度原纸价格快速下跌，存货预计售价大幅下降，对公司账面存货预计可变现净值影响较大。

公司主要依据造纸行业的发展趋势及产品行情变动情况，结合公司存货周转情况，于资产负债表日合理预计账面存货的预计可变现净值，对存货进行跌价准备测试，并根据测算结果相应计提存货跌价准备，不存在人为调节情况。公司存货跌价准备前期计提及时、充分，2025年末计提充分、合理。

【问题七】

关于长期资产。年报显示，公司期末固定资产账面价值 330.61 亿元、在建工程账面价值 8.09 亿元，固定资产及在建工程合计占总资产比重达 66.17%。其中，山鹰热电生物质热电联产项目（以下简称山鹰热电项目）截至 2025 年末工程累计投入占预算比例达 123.00%，年报披露该项目工程进度为 100% 且已全部转入固定资产。

请公司补充披露：（1）山鹰热电项目投入远超预算的具体原因，项目实际竣工时间、验收情况、转固时点，是否存在将费用性支出计入在建工程的情形；（2）结合公司大额长期资产的折旧摊销情况、未来资本支出计划，说明公司持续大额投入长期资产的必要性及合理性；（3）结合造纸及包装行业市场环境、公司境内外各主要生产基地的产能利用率、盈利情况等说明相关长期资产减值是否充分。请年审会计师核查并发表明确意见，并说明对长期资产真实性及相关资金流水的核查情况及核查结论。

公司回复：

一、山鹰热电项目投入远超预算的具体原因，项目实际竣工时间、验收情况、转固时点，是否存在将费用性支出计入在建工程的情形；

（一）山鹰热电项目投入远超预算的具体原因

1、立项背景

山鹰纸业（吉林）有限公司是山鹰国际控股股份公司设立在扶余市的子公司，位于陶赖昭工业园区内，是布局在东北区域的大型造纸重点项目，项目建设总规模为 60x10⁴ 吨/年化学木浆+40x10⁴ 吨/年秸秆化机浆+100x10⁴ 吨/年工业包装纸及其他配套项目。总预算投资额 112 亿元，项目分三期建设，其中一期项目投资 24.02 亿元，建设内容：年产 30 万吨瓦楞纸生产线、年产 10 万吨秸秆化机浆生产线、生物质热电联产、清/污水处理及厂前区项目。

项目审批阶段，根据《企业投资项目核准和备案管理条例》（国务院 2016 年 12 月国令第 673 号）规定，制浆造纸、污水及其他项目为备案制审批，生物质热电联产项目为核准制审批。所以将一期项目分拆为（山鹰吉林）100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程 and （山鹰热电）生物质热电联产项目。

生物质热电联产项目利用造纸剩余废弃物建设秸秆发电厂，符合国家政策及节能减排的发展要求；利用秸秆发电供热不仅可缓解电力不足,而且可以实现集中供热，因此,建设利用秸秆发电供热项目是非常必要的。

2、项目预算及实际支出情况

（山鹰吉林）100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程和（山鹰热电）生物质热电联产项目。一期项目投资预算暂拆分为山鹰吉林 19.36 亿元、山鹰热电 4.66 亿元。

（山鹰吉林）100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程预算金额 19.36 亿元，实际支出 17.23 亿元，工程累计投入占预算比例 89.03%。

（山鹰热电）生物质热电联产项目预算金额 4.66 亿元，实际支出 5.74 亿元，工程累计投入占预算比例 123.00%。

一期项目合计预算 24.02 亿元，实际支出 21.74 亿元，工程累计投入占预算比例 90.51%，项目整体未超预算。

3、（山鹰热电）生物质热电联产项目施工方为中建安装集团有限公司、北大荒建设集团有限公司、鼎基电力工程有限公司、河南省第一防腐工程有限公司、河南特防建设集团有限公司、吉恒建工集团有限公司、吉林省广信地基基础工程有限公司、保定天威集团特变电气有限公司、北京英诺格林科技有限公司、常熟开关制造有限公司、大连第一互感器有限责任公司、东方电气集团东方汽轮机有限公司、东莞市台鑫重型起重设备有限公司、哈尔滨重齿传动设备有限公司、湖南万鼎智能科技有限公司、华自科技股份有限公司、江苏大全长江电器股份有限公司、江苏润华电缆股份有限公司、江苏唐电工程设计有限公司、金通灵科技集团股份有限公司、南京汽轮电机集团泰兴宁兴机械有限公司、青岛达能环保设备股份有限公司、三门峡金信机械有限公司、山东省阳光工程设计院有限公司、苏华建设集团有限公司、无锡华光环保能源集团股份有限公司、无锡市隆丰机械制造有限公司、无锡远能耐火工程有限公司、西安西电开关电气有限公司、西电济南变压器股份有限公司、御奕工程技术（上海）有限公司、福建省华能保温安装发展有限公司。上述施工方与公司、控股股东、实际控制人均不存在关联关系；相关工程均严格按照招标及比价程序确定合作方，交易定价公允，不存在利益输送或资金占用情形。

4、（山鹰热电）生物质热电联产项目超预算原因

（1）施工人工费、材料费、机械费等预算时间工程计价按照吉林省建筑工程计价定额 2019 版，但后续施工期间结算按 2023 年定额上调，导致工程成本增加 6,205 万元；

（2）原发上网由原发上网改为自发自用，增加投入和延长周期 1,706 万元；

（3）受东北气温影响增加保温工程，增加投入和延长周期 2,181 万元；

（4）建设周期为疫情期间，工期延误、各项费用较预算增加 636 万元。

（二）项目实际竣工时间、验收情况、转固时点

1、项目实际竣工时间

项目于 2021 年 3 月开工建设，计划建设周期 2 年零 4 个月，实际竣工时间 2025 年 5 月 18 日。整体项目在克服 3 年疫情、城市封锁及北方冬季严寒的特殊地域环境因素下完成施工建设，具体延长原因分析如下：

（1）疫情因素：整个项目建设期间与疫情期间高度重合，疫情期间长达 4 年，城市封锁，建设材料、生产设备、备品备件、技术人员及公司员工等入场困难。

（2）项目地处吉林省，每年冻土期时间较长，受气温影响全年实际可用于土建施工时间仅 6 个月，影响建设施工。

（3）由于建设周期延长，错过了国家发改委关于《完善农林生物质发电价格政策》补贴窗口期，所以热电厂进行自发自用改造，办理批复手续繁琐，2024 年 9 月开始自发自用改造并取得吉林省发改委批复，2024 年 11 月取得吉林省能源局意见的复函，2025 年 4 月国网吉林省电网出具接入系统方案意见函，取得手续后施工单位进场施工建设，线网改造属于国家特种安全施工作业，过程中严格按照国家安全规范进行施工，故施工改造周期较长，2025 年 5 月 18 日完成竣工。

2、验收情况

机器设备类资产已经全部进行验收，土建工程类资产正在进行组织验收。

3、转固时点

项目于 2025 年 12 月份达到预定可使用状态，能够稳定发电供热，进行转固。

（三）是否存在将费用性支出计入在建工程的情形

项目核算完全按照《企业会计准则第 4 号——固定资产》《企业会计准则第 17 号——借款费用》进行核算，固定资产达到预定可使用状态前，为购建资产发生的合理、必要支出，全部计入在建工程成本（资本化）金额。达到预定可使用状态前的借款费用支出资本化金额 5,241.07 万元，达到预定可使用状态后的借款费用支出全部计入当期损益。不存在将费用性支出记入在建工程的情形。

综上所述，山鹰热电生物质热电联产项目预算金额 4.66 亿元，实际支出 5.74 亿元，超出预算约 1.08 亿元主要系：施工期间人工费、材料费、机械费等结算上调影响约 6,205 万元、原发上网改为自发自用影响约 1,706 万元、东北气温影响增加保温工程约 2,181 万元，以及疫情期间工期延误等其他各项费用影响约 636 万元。项目实际在 2025 年 5 月竣工、12 月转固，机器设备类资产已经全部进行验收，土建工程类资产正在进行组织验收。该项目基于会计准则要求，不存在将费用性支出记入在建工程的情形。

二、结合公司大额长期资产的折旧摊销情况、未来资本支出计划，说明公司持续大额投入长期资产的必要性及合理性；

（一）公司长期资产折旧摊销情况

公司涉及折旧摊销的资产包括固定资产、无形资产、投资性房地产、长期待摊费用等。

1、折旧及摊销会计政策

下述系公司不同类别长期资产采用的折旧政策。

（1）固定资产

公司的固定资产是为生产商品、提供劳务、出租或经营管理而持有的，使用年限超过一年，单位价值较高的有形资产。固定资产在与其有关的经济利益很可能流入本集团、且其成本能够可靠计量时予以确认。本集团固定资产包括房屋及建筑物、机器设备、运输设备、电子及其他设备等。除已提足折旧仍继续使用的固定资产和单独计价入账的土地外，本集团对所有固定资产计提折旧。折旧方法如下：

类别	折旧方法	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
房屋及建筑物	年限平均法	5-50	0、3、5	1.90-20.00

机器设备	年限平均法	5-25	0、3、5	3.80-20.00
运输设备	年限平均法	5-12	3、5	7.92-19.40
电子及其他设备	年限平均法	3-14	0、3、5	6.79-33.33

（2）无形资产

公司的无形资产包括土地使用权、专利技术、非专利技术、排污权、数据资源等。每年年度终了，公司对使用寿命有限的无形资产的使用寿命及摊销方法进行复核。经复核，本期末无形资产的使用寿命及摊销方法与以前估计未有不同。

对于使用寿命有限的无形资产，公司在取得时确定其使用寿命，在使用寿命内采用直线法系统合理摊销，摊销金额按受益项目计入当期损益。具体应摊销金额为其成本扣除预计残值后的金额。已计提减值准备的无形资产，还应扣除已计提的无形资产减值准备累计金额。使用寿命有限的无形资产，其残值视为零，但下列情况除外：有第三方承诺在无形资产使用寿命结束时购买该无形资产或可以根据活跃市场得到预计残值信息，并且该市场在无形资产使用寿命结束时很可能存在。对使用寿命不确定的无形资产，不予摊销。每年年度终了对使用寿命不确定的无形资产的使用寿命进行复核，如果有证据表明无形资产的使用寿命是有限的，估计其使用寿命并在预计使用年限内系统合理摊销。

项目	预计使用寿命
土地使用权	土地出让合同规定的使用年限(一般为50年)
排污权	按合同约定
管理软件	5-10年
商标权	10年
专利权	专利权保护年限(一般为10年)
数据资源	预计收益年限

（3）投资性房地产

公司投资性房地产是指为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产，包括已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权、已出租的建筑物等。公司投资性房地产采用与固定资产和无形资产相同的方法计提折旧或摊销。

（4）长期待摊费用

公司的长期待摊费用核算已经支付但应由本期及以后各期分摊的期限在 1 年以上的费用。该等费用在受益期内平均摊销，如果长期待摊费用项目不能使以后会计期间受益，则将尚未摊销的该项目的摊余价值全部转入当期损益。

2、2025 年计提折旧及摊销情况

资产大类	资产明细	25 年计提折旧摊销(万元)
固定资产	房屋及建筑物	37,501.28
固定资产	机器设备	130,872.63
固定资产	运输工具	2,020.66
固定资产	电子设备及其他	3,209.28
固定资产	小计	173,603.84
无形资产	土地使用权	5,229.77
无形资产	专利权	847.19
无形资产	商标权	0.18
无形资产	软件	2,843.52
无形资产	数据资源	8.81
无形资产	特许权	2,304.20
无形资产	小计	11,233.68
投资性房地产	房屋、建筑物	3,290.15
投资性房地产	土地使用权	7.07
投资性房地产	小计	3,297.22
长期待摊费用	经营租入固定资产改良支出	555.26
长期待摊费用	大型生产设备组件支出	781.60
长期待摊费用	天顺港口岸线使用支出	11.18
长期待摊费用	装修费	253.39
长期待摊费用	其他	698.41
长期待摊费用	小计	2,299.83
使用权资产	房屋及建筑物	5,051.62
使用权资产	机器设备	209.56

使用权资产	运输设备	79.41
使用权资产	小计	5,340.59
合计		195,775.17

（二）未来资本支出计划，说明公司持续大额投入长期资产的必要性及合理性

近年来公司持续大额资本支出，主要源于 2017-2018 年期间的战略布局决策。彼时，公司基于对造纸行业发展趋势的判断，认为国内核心区域的新建产能审批将日趋严格，为抢占产能布局的战略窗口期，公司于 2018 年抓住政策窗口，先后发行两期可转债，规划了浙江山鹰 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目、广东山鹰 100 万吨高档箱板纸扩建项目等重大产能项目。上述项目的实施，使公司形成了覆盖华东、华南、华中及东北地区的全国性造纸产能布局。

在项目建设推进过程中，公司经历了多重外部不确定性挑战，包括主要优质原材料海外再生纸禁止进口致公司原料成本上涨，高端原料获取受阻；国际地缘形势突变导致能源成本大幅上涨；海外进口纸关税从 5%-6% 下降到 0 致产成品价格承压无法转嫁成本上涨，项目建设期公司业绩表现面临挑战。加之两期可转债临近到期，使得公司近年陷入业绩下滑，流动性收缩的双重重压。然若在建项目中途暂停，公司将面临大额沉没成本压力，经董事会管理层艰难决策，公司仍坚定在不利条件下全力推进在建项目建设，力争尽快达产，使项目尽早产生现金流回笼。截至 2025 年末，公司新建项目已陆续投产，并平稳度过两期可转债兑付。

未来，公司的资本支出将聚焦于利用已建生产基地的空余闲置空间，能源、环保基础设施，低投入补齐高端原材料木浆生产线建设，推进“高端包装纸浆纸一体化”战略；同时持续推进低碳生产改造。该战略布局的必要性和合理性主要体现在以下三点：

1、补齐基础设施配套短板，大幅摊薄存量产能单位成本

当前公司在华中、宿州和吉林等新建基地已完成热电、水处理等基础设施的前期投资布局，但配套的产能尚未完全补齐，处于基础设施“大”而配套产能“小”的状态。在此基础之上新建木浆产线，能够充分利用已建成的基础设施冗余能力，大幅减少单位产能投资额，有效摊薄存量产能的单位成本，实现资产效

率提升。公司计划通过建设木浆生产线替代新建造纸产线，实现“少投资、做高端”，这一策略不仅避免了重复建设基础设施的浪费，更使前期沉淀的资本支出得以充分释放效益。

2、补齐高端原料（木浆）缺失，增强原料自主保障能力

公司现有造纸产线以废纸系产品为主，海外再生纸原料进口受阻后，木浆成为公司生产高端产品不可或缺的原料，然当前公司木浆原料自给率较低，对进口木浆存在较大依赖。在当前全球贸易政策不确定性上升的背景下，外购木浆面临供应稳定性及价格波动的双重风险。通过建设木浆生产线，公司将显著提升高端纤维自给率，实现关键原料的自主可控，成本将具备较大优势，还能有效提高公司在高端包装纸领域的市场份额。

3、能源整合与低碳减排投入，实现绿色运营

未来，公司也将持续投入在绿色低碳发展方面。从政策端看，造纸行业已纳入全国碳排放权交易市场管理范围，能耗限额新国标进一步收紧，碳排放与能耗的双重约束直接抬高了企业的合规门槛，未能达标的企业将面临生产限制乃至淘汰风险。从行业端看，绿色制造体系建设深入推进，落后产能出清加速，率先完成绿色低碳转型的企业将在产能扩张、融资便利等方面获得先发优势。从企业自身看，公司通过配套建设碱回收系统、固废发电等，可有效降低化石能源消耗与能源成本，实现经济效益与环境效益的双赢。持续加大能源整合与低碳减排投入，既是公司确保合规运营的政策底线要求，也是降低综合运营成本、巩固行业竞争地位的战略选择，符合公司长期可持续发展方向。

综上所述，公司大额长期资产包括固定资产、无形资产、投资性房地产、长期待摊费用、使用权资产等，2025 年计提长期资产折旧及摊销共计 195,775.17 万元。公司持续进行大额长期资产投入，具有充分的必要性与合理性。“浆纸一体化建设”和“低碳生产改造”既是顺应造纸业向高质量发展转型的迫切需求，又是破解高端木浆原料需求问题、契合“双碳”战略的必然选择，通过浆纸一体化保障原料安全、能源自给及浆纸协同，是降本增效、夯实核心竞争力的关键举措。因此，该资本支出不仅是维持现有经营的必需，更是公司实现长期战略发展、提升综合效益的合理投资。然公司未来推进的长期资本投入，将守牢公司自身现

金流，负债率等安全运营底线，做好极端情况压力测试，有节奏地、稳步地实施推进。

三、结合造纸及包装行业市场环境、公司境内外各主要生产基地的产能利用率、盈利情况等说明相关长期资产减值是否充分。

（一）公司长期资产概况

截至 2025 年末，公司固定资产账面价值 330.61 亿元，在建工程账面价值 8.09 亿元，合计占总资产比重为 65.34%；其中固定资产房屋建筑物 116.83 亿元、机器设备 212.47 亿元，合计占固定资产比例约 99.60%，大部分系各生产基地的核心经营资产。

公司已严格按照《企业会计准则第 8 号——资产减值》的要求，于资产负债表日对所有长期资产是否存在减值迹象进行判断，并对存在减值迹象的资产组（或单项资产）进行了可收回金额测算。根据准则规定，可收回金额应当根据资产的公允价值减去处置费用后的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间较高者确定。

2025 年度，公司对存在减值迹象的长期资产进行了全面减值测试，其中固定资产减值损失 3,697.10 万元，商誉减值损失 2,656.60 万元。公司整体资产减值计提是审慎、充分的。以下结合行业市场环境及主要资产组的经营情况，逐项说明减值测试过程及结论。

（二）行业市场环境分析

造纸行业作为国民经济不可或缺的基础原材料产业，具有鲜明的顺周期属性，行业景气度与宏观经济走势高度关联。当前，行业正处于从“规模扩张”向“高质量发展”转型的关键阶段。2025 年，国内造纸行业整体呈现先抑后扬、逐步修复的运行态势。国家统计局数据显示，全年全国机制纸及纸板产量 16405.4 万吨，同比增长 2.9%；行业营业收入累计实现 14186.7 亿元，同比下降 2.6%；行业利润总额 443.0 亿元，同比下降 13.6%。2025 年国内造纸行业产量保持稳步增长态势，同时也处于供需结构再平衡的深度调整过程中。

2026 年是我国“十五五”规划开局之年，也是公司新一轮五年战略的开局之年。我国经济发展预期目标明确，GDP 预期增长 4.5%-5%，经济发展将更加注重

质量效益。面对复杂多变的外部地缘政治环境，国家将继续实施积极的财政政策，赤字率维持在 4%，赤字规模提升至 5.89 万亿元；同时，持续提振内需，在 1.3 万亿超长期特别国债中，安排 2000 亿元支持设备更新、2500 亿元支持以旧换新，有望进一步释放消费市场活力。造纸包装行业与国民经济发展、消费需求高度关联，随着各项政策红利持续落地见效，箱板纸等包装用纸需求将稳步回暖，行业有望实现温和复苏。

展望造纸及包装行业未来发展，国内包装纸新增产能已接近尾声，2026 年行业新增供给有限；叠加进口纸零关税政策实施两年以来，国内纸价下行持续挤压进口利润，进口纸数量明显回落，外部市场对国内行业的冲击显著减弱，行业供需格局将持续改善。在供给边际改善、需求稳步恢复的双重驱动下，成品纸价格有望实现温和回升，行业头部企业凭借成本管控、规模优势和渠道优势，盈利水平将率先实现修复。

1. 造纸行业

当前工业包装纸行业处于结构优化、质量提升的发展转型期，整体呈现“供给增速快于需求增速、生产平稳运行、产能利用率小幅提升、库存温和走高、进口量持续缩减”的格局。在环保政策趋严、成本压力加大的多重原因下，大量环保不达标、技术落后的中小包装纸企业逐步退出市场，行业出清加速，格局持续优化。头部企业及区域优势纸厂的竞争优势持续凸显，凭借规模优势以及更稳定的开机率和更高的生产效率，抗市场风险能力更强。尽管短期内行业仍在释放前期扩产形成的产能，但头部纸企资本性开支已基本接近尾声，产能扩产节奏逐步放缓，供需失衡压力有望逐步缓解。随着国内扩内需政策持续深化、高端制造业兴起，以及绿色包装需求的提升，工业包装纸需求将保持稳定增长，行业发展具备良好的持续性和稳定性。

2. 包装行业

包装纸行业需求与下游终端消费行业景气度高度挂钩，行业整体需求随终端消费市场波动变化。公司下游核心客户覆盖家电、消费电子、啤酒、乳制品、日化及电商物流等刚需及高成长性领域，同时深度绑定各细分行业头部优质客户，客户结构优质、合作关系稳定，可持续承接下游终端市场释放的包装需求，具备稳健的业务支撑基础。

2025 年，公司包装板块实现主营业务收入 67.29 亿元，同比微降 2.46%，毛利率 12.20%，同比下滑 0.35 个百分点。业绩小幅承压的核心原因在于，包装纸行业景气度与内需消费高度相关，近年 CPI 和社会消费品零售总额的数据显示，国内终端消费整体保持平稳修复态势，整体消费提振力度有限，因此包装纸行业的需求增长呈现出较弱的状态，行业景气度偏弱。行业需求不足导致公司包装纸业务收入略有下滑。

（三）资产组减值测试情况

1、造纸业务

公司目前在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆、吉林松原、安徽宿州及北美拥有大型造纸基地。以下以各生产基地为独立资产组，逐一说明减值测试情况。

国家/地区	基地简称	产能（万吨）	产量（万吨）	产能利用率	营业收入（万元）	营业毛利率
安徽马鞍山	山鹰国际	200.00	176.07	88.03%	541,947.42	6.57%
浙江嘉兴	浙江山鹰	242.00	240.41	99.34%	722,642.04	4.04%
福建漳州	华南山鹰	100.00	90.92	90.92%	251,848.24	1.99%
湖北荆州	华中山鹰	127.00	96.45	75.95%	279,329.08	4.83%
广东肇庆	广东山鹰	112.00	99.88	89.18%	308,807.26	3.82%
吉林松原	吉林山鹰	30.00	15.86	52.88%	34,804.36	-12.28%
安徽宿州	宿州山鹰	90.00	15.77	17.52%	50,354.38	-2.18%
美国	凤凰纸业	34.00	19.16	56.35%	137,599.49	-12.49%
合计		935.00	754.54	80.70%	2,327,332.27	/

主要基地详细说明：

（1）已投产老基地

山鹰国际、浙江山鹰、华中山鹰、广东山鹰是公司已投入生产多年、处于稳定运营状态的老基地，由上可知，2025 年产能利用率大部分都在 80%以上。其中华中山鹰产能利用率略低于其他国内基地水平，但整体经营良好，2025 年实现净利润 8,138.61 万元，营业毛利率 4.83%，在各基地中处于前列。总体而言，各存续基地盈利指标基本均处于合理水平，未发现减值迹象。

（2）华南山鹰

华南山鹰属于公司造纸业务重要资产。报告期内，受区域市场供过于求、产品价格持续承压的影响，华南山鹰净利润为负且毛利率较低。公司在减值测试中，

对该基地的可收回金额按照资产预计未来现金流量的现值确定，可收回金额的计算结果表明，该基地的可收回金额高于账面价值，故未计提固定资产减值准备。

项目	账面价值 (万元)	可收回金额 (万元)	减值 金额	预测期 的年限	预测期的关键参 数	稳定期的关键 参数	稳定期的关键参数的 确定依据
(华南山鹰) 长期资产组	180,806.42	217,680.00	0	5 年	收入增长率-4.9% 至 5.2%；利润率- 1.4%至 8.4%；折现 率 10.7%	收入增长率 0； 利润率 8.2%； 折现率 10.6%	结合市场情况、业务发 展规划、历史数据所作 出的管理层盈利预测

未计提减值的主要原因如下：一是华南山鹰属于公司核心造纸基地之一，设备先进、产品质量稳定，在华南地区具备较强的市场竞争力，产能利用率较高、处于合理水平；二是造纸行业处于周期底部，未来随着行业供需改善和下游需求回暖，该基地的盈利情况具备明确的修复空间，预计未来现金流量的现值能够覆盖账面价值；三是公司已在当前减值测试中充分考虑了产品价格、产能利用率等核心参数，测试结果审慎合理。

(3) 凤凰纸业

i. 收购时的评估情况、是否形成商誉：

2018 年 7 月，山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）全资子公司浙江山鹰纸业有限公司（以下简称“浙江山鹰”）间接控股子公司 Global Win 与 Verso Paper Holding LLC（以下简称“Verso 公司”）于 2018 年 8 月签署了《股权购买协议》。Global Win 出资 1600 万美元购买 Verso Wickliffe LLC（现已更名为“Phoenix Paper Wickliffe LLC”，以下简称“凤凰纸业”）100%股权。Global Win 与 Verso 公司于北京时间 2018 年 9 月 6 日完成交割。自交割完成日起，Global Win 持有凤凰纸业 100%股权。根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的《山鹰国际控股股份公司收购 Verso Wickliffe LLC 股权收购价格分摊评估咨询报告》（中企华评资字【2019】第 1010 号），凤凰纸业截至 2018 年 9 月 6 日的净资产评估值为 13,446.36 万美元，未形成商誉。

ii. 过去减值测算的参数和实际情况对比

单位：万美元

科目	2025 年评估	2024 年评估	2023 年评估
预测期数（注 1）	31 年	27 年	28 年
预测期平均净利润	3,302.09	2,779.77	3,043.07
预测期平均税前折现率 （注 2）	10.03%	7.90%	9.12%

资产组现值	36,640.00	36,055.00	35,712.00
-------	-----------	-----------	-----------

注 1：预测期数按照主要设备的经济使用寿命判断。凤凰工厂在山鹰国际收购前，已经停产将近三年时间，设备保养完全停止。在山鹰收购后，陆续进行技改恢复生产的工作。2024 年 10 月启动的纸机、锅炉大修项目，施工周期持续至 2025 年 1 月完工，解决了长期影响化学品回收效率的蒸发器运行不正常的瓶颈；解决了纸机生产高级数码打印纸合格品率低的问题；初步解决了生产运行不稳定影响产量的问题，设备故障隐患根治到位，其连续运行性与使用寿命均大幅改善。所以 2025 年评估时重新估算了预测年限，以主要设备使用起始年份 2021 年起算，预计 35 年的经济使用寿命，预测期至 2056 年，评估预测期 31 年。

注 2：折现率由无风险报酬率和风险报酬率组成。2025 年预测折现率 10.03%，由无风险报酬率 4.13%和考虑了市场风险、资金风险、管理风险的风险报酬率 5.9%构成。

单位：万美元

年份/项目	2024 年评估预测 2025 年	2025 年实际业绩	完成比例
营业收入	22,502.20	19,285.14	85.7%
减：营业成本	24,041.99	21,693.00	90.2%
税金及附加	50.56	52.32	103.5%
销售费用	219.59	181.10	82.5%
管理费用	1,059.51	1,010.38	95.4%
加：其他收益	94.92	87.73	92.4%
营业利润	-2,774.53	-3,884.79	-140.0%
加：营业外收入	-	-	
减：营业外支出	-	1.64	
利润总额	-2,774.53	-3,886.43	-140.1%
减：所得税费用	-	0.14	
净利润	-2,774.53	-3,886.56	-140.1%

产品类别	业绩指标	预测值	实际值	完成比例
纸品类	销售收入（万美元）	18,656.34	16,955.60	91%
纸品类	销售数量（短吨）	161,499.53	151,334.00	94%
纸品类	销售价格（美元）	1,155.19	1,120.41	97%
木浆类	销售收入（万美元）	3,829.49	2,298.50	60%
木浆类	销售数量（吨）	73,641.28	53,854.00	73%
木浆类	销售价格（美元）	520.02	426.80	82%

由上表可见，凤凰业绩未达预期，主要系产能未释放，导致产品销售数量不达标；市场销售价格下行未达展望。造成这一情况的说明如下：

(i) 工厂设备的产能释放需要过程

凤凰工厂在收购前已关停三年，设备保养完全停止。凤凰收购后，公司陆续分紧急程度进行改造及维修，凤凰的产能仍处于爬坡期，效率和效益还未能完全发挥，生产成本还较高，是导致凤凰的经营毛利率较低的一个原因。

(ii) 团队建设与中美跨文化管理磨合需要过程

凤凰收购前工厂处于关闭状态，收购后公司重新组织生产人员（主要是美国本地工人）、搭建管理团队，同步重建海外销售渠道；因美国疫情三年，中方技术、核心管理骨干无法赴美现场，之前只能聘用美国本地的管理者。由于中美生产管理、工艺标准、作业理念存在巨大文化差异，现场工艺优化、效率提升缺乏中方核心技术支撑，管理磨合周期拉长，生产效率提升缓慢。从同样在美国从事制造业的中国企业案例来看，凤凰工厂要提高效率和提升业绩，离不开中方技术骨干和管理骨干到现场的生产组织，同时也需要中美员工的文化磨合，从 2025 年下半年开始，凤凰工厂已由中方管理者负责经营，这是凤凰提效盈利的关键条件。从 2026 年凤凰的实际业绩看，2026 年上半年较去年同期减亏 33%，二季度较去年同期减亏 82%，提效盈利方面已明显改善。

(iii) 国际大环境的冲击也抬升了经营成本

由于国际地缘政治的影响，美国能源成本和通货膨胀持续较高，造成了包括能源成本在内的原料成本上涨，成本端持续承压。

2026 年，得益于几年来的持续整改，凤凰的设备、市场销路、人员磨合与技能提升等经营因素都得到明显改善，影响效益的问题点也都识别出来，公司正在逐项落地整改，问题点解决的同时提效盈利也在逐步显现，工厂经营拐点已显现，目前每月产销均好转趋稳，效益明显提升。

iii. 对未来测算的合理性和未减值的原因

根据深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司出具的《山鹰国际控股股份公司拟进行资产减值测试所涉及的 Phoenix Paper Wickliffe LLC》（鹏信咨询字【2026】第 0197 号），凤凰纸业截至 2025 年 12 月 31 日的长期资产组可回收金额不低于 36,640.00 万美元，约合 257,535.00 万元人民币。经测算，该基

地的可收回金额仍高于账面价值，无需计提固定资产减值准备。具体评估方法和评估结果如下：

项目	账面价值 (人民币万元)	可收回金额 (人民币万元)	减值 金额	预测期 的年限	预测期的关键参 数	稳定期的关键 参数	稳定期的关键参数的 确定依据
(凤凰纸业) 建(构)筑物、 设备	243,005.29	257,535.23	0	31 年	利润率-140.4%至 21.1%；折现率 10.0%	/	结合市场情况、业务发 展规划、历史数据所作 出的管理层盈利预测

同时，美国当地聘请了 BVA Group 进行凤凰纸业长期资产的减值测试，测试依据财务会计准则委员会《会计准则汇编》中长期资产减值与处置的规定，以凤凰造纸厂作为资产组，执行了 ASC 360 可收回性测试，将资产组在其主要资产剩余使用寿命内使用及最终处置所产生的未折现未来现金流量，与相应的账面金额进行比较。评估结果是，凤凰纸业截至 2025 年 12 月 31 日的长期资产组未折现未来现金流量为 32,500 万美元，账面价值 26,141 万美元，未产生减值。

未计提减值的有几方面原因：一是持续推进产品结构优化，拓展高价纸市场，优化盈利结构；二是成本管控成效明显，生产端持续落实节能降耗举措压降变动成本，同时精细化管控各项开支，销管费用得到有效控制；三是设备大修后运行稳定，大的故障大幅减少，产能产出稳定提升；叠加下游市场逐步回暖，纸价和浆价都呈现上行趋势，量利两端同步改善，为业务增长提供坚实支撑。2026 年现阶段实际业绩已企稳向上，未来中长期盈利提升空间充足、增长潜力巨大。

（4）新投产基地（吉林、宿州）

吉林山鹰和宿州山鹰系公司的新建基地，分别在 2025 年第三季度和第四季度验收转固。两家基地全年产能利用率和毛利较低，主要系前期处于试生产及调试阶段，以及投产初期折旧摊销费用刚性导致短期亏损。目前新建基地尚处于正常的产能爬坡期，2025 年经营性现金流量净额分别为 4,831.99 万元、3,915.17 万元。以上系新投产项目的阶段性特征，未存在减值迹象，未计提减值准备。

综上，截至 2025 年 12 月 31 日，公司境内外造纸基地实际产能 935 万吨，2025 年度总产量则达 754.54 万吨，造纸总体产能利用率 80.70%，考虑部分下半年新设落地产能拉低整体利用率水平，造纸板块整体产能利用率较高。公司存续投产多年的老基地产能利用率较高且保持毛利；吉林、宿州等新建基地，其部分

盈利指标处于阶段性低位，主要系新投产基地处于产能爬坡期，是投产初期阶段性特征，未存在减值迹象。公司对个别出现减值迹象的生产基地亦进行了长期资产减值测试，根据测试结果，其资产组的可收回金额均高于账面价值，无需计提固定资产减值准备。

2、包装业务

公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，辐射江苏、浙江、安徽、福建、广东、湖北、山东、四川、天津、贵州等省市，贴近大客户产业集群，年产量超过 20 亿平方米，位居中国第二。包装板块盈利情况如下：

项目	2025 年数据	说明
主营业务收入	67.29 亿元	同比下降 2.46%
主营业务毛利率	12.20%	同比微降 0.35 个百分点
产能	26.02 亿平方米	
产量	20.98 亿平方米	同比下降 1.69%
产能利用率	80.62%	基本稳定

尽管 2025 年包装行业整体利润下滑，但公司包装业务凭借大客户服务能力及一体化包装解决方案优势，保持了良好的盈利能力和客户粘性。报告期内，公司新增行业价值客户，同时持续深化与现有集团大客户的合作，高附加值业务占比逐步提升。

（1）固定资产减值测试

公司对包装业务整体资产组中固定资产的减值测试，主要在子公司层面逐项进行。2025 年控股子公司宜宾祥泰环保科技有限公司出现固定资产可收回金额低于账面价值的情形，计提固定资产减值损失 2,619.21 万元。

项目	账面价值 (万元)	可收回金额 (万元)	减值金额 (万元)	预测的 年限	预测期的关键参数	稳定期的关键参数	稳定期的关键参数的确定依据
（宜宾祥泰）长期资产组	29,265.17	26,645.96	2,619.21	23 年	利润率-16.7%至 17.9%；折现率 12.2%	/	结合市场情况、业务发展规划、历史数据所作出的管理层盈利预测

包装业务整体层面，公司核心包装工厂处于正常运营状态，产能利用率相对稳定，毛利率虽略有下降但仍保持 12.20%的较好水平，客户结构持续优化，新增行业价值客户，同时为现有大客户持续提供一体化包装解决方案。

（2）其他长期资产减值测试

对包装业务进行减值测试时，公司对前期并购形成的所有商誉进行减值测试，并聘请深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司及深圳君瑞资产评估所（特殊普通合伙）对商誉进行了以减值测试为目的评估，参考评估结果确定商誉相关的资产组的可收回金额。经测试，对并购子公司珠海市森洋包装科技有限公司、合肥华东包装有限公司、湖北高登纸品包装有限公司所形成的商誉合计计提减值准备 2,656.60 万元。商誉减值损失的计算如下：

单位：万元

资产组名称	包含商誉的资产组或资产组组合账面价值	可收回金额	整体商誉减值准备	归属于母公司股东的商誉减值准备	以前年度已计提的商誉减值准备	25 年计提商誉减值损失
并购珠海市森洋包装科技有限公司所形成的含商誉资产组	20,355.61	17,664.00	2,691.61			1,076.65
并购中山中健环保包装股份有限公司所形成的含商誉资产组	18,749.79	19,250.00	3,084.18	2,158.93	2,158.93	
并购合肥华东包装有限公司所形成的含商誉资产组	4,379.46	2,946.00	1,433.46			1,433.46
并购烟台恒广泰包装有限公司所形成的含商誉资产组	3,517.06	3,603.55				
并购青岛恒广泰包装有限公司所形成的含商誉资产组	8,396.64	14,721.00				
并购湖北高登纸品包装有限公司所形成的含商誉资产组	370.46	119.25	146.49			146.49

上述商誉减值主要系相关子公司受包装行业整体利润下滑、区域市场竞争加剧影响，实际经营业绩未达预期，其资产组可收回金额低于包含商誉的账面价值，公司据此计提了相应的商誉减值准备。该减值计提充分反映了相关资产的实际情况，表明公司对包装业务商誉的减值测试是审慎且准确的。

3、公司其他已计提减值准备情况

根据公司 2026 年 4 月 30 日披露的《关于计提信用及资产减值准备的公告》（公告编号：临 2026-019），公司对 2025 年度合并报表范围内的应收票据、应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产、商誉等进行了全面核查，结合《企业会计准则》及公司会计政策进行充分评估和分析，对存在减值迹象的资产进行减值测试，并相应计提了减值准备。

固定资产方面，除上述包装板块子公司宜宾祥泰环保科技有限公司之外，2025 年度公司贸易板块控股子公司金鹤（巴真武里）有限公司海外运营未达预期，相关固定资产经济绩效低，其固定资产期末可回收金额低于其账面价值（可收回金额按公允价值减去处置费用后的净额确定），当期计提固定资产减值损失 1,098.54 万元。

项目	账面价值 (万元)	可收回金额 (万元)	减值金额 (万元)	公允价值和处置费用的 确定方式	关键参 数	关键参数的确定依 据
（金鹤巴真武里）湿浆产线厂房及设备	12,231.56	12,294.23	1,098.54	评估价值=重置全价×回收折扣率；处置费用主要考虑交易过程产生的拍卖费、印花税等税费。	重置全价、回收折扣率	购重置全价=设备购置费+运杂费+安装工程费+其它费用+资金成本-增值税可抵扣金额 回收折扣率=同行业生产设备回收折扣率

需要说明的是，2025 年固定资产减值主要集中在贸易板块和包装板块的非核心子公司，对公司核心造纸业务资产组及相关业务主体的经营判断未构成直接影响。上述减值的计提恰恰说明公司已对所有存在减值迹象的资产进行了全面的、审慎的测试，并充分计提了必要的减值准备，相关决策程序合规。

综上所述，公司已结合造纸及包装行业市场环境、各主要生产基地的产能利用率及盈利情况，根据资产（资产组）类别及减值迹象判断情况，进行相关减值测试。测试结果表明：公司大型造纸基地中，老基地在产能利用率、盈利情况、现金流等方面处于正常水平，新投产基地处于产能爬坡期，未发现明显减值迹象；包装业务资产组整体盈利能力和客户结构良好，公司已就包装业务中实际出现减值迹象资产（资产组）以及全部商誉进行减值测试，减值计提准确、审慎；在建工程、无形资产等其他长期资产亦不存在应计提未计提的减值；

公司已按照会计准则要求，对存在减值迹象的资产计提了必要的减值准备，相关减值计提充分、合理，不存在应计提未计提或计提不足的情形。

会计师意见：

我们对长期资产主要实施了如下审计和核查程序：

- 1、了解、评价和测试公司与长期资产相关的内部控制设计和运行的有效性，检查大额资产入账依据及相关款项支付的资金流水记录。
- 2、对固定资产、在建工程等长期资产执行盘点程序，并获取相关长期资产权属证明，检查固定资产是否存在闲置、损毁、技术陈旧、市场环境变化等异常状况，关注资产是否存在减值迹象。
- 3、检查长期计价和分摊方法是否正确，获取被审计单位编制的固定资产减值准备明细表，检查明细表中固定资产减值准备的计提范围、计提方法是否符合会计准则和企业会计政策的规定。
- 4、分析性复核：对重大资产投入执行分析性程序，结合各年度产能利用率等数据对重大资产投入合理性进行合理判断。
- 5、评估及测试与固定资产减值测试相关的内部控制的设计和运行的有效性，分析判断管理层确定固定资产可收回金额的方法是否恰当，复核减值测试中使用的参数，如折现率、预计未来现金流量、处置费用等是否合理，是否与被审计单位的实际情况和市场环境相符。
- 6、复核固定资产减值准备的计算是否正确，检查减值准备的计提是否充分、恰当。

基于以上执行的审计和核查程序，我们认为：

山鹰热电项目投入超预算原因合理，项目转固时间恰当，不存在将费用性支出计入在建工程的情形；公司前期持续大额资本支出主要源于2017-2018年期间的战略布局决策，符合公司长期发展战略规划，具有充分的必要性与合理性。公司账面长期资产真实性完整，资产支出相关资金流水不存在异常情况。

公司已结合造纸及包装行业市场环境、各主要生产基地的产能利用率及盈利情况，根据资产（资产组）类别及减值迹象判断情况，进行相关减值测试。公司大型造纸基地中，老基地在产能利用率、盈利情况、现金流等方面处于正常水平，新投产基地处于产能爬坡期，未发现明显减值迹象；包装业务资产组整体盈利能力和客户结构良好，公司已就包装业务中实际出现减值迹象资产（资产组）以及

全部商誉进行减值测试，减值计提准确、审慎；在建工程、无形资产等其他长期资产亦不存在应计提未计提的减值。

公司已根据《企业会计准则》相关规定对存在减值迹象的资产进行减值测试，并相应计提了减值准备，相关减值计提充分合理。

【问题八】

关于对外投资。年报显示，报告期内公司在江门、苏州、西安等地新设多家子公司；筹资活动现金流出中少数股权购买款本期发生额 13.48 亿元。此外，合营或联营企业中，含云印技术（无锡）有限公司（以下简称云印无锡）在内的多家企业曾为公司关联方，且报告期末公司对云印无锡应收账款余额为 9587.91 万元。

请公司补充披露：（1）以表格形式列示所有参股、控股企业经营情况，包括企业名称、投资时间、投资金额、持股比例、关联关系、其他股东中是否含关联方、主营业务、报告期内主要财务数据、会计核算方式、公司对其担保及财务资助情况，结合投资收益情况及公司业务发展规划，说明报告期内新设多家子公司的原因及合理性；（2）说明少数股权购买的具体情况，结合收购标的经营状况，解释进一步收购少数股权的原因及合理性；（3）梳理与“云印”系公司的投资情况与业务往来，包括投资时间、投资金额、前期并表及出表情况、报告期内交易情况及期后回款情况等，结合股东明细、董事高管兼任等信息，进一步核实是否存在《上海证券交易所股票上市规则》规定的关联关系情形，相关交易是否已依规按照关联交易审议披露。请全体独立董事就问题（3）核查并发表明确意见。

公司回复：

一、以表格形式列示所有参股、非全资控股企业经营情况，包括企业名称、投资时间、投资金额、持股比例、关联关系、其他股东中是否含关联方、主营业务、报告期内主要财务数据、会计核算方式、公司对其担保及财务资助情况，结合投资收益情况及公司业务发展规划，说明报告期内新设多家子公司的原因及合理性；

序号	企业名称	投资时间	投资总额（若无标注则单位为人民币元）	投资余额（人民币；截至 2025 年底）	持股比例	关联关系	其他股东	其他股东是否含有关联方	主营业务	2025 年收入（人民币，元）	2025 年净利润（人民币，元）	2025 年总资产（人民币，元）	会计核算方式	担保及财务资助情况(至 5 月)
	非主业相关：													
1	深圳市山鹰时代伯乐股权投资合伙企业(有限合伙)	2017 年 11 月	100,000,000.00	29,797,365.85	50.48%	合营企业	优选资本管理有限公司、深圳市瀚信资产管理有限公司、深圳市时代伯乐创业投资管理有限公司	无	投资		-120,186.61	84,183,774.33	权益法	无
2	马鞍山鹰康股权投资六号基金合伙企业(有限合伙)	2017 年 11 月	207,690,000.00	8,167,182.38	86.99%	合营企业	西藏瑞德创业投资有限公司、马鞍山市达康投资管理有限公司、宁波梅山保税港区白墩子投资管理有限公司	无	投资		-524,135.93	3,324,450.68	权益法	无
3	马鞍山山鹰新兴产业股权投资基金四号合伙企业(有限合伙)	2016 年 6 月	95,000,000.00	95,012,180.37	47.50%	合营企业	张云雷、张丽芬、北京海德休闲酒店	无	投资		24.27	200,033,894.52	权益法	无

							管理有限公司、段毅							
4	深圳德胜投融资资产管理有限公司	2016 年 12 月	2,500,000.00	2,116,913.76	25.00%	联营企业	潘娇绒、北京海德休闲酒店管理有限公司、张丽芬、陈雪雪	无	投资	237,567.84	-78,567.03	17,196,061.87	权 益 法	无
5	宁波梅山保税港区玖申投资合伙企业(有限合伙)	2018 年 12 月	111,000,000.00	110,396,330.35	25.00%	联营企业	九江市丰达实业贸易有限公司、北京海德休闲酒店管理有限公司、宁波五泰投资有限责任公司、深圳市房多多网络科技有限公司	无	投资		-295,556.94	320,246,173.40	权 益 法	无
6	宁波梅山保税港区玖誉泽股权投资合伙企业（有限合伙）	2018 年 4 月	110,000,000.00	104,371,345.00	41.09%	联营企业	宁波鹏博股权投资管理有限公司、北京世鑫铭盛企业管理有限公司、宁波梅山保税港区白墩子投资管理有限公司、肖姣君	无	投资		-78,567.03	251,243,135.19	权 益 法	无
7	浙江龙盈凤凰私募基金管理有限公司	2018 年 6 月	90,000,000.00	61,594,714.87	30.00%	联营企业	浙江海亮泰洋企业管理有限公司、宁波禾元控股有限公司、众安祺瑞（上海）资本管理有限公司、中元建设集	无	投资	4,938,711.19	-207,240.40	254,395,742.99	权 益 法	无

							团股份有限公司							
合计			716,190,000.00	411,456,032.58										
	主业相关:													
8	上海新芝环数据科技有限公司	2025 年 7 月	-	21,967.83	49.00%	合营企业	青岛新之环保科技有限公司	无	废纸 销售	7,794,131.37	44,832.30	1,095,531.69	权 益 法	无
9	浙江物产山鹰热电有限公司	2020 年 3 月	98,000,000.00	119,459,741.57	49.00%	合营企业	浙江物产环保能源股份有限公司	无	热电	317,919,997.30	30,962,544.91	921,844,575.63	权 益 法	无
10	安徽交汇山鹰私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2022 年 12 月	750,000,000.00	-	50.00%	合营企业	交银金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司	无	投资	282,871,339.62	278,224,759.42	694,226,715.47	权 益 法	无
11	云印技术（无锡）有限公司（曾用名：云印技术（深圳）有限公司）	2017 年 5 月	15,127.25 万人民币	167,559,120.62	35.53%	联营企业	宿州至诚创想企业管理合伙企业（有限合伙）、李梦凡	无	产业 互联网	385,710,754.35	976,633.46	246,789,135.36	权 益 法	无
12	Cycle Link Logistics(Thailand)Co.,Ltd.	2022 年 6 月	490,000 泰铢	合并范围内抵消处理	49.00%	控股企业	MR. LIBANG SONG	无	物流		-95,608.81	412,576.18	成 本 法	无
13	Global Win Wickliffe LLC	2018 年 7 月	1.06 亿美元	合并范围内抵消处理	88.68%	控股企业	HAIDE OVERSEAS HOLDING LTD.	无	投资			745,314,597.92	成 本 法	无
14	Phoenix Paper Wickliffe LLC	2018 年 9 月	1.06 亿美元	合并范围内抵消处理	88.68%	控股企业	无	无	造纸	1,375,994,895.04	- 277,306,306.08	2,181,331,324.13	成 本 法	无

15	金鹤（巴真武里）有限公司	2020 年 4 月	702,525,000 泰 铢	合并范围内抵消 处理	51.00%	控股企业	บริษัท ดับเบิล เอ (1991) จำกัด (มท	无	造纸	2,719,730.10	- 19,223,121.82	137,948,664.01	成 本 法	无
16	合肥祥泰包装有限公司	2021 年 9 月	2,193,300.00	合并范围内抵消 处理	51.01%	控股企业	安徽康正包装有限 公司、嘉兴速凯企 业管理有限公司	无	包装	8,610,749.54	138,523.82	4,447,887.06	成 本 法	无
17	湖北高登纸品包装有限公司	2021 年 9 月	4,200,000.00	合并范围内抵消 处理	60.00%	控股企业	陈琳	无	包装	17,683,401.88	209,097.77	10,419,090.36	成 本 法	无
18	杭州祥鹏包装有限公司	2022 年 1 月	1,200,000.00	合并范围内抵消 处理	60.00%	控股企业	杭州锦铭企业管理 咨询有限公司、嘉 兴速凯企业管理有 限公司	无	包装	39,120,883.91	1,088,602.09	13,215,605.86	成 本 法	无
19	湖州祥鹏包装科技有限公司	2022 年 11 月	1,200,000.00	合并范围内抵消 处理	60.00%	控股企业	杭州锦铭企业管理 咨询有限公司、嘉 兴速凯企业管理有 限公司	无	包装	2,330,458.51	-606,052.66	950,060.84	成 本 法	无
20	陕西祥鹏包装印务有限公司	2023 年 4 月	尚未出资	合并范围内抵消 处理	51.00%	控股企业	上海菱朝实业有限 公司	无	包装				成 本 法	无
21	宿迁祥恒包装有限公司	2021 年 1 月	7,951,075.50	合并范围内抵消 处理	60.00%	控股企业	宿迁恒旺包装科技 有限公司	无	包装	79,159,679.09	330,864.10	36,161,926.75	成 本 法	无
22	常州祥泰模具科技有限公司	2022 年 6 月	510,000.00	合并范围内抵消 处理	51.00%	控股企业	罗兴文、菅宗昌、 嘉兴速凯企业管理 有限公司	无	包装	3,248,125.23	219,894.96	3,090,620.07	成 本 法	无
23	常州祥迪包装科技有限公司	2023 年 2 月	2,907,000.00	合并范围内抵消 处理	51.00%	控股企业	常州迪利表面装饰 材料有限公司、嘉 兴速凯企业管理有 限公司	无	包装	12,642,464.36	976,507.45	9,255,197.06	成 本 法	无

24	中山祥鹏包装有限公司	2021 年 7 月	5,100,000.00	合并范围内抵消处理	51.00%	控股企业	中山美亚特包装制品有限公司	无	包装	61,605,274.92	357,441.09	29,506,109.61	成本法	无
25	恒健（香港）包装有限公司	2021 年 7 月	9,552,666.67 美金	合并范围内抵消处理	70.00%	控股企业	TRICAN CO., LIMITED	无	投资		-23,031.28	138,640,372.72	成本法	无
26	Vietnam Zhongjian Package Co., Ltd.	2020 年 3 月	1,430 万美金	合并范围内抵消处理	70.00%	控股企业	无	无	包装	229,775,882.71	- 13,586,301.91	311,201,595.90	成本法	融 资 担 保 11214.68 万
27	佛山市东大包装有限公司	2020 年 5 月	3,200,000.00	合并范围内抵消处理	68.00%	控股企业	佛山市众山管理咨询有限公司	无	包装	229,096,613.63	- 10,329,710.78	262,178,492.31	成本法	融资担保 6700 万；计息借款 903,467.17 元
28	吉安祥泰印务有限公司	2020 年 7 月	8,160,000.00	合并范围内抵消处理	51.00%	控股企业	江西彩源印务有限公司	无	包装		-145.44	53,322.75	成本法	无
29	泸州市一圣鸿包装有限公司	2020 年 11 月	48,000,000.00	合并范围内抵消处理	60.00%	控股企业	姚鸿斌、黄显彬	无	包装	385,311,370.61	 7,796,301.15	197,806,340.34	成本法	融资担保 2700 万
30	重庆坤森包装制品有限公司	2022 年 4 月	379,750.00	合并范围内抵消处理	30.60%	控股企业	王红均、林炼光	无	包装	 32,802,145.67	 206,339.36	 16,323,655.12	成本法	融资担保 200 万
31	遵义兴德宜包装科技材料有限公司	2022 年 12 月	1,020,000.00	合并范围内抵消处理	30.60%	控股企业	遵义德宜包装科技材料有限公司	无	包装	11,319,568.57	-462,548.01	7,817,639.91	成本法	无
32	遵义祥恒包装科技有限公司	2023 年 8 月	5,100,000.00	合并范围内抵消处理	30.60%	控股企业	王俊	无	包装	 87,441,427.22	 433,306.60	 37,909,846.26	成本法	无
33	贵州祥恒包装有限公司	2020 年 11 月	40,800,000.00	合并范围内抵消处理	51.00%	控股企业	贵阳市菜篮子集团有限公司	无	包装	192,099,571.31	- 1,787,158.96	135,144,119.73	成本法	融资担保 90.17 万
34	江苏玖润包装有限公司	2020 年 12 月	44,016,000.00	合并范围内抵消处理	60.00%	控股企业	泰州市奇霖包装有限公司	无	包装	106,967,395.95	- 12,841,081.01	130,771,306.76	成本法	无
35	泰州祥鹏包装有限公司	2023 年 11 月	尚未出资	合并范围内抵消处理	60.00%	控股企业	无	无	包装	13,142,918.84	-384,254.43	3,741,914.61	成本法	无

36	泰州祥泰包装有限公司	2022 年 11 月	550,000.00	合并范围内抵消处理	33.00%	控股企业	扬州市京州贸易有限公司	无	包装	173,684.22	-624,394.27	979,457.48	成本法	无
37	宜宾祥泰环保科技有限公司	2021 年 1 月	65,000,000.00	合并范围内抵消处理	65.00%	控股企业	远东中乾（厦门）科技集团股份公司	无	包装	22,759,942.98	- 85,717,985.41	277,175,018.92	成本法	融 资 担 保 11007.2 万
38	上海祥泰千尧包装科技有限公司	2021 年 12 月	765,000.00	合并范围内抵消处理	51.00%	控股企业	上海千尧信息技术有限公司	无	包装	12,347,909.40	245,236.35	4,621,573.04	成本法	无
39	马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	2000 年 12 月	2,318,000.00	合并范围内抵消处理	95.00%	控股企业	安徽泰盛置业有限公司	安徽泰盛置业有限公司是关联方	回收	1,015,318,439.19	- 15,905,781.20	149,470,590.20	成本法	无
40	中印科技股份有限公司	2016 年 8 月	30,000,000.00	合并范围内抵消处理	60.00%	控股企业	海盐滨海置业有 限公司、北京绿色印刷包装产业技术研究院有限公司	无	包装	1,894,890.38	233,163.62	26,108,273.51	成本法	无
41	马鞍山天顺港口有限责任公司	2006 年 11 月	108,500,000.00	合并范围内抵消处理	72.33%	控股企业	中国外运股份有限公司、安徽江东产业投资集团有限公司、 马鞍山港口（集团）有限责任公司	无	港口业务	37,087,284.41	9,712,306.35	249,984,194.73	成本法	无
42	马鞍山天顺力达集装箱服务有限公司	2014 年 4 月	245,000.00	合并范围内抵消处理	36.89%	控股企业	连云港市力达实业有限公司	无	集装箱业务	2,383,409.03	589,715.24	3,294,955.14	成本法	无
43	马鞍山天顺船务代理有限公司	2017 年 12 月	1,000,000.00	合并范围内抵消处理	72.33%	控股企业	无	无	船舶代理	1,604,995.50	2,037.93	2,095,054.21	成本法	无

44	马鞍山市雄鹰新兴产业投资基金（有限合伙）	2016 年 12 月	52,725,000.00	合并范围内抵消处理	75.00%	控股企业	马鞍山市花山区城市发展投资集团有限责任公司	无	投资		22,996,451.31	26,070,090.42	成本法	无
45	浙江山威再生资源有限公司	2023 年 8 月	6,000,000.00	合并范围内抵消处理	60.00%	控股企业	宁波深蓝垃圾分类服务有限公司、威立雅(中国)环境服务有限公司	无	回收		-33,481.22	8,591,674.24	成本法	无
46	山威（安徽）再生资源有限公司	2023 年 12 月	500,000.00	合并范围内抵消处理	42.00%	控股企业	安徽用九环保科技投资发展有限公司	无	回收	127,232.57	-65,237.60	368,487.72	成本法	无
47	山威（福建）再生资源有限公司	2024 年 12 月	尚未出资	合并范围内抵消处理	99.60%	控股企业	无	无	回收				成本法	无
48	江门祥鹏包装有限公司	2025 年 1 月	尚未出资	合并范围内抵消处理	35.70%	控股企业	合肥辉之润企业管理有限公司	无	包装	3,486,264.77	357,888.14	1,984,647.53	成本法	无
49	安徽环瑞用九资源循环利用服务技术有限公司	2025 年 8 月	尚未出资	合并范围内抵消处理	70.00%	控股企业	合肥用九环境科技有限责任公司	无	回收	12,293,397.74	92,853.88	13,794,058.18	成本法	无
50	合肥环深用九资源循环利用服务技术有限公司	2025 年 8 月	尚未出资	合并范围内抵消处理	70.00%	控股企业	无	无	回收	7,071,351.08	252,164.10	8,211,131.57	成本法	无

报告期内共新设 14 家子公司：

序号	子公司全称	新设子公司类别	本期纳入合并范围的原因	本期纳入合并范围的时间	注册资本	出资比例（%）
1	浙江山鹰纸业销售有限公司	销售	投资设立	2025 年 7 月	5,000.00 万元	100
2	上海山鹰智造纸业有限公司	销售	投资设立	2025 年 8 月	5,000.00 万元	100

3	江门祥鹏包装有限公司	包装	投资设立	2025 年 1 月	200.00 万元	35.7
4	苏州祥恒纸业科技有限公司	包装	投资设立	2025 年 3 月	5,000.00 万元	100
5	西安祥恒包装有限公司	包装	投资设立	2025 年 4 月	500.00 万元	100
6	长沙祥恒包装有限公司	包装	投资设立	2025 年 11 月	500.00 万元	100
7	武汉环宇共生再生资源科技发展有限公司	回收	投资设立	2025 年 5 月	300.00 万元	100
8	莆田环宇共生环保再生资源科技有限公司	回收	投资设立	2025 年 5 月	300.00 万元	100
9	安徽山鹰环宇再生资源有限公司	回收	投资设立	2025 年 5 月	500.00 万元	100
10	成都环深再生资源有限公司	回收	投资设立	2025 年 7 月	500.00 万元	100
11	安徽环瑞用九资源循环利用服务技术有限公司	回收	投资设立	2025 年 8 月	500.00 万元	70
12	合肥环深用九资源循环利用服务技术有限公司	回收	投资设立	2025 年 8 月	500.00 万元	70
13	芜湖胜鹰企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	合伙企业	投资设立	2025 年 8 月	297,904.35 万元	100
14	安徽省山鹰智源股权投资合伙企业（有限合伙）	合伙企业	投资设立	2025 年 8 月	10,000.00 万元	100

新增子公司的原因及合理性说明：

（一）销售类

此前，山鹰纸业销售有限公司已于 2014 年 12 月在安徽马鞍山成立，旨在实现造纸基地销售的集中化管理，打造集团统一的原纸销售平台，但其成立初期承诺的奖励政策近几年已逐步取消。为了平衡公司收入、满足融资需要，并利用江浙沪地区更优的营商环境，按照集团战略规划，在浙江海盐和上海分别成立了新的销售公司，即浙江山鹰纸业销售有限公司和上海山鹰智造纸业有限公司，分区域开展原纸销售业务。

（二）包装类

苏州祥恒的设立是基于公司战略发展规划，市场研判认为江浙沪区域仍有较大的市场潜力可以挖掘，因此新建一体化包装产业园（纸箱、纸塑、EPE 等），服务 3C 电子、高端零售、新兴赛道的客户。长沙祥恒、江门祥鹏、西安祥恒的设立目的是响应集团型大客户（海信、格力、百事等）的包装产品全国多点配套需求，贴近客户设立专业配套工厂，提供更好更快的产品和服务。

（三）回收类

基于造纸基地稳定原料供应、降低原料成本和把控原料品质等需求，公司加快布局全品类分拣中心，加强全品类运营能力，新设了武汉环宇共生等 6 家资源回收利用企业。

（四）合伙企业类

1、芜湖胜鹰企业管理咨询合伙企业（有限合伙）

公司以下属子公司山鹰纸业（广东）有限公司 100%股权和祥恒创意包装股份公司 36.56%股权作价 297,704.35 万元出资设立胜鹰企管，并以转让合伙企业部分合伙份额的形式引入长期投资者中国东方资产管理股份有限公司、财信吉祥人寿保险股份有限公司、信达资本管理有限公司和淄博恒铁投资合伙企业（有限合伙），转让金额合计不超过人民币 7.475 亿元。截至 2025 年 10 月 16 日，公司已收到转让款合计 74,748.220833 万元，相关方已完成工商变更登记手续。交易完成后，公司持有胜鹰企管 74.84%份额，胜鹰企管仍为公司合并报表范围子公司。

通过引入具有国资背景的长期投资者，有助于降低财务风险，提升公司整体抗风险能力。所得交易款项有助于公司对新质生产力的研发投入和存量生产线的技改升级，进一步增强核心竞争力，降低财务风险。

2、安徽省山鹰智源股权投资合伙企业（有限合伙）

为加速新质生产力在传统产业的落地，山鹰国际通过全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司发起设立安徽山鹰智源股权投资合伙企业（有限合伙），总规模 1 亿元，其中山鹰国际作为有限合伙人认缴出资 9900 万元，山鹰私募作为普通合伙人认缴出资 100 万元。该基金专注于投资与工业产业场景紧密相关、运用具身智能技术的产品企业，依托山鹰国际在回收、造纸、包装等环节的丰富产业场景，以及多年产业互联网实践积累的产业数据优势，与优质科技企业合作，孵化具备赋能传统制造场景的工业智能产品企业，探索“新质生产力”在传统产业领域的落地路径。目前已有初步意向的投资对象为无人叉车智能物流系统，公司将提供回收、造纸、包装产业的生产场景，在交互服务中迭代优化工业智能产品，探索产业化落地方案，并向产业链上下游扩展。未来，项目孵化成熟后，公司可通过并购、增资等方式将其纳入合并报表范围，打造第二增长曲线。

二、说明少数股权购买的具体情况，结合收购标的的经营状况，解释进一步收购少数股权的原因及合理性；

目标股权公司	受让股权比例	交易价款（人民币，元）	转让方	2025 年支付价款（人民币，元）
山鹰华中纸业 有限公司	13.4237%	750,000,000.00	安徽交汇山鹰 私募股权投资 基金合伙企业 （有限合伙）	750,000,000.00
山鹰纸业（广 东）有限公司	25.0576%	542,998,192.00	芜湖信智鹰恒 股权投资合伙 企业（有限合 伙）	542,998,192.00
中山中健环保 包装股份有限 公司	30%	92,934,000.00	山健包装有限 公司	54,839,110.80
合计				1,347,837,302.80

（一）2023 年 12 月，公司全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司作为有限合伙人出资人民币 2.50 亿元，与信达资本管理有限公司、财信吉祥人寿保险股份有限公司共同设立芜湖信智鹰恒股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“信智基金”），信智基金出资人民币 5.00 亿元对公司全资子公司山鹰纸业（广东）有限公司（以下简称“广东山鹰”）增资，增资后持有广东山鹰 25.0576% 股权。

2024 年广东山鹰经审计净利润 2,513.80 万元，同比 2023 年经审计净利润-8,849.42 万元实现扭亏，经营状况显著改善，同比增加 128.41%。为进一步巩固对子公司的控制，提高经营决策效率，加之受二级市场整体波动及市场环境影响，公司股价触及长期破净公司情形，近年监管对破净公司再融资政策收紧，投资人通过由上市公司定向增发股票购买子公司股权实现退出的路径受限，为巩固并深化与国有投资机构之间的长期战略合作关系，本着互利共赢的原则，在标的公司盈利能力持续向好的前提下，基于公司整体规划，公司与信智基金签署了《股权转让协议》，按照由万隆（上海）资产评估有限公司出具的编号为万隆评报字（2024）第 10564 号的《山鹰国际控股股份公司拟收购股权涉及的山鹰纸业（广东）有限公司股东全部权益价值资产评估报告》作为定价依据，公司出资人民币 5.43 亿元受让信智基金持有的广东山鹰 25.0576% 股权。

广东山鹰现已办理完成工商变更登记手续，由公司控股子公司变更为全资子公司。截至 2025 年 7 月 30 日，信智基金已经办理完成注销登记。具体内容刊登于 2023 年 12 月 22 日、2024 年 1 月 3 日、2024 年 2 月 1 日、2024 年 6 月 29 日、2025 年 3 月 22 日和 2025 年 7 月 30 日《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》和上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）（公告编号：临 2023-101、临 2024-002、临 2024-011、临 2024-080、临 2025-019 和临 2025-057）。本次股权收购系公司资源整合，不会对公司财务状况和经营成果造成重大影响，符合全体股东的利益。

（二）2022 年，公司全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司作为有限合伙人出资人民币 7.50 亿元，交银金融资产投资有限公司作为有限合伙人出资人民币 7.49 亿元，交银资本管理有限公司作为普通合伙人认缴出资人民币 100.00 万元，共同参与设立安徽交汇山鹰私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“交汇基金”），基金总规模 15.00 亿元。交汇基金出资人民币 15 亿元对公司全资子公司山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）增资，增资完成后，公司持有华中山鹰 73.1526%的股权，交汇基金持有华中山鹰 26.8474%的股权。

2024 年华中山鹰经审计净利润 1,797.67 万元，同比 2023 年经审计净利润-10,431.68 万元实现扭亏，经营状况显著改善，同比增加 117.23%。为进一步巩固对子公司的控制，提高经营决策效率，加之受二级市场整体波动及市场环境影 响，公司股价触及长期破净公司情形，近年监管对破净公司再融资政策收紧，投资人通过由上市公司定向增发股票购买子公司股权实现退出的路径受限，为巩固并深化与国有投资机构之间的长期战略合作关系，本着互利共赢的原则，在标的公司盈利能力持续向好的前提下，基于公司整体规划，公司以 6000 万元、4000 万元和 65,000 万元的转让价格，依次受让了交汇基金持有的华中山鹰 1.0739%、0.7159%、11.6339%总计 13.4237%的股权。该部分股权转让价款现金分配至有限合伙人交银金融资产投资有限公司，交汇基金持有的华中山鹰剩余 13.4237%股权以非现金方式分配至有限合伙人山鹰私募。本次分配完成后，交汇基金将不再持有华中山鹰股权，公司直接持有华中山鹰 86.5763%股权，公司全资子公司山鹰私募持有华中山鹰 13.4237%股权。华中山鹰由公司控股子公司变更为间接全

资子公司。具体内容刊登于 2026 年 4 月 28 日《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》和上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）《关于参与设立投资基金的注销提示公告》（公告编号：临 2026-009）。本次交易不会导致公司合并报表范围发生变化，不会对公司的财务状况和生产经营产生重大影响，不存在损害公司及股东特别是中小股东利益的情形。

（三）2024 年 11 月，公司子公司祥恒创意包装股份有限公司与山健包装有限公司签署《股权转让协议》，以现金为对价收购控股子公司中山中健环保包装股份有限公司（以下简称“中山中健”）少数股东 30%的股权，收购价格 9,293.4 万人民币。中山中健 2022 年经审计净利润 1498.4 万元，2023 年经审计净利润 3,331.03 万元，2024 年经审计净利润 3,292.33 万元，经营状况稳定向好。中山中健所产瓦楞纸包装产品、EPE 包装产品广泛应用于通讯、家电等产品领域，符合公司为客户提供一体化解决方案的包装服务战略愿景，有利于公司切入高附加值赛道，提升盈利能力，收购后公司对中山中健的持股比例由 70%上升至 100%，中山中健由公司控股子公司变为全资子公司，将进一步提高经营管理效率，优化资源配置。

三、梳理与“云印”系公司的投资情况与业务往来，包括投资时间、投资金额、前期并表及出表情况、报告期内交易情况及期后回款情况等，结合股东明细、董事高管兼任等信息，进一步核实是否存在《上海证券交易所股票上市规则》规定的关联关系情形，相关交易是否已依规按照关联交易审议披露。请全体独立董事就问题（3）核查并发表明确意见。

（一）与云印无锡（原名为“云印技术（深圳）有限公司”）的投资情况及并表/出表情况

1、初始投资

2017 年 5 月，公司控股子公司安徽省鹰隼恒富一期新兴产业基金(有限合伙)（以下简称“鹰隼一期”）出资人民币 2,662 万元受让宁波鼎锋明道汇鑫投资合伙企业(有限合伙)和自然人程仁田合计持有的云印公司 18.46%股权。

2017 年 10 月，公司控股子公司鹰隼一期出资 382.17 万元对云印无锡增资，增资完成后，鹰隼一期持有云印无锡 19.99%股权。

2、并表

2019年5月，公司全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司（原名为“山鹰投资管理有限公司”，以下简称“山鹰私募”）以人民币7,603.42万元受让程一军、蔡超凡持有的云印无锡38.01%股权，以人民币3,067.92万元受让公司控股子公司鹰隼一期持有的云印无锡19.99%股权，并以人民币7,436.77万元向云印无锡增资。上述交易完成后，山鹰私募持有云印无锡69.39%股权，云印无锡成为公司间接控股子公司，纳入公司合并报表范围。具体内容详见公司于2019年5月6日在《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》和上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）披露的《关于收购参股公司股权并增资暨关联交易的公告》（公告编号：临2019-051）。

2、后续投资情况

2019年12月，云印无锡设立宁波云印创想企业管理合伙企业（有限合伙）作为员工激励计划的平台，认缴出资人民币116.52万元，持有云印技术6.75%的股权，本次交易后，山鹰私募持有云印无锡的比例降至64.70%。

2020年8月，山鹰私募出资人民币1,096万元受让深圳市云印创想投资管理合伙企业（有限合伙）持有的云印无锡3.73%股权。上述交易完成后，山鹰私募持有云印无锡68.42%股权。

2021年3月，山鹰私募出资人民币264.06万元向云印无锡增资，增资完成后，山鹰资本持有云印无锡的股权比例增至68.71%，云印无锡投后估值为人民币29,687.39万元。

3、部分股权出售及出表

2021年10月28日，公司第八届董事会第十二次会议审议通过了《关于出售云印无锡（深圳）有限公司部分股权暨关联交易的议案》，同意山鹰私募将其持有的云印无锡23.71%股权转让给宿州至诚创想企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“宿州创想”），股权转让金额为人民币7,040.92万元。

交易完成后，山鹰私募对云印无锡的持股比例由68.71%降至45.00%。云印无锡相关股东签署一致行动协议后，孙晓民先生成为云印无锡实际控制人。云印无锡自2021年12月1日起不再纳入公司合并报表范围，由公司控股公司变为参股公司。具体内容详见公司于2021年10月29日在上海证券交易所网站

(www.sse.com.cn)披露的《关于出售云印技术（深圳）有限公司部分股权暨关联交易的公告》（公告编号：临 2021-100）。

4、出表后增资

2022 年 6 月，上海至诚创想企业管理合伙企业（有限合伙）增资了 3300 万元，取得了云印无锡 9.24%的股权，为了保持公司 45%的股权不被稀释，公司控股子公司上海山鹰沐楹管理咨询有限公司（原名为“深圳前海山鹰原力基金管理有限公司”）同比例增资了 2,700 万元。

（二）股权转让款及借款还款情况

针对截至 2021 年 10 月 28 日公司向云印无锡提供的借款本金余额 9,950 万元 公司与云印无锡签署了《还款协议》。根据《还款协议》，云印无锡分四期完成借款本金及利息的支付。截至 2022 年 10 月 31 日，云印无锡对公司的借款本金及利息已全部清偿。具体内容详见公司于 2022 年 11 月 1 日披露的《关于出售云印技术（深圳）有限公司部分股权暨关联交易的进展公告》（公告编号：临 2022-149）。

根据交易双方签署的《股权转让协议》，宿州创想分两期完成股权转让款的支付。截至 2022 年 11 月 28 日，出售云印无锡 23.71%股权的股权转让款 7,040.92 万元已全部清偿。具体内容详见公司于 2022 年 11 月 29 日披露的《关于出售云印技术（深圳）有限公司部分股权暨关联交易的进展公告》（公告编号：临 2022-160）。

（三）报告期内交易情况及期后回款情况

参股公司云印无锡业务概况：（1）数字服务业务：面向造纸、包装类工厂开展数字化产品与服务的研发及销售。（2）智能装备业务：以数码印刷技术为核心，提供设计至制造一体化软硬件解决方案。（3）平台交易业务：依托线上网络合作工厂资源，承接终端客户多品类、多地交付订单，统筹合作工厂协同生产与物料分发，向客户提供包装成品及原辅材料定制供应服务。

公司与云印无锡及其子公司的业务往来主要包括：

1. 向云印无锡及其子公司采购数字化软件及相关配套服务；
2. 向云印无锡及其子公司采购智能装备及相关配套服务；

3. 根据云印无锡及其子公司的订单需求，向云印无锡及其子公司销售自产原纸、纸制品；

4. 根据部分终端客户跨区域、多品类的采购要求，向云印平台采购纸制品及各类包装材料，生产加工环节由云印无锡及其子公司委托其合作工厂实施。

2025 年公司对“云印系”的交易具体如下：

云印无锡及其子公司	类型	交易内容	本期发生额
云印优供（无锡）包装科技有限公司	采购	采购服务\材料\纸制品	36,332,043.11
云印技术（无锡）有限公司	采购	采购无形资产\设备\原纸芯片	3,588,696.22
厦门云包数码有限公司	采购	包装供应链服务	3,173,771.69
南京云迅包装科技有限公司	采购	纸制品	218,539.39
厦门云印优供包装科技有限公司	采购	采购设备	60,954.96
云印优供（无锡）包装科技有限公司	销售	销售原纸及纸制品	77,704,705.49
厦门云印优供包装科技有限公司	销售	销售原纸及纸制品	45,852,021.96
云文科链(无锡)供应链管理有限公司	销售	销售煤炭	43,125,854.73
上海云恒包装科技有限公司	销售	销售纸制品及办公用品	3,500,918.08
苏州云工包装科技有限公司	销售	销售原纸及纸制品	114,528.26
云印技术（深圳）有限公司上海分公司	销售	服务费	88,838.41
南京云迅包装科技有限公司	销售	销售原纸及纸制品	43,484.41
云印技术（无锡）有限公司	销售	餐饮服务	25,816.98
厦门云包数码有限公司	销售	销售原纸及纸制品	1,652.21

截至 2026 年 5 月 31 日，期后回款金额为 2,785.11 万元。

（四）关联方认定及变动情况

1、出售云印无锡部分股权时（2021 年 10 月）的关联关系

2021 年 10 月 27 日，孙晓民先生因工作安排调整原因，申请辞去公司第八届董事会董事、董事会薪酬与考核委员会委员及副总裁职务。2021 年 10 月 28 日，公司第八届董事会第十二次会议审议本次股权转让议案时，根据《上海证券交易所股票上市规则》第 6.3.3 条之规定，孙晓民先生系公司关联自然人；宿州

创想因孙晓民先生担任其普通及执行事务合伙人，系公司关联法人。因此，本次交易构成关联交易，公司已依规履行关联交易审议程序。

2、孙晓民先生辞职及关联自然人身份变动

2021年10月27日，公司董事会收到孙晓民先生的书面辞职申请，孙晓民先生辞去公司第八届董事会董事、董事会薪酬与考核委员会委员及副总裁职务，辞职申请自送达公司董事会之日起生效。辞职后，孙晓民先生继续担任云印无锡董事长。

根据《上海证券交易所股票上市规则》第6.3.3条之规定，离任董事、高级管理人员在离任后12个月内仍视为关联自然人。孙晓民先生于2021年10月27日离任，其关联自然人身份于2022年10月27日届满一年后终止。此后，孙晓民先生不再属于公司关联自然人。

3、当前关联关系认定

鉴于孙晓民先生已于2021年10月27日辞去公司董事兼副总裁职务，且其作为关联自然人的认定期间（离职后12个月）已于2022年10月27日届满，目前孙晓民先生已不属于《上海证券交易所股票上市规则》所界定的公司关联自然人。云印无锡及其子公司亦因此不属于公司关联方。

（四）关联交易审议及披露情况

1、云印无锡出表事项

本次股权转让交易已依规履行关联交易审议程序，具体内容详见公司于2021年10月29日在上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）披露的《关于出售云印技术（深圳）有限公司部分股权暨关联交易的公告》（公告编号：临2021-100）。

2、新增日常关联交易（2022年1月）

因云印无锡出表导致原合并报表范围内交易转变为关联交易，2022年1月11日，公司第八届董事会第十四次会议审议通过了《关于新增日常关联交易的议案》，预计2022年1-3月新增与云印无锡及其控制企业的日常关联交易金额不超过20,702万元。该次交易不涉及关联董事，无需回避表决，相关审议程序合规。

综上所述,公司于2019年取得云印无锡控股权并将其纳入合并报表,于2021年10月出售23.71%股权后持股比例降至45%,云印无锡出表转为参股公司。截至2022年10月31日,云印无锡对公司9,950万元借款本金及利息已全部清偿;截至2022年11月28日,股权转让款7,040.92万元已全部收回。孙晓民先生已于2021年10月27日辞去公司董事兼副总裁职务,出售云印无锡部分股权时,孙晓民先生系公司原董事兼副总裁,本次交易依法认定为关联交易并已履行董事会审议、独立董事事前认可及发表意见等程序,相关公告已及时披露。其作为关联自然人的认定期间(离职后12个月)已于2022年10月27日届满,因此根据《上海证券交易所股票上市规则》的界定标准,目前孙晓民先生已不属于公司关联自然人,云印无锡及其子公司亦不属于《上海证券交易所股票上市规则》项下的关联方。但根据《企业会计准则第36号——关联方披露》的规定,云印无锡及其子公司作为公司的联营企业,在会计准则口径下仍属于关联方,因此公司在2025年年报“第八节 财务报告-十四、关联方及关联交易-5、关联交易情况”中,仍将公司与云印无锡及其子公司的交易纳入关联交易进行统计披露,该处理系遵循会计准则要求,与《上海证券交易所股票上市规则》项下的关联方认定标准不存在冲突,公司已分别按照适用的规则在相应维度履行了披露义务。

独立董事意见:

经核查,公司控股子公司安徽省鹰隼恒富一期新兴产业基金(有限合伙)于2017年5月、10月通过受让股权及增资方式取得云印无锡19.99%股权。公司全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司(以下简称“山鹰私募”)于2019年5月通过受让股权及增资方式取得云印无锡69.38%股权,将其纳入合并报表范围;此后,因云印无锡员工持股平台增资及山鹰私募受让股权,持股比例先后调整为64.70%及68.42%。2021年3月,山鹰私募向云印无锡增资,持股比例增至68.71%。2021年10月,山鹰私募向宿州创想出售云印无锡23.71%股权,持股比例降至45%,云印无锡自2021年12月1日起不再纳入公司合并报表范围,转为参股公司。2022年6月,山鹰私募同比例增资2,700万元以维持45%持股比例不变。

关于资金回收情况，截至 2022 年 10 月 31 日，云印无锡对公司 9,950 万元借款本金及利息已全部清偿；截至 2022 年 11 月 28 日，宿州创想应付公司的股权转让款 7,040.92 万元已全部收回。截至 2026 年 5 月 31 日，公司就 2025 年度与“云印”系公司交易形成的应收款项已收回 2,785.11 万元。

关于关联关系认定，孙晓民先生已于 2021 年 10 月 27 日辞去公司董事兼副总裁职务，宿州创想因孙晓民先生担任其普通及执行事务合伙人，在出售云印无锡股权时被认定为公司关联法人，该次交易已依规履行关联交易审议及披露程序。孙晓民先生的关联自然人身份（离职后 12 个月内）已于 2022 年 10 月 27 日届满。经核实，孙晓民先生目前不存在《上海证券交易所股票上市规则》第 6.3.3 条所规定之关联自然人情形，云印无锡及其子公司亦不属于《上海证券交易所股票上市规则》项下的关联法人。

基于上述核查，我们确认：2025 年度公司与云印无锡及其子公司的交易，虽不属于《上海证券交易所股票上市规则》（以下简称“上市规则”）所界定的关联交易，但公司已在 2025 年年度报告中，基于《企业会计准则第 36 号——关联方披露》的规定（以下简称“《企业会计准则》”），将云印无锡及其子公司作为联营企业，对其间的交易进行了完整统计及披露。我们认为，公司的上述处理方式兼顾了《上市规则》与《企业会计准则》的不同要求，符合相关法律法规的规定，不存在损害公司及中小股东利益的情形。

综上所述，我们全体独立董事认为，公司对“云印”系公司的投资及业务往来情况披露真实、准确、完整，关联关系认定及信息披露符合《上海证券交易所股票上市规则》及《企业会计准则》的要求，不存在应披露而未披露的关联关系或关联交易。

特此公告。

山鹰国际控股股份公司董事会

二〇二六年七月十四日