

特别提示：本报告仅供特定目的价值咨询。
未经评估机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。



山东新巨丰科技包装股份有限公司因收购拟 了解纷美包装有限公司股东全部权益价值估值分析报告

东洲咨报字【2024】第 1110 号

共 1 册 第 1 册

上海东洲资产评估有限公司

2024 年 06 月 03 日

估值分析报告

(目录)

项目名称	山东新巨丰科技包装股份有限公司因收购拟了解纷美包装有限公司股东全部权益价值估值分析报告
报告编号	东洲咨报字【2024】第1110号
目录	2
摘要	4
正文	8
一、 委托人、被估值单位和其他资产估值分析报告使用人	8
(一) 委托人概况	8
(二) 被估值单位概况	9
二、 估值分析目的	21
三、 估值分析对象和范围	21
四、 价值类型及其定义	23
五、 估值分析基准日	24
六、 估值分析依据	24
七、 估值分析程序实施过程和情况	25
八、 估值分析方法	25
(一) 估值分析方法概述	25
(二) 估值分析方法的选择	26
(三) 市场法介绍	26
九、 估值分析假设	27
(一) 基本假设	27
(二) 一般假设	28
(三) 市场法估值特别假设	28
十、 宏观经济发展分析	29
十一、 行业发展分析	34
(一) 标的公司所属行业	34
(二) 行业主管部门及监管体制	34
(三) 主要政策法规	34
(四) 标的公司所属行业技术特点	36
(五) 标的公司下游市场概述	36
十二、 估值分析步骤	37
(一) 上市公司比较法	37
(二) 交易案例比较法	53
十三、 报告结论	61

(一) 估值分析结果选取	61
(二) 本次要约收购价格的公允性	62
(三) 报告结论有效期	62
(四) 有关报告结论的其他说明	62
十四、 特别事项说明	63
(一) 重要的利用专家工作及相关报告情况	63
(二) 其他需要说明的事项	63
十五、 估值分析报告使用限制说明	65
十六、 估值分析报告解释权	65
十七、 报告日	66
报告附件	68



山东新巨丰科技包装股份有限公司因收购拟了解纷美包装有限公司股东全部权益价值估值分析报告
(摘要)
东洲咨报字【2024】第1110号

上海东洲资产评估有限公司接受山东新巨丰科技包装股份有限公司的委托，本着独立、公正、客观的原则，按照公认的估值分析方法，对山东新巨丰科技包装股份有限公司收购纷美包装有限公司股权定价情况的公允性及合理性进行了分析，形成了本估值分析报告：

委托人：山东新巨丰科技包装股份有限公司

被估值单位：纷美包装有限公司

估值分析目的：为股权收购的定价决策提供公允性及合理性验证。

估值分析对象：纷美包装有限公司股东全部权益价值

估值分析范围：纷美包装有限公司全部资产和负债，具体包括流动资产、非流动资产及负债等，估值分析基准日合并口径下全部资产合计账面价值为人民币 402,836.8 万元，负债合计账面价值为人民币 112,687.3 万元，净资产为人民币 290,149.5 万元，归属于母公司净资产为人民币 290,149.5 万元。

价值类型：市场价值

估值分析基准日：2023年12月31日

报告结论：本报告主要采用上市公司比较法和交易案例比较法，对山东新巨丰科技包装股份有限公司收购纷美包装有限公司股权定价情况的公允性及合理性进行了分析。基于估值分析我们认为，山东新巨丰科技包装股份有限公司本次收购纷美包装有限公司股权的要约收购价公允、合理。

报告结论使用有效期：结合本次估值分析目的、估值分析方法，同时参考评估准则要求，估值机构建议委托人对本估值分析报告之结论有效期为估值分析基准日起壹年内，即有效期截至 2024 年 12 月 30 日。

特别事项说明：

1. 本次估值分析引用的被估值单位财务数据摘自纷美包装有限公司应用国际财务报告准则（IFRS）公开披露的年报数据。由于当前大陆地区采用的会计准则逐步向IFRS趋同，本次估值分析在上市公司比较法和交易案例比较法估算过程中，未考虑会计准则差异对估值分析结果的影响。

2. 被估值单位为香港联合证券交易所（以下简称香港联交所）的上市公司，委托人在估值分析基准日持有标的公司 28.22%股份，并未取得标的公司的实际控制权，且委托人与标的企业均为包装材料行业企业，基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求，导致本次交易尽职调查受限。故估值人员未到现场对被估值单位进行尽职调查，主要通过查阅上市公司公开资料的方式进行，未对被估值单位所有资产、负债以及业务等展开全面核查程序。我们不对上述资料的真实性发表任何意见、提供鉴证或任何形式的保证。同时，对估值分析对象法律权属确认或发表意见超出估值人员执业范围，本报告不对估值分析对象的法律权属提供任何保证。本次估值分析资料的真实性和准确性由委托人与被估值企业负责。就报告中所涉及的公开信息、估值分析信息、估值分析对象的经营数据和信息、财务报告和资料及其他重要资料，本报告不构成对其真实性、准确性、完整性、合法性、有效性或适当性的任何保证，提取报告使用者予以关注。

3. 本报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

4. 因被估值单位为香港联交所的上市公司，本次采用上市公司比较法、交易案例比较法时对不同交易市场的差异通过两个市场 2023 年 12 月的平均市盈率来进行调整，提请报告使用者予以关注。

5. 根据被估值单位于 2024 年 1 月 16 日公告的《根据特别授权发行新股份及股东特别大会通告》、于 2024 年 3 月 15 日公告的《二零二四年三月十五日举行的股东特别大会以投票方式表决之结果》以及于 2024 年 3 月 28 日公告的《完成根据特别授权发行新股份》等系列公开信息披露，被估值单位于本次估值分析基准日后以每股认购股份 1.62 港元的认购价向由中国蒙牛乳业有限公司之附属公司管理及控制的有限合伙企业发行了 70,498,000 股新股份，完成总值 114,206,760 港元的扩股增资。由于本次是在估值分析基准日时点对标的公司的股东全部权益价值进行估值分析，故

未考虑该期后增资事项对基准日时点股权价值的影响，因此提请报告使用者注意并合理使用本次估值分析结果。

6. 根据被估值单位于2024年1月29日公告的《内幕消息—须予披露交易认购基金的有限合伙权益及视作出售国际业务及恢复买卖》，被估值单位于2024年1月25日由GSH（Glorious Sea Holdings Limited，为纷美包装持有90%A类权益的基金的全资附属公司）、纷美包装、Greatview Holdings International Limited（被估值单位的全资附属公司，以下简称纷美国际）及丰景集团有限公司（纷美包装的全资附属公司）订立重组协议，对标的公司国际业务的架构进行重组调整，在相关业务重组交易完成后，GSH持有纷美国际51%股权，纷美包装集团于纷美国际的权益由100%摊薄至49%，但仍将从会计角度控制纷美国际，未来年度纷美国际的经营业绩、资产及负债将继续纳入纷美包装的综合财务报表范围。

截至本次估值分析报告出具日，相关国际业务重组事项已完成，该国际业务的架构调整事项可能对被估值单位未来境外业务的经营产生影响，但相关影响程度具备较大不确定性，且在本次估值采用的市场法中无法量化考虑，故本次估值未考虑被估值单位该业务架构调整之期后事项对估值的影响，因此提请报告使用者注意并合理使用本次估值分析结果。

7. 本估值分析报告的分析、判断和结果受估值分析报告中假设和限制条件的限制，报告使用者应特别关注报告中揭示的假设和限制条件及特别事项等内容，详见报告书正文。

8. 本估值分析报告估值分析目的是为股权收购的定价决策提供公允性及合理性验证，并非是《中华人民共和国资产评估法》中定义的资产评估报告，亦未根据中国资产评估准则进行编写，特提请报告使用者关注。

9. 本报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于目标公司股东）的建议、推荐或者补偿。我们的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素考虑在内。本报告也不对收购完成或失败后目标公司的股权做出任何评价。

以上特别事项可能对本估值分析结果产生影响，提请估值分析报告使用人在实施本次经济行为时予以充分关注；此外，估值分析报告使用人还应关注估值分析报

告正文中所载明的估值分析假设以及重大事项对本估值分析结果的影响，并恰当使用本估值分析报告。



山东新巨丰科技包装股份有限公司因收购拟了解纷美包装有限公司股东全部权益价值估值分析报告

东洲咨报字【2024】第 1110 号

(正文)

特别提示：本报告只能用于报告中明确约定的目的，且在约定情形下成立。请认真阅读估值分析报告书全文及相关附件。

山东新巨丰科技包装股份有限公司：

上海东洲资产评估有限公司接受贵公司的委托，本着独立、公正、客观的原则，按照公认的估值分析方法，对山东新巨丰科技包装股份有限公司收购纷美包装有限公司股权定价情况的公允性及合理性进行了分析，形成了本估值分析报告：

一、委托人、被估值单位和其他资产估值分析报告使用人

(一) 委托人概况

企业名称：山东新巨丰科技包装股份有限公司（股票代码：301296.SZ|简称“委托人”或“新巨丰”）

统一社会信用代码：91370000668063028M

企业类型：股份有限公司（外商投资、上市）

注册地址：新泰市小协镇开发区

法定代表人：袁训军

注册资本：42000 万人民币

成立日期：2007-10-18

营业期限：2007-10-18 至无固定期限

经营范围：包装装潢印刷品印刷(有效期限以许可证为准);(无菌)包装材料及其制品的生产、销售、研发;灌装机械的研发、生产、销售、安装及其技术咨询服务;货物进出口业务。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

(二) 被估值单位概况

企业名称：纷美包装有限公司（股票代码：0468.HK|简称“被估值单位”、“标的公司”或“纷美包装”）

英文名称：Greatview Aseptic Packaging Company Limited

成立日期：2010-07-29

1. 公司历史沿革及首次公开发行

2010年7月29日，纷美包装在开曼群岛注册成立，成立时发行及配发1股股份，成立时的股东为 Codan Trust Company (Cayman) Limited。同日，Codan Trust Company (Cayman) Limited 将该股份按面值转让予 Hexis Enterprises Limited。

2010年12月9日，纷美包装股份在香港联交所主板上市，按每股4.30港元的价格发行233,600,000股每股面值0.01港元的股份完成其首次公开发售。首次公开发售后，纷美包装已发行普通股数目共计1,333,600,000股，法定普通股总数为3,000,000,000股。

纷美包装上市后，其股本变动情况如下：

2013年度，根据首次公开发售前购股权计划，纷美包装因相关人员行使购股权而新增共计5,317,300股普通股，已发行普通股数目由1,333,600,000股变更为1,338,917,300股；

2014年度，根据首次公开发售前购股权计划，纷美包装因相关人员行使购股权而新增共计8,729,000股普通股，已发行普通股数目由1,338,917,300股变更为1,347,646,300股；

2015年度，根据首次公开发售前购股权计划，纷美包装因相关人员行使购股权而新增共计774,700股普通股；同年，纷美包装回购并注销共计7,833,000股公司股份。购股权行权及注销完成后，纷美包装已发行普通股数目由1,347,646,300股变更为1,340,588,000股；

2016年1月，纷美包装回购并注销3,047,000股公司股份。注销完成后，纷美包装已发行普通股数目由1,340,588,000股变更为1,337,541,000股；

2017年2月，纷美包装回购并注销522,000股公司股份。注销完成后，纷美包装已发行普通股数目由1,337,541,000股变更为1,337,019,000股；

2020年7月、9月及10月，纷美包装回购并注销共计388,000股公司股份。注销完成后，纷美包装已发行普通股数目由1,337,019,000股变更为1,336,631,000股。

2023年5月，山东新巨丰科技包装股份有限公司（即本次估值项目委托人）通过协议转让方式以现金收购JSH Venture Holdings Limited持有的纷美包装377,132,584股股票，约占纷美包装总股份的28.22%，成为纷美包装第一大股东。

截至2023年12月31日，纷美包装法定普通股股数为3,000,000,000股，每股面值为0.01港元。已发行普通股数目为1,336,631,000股。

根据标的公司2023年年度报告，截至2023年12月31日，标的公司股东持股情况如下：

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	景丰控股有限公司	377,132,584	28.22
2	福星发展有限公司	129,000,000	9.65
3	Brown Brothers Harriman&Co.	79,594,000	5.95
4	Phanron Holdings Limited	78,141,966	5.85
5	其他股东	672,762,450	50.33
合计		1,336,631,000	100.00

2. 公司概况

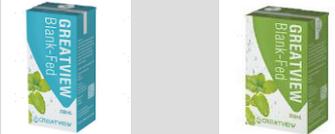
（1）主营业务概览

标的公司致力于为液体食品行业提供综合包装解决方案，其中包括无菌包装材料、灌装机、配件、技术服务、数字化营销及产品追溯解决方案。经过多年的发展，标的公司先后打破了卷材和片材包装的供应格局，2023年度，标的公司累计出售约212亿个包装，目前已成为液体食品行业领先的无菌包装材料供应商。凭借着高品质、有竞争力、数字化和可持续的包装解决方案，标的公司已向亚洲、欧洲、非洲、南北美洲等国际市场提供无菌包装服务，客户遍及全球多个国家和地区。

（2）主要产品及服务

标的公司主要产品和服务如下表所示：

1) 无菌包装材料

产品类型	主要规格型号 (mL)	产品用途	产品示例
“纷美”商 标产品	纷美砖：125 苗条型、180 苗条型、200 标准型、200 苗条型、250 苗条型、250 标准型、1000 苗条型、1,000 标准型、1,000 方型	用于包装和保存乳 制品及非碳酸软饮 料	
	纷美枕：200、250、500、1000		
	纷美钻：200、250		
	纷美冠：250、500		
	纷美预制砖：200 迷你型、200 灵巧型、250 迷你型、250 灵巧型	用于包装和保存带 颗粒的液体食品	

注：标的公司无菌包装产品还包括“世纪包”商标产品

2) 无菌灌装机及配套设备如下：

产品类型	主要规格型号	产品用途	产品示例
无菌灌装机	AOM 100N、ABM 125N	用于流体食品的无 菌包装	
低速贴管机	GSA200 高速贴管机、 GSA100 贴管机	用于在包装上粘贴 吸管的机器	

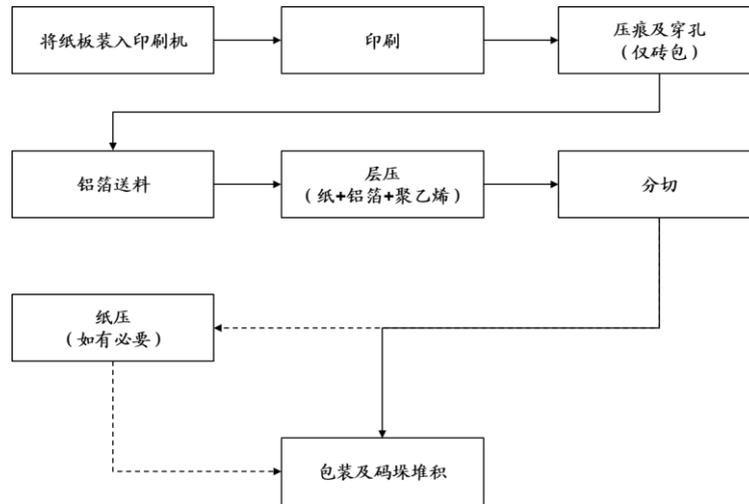
产品类型	主要规格型号	产品用途	产品示例
抱纸车	1500mm×1250mm×2000mm	用于搬运包材的机器	
上纸车	1250mm×750mm×1300mm	用于将纸卷装载到灌装机的机器	

(3) 主要经营模式

标的公司主要从事液体食品无菌包装业务，通过向国内外乳制品及非碳酸软饮料生产商销售无菌包装及提供相关服务获得收入，扣除生产经营各项成本费用后获得利润。根据标的公司 2010 年公告的招股说明书及 2022 年和 2023 年度报告披露，标的公司的主要经营模式与业务流程如下：

1) 生产模式

根据标的公司 2010 年公告的招股说明书披露，无菌包装生产的主要流程图如下：



标的公司无菌包装生产模式通常包括四个环节：（1）装载、印刷、折皱及穿孔，（2）给料及层压，（3）切割，（4）包装。如有必要，在切割和包装之间会有纸压阶段。

2) 采购模式

标的公司的采购团队定期与生产部门的代表联络，讨论生产所需的材料数量。标的公司的采购策略是避免在主要原料方面过度依赖任何单一供应商，标的公司就每种主要原料与部分核心供应商维持紧密联络，以确保供应稳定及成本竞争力。标的公司主要向供应商采购液体包装纸板、聚乙烯、铝箔及油墨。

在供应商管理方面，标的公司建立了健全的供应商管理制度，不仅对供应商的基本信息和资质进行审查，还按照环境、质量、食品安全和社会责任的管理需求，对供货商进行风险评估。标的公司还通过每年对所有供应商进行绩效评价和审核，确保其供应的物料、服务以及其自身运营符合标的公司对供应商的要求。

2022 年度，标的公司主要原材料的购买价格仍持续高位，且供应链的运行持续承压。标的公司一直在努力寻找新的供应商以优化供应链资源，保障稳定的供应和正常的生产与经营。标的公司也通过加强与供应商关系、强化供应链管理、优化原材料及产品结构、节能降耗等多种方式积极应对局势。

3) 销售模式

标的公司向全球著名的乳制品及非碳酸软饮料生产商销售无菌包装及服务。标的公司的销售人员分为国内和国际两支团队。在中国市场，标的公司根据客户位置将其分为不同的销售区域，每个地区的销售人员与客户定期保持联络，记录产品表现并确

保客户满意。销售部门负责处理查询、处理订单并分配予生产团队、确认客户的订单及产品规格，以及提供售后服务。在国际市场，标的公司已在欧洲及美洲建立庞大的销售及市场推广网络，在各销售地区聘用业务经理或建立代表及代理网络。

同时，标的公司也会针对客户举办一系列市场推广活动，旨在支持销售团队的活动、了解行业最新趋势、与现有客户配合、培养新客户关系及建立品牌知名度。

2022 年度，标的公司首次向北美消费者推出了“纷美砖 180 毫升苗条型”，同时继续向东南亚客户扩展智能包装解决方案，在竞争激烈的地区提供高度差异化的服务，以提高现有客户的渗透率和拓展新客户。2023 年度，标的公司持续蓄力，基于对市场的深入洞察和精准把握客户的需求，成功研发出新品“纷美砖 180 毫升超细苗条装”，并获得了国际客户的认可；为响应市场需求，标的公司还创新推出了深受全球消费者欢迎的经济型大容量产品“纷美 1000 毫升冠包”包装，为客户提供了一种既经济实惠又功能卓越的全新选择方案。

4) 盈利模式

根据标的公司 2023 年年报披露，标的公司主要通过向中国及国际乳制品及非碳酸软饮料生产商销售无菌包装及提供相关服务以赚取收益。

(4) 核心竞争力及行业竞争格局

1) 核心竞争力

①深厚的技术与研发优势

标的公司深耕无菌包装领域多年，通过持续不断的技术创新，已成为无菌包装综合解决方案供应商。在新产品开发、生产工艺等方面积累了多项核心技术，研发了水墨印刷和外层覆膜工艺、金属油墨印刷工艺、可变印刷工艺等，逐步打破国外设备和包材的垄断局面，推动了我国无菌包材及灌装设备领域的发展。

标的公司积极部署推进数字化战略，是智慧包装的先行者。自 2015 年起，便开始借助可变图文、一包一码等技术助力企业实现对产品的追溯与防伪、营销活动高度定制化、消费行为数据收集与分析等多元化需求。

②完善的产品和业务布局

标的公司有着完善的产品布局，作为无菌包装领域综合解决方案供应商，标的公

司不仅能够提供高性价比的无菌包装材料，还能提供与标的公司无菌包装材料和其他高品质无菌包装材料高度匹配的无菌灌装机设备，以及全面的售前和售后技术服务与支持。标的公司拥有完善的国际化业务布局，2012年，在德国建立首家海外包装材料工厂，并持续完善国际化业务布局，目前已在中国、瑞士、德国、意大利等国家设有工厂、研发中心和运营机构。

③强大的品牌影响力和客户基础

标的公司为领先的乳制品及非碳酸软饮料产品无菌包装材料及灌装机的生产、分销及销售商。经过多年的发展，标的公司产品受到行业的高度认可，先后获得了荣格食品饮料行业技术创新奖、国家技术标准创新基地（乳业）金高创新项目、Packcon Star Awards 可持续创新奖等。同时，标的公司凭借产品和服务的优异表现，与国内外液态奶及非碳酸软饮料行业的众多知名客户建立了合作关系。标的公司在综合产品及服务方面提供的价值也受到客户的高度肯定。

④经验丰富的国际化管理团队

标的公司管理团队拥有丰富的行业工作经验，对产品研发、包装设计、生产制造等方面有着较为深刻的理解。标的公司管理团队同时具有国际化背景，团队成员来自美国、中国、瑞士、瑞典及韩国等国家，拥有全球范围内丰富的无菌包装材料生产、运营管理经验，带领着标的公司各个业务团队不断进取。近年来，在优秀管理团队的领导下，标的公司借助数字化手段，持续向着精细化管理和智能化生产迈进。

2) 行业竞争格局

我国包装行业整体属于充分竞争的行业，行业集中度较低，特别是中、低档包装市场的企业规模均较小；但无菌包装行业属于中高端食品包装行业，对厂商的生产工艺和技术水准、研发实力、质量控制、产能供应、资金实力和售后服务管理有着严格要求，行业门槛较高。无菌包装诞生后的半个多世纪里，国际无菌包装企业凭借其先发优势，在全球无菌包装市场处于主导地位。根据利乐公司官网，2023年，利乐公司的无菌包装销售量（标准包）为 1,790 亿包。国际无菌包装企业进入中国市场后，通过灌装机与包装材料捆绑销售的策略，使得乳制品企业从灌装机到包装材料供应都产生高度依赖，一度占据中国无菌包装市场 90%以上市场份额。中国无菌包装行

业属于高度集中的市场化行业。

21 世纪以来，我国无菌包装行业取得了较大进步。中国本土无菌包装生产商在材料、技术和生产工艺等方面努力取得突破，在与国际巨头的竞争中拥有性价比和本地化优势。随着竞争力的不断提高，中国本土无菌包装生产商的市场份额逐渐提升，我国无菌包装行业开始出现有实力的无菌包装民族品牌。

①利乐公司

利乐公司成立于 20 世纪 50 年代，总部位于瑞典。利乐公司是全球最大的辊型无菌包装和辊型送料灌装机供应商。根据利乐公司官网披露，2023 年，利乐公司在超过全球 160 个国家和地区开展业务，全球员工超过 24,300 人，全球无菌包装销售数量约为 1,790 亿包。进入中国市场以来，利乐公司在无菌包装市场处于主导地位。

②SIG 集团

SIG 集团是全球领先食品饮料纸包装及灌装机系统供应商，总部位于瑞典，在欧洲、亚洲、美洲、澳洲和非洲等均设有纸厂。SIG 集团的无菌包装主要为胚型无菌包装。根据 SIG 集团 2023 年度报告，2023 年 SIG 集团各类包装全球产量约 500 亿包，营业收入达到 32.30 亿欧元。

③新巨丰

新巨丰成立于 2007 年，并于 2022 年 9 月 2 日于深交所创业板成功上市，主营业务为无菌包装的研发、生产与销售。根据上市公司 2023 年年报，上市公司 2023 年无菌包装销售额为 17.31 亿元，无菌包装销售量为 123 亿个包装，营业收入为 17.37 亿元，净利润为 1.70 亿元。其中，上市公司 2023 年境内收入 17.37 亿元，占总收入比例约为 100%。

(5) 业务与经营风险

1) 市场竞争风险

无菌包装行业格局集中，利乐公司、SIG 集团等国际无菌包装公司在全球及国内无菌包装行业占据主导地位，根据利乐公司官网披露，2023 年利乐公司无菌包材销售量超过 1,790 亿包；根据 SIG 集团官网披露，2023 年 SIG 集团无菌包材生产量超过 500 亿包。若未来该等公司为维护其主导地位而采用降低价格等策略，亦或利用

其主导地位影响无菌包装行业下游客户或上游供应商，将会对标的公司生产经营产生重大不利影响。

无菌包装下游行业发展前景良好，其对无菌包装的需求具有刚性特点。标的公司除了与其他无菌包装生产企业竞争，还与其他潜在进入者竞争，也面临金属包装、塑料包装、玻璃包装等其他包装企业的竞争。若未来其他无菌包装生产企业不断提升竞争力，潜在进入者不断进入，消费者偏好或技术工艺发生变化导致其他包装形式替代无菌包装，将会对标的公司生产经营和业绩产生重大不利影响。

2) 客户集中度较高

标的公司主要客户所在的国内常温液态奶市场竞争格局连续多年保持稳定，前五位液态奶生产公司占销售市场的比例超过 70%，且该特点预计在未来一段时间内将持续存在。因此，报告期内标的公司客户集中度较高。若未来标的公司主要客户由于极端自身原因或终端消费市场出现极端重大不利变化而导致对产品的需求大幅下降，标的公司经营业绩可能受到一定影响。同时，鉴于标的公司披露，本次交易可能引起标的公司大客户及其他客户与标的公司业务关系紧张。因此，若未来标的公司和现有主要客户的合作关系发生重大变化，或因其他原因减少对标的公司的采购，将会对标的公司经营业绩产生不利影响。

3) 新产品研发风险

标的公司一直致力于创新与独立研发，不断推出新颖且环保的无菌包装产品，以保持标的公司在行业的竞争优势。随着无菌包装行业的竞争日渐加剧，下游客户的需求更加多元化，技术工艺迭代速度加快，标的公司需要根据技术发展的趋势和下游客户的需求，不断升级更新现有产品，并研发新技术和新产品，从而保持技术的先进性和产品的竞争力。但是无菌包装产品研发过程中存在一定不确定性，标的公司可能面临产品、技术创新失败的风险。

4) 食品安全风险

近年来，随着居民生活水平日益提高，社会对食品安全问题更加关注，重大食品安全事件对食品饮料行业的影响日益凸显，在极端条件下甚至会导致原本具有市场优势地位的食品饮料供应商一蹶不振或陷入破产境地。若行业或客户发生重大食品安全事件，行业或客户销售收入将大幅下滑，进而导致其对标的公司产品的需求大幅下降，

标的公司经营业绩将受到不利影响。

5) 国际贸易政策与汇率波动风险

标的公司存在境外销售及产品出口,受国际贸易政策及商业环境影响较大;同时,标的公司涉及美元、欧元等结算货币,国内外经济环境复杂多变,面临较大的汇率风险。若部分海外业务覆盖区域的国际贸易政策出现不利变化,或当地货币汇率出现重大波动,可能对标的公司的业务开展和盈利能力产生不利影响。

(6) 面临的机遇和挑战

1) 行业发展面临的机遇

①液态奶需求增加

随着人们健康意识的提高,人们开始更加注重健康的生活方式。液态奶越来越受欢迎,未来液态奶的需求量预计将稳定提升。作为无菌包装的主要下游行业,消费者对液态奶的需求将成为无菌包装行业发展的主要有利因素之一:

根据不同储藏温度,液态奶主要分为常温奶和低温奶。根据不同的工艺处理流程,主要分为 UHT 奶、巴氏奶、低温酸奶和常温酸奶,其中 UHT 奶和常温酸奶广泛使用无菌包装。

UHT 奶和巴氏奶的工艺特点、优缺点及未来市场份额变化情况如下:

项目	工艺特点	优点	缺点	市场份额变化趋势
UHT 奶	利用高温杀菌(通常 135°C-150°C),杀死原乳中的一切微生物和芽孢	杀菌彻底,属于无菌级别,可以在常温中保存较长时间(6-9个月),常温物流和货架摆放销售,较符合中国地理区域辽阔、奶源地与消费地距离远的现状	对牛奶中的乳清蛋白及一些热敏感维生素具有强烈破坏影响	常温鲜奶依然是国内最主要市场
巴氏奶	将生奶加热到 72°C—85°C 之间,仅杀死致病微生物	杀灭源奶致病菌的同时,较大限度保留生鲜牛奶的全部营养成分,口感和风味较好	由于巴氏奶中依然含有少量耐热菌,保质期短(7-15天),需冷链运输,冷藏销售,对储藏和销售时间要求较高	随着消费水平提高,巴氏奶逐渐增长

无菌包装现有主要客户为下游乳企,根据益普索的研究报告,2023 年国内液态奶市场规模较 2022 年增长 4.4%,仍保持较高增长速度,2023 年国内液态奶的总销售额达 2,739 亿元,其中常温液态奶 2023 年的销售额达 1,797 亿元,占液态奶总销售额的约 66%,下游需求的持续增长,拉动国内无菌包装行业的需求稳健上升。

②生产效率的提高和技术的进步拓宽无菌包装的应用领域

无菌包装市场参与者在不断尝试着提高他们的生产效率。随着包装材料和生产工艺的进步，单位无菌包装原材料的耗用量将更少，成本更低，更易于回收再利用。行业的高效率将会降低无菌包装产品的生产成本，从而使得无菌包装产品的价格下降。因此，下游其他应用领域里选择了价格较低的可替代包装材料的公司在未来可能会选择无菌包装，从而促进无菌包装市场在整体包装行业中市场份额的增长。

此外，其他液态食品类产品如酱油、醋、汤汁等会随着阻隔技术的进一步完善陆续进入无菌包装下游应用领域。随着无菌包装材料和技术进步，下游应用领域的拓展将带动配套无菌包装需求的持续增长。

③政府相关法律法规的监督

我国在 2015 年对《食品安全法》进行了修订，许多食品和饮料生产商开始对其生产过程执行更严格的标准来留住消费者并且在竞争中生存下来。无菌包装采用特定的灭菌技术，提供了更高的卫生水平，和传统包装相比，使用无菌包装的产品可以不使用防腐剂，预计未来会有更多的食品生产商选择无菌包装。

2) 行业发展面临的挑战

中国本土无菌包装生产商近年来生产技术和产品质量得以快速提升，但在全球及中国无菌包装市场，国际无菌包装巨头依靠其先发优势和规模优势，依然处于主导地位。与国际无菌包装巨头相比，中国本土无菌包装企业受限于资本实力，市场扩张受到限制，与国外巨头竞争处于劣势。

3.企业对外投资概况

截至 2023 年 12 月 31 日，标的公司主要子公司情况如下：

序号	名称	注册成立地点	主要业务及运营地点	已发行股本及缴足资本/注册资本/债务证券/授权股份数量	标的公司持有的所有权比例(%)
1	Partner One Enterprises Ltd.	英属维尔京群岛	于英属维尔京群岛投资控股	50,000 股单一类别股票，每股面值 1.00 美元	100%
2	Falcon Eye Global Ltd.	英属维尔京群岛	于英属维尔京群岛投资控股	50,000 股单一类别股票，每股面值 1.00 美元	100%

序号	名称	注册成立地点	主要业务及运营地点	已发行股本及缴足资本/注册资本/债务证券/授权股份数量	标的公司持有的所有权比例(%)
3	Glorious Sea Global Limited	英属维尔京群岛	于英属维尔京群岛投资控股	50,000股单一类别股票,每股面值1.00美元	100%
4	港龙国际实业有限公司	香港	于香港投资控股	10,000港元	100%
5	北京清睿源技术开发有限公司	中国	在中国研发多层食品包装材料	10,000,000人民币元	100%
6	丰景集团有限公司	香港	于香港投资控股	10,000港元	100%
7	纷美包装(山东)有限公司	中国	于中国生产及销售包装产品	65,080,000美元	100%
8	纷美包装(内蒙古)有限公司	中国	于中国生产及销售包装产品	20,000,000美元	100%
9	Greatview Aseptic Packaging Europe GmbH	瑞士	于瑞士销售包装产品	50,000瑞士法郎	100%
10	纷美(北京)贸易有限公司	中国	于中国销售包装产品及设备以及相关技术开发服务	750,000美元	100%
11	Greatview Aseptic Packaging Manufacturing GmbH	德国	于德国生产及销售包装产品	25,000欧元	100%
12	Greatview Aseptic Packaging Service GmbH	德国	于德国销售包装产品	25,000欧元	100%
13	Greatview Aseptic Packaging Italy S.r.l	意大利	于意大利生产及销售包装产品	10,000欧元	100%
14	廊坊鑫策恒塑业有限公司	中国	于中国生产橡胶及塑料薄膜	人民币10,000,000元	100%
15	青岛利康食品包装科技有限公司	中国	于中国生产及销售包装产品	人民币100,000,000元	100%
16	一点通有限公司	香港	于香港投资控股	1港元	100%
17	北京数码通科技有限公司	中国	于中国进行技术研发、软件研发以及提供技术服务	人民币10,000,000元	100%
18	北京创新一点通科技有限公司	中国	于中国进行技术研发、软件研发以及提供技术服务	人民币1,000,000元	100%
19	北京创新一点通数码科技有限公司	中国	于中国进行技术研发、软件研发以及提供技术服务	人民币10,000,000元	100%

4. 标的公司资产、负债及财务状况

于估值分析基准日标的公司每股股价为 1.86 港元，市值为 195,148.13 万港元。2021 年、2022 年及 2023 年，被估值单位合并口径近年的资产、负债、财务状况如下表：

单位：人民币万元

项目	2021年12月31日	2022年12月31日	2023年12月31日
总资产	365,848.0	427,965.3	402,836.8
负债	123,844.6	165,972.9	112,687.3
净资产	242,003.4	261,992.4	290,149.5

归属于母公司的净资产	242,003.4	261,992.4	290,149.5
------------	-----------	-----------	-----------

项 目	2021 年度	2022 年度	2023 年度
营业收入	346,433.3	393,701.1	381,667.9
营业利润	35,989.2	23,279.2	32,414.1
净利润	28,507.2	18,239.7	24,421.4
归属于母公司股东利润	28,507.2	18,239.7	24,421.4

上述数据，摘自于被估值单位年报中所披露的经罗兵咸永道会计师事务所审计的基于国际会计准则的财务报表，并出具了标准无保留意见。

二、估值分析目的

委托人山东新巨丰科技包装股份有限在估值分析基准日持有标的公司 28.22% 股份，并拟通过自愿全面要约及/或其他符合监管要求的形式进一步收购纷美包装已发行股份。根据香港特别行政区《公司收购、合并及股份回购守则》第 3.5 条要求，委托人通过其境外下属全资子公司景丰控股向标的公司全体股东发出 3.5 公告；待 3.5 公告载明的先决条件获得满足后，景丰控股将向标的公司全体股东发出关于本次自愿性全面要约的要约文件。景丰控股作为本次交易的要约人，在先决条件获得满足的情况下，将发出自愿性全面要约，以现金方式向香港联交所主板上市公司纷美包装全部股东（景丰控股及其一致行动人除外）收购纷美包装所有已发行股份。

本次要约收购价为每股 2.65 港元，假设标的公司全部要约股东就其股份接受要约，要约人根据要约应支付的现金代价总额约为 2,729,490,502 港元，按照中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的 2024 年 5 月 8 日（即第三届董事会第十四次会议召开前一个工作日）人民币汇率中间价（汇率为 100 港元兑 90.788 元人民币）计算，约合 247,804.98 万元。

本次估值分析目的是反映纷美包装有限公司股东全部权益价值于估值分析基准日的市场价值，为委托人股权收购的定价决策提供公允性及合理性验证。

三、估值分析对象和范围

（一）估值分析对象和估值分析范围

本次估值分析对象系截至 2023 年 12 月 31 日纷美包装有限公司的股东全部权益价值。

本次估值分析范围系纷美包装有限公司的全部资产及负债。具体包括流动资产、非流动资产及负债等。

估值分析基准日标的公司合并口径下全部资产合计账面价值为人民币 402,836.8 万元,负债合计账面价值为人民币 112,687.3 万元,净资产为人民币 290,149.5 万元,归属于母公司净资产为人民币 290,149.5 万元。

上述数据,摘自于被估值单位 2023 年年报中所披露的经罗兵咸永道会计师事务所审计的基于国际会计准则的财务报表。

委托估值分析对象和估值分析范围与本资产评估报告提及的经济行为所涉及的估值分析对象和 估值分析范围一致。被估值单位基准日合并报表所反映的资产类型和账面金额列表如下:

金额单位: 万元

科目	2023年12月31日
主要非流动资产:	
使用权资产	6,546.1
不动产、厂房和设备	118,513.6
无形资产	5,929.2
递延所得税资产	3,892.9
资产合计	402,836.8
负债合计	112,687.3
所有者权益合计	290,149.5
归属于母公司的所有者权益	290,149.5

(二) 被估值单位委估资产的主要情况

本次估值分析范围中委估资产主要为流动资产及非流动资产,其中非流动资产主要包括物业、厂房及设备,使用权资产,无形资产,递延所得税资产等科目。其中,主要资产的具体情况如下:

1. 流动资产

流动资产主要由现金及现金等价物、受限制现金、其他应收款项、预付账款、贸易应收账款及应收票据、存货等组成。

2.使用权资产

为租赁的土地、办公室及办公设备等。

3.不动产、厂房和设备

不动产、厂房和设备主要为企业生产使用的土地及楼宇、机器设备、汽车及办公设备、在建工厂及租赁物业装修等。

4.无形资产

无形资产包括商誉、电脑软件、商标、专利及其他。商誉主要因 2005 年收购纷美包装（山东）有限公司及 2019 年收购北京数码通科技有限公司产生。

截至本次估值分析报告出具日，标的公司及其境内子公司合法拥有境内注册商标共 571 项；标的公司及其境内子公司拥有 238 项境内专利；标的公司及其境内子公司拥有 15 项境内作品著作权；拥有 4 项境内软件著作权。

除以上无形资产外，根据境外法律意见书及尽调报告，开曼群岛、BVI 无法基于公开信息检索标的公司及其境外子公司于其注册法域是否拥有任何专利权及注册商标。

5.递延所得税资产

递延所得税资产为应计开支、政府补贴、减值准备、租赁等事项产生的计税差异导致。

四、价值类型及其定义

本次估值分析选取的价值类型为市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值分析对象在咨询基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

需要说明的是，同一资产在不同市场的价值可能存在差异。本次估值一般基于国内可观察或分析的海外市场条件和市场环境状况。

本次估值选择该价值类型，主要是基于本次估值分析目的、市场条件、估值分析假设及估值对象自身条件等因素。

本报告所称“估值价值”，是指所约定的估值分析范围与对象在本报告约定的价值类型、估值分析假设和前提条件下，按照本报告所述程序和方法，仅为本报告约定估值分析目的服务而提出的估值意见。

五、估值分析基准日

本项目估值分析基准日为 2023 年 12 月 31 日。

估值分析基准日在考虑经济行为的实现、会计核算期等因素后与委托人协商后确定。

估值分析基准日的确定对估值结果的影响符合常规情况，无特别影响因素。本次估值的取价标准为估值分析基准日有效的价格标准。

六、估值分析依据

本次估值分析依据情况具体如下：

（一）经济行为依据

1. 山东新巨丰科技包装股份有限公司关于本次交易的董事会决议；
2. 《估值业务委托合同》。

（二）法律法规依据

1. 《上市公司重大资产重组管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 214 号）及《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（中国证券监督管理委员会令第 127 号、159 号）；
2. 其他与估值分析工作相关的法律法规。

（三）估值取价依据

1. 被估值单位公开披露的年度报告；
2. iFinD 金融数据终端有关资本市场及上市公司信息资料；
3. 标准普尔全球市场情报有限公司的 S&P Capital IQ 资讯平台系统有关资本市场信息资料；

（四）其他参考资料

1. 宏观经济、行业及区域市场统计分析资料；
2. 上海东洲资产评估有限公司技术统计资料；
3. 其他参考资料。

七、估值分析程序实施过程和情况

（一）估值分析准备阶段

接受本项目委托后，即与委托人就本次估值分析目的、估值分析基准日和估值分析对象范围等问题进行进一步了解并协商一致，制订了本项目的估值分析计划。估值分析项目组成员对委估资产进行了必要的了解，安排布置估值分析工作。

（二）资料查询阶段

根据本次项目整体时间安排及项目实际情况，估值人员结合本次估值分析适用的估值分析方法，搜集了被估值单位在公开资本市场披露的相关资料对被估值单位的历史经营情况、经营现状以及所在行业的现实情况进行了解，判断企业未来一段时间内可能的发展趋势。

（三）估值分析汇总阶段

对估值分析工作阶段收集的估值分析资料进行必要地分析、归纳和整理，形成评定估算的依据；根据估值分析对象、价值类型、估值分析资料收集情况等相关条件，选择或调整适用的估值分析方法，选取相应的计算公式和参数进行计算、分析和判断，形成初步估算成果；并在确认估值资产范围中没有发生重复估值和遗漏估值的情况下，汇总形成初步估值分析结果，并进行估值分析结论的合理性分析。

（四）提交报告阶段

在上述工作基础上，起草估值分析报告，与委托人就初步估值分析报告内容沟通交换意见，并在全面考虑相关意见沟通情况后，对估值分析报告进行修改和完善，经履行完毕公司内部估值分析报告审核程序后向委托人提交正式估值分析报告。

八、估值分析方法

（一）估值分析方法概述

公认的估值分析方法一般有收益法、市场法、资产基础法三种基本方法：

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定估值分析对象价值的方法。采用收益法，强调的是企业的整体预期盈利能力。

市场法是指将估值分析对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值分析对象价值的方法。采用市场法，具有估值数据直接选取于市场，估值结果说服力强的特点。

资产基础法是指以被估值单位基准日的资产负债表为基础，合理估算企业表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定估值分析对象价值的方法。采用资产基础法，可能存在并非每项资产和负债都可以被充分识别并单独估值的情形。

（二）估值分析方法的选择

资产基础法的基本思路是按现行条件重建或重置被估值资产，潜在的投资者在决定投资某项资产时，所愿意支付的价格不会超过购建该项资产的现行购建成本。鉴于被估值单位为香港联合证券交易所的上市公司，委托人在估值分析基准日持有标的公司 28.22% 股份，并未取得标的公司的实际控制权，且委托人与标的企业均为包装材料行业企业，基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求，导致本次交易尽职调查受限。估值人员无法对标的公司的所有资产、负债进行清查和估值，故不具备采用资产基础法的基本条件。

收益法是从资产的预期获利能力的角度评价资产，能完整体现企业的整体价值，其估值结果具有较好的可靠性和说服力。但收益法估值的前提条件之一是未来经营收益可以预测量化，标的公司为香港联交所的上市公司，由于受到所在的证券市场监管要求，无法公开其未来盈利预测，故不具备采用收益法估值的条件。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法，适用市场法的前提条件是存在一个发育成熟、公平活跃的公开市场，且市场数据比较充分，在公开市场上有可比的交易案例。目前存在与标的公司同一行业，产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司。此外，根据资料查询，也存在同一行业类似的企业股权交易案例。

虽然标的公司为香港联交所的上市公司，其股票有公开市场价格，但由于单一股票价格会受到流动性、控制权以及市场情绪等多重因素影响，稳定性较差，故我们采用市场法（上市公司比较法、交易案例比较法）进行估值分析。

（三）市场法介绍

1. 基本思路

企业价值估值中的市场法，是指将估值分析对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值分析对象价值的估值分析方法。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值分析对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值分析对象价值的具体方法。

2. 计算公式及模型

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产（负债）价值

经营性资产价值=被估值单位相关指标×参考企业相应的价值比率×修正系数

考虑到所能获取到的可比公司资料的局限性，本次估值在计算可比公司有关价值比率时，仅对可比公司显著可以判断出是非经常性损益及非经营性资产（负债）的科目予以调整，如交易性金融资产、递延所得税资产、政府补贴、交易性金融负债、递延所得税负债、应付股利等，同时对被估值单位相关非经营性因素也做相应调整。

本次根据所获取的可比企业经营和财务数据的充分性和可靠性、可收集到的可比企业数量情况，具体采用上市公司比较法、交易案例比较法。

九、估值分析假设

（一）基本假设

1. 交易假设

交易假设是假定所有委估资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待估资产的交易条件等模拟市场进行估值分析。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2. 公开市场假设

公开市场假设是对资产拟进入的市场条件以及资产在这样的市场条件下接受何种影响的一种假定。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是指一个有自愿的买方

和卖方的竞争性市场，在这个市场上，买方和卖方的地位平等，都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易都是在自愿的、理智的、非强制性或不受限制的条件下进行。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3. 企业持续经营假设

企业持续经营假设是假设被估值单位在现有的资产资源条件下，在可预见的未来经营期限内，其生产经营业务可以合法地按其现状持续经营下去，其经营状况不会发生重大不利变化。

（二）一般假设

1. 本次估值分析假设估值分析基准日后国家现行有关法律、宏观经济、金融以及产业政策等外部经济环境不会发生不可预见的重大不利变化，亦无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大影响。

2. 本次估值没有考虑被估值单位及其资产将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对其估值分析结果的影响。

3. 假设被估值单位所在地所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等财税政策无重大变化，信贷政策、利率、汇率等金融政策基本稳定。

4. 被估值单位现在及将来的经营业务合法合规。

5. 被估值单位及下属子公司目前及未来的管理层合法合规、勤勉尽职地履行其经营管理职能，不会出现严重影响企业发展或损害股东利益情形，并继续保持现有的经营管理模式。

（三）市场法估值特别假设

1. 市场法所选取的可比上市公司的案例，其股票的市场交易是正常有序的，交易价格并未受到非市场化的操控。

2. 上市公司公开披露的财务报表数据是真实的，信息披露是充分的、及时的。

3. 市场法所选取的可比交易案例，其公开披露的财务报表数据是真实的，信息披露是充分的、及时的。

本估值分析报告的估值分析结果是在以上假设和限制条件下得出。

十、宏观经济发展分析

2023年是新冠肺炎疫情“大流行”结束后的全面重启之年，全球“裂变”趋势并未有明显改观，反而显现某种加速趋势，各主要经济体的发展表现和宏观政策继续分化。在“生成式”人工智能技术爆发的同时，全球制造业景气下滑带来较大冲击，部分制造型经济体衰退的风险上升。中国社会经济“凤凰涅槃待重生”，经济进入艰难的修复阶段，微观主体信心和经济活力仍然偏弱，复苏过程一波三折。

（一）分裂的世界与分化的经济：当前全球宏观运行的典型特征

在经历了中美贸易战、俄乌战争和新冠疫情大流行三大冲击后，2022年底中国正式放开“动态清零”社会管控，标志三年疫情结束，2023年世界全面进入疫后修复时代。年内地缘冲突接二连三，纷争紧绷，俄乌战争仍在交战拉锯中，2023年10月7日又爆发巴以冲突，加上持续“去全球化”中的脱钩断链，美欧高利率政策和央行缩表，以及短暂的银行业危机，都增加了全球政治经济摩擦和不确定性。在大多数国家延续一年有余的紧缩货币政策下，各国复苏动能趋弱，但通胀得到有效控制，全球经济展现了一定的韧性。年度全球宏观经济呈现以下五大特征。

1、总体增速放缓。疫情前已经存在的诸如“去全球化”等趋势性力量持续发挥作用，叠加美欧高利率和央行缩表、制造业景气下行，制约着经济增长，全球经济增速由2022年的3.5%放缓至2023年的3.0%，低于2000-2019年间的平均增速3.8%。

2、经济增长分化。发达国家总体经济增速为1.5%，新兴市场和发展中经济体增速4.0%。中国当年实际GDP增长5.2%，达到官方年初设定的增长目标，名义GDP增长4.6%，属于历史低速。三大发达经济体呈现“美强日兴欧弱”的格局。美国依然引领全球创新，经济表现突出，2023年GDP增速达2.5%，高于2022年的1.9%。日本在“失去的三十年”之后，呈现某种恢复甚至新生迹象，长期增长由负转正，年度GDP增速达1.5%。德国等制造型经济体（增速为-0.3%）则受到全球制造业景气下滑的较大冲击，导致欧元区经济增长停滞，年度GDP增速为0.5%，衰退的风险上升。

3、发达经济体的就业良好。2023年12月美国失业率为3.7%，欧元区6.4%，英国4.3%，日本2.5%。美国和英国分别比一年前上升0.2、0.6个百分点，日本持平，欧元区则下降0.3个百分点。总体看发达经济体失业率普遍处于历史较低位置，几乎达到了宏观经济学所定义的“充分就业”状态。

4、总体通胀率下降。国际大宗商品价格的回落为通胀下行贡献了主要力量。随着上游能源加速回落，推动下游消费者物价指数水平（CPI）下行至2%-4%区间，主要央行的通胀目标区达标进程已过大半。2023年末美国、欧元区、英国和日本的CPI分别回落至3.1%、2.4%、3.9%、2.3%，处于一年来的低位。然而，东中欧、西亚北非等少数国家通胀依旧严重，埃及（35%）、尼日利亚（28%）、老挝（25%）等国深受俄乌与巴以危机影响出现能源粮食供应危机，委内瑞拉（283%）、阿根廷（161%）、土耳其（62%）等货币发行失控成为通胀“老大难”国家。一些国家则显现通缩迹象，中国CPI在三、四季度出现月度负值，11月份亚美尼亚、泰国也出现了CPI负增长。

5、中外宏观政策分化，中国继续降息，发达国家则持续加息。与同期中国宽松的财政货币政策不同，发达经济体从2022年3月开启本轮加息，实行紧缩性政策。2023年以来欧美继续加息收紧银根以控通胀，使得国际金融市场处于高利率环境。2023年内美联储加息4次，政策性利率水平提高100个BP，达到5.33%，为22年来的最高利率；欧洲央行加息6次，政策性利率水平提高200个BP，达4.5%，是欧洲央行成立以来的最高利率。此外，英国、加拿大银行也多次加息，其政策性利率分别高达5.25%和5.0%。但随着通胀率下降，本轮美欧加息周期已临近末端。全年来看，2023年代表国际恐慌程度的VIX指数（CBOE Volatility Index）处于11.81-30.81之间，表明不确定性比2022年有了显著下降。但国际形势并不太平，甚至仍可称为复杂、多变，同时一些线索也已清晰显现。一个最重大的线索，即是近年“全球化叙事”的确定转向：喧嚣猛进的普遍合作与全面进步时代已经不见踪影，代之以国家间的划阵营、退群、脱钩和制裁；具体到个人生活，岁月静好、现世安稳成为幻觉，有的只是风雨如晦和焦虑不安。尤其是俄乌战争爆发以来，很多国际评论家将国际情形与一战前情势作比较，认为真是像极了一战前的紧张局面。而主要国家的经济通胀，又隐隐约约有点像20世纪70年代的情况。无论如何，毕竟像茨威格感叹的那样，再也回不到他熟悉的维也纳，回不到“昨日的世界”了。全球化的退潮和转向，促使原先连结就不那么牢固的一体化世界市场和国家群组加速“裂变”，使得主要经济体之间的产业与金融周期不再同步，宏观政策和经济表现也出现了较大差异，分裂导致了分化。“全球化叙事”转向并非始于今日，其标志性事件可追溯至2008年国际金融危机及2009年欧债危机。其后全球经济一举陷入“增长停滞”或“大萎靡”，贫富差距和不平等程度加深，社会不断撕裂。中产阶级无奈沦陷，低收入

者无助挣扎，成为“不被代表的人群”（Unrepresented），进一步推动“反社会”、政治极化、本土主义和民粹思潮加速升级，全球矛盾更加激化。从所谓的中东和北非多国“颜色革命”（Colour Revolution）、2011年“占领华尔街”（Occupy Wall Street）到2018年“黄马甲运动”（Yellow Vests Movement），再到2020年“黑命贵”抗议（Black Lives Matters），近十年来席卷全球的各种游行示威运动接连不断。2016年-2020年进入“特朗普周期”，同期也是为时四年的英国“脱欧”大博弈，政治的扰动骤然上升，退群、脱钩成为新话题，国际间摩擦增多，地缘冲突频发，大国间竞争甚至演变为对抗。2018年之后，中美贸易战、新冠疫情大流行、俄乌战争等三个重大事件，加剧了原有“全球化叙事”转向和主要国家群组的裂变趋势，不仅是全球化停滞，而且是全球化退潮，“去全球化”“逆全球化”了。在某种程度上，“去全球化”就是“去中国化”（脱钩断链），同时对中国的“印太”包围圈已似隐然形成。“安全先于自由”成为国家间的“默会”认知，在各国政府“泛安全观”的笼罩下，社会经济流动性限制增多，强调主权的经济民族主义上升，摩擦成本大为增加，前景更加不确定，经济震荡和国际分化已不可避免。更广泛来看，分歧不仅在于经济领域的分化，还有政治的分裂，甚至是不同发展道路、价值观与文明的新一轮“大分流”。

（二）市场的效率与创新的活力：主要经济体的经济分化

分别来看，2023年三大发达经济体的增长实绩也有着相当大的差异，显现“美强日兴欧弱”格局，美国经济表现较突出。在新冠疫情的全球公开数据中，美国的感染人数和死亡人数居各国之首。应对新冠疫情和经济低迷的“直升飞机撒钱”和巨额财政支出，加上因俄乌战争而加剧的资源、粮食价格暴涨以及供应链混乱，造成了美国近40年来来的大幅通货膨胀。为遏制通胀，美联储自2022年3月以来收紧货币政策，持续大幅度上调联邦基金利率目标区间。理论上，高利率环境必然对国内消费、企业投资和进出口贸易等构成打击，造成经济减速。如：以外贸为例，2023年全年美国出口增幅从2022年的8.1%降至4.1%，而进口则从2022年的增长7.1%大幅萎缩至下滑0.2%，确实受到不少负面冲击。此外高利率也引发了硅谷银行等中型银行的破产危机。然而耐人寻味的是，上述紧缩性政策冲击只表现为局部影响，美联储加息1年半来，美国总体经济非但没有衰退，反而呈现出加速的势头。2023年前三季度美国经济表现明显好于预期，第三季度尤其亮眼。美国商务部2023年12月21日公布的最终修正数据显示，2023年第三

季度美国经济增长**4.9%**，创下7个季度以来的新高。个人消费支出、非住宅类固定资产投资、私人库存投资、商品和服务净出口等增长较快。剔除其中波动较大的品类后，物价涨幅下降明显，劳动力市场的过热也开始缓解。种种迹象显示美国经济具有强劲的恢复能力，称其为“一枝独秀”也不为过。在深受新冠疫情及俄乌战争打击的主要国家和地区中，“只有美国完全复苏”。

2023年一季度，日本经济出现了三个季度以来的首个正增长。二季度出口强劲，经济扩张超预期，GDP环比增长**1.5%**。但由于家庭消费和企业支出疲软，三季度再次出现经济收缩，环比下降**0.5%**。长期困扰的物价通缩不复存在，日本核心消费价格指数已连续19个月超过央行设立的**2%**的通胀目标。2023年11月，日本政府通过了新的经济刺激计划，内容包括减税并向低收入家庭发放补贴。12月货币政策会议仍决定维持大规模货币宽松政策。新兴市场总体经济表现尚可。

印度2023年经济增速在新兴市场和发展中国家中位列第一，达到了**6.3%**，预期在未来数年将成为继美国、中国后的第三大经济大国。2022年增速第一的沙特，未能延续石油带来的高增长，预期增速仅为**0.8%**。俄罗斯虽连遭制裁，但2023经济增速达到**2.2%**。大多数新兴市场货币兑美元在2023年上涨。

（三）追赶的道路与艰难的爬坡：处于新关键节点的中国经济

在经历了中美贸易战、俄乌战争及三年新冠疫情大流行的重大冲击后，2023年中国社会疫后重启，“凤凰涅槃待重生”，经济进入艰难的修复阶段。复苏进程温和而缓慢，并未出报复性或补偿性的全面大反弹，在2022年低基数的情况下，2023年四个季度实际GDP增速分别为**4.5%**、**6.3%**、**4.9%**、**5.2%**，显现出一波三折特征。疫前已经存在的趋势性力量持续发挥作用，制约中国经济发展，内外挑战仍然不小，经济面临下行压力和全面通缩风险，微观主体信心仍然偏弱。直至年末，供给与需求的恢复尚未达到疫前趋势水平，民间投资意愿、进出口景气度都相对偏低，消费弱化并显现某种降级趋势，地产仍然处于失血状态，全国商品房销售面积降势未止。2023年10月以来，制造业PMI连续3个月环比回落，12月降至**49%**。CPI同比已连续3个月为负，价格收缩和信心不足问题仍待进一步改善。

从国民财富增长和国家追赶的长期视角看，经过改革开放**45**个年头的努力和奋斗，中国的人均国民收入终于在2022年（**12850**美元）达到世界平均水平（**12804**美元），

2023年即将突破“中上收入”阶段而触及“高收入”下限门槛（13845美元），从而站在长期“追赶”的关键节点和历史新起点上(表1)。中国当前人均收入约为美国的1/6，新加坡的1/5，高收入国家组别的1/4，日本和韩国的1/3（表1和表2），在生产率和需求扩展等多方面仍有显著的差距和追赶空间。在没有大的摩擦和风险扰动条件下，通过改革创新和转型升级来实现有质量的经济增长，未来五至十年保持平均4.5%的增速，当是一个合意目标。

从国际经验看，在人均收入达到1万美元至3万美元期间，主要发达国家都经历了新的结构转变和经济升级，具有如下典型特征。一是“工业化退潮”，面向国际竞争而升级，形成不同的优势制造业。原先大规模、标准化扩张的工业化开始减速，物质资本的数量积累减缓，经济增长的加速度因此减弱，但开始重视产品质量和差异化技术，基于全球市场需求而升级，出现了一些各具特色的优势制造业（冠军企业）。比如，在此收入阶段，美国的电气、钢铁、汽车、飞机制造业，德国的汽车、电机、电气和大型医疗设备制造业，法国的钢铁、汽车和奢侈品产业，意大利的金属加工和设备制造业，荷兰和比利时的化学品制造业，日本的广电通信和耐用消费品制造业，韩国的电子和光学产品制造业等，具有显著的国际竞争优势。二是“服务业扩张”，管制放松，“经济服务化”特征凸显。此阶段生产型服务业和生活性服务业都快速发展，对人均收入增长的贡献较高。服务业的大发展基于“市场化”而展开，相应地各国都放松了与服务业有关的诸如科教文卫体等领域的管制，以释放服务业活力。在当代互联网技术支撑和政府管制放松条件下，服务品走向“可贸易化”，国际间的服务贸易获得巨大发展，那些服务业竞争更充分、更具备网络规模效应、更具有高增加值的国家，增长优势更明显。三是“新中产崛起”，全面转向“消费社会”。中产阶级成为社会的大多数，其收入和消费支出成为消费社会之基和政府税收主要来源。不仅服务业的需求主要来自居民消费，而且制造业的需求也更多来自居民消费。由于居民消费的不断升级基于稳定的收入预期，稳定的收入需要充分的工作机会来保证，因此创造就业成为宏观政策的主导目标。同时，以增加公平为目标的社会政策重要性也开始上升。四是“内生式发展”，基于人力资本的创新成为经济增长的内生动力。在满足生理相关的物质需求之后，人的安全、社会交往、尊严和自我实现等更高层次追求更为重要。不同于此前政府干预的外生式“规模扩张”阶段，高增长可以通过集中资源投入而获得，进入新阶段后，扭曲式干预的效

率下降，甚至副作用凸现，多元化、差异化的内生需求开始主导经济流程，趋动各类创新，而人自身的质量又决定了创新能力和经济发展的质量。这就要求更加重视社会权利，增加对“人”的投资和保护，促进“人的现代化”和自由全面发展。

十一、行业发展分析

（一）标的公司所属行业

标的公司主营业务为液体食品行业提供综合包装解决方案，从属于包装材料行业，主要原材料包括液体包装纸板、聚乙烯、铝箔及油墨等。结合公司生产的主要原材料，根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），标的公司属于“C22 造纸和纸制品行业”之“C2231 纸和纸板容器制造”。

（二）行业主管部门及监管体制

我国包装行业的行政主管部门是国家发展和改革委员会，国家发展和改革委员会负责行业发展规划的研究、产业政策的制定、指导行业结构调整、行业体制改革、行业技术法规和行业标准的拟订、新材料的规划及组织实施等工作。目前，政府行政管理主要通过颁布相关法律法规及政策，如《产业结构调整指导目录（2024年本）》等进行行业宏观调控和指导。根据《产业结构调整指导目录（2024年本）》，无菌包装属于鼓励类中的“真空镀铝、喷镀氧化硅、聚乙烯醇（PVA）涂布型薄膜、功能性聚酯（PET）薄膜、定向聚苯乙烯（OPS）薄膜及纸塑基多层共挤或复合等新型包装材料”。

此外，无菌包装的生产工序涉及印刷。中国共产党中央委员会宣传部负责印刷业的监督管理，制定全国出版、印刷、复制、发行和出版物的规划并组织实施，推进新闻出版领域的体制机制改革。根据《印刷业管理条例》，企业申请从事包装装潢印刷品和其他印刷品印刷经营活动，应当向出版行政部门提出申请，经审核批准的，获得印刷经营许可证。

（三）主要政策法规

除包装、印刷行业的相关法律、法规外，由于无菌包装的下游客户属于食品及饮料制造商，无菌包装行业的发展还受到质量监督、食品安全环境保护等领域的法律法规、政策和行业标准的影响。具体情况如下表所示：

行业主要法律法规：

序号	颁布时间	文件名称	发文单位	相关内容
----	------	------	------	------

1	2001年	《印刷业管理条例》	国务院	加强和规范了印刷业的管理，维护印刷业经营者的合法权益和社会公共利益
2	2001年	《印刷业经营者资格条件暂行规定》	国家广播电视总局	进一步规范了印刷业经营者的设立和审批，促进印刷业经营者提高经营素质和技术水平
3	2003年	《印刷品承印管理规定》	国家广播电视总局	规范了印刷业经营者的印刷经营行为，健全承接印刷品管理制度，促进印刷业健康发展
4	2003年	《中华人民共和国清洁生产促进法》	全国人民代表大会常务委员会	产品和包装物的设计，应当考虑其在生命周期中对人类健康和环境的影响，优先选择无毒、无害、易于降解或者便于回收利用的方案；企业应当对产品进行合理包装，减少包装材料的过度使用和包装性废物的产生；企业应当对生产和服务过程中的资源消耗以及废物的产生情况进行监测，并根据需要对生产和服务实施清洁生产审核。
5	2008年	《中华人民共和国循环经济促进法》	全国人民代表大会常务委员会	从事工艺、设备、产品及包装物设计，应当按照减少资源消耗和废物产生的要求，优先选择采用易回收、易拆解、易降解、无毒无害或者低毒低害的材料和设计方案，并应当符合有关国家标准的强制性要求。设计产品包装物应当执行产品包装标准，防止过度包装造成资源浪费和环境污染。
6	2009年	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	全国人民代表大会常务委员会	明确各级政府应当履行食品安全法规定的职责；加强食品安全监督管理能力建设，为食品安全监督管理工作提供保障；建立健全食品安全监督管理部门的协调配合机制，整合、完善食品安全信息网络，实现食品安全信息共享和食品检验等技术资源的共享
7	2015年	《中华人民共和国食品安全法》	全国人民代表大会常务委员会	从制度上解决现实生活中存在的食品安全问题，更好地保证食品安全而制定的，确立了以食品安全风险监测和评估为基础的科学管理制度，明确食品安全风险评估结果作为制定、修订食品安全标准和对食品安全实施监督管理的科学依据

行业产业政策：

序号	颁布时间	文件名称	发文单位	相关内容
1	2008年	《包装行业高新技术研发资金管理办法》	财政部	规范包装行业高新技术研发资金管理，支持包装行业积极开发新产品和采用新技术，促进循环经济和绿色包装产业发展
2	2016年	《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》	工业和信息化部、商务部	到2020年，实现以下目标：产业规模——包装产业主营业务收入达到2.5万亿元，形成15家以上年产值超过50亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增加。积极培育包装产业特色突出的新型工业化产业示范基地，形成一批具有较强影响力的知名品牌
3	2019年	《关于开展重点工业产品质量安全专项整治的通知》	国家市场监督管理总局	针对食品用纸包装，重点关注回收料使用、过程控制、标签标识、总迁移量和单体特定迁移量等环节和项目
4	2019年	《绿色包装评价方法与准则》	国家标准化管理委员会	针对绿色包装产品低碳、节能、环保、安全的要求规定了绿色包装评价准则、评价方法、评价报告内容和格式，并定义了“绿色包装”的内涵

此外，境外亦存在无菌包装行业相关的法律法规和政策要求。例如，《欧洲食品接触材料法规》（(EC) No.1935/2004）和德国的《食品、商品和饲料法典》

(Lebensmittel-, Bedarfsgegenstände und Futtermittelgesetzbuch)、《商品条例》(Bedarfsgegenständeverordnung)对食品接触材料和物品安全的一般要求作出了规定。此外，欧盟层面制定了《食品接触塑料材料和物品法规》((EU) No. 10/2011)，该法规包含可用于塑料食品接触材料和制品生产的某些物质的清单，列入清单的物质必须接受欧洲食品安全局(European Food Safety Authority)全面的健康评估；《关于食品接触材料和制品的良好操作规范》((EC) No.2023/2006)对良好生产规范的一般要求(如人员意识、质量保证和控制体系)做出了规定。

(四) 标的公司所属行业技术特点

1956年，UHT杀菌工艺由英国于1956年首次发明后，通过十余年大量的基础理论研究和细菌学研究后应用于生产中。20世纪60年代，UHT技术与无菌灌装技术相结合，可以做到商业无菌和保留食物营养的同时，大大提高了牛奶的保质期和安全性。1963年，利乐公司成功研发“利乐砖”产品，并达到年产能27亿包。1997年，利乐公司推出“利乐钻”、“利乐枕”等产品。

无菌包装行业是一个相对稳定市场，目前属于市场成熟阶段，无菌包装品牌生产商基本形成稳定的竞争格局，其目前无菌包装的功能性已经可以较好满足大多食品品牌的需求，因此产品品牌、销售渠道和低成本是竞争核心要素。

随着无菌包装产品不断发展，其技术的更新迭代主要体现为包型更新迭代。下游液态奶和非碳酸饮料终端消费者对外包装的美观程度要求越来越高，以及消费者的个性化需求凸显。为了符合消费者需求的变化趋势，近几年无菌包装生产商新推出“钻石包”、“金属包”等新包型。“钻石包”因外观多棱角等新奇外观特点逐渐使用在较为高端的液态奶产品中。“金属包”是“砖包”和“钻石包”的升级包装，在两个基本包型中增加金属层，其外观有金属质感、光线感，能帮助客户的产品外观更加引人注目。此外，无菌包装生产商不断对砖包等基础包型的外观进行改进，满足消费者对外观的多元化需求。

(五) 标的公司下游市场概述

随着我国液态奶和非碳酸软饮料需求的增长，砖包、枕包和钻石包的需求量均呈现逐渐增长的趋势。无菌包装现有主要客户为下游乳企，根据益普索的研究报告，

2023年国内液态奶市场规模较2022年增长4.4%，仍保持较高增长速度，2023年国内液态奶的总销售额达2,739亿元，其中常温液态奶2023年的销售额达1,797亿元，占液态奶总销售额的约66%，下游需求的持续增长，拉动国内无菌包装行业的需求稳健上升。

同时，无菌包装市场参与者也在不断尝试技术升级，提高生产效率。随着无菌包装材料生产工艺的进步，单位无菌包装原材料的耗用量将更少，成本更低，更易于回收再利用。行业的高效率将会降低无菌包装产品的生产成本，从而使得无菌包装产品的价格下降。因此，下游其他应用领域里选择了价格较低的可替代包装材料的公司在未来可能会选择无菌包装，从而促进无菌包装市场在整体包装行业中市场份额的增长。

此外，其他液态食品类产品如酱油、醋、汤汁等会随着阻隔技术的进一步完善，陆续成为无菌包装的下游应用领域。下游应用领域的拓展将带动配套无菌包装需求的持续增长。

十二、估值分析步骤

（一）上市公司比较法

1. 可比上市公司的选择

可比上市公司的选择需要筛选与被估值单位属于同一行业或是受相同经济因素影响的上市公司。同时关注可比公司业务结构、经营模式、企业规模、企业所处经营阶段等因素，恰当选择与被估值单位进行比较分析的可比公司。

标的公司致力于为液体食品行业提供综合包装解决方案，其中包括无菌包装材料、灌装机、配件、技术服务、数字化营销及产品追溯解决方案。标的公司2023年累计生产并销售了约212亿个包装，目前已成为液体食品行业领先的无菌包装材料供应商。凭借着高品质、有竞争力、数字化和可持续的包装解决方案，标的公司已向亚洲、欧洲、非洲、南北美洲等国际市场提供无菌包装服务，客户遍及全球多个国家和地区。其2023年收入约57%来源于中国。

目前与标的公司同一行业，产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司数量有限，故本次对可比上市公司筛选时主要关注业务相似度。

标的企业主要经营的无菌包装业务属于包装印刷行业，通过同花顺查询申银万国包装印刷行业后，我们共获得44家上市公司（下表序号1-44）。明细如下：

序号	证券代码	证券名称	主营业务	主营产品名称	主营产品类型
1	600076.SH	康欣新材	集装箱底板等优质、新型木质复合材料产品的研发、生产和销售以及营林造林和优质种苗培育	杨木复合集装箱底板、COSB复合集装箱底板、环保板、速生杨种苗、石楠、雪松、桂花林产品	新型木质复合材料、林业产品
2	600210.SH	紫江企业	包装业务和房地产业务	PET瓶、PET瓶坯、皇冠盖、塑料标签、喷铝纸及纸板、薄膜、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷、OEM饮料、房地产业务、创投业务、快速消费品商贸业务、进出口贸易	快速消费品商贸业务、进出口贸易、包装业务、房地产业务、创投业务
3	600836.SH	上海易连	印刷业务及房地产业务	彩印塑印、纸制品、PS版、印刷制版	彩印塑印、纸制品、PS版、印刷制版
4	601515.SH	东风股份	烟标印刷及相关包装材料的设计、生产与销售。	烟标、医药包装、纸品、基膜	烟标、医药包装、纸品、基膜
5	601968.SH	宝钢包装	专业从事生产食品、饮料等快速消费品金属包装	金属两片罐、易拉盖、包装彩印铁、新材料包装	金属饮料罐、包装彩印铁
6	603022.SH	新通联	从事轻型包装产品与重型包装产品的生产与销售。	重型包装产品、轻型包装产品、第三方采购、包装服务	包装产品
7	603058.SH	永吉股份	烟标和其他包装印刷品的设计、生产和销售	烟标、药盒、酒盒、铝纸及框架纸、医药大麻	包装印刷品
8	603429.SH	集友股份	烟用接装纸、烟用封签纸及电化铝的研发、生产及销售	烟用接装纸、烟用封签纸、电化铝、烟标	包装印刷
9	603499.SH	翔港科技	彩盒、标签等相关包装印刷产品的研发、生产和销售	彩盒、标签、包袋、内衬、说明书等其他印刷包装品、包装容器、化妆品	印刷包装
10	603607.SH	京华激光	激光全息模压制品制造、销售及技术开发	激光全息防伪膜、激光全息防伪纸	激光全息防伪膜、激光全息防伪纸
11	603687.SH	大胜达	研发、生产、印刷、销售瓦楞纸箱、纸板	瓦楞纸板、水印纸箱、胶印彩箱、预印彩箱	瓦楞纸板、瓦楞纸箱
12	000659.SZ	珠海中富	从事碳酸饮料、热灌装饮料、饮用水和啤酒包装用PET瓶、PET瓶胚、标签、外包装薄膜、胶罐、纸杯的生产与销售,并同时为企业提供饮用水、热灌装饮料代加工灌装服务。	饮料包装制品、饮料加工、胶罐业务、纸杯业务	饮料包装制品、饮料加工、胶罐业务、纸杯业务
13	000695.SZ	滨海能源	蒸汽、电力的生产、供应和印刷业务	印刷业务	印刷业务
14	000812.SZ	陕西金叶	烟标及卷烟过滤材料生产销售、教育产业	烟标、烟用丝束、咀棒、社会产品、教学、互联网接入、贸易、商品房、物业管理	烟标、烟用丝束、咀棒、社会产品、教学、互联网接入、贸易、商品房、物业管理
15	002014.SZ	永新股份	从事彩印复合包装产品和真空镀膜产品的生产和销售。	彩印包装材料、镀铝包装材料、塑料软包装薄膜、油墨、其他	彩印包装材料、镀铝包装材料、塑料软包装薄膜、油墨、其他
16	002117.SZ	东港股份	商业票证印刷,智能卡制造与个性化处理,数据处理打印与邮发封装,个性化彩色印刷,普通商业标签与RFID智能标签,电子发票服务,彩票销售与自助销售终端的研发、运营,档案存储与电子化等	商业票证印刷、数据处理打印与邮发封装、个性化彩色印刷、普通商业标签、智能卡制造与个性化处理、RFID智能标签、电子票证服务、智能彩票终端设备销售、档案存储与电子化	印刷类业务、覆合类业务、技术服务类业务
17	002191.SZ	劲嘉股份	高端包装印刷品和包装材料的研究生产	烟标、镭射包装材料、彩盒	包装印刷、镭射包装材料、物业管理
18	002228.SZ	合兴包装	从事中高档瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料的研发与设计、生产、销售及售后服务	纸箱、纸板、缓冲包材、工业用纸	包装制造、产业链服务
19	002229.SZ	鸿博股份	票据及票证印刷	票证产品、包装办公用纸	印刷业
20	002303.SZ	美盈森	轻型包装产品、重型包装产品、电子标签及RFID产品的研发、生产与销售,并为客户提供包装产品设计与包装方案优化、包装材料第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及现场辅助包装作业等包装一体化服务	轻型瓦楞包装产品和精品盒、重型瓦楞包装、重型复合包装、缓冲垫片减震泡棉、粘胶胶带、保护膜、防尘网布、导电绝缘膜	轻型包装产品、重型包装产品、标签产品、电子功能材料模切产品
21	002374.SZ	中锐股份	园林生态和包装	铝防伪盖、组合式防伪盖、复合型防伪印刷铝板、园林绿化	防伪盖、复合型防伪印刷铝板、园林绿化
22	002565.SZ	顺灏股份	围绕特种环保纸的销售,商标印刷的研发、生产及销售,工业大麻种植、加工及应用场景研发,新型烟草和非烟草不燃制品的研发及销售和有机农业。	镀铝纸、复膜纸、白卡纸、丙纤丝束、印刷品、光学防伪膜、新烟烟草	镀铝纸、复膜纸、白卡纸、丙纤丝束、印刷品、光学防伪膜、新烟烟草
23	002599.SZ	盛通股份	文化出版物、大型商业印刷的综合管理服务,为国内外出版社及大型商业客户提供全方位、一体化的综合印刷管理服务	云印刷、包装印刷、出版物印刷、商业印刷、印刷物资、教育培训	出版综合服务、教育培训业务

序号	证券代码	证券名称	主营业务	主营产品名称	主营产品类型
24	002701.SZ	奥瑞金	金属包装容器的设计、制造及销售。	三片罐-饮料罐、三片罐-食品罐、二片罐-饮料罐、灌装	灌装、金属包装产品
25	002735.SZ	王子新材	塑料包装材料及产品的研发、设计、生产和销售	塑料包装膜、塑料托盘、塑料缓冲材料、聚苯乙烯泡沫、泡沫包装材料、多功能标准显控台、非标准系列显控台、显控台模块、无线充、移动储能电池、两轮车动力电池	包装业务、军工科技业务、消费电子业务
26	002752.SZ	昇兴股份	金属易拉罐的设计、生产和销售	三片罐、二片罐、铝瓶产品	饮料罐、食品罐
27	002787.SZ	华源控股	金属包装产品的生产及销售业务	金属盖、食品罐、食品包装印涂铁	金属包装、塑料包装
28	002799.SZ	环球印务	医药纸盒包装产品的设计、生产及销售，并兼营酒类、食品彩盒和瓦楞纸箱业务	医药纸盒、其他纸盒、酒类食品彩盒、瓦楞纸箱、互联网数字营销、印刷包装供应链业务、废纸销售及房屋租赁	医药纸盒、其他纸盒、酒类食品彩盒、瓦楞纸箱、互联网数字营销、印刷包装供应链业务、废纸销售及房屋租赁
29	002831.SZ	裕同科技	纸质印刷包装产品的研发、设计、生产和销售	纸制精品包装、包装配套产品、环保纸塑产品	纸制品包装
30	002836.SZ	新宏泽	烟标的设计、生产及销售	烟标	烟标
31	002846.SZ	英联股份	金属包装产品研发、生产和销售	干粉易开盖、罐头易开盖、饮料易开盖、日化用品易开盖、其他产品	干粉易开盖、罐头易开盖、饮料易开盖、日化用品易开盖、其他产品
32	002951.SZ	金时科技	烟标等包装印刷品的研发、生产和销售。	烟标、镭射转移纸	包装印刷品
33	002969.SZ	嘉美包装	食品饮料包装容器的研发、设计、生产和销售及提供饮料灌装服务。	三片罐、二片罐、无菌纸包装、PET瓶	三片罐、二片罐、无菌纸包装、PET瓶
34	003003.SZ	天元股份	快递物流包装印刷产品的研发、快递物流包装印刷产品的生产、快递物流包装印刷产品的销售	塑胶包装、票据、快递封套、电子标签、缓冲包装、多功能胶带	塑胶包装、票据、快递封套、电子标签、缓冲包装、多功能胶带
35	003018.SZ	金富科技	塑料防盗瓶盖等塑料包装用品的研发、生产和销售	食品包装用塑料防盗瓶盖-瓶装饮用水型、食品包装用塑料防盗瓶盖-功能饮料型、食品包装用塑料桶盖-桶装饮用水型、中型瓶装饮料用提手、桶装饮料用提手	塑料防盗瓶盖
36	300501.SZ	海顺新材	从事直接接触药品的高阻隔包装材料研发、生产和销售	冷冲压成型复合硬片、热成型泡罩铝、栓剂复合铝、PTP铝箔、泡罩铝PTP、SP复合膜、易撕双铝复合膜、纸铝复合膜、医疗器械包装复合膜、原料药袋、PVC/PVDC固体药用复合硬片、聚三氟氯乙烯/PVC复合硬片、口服固体高密度聚乙烯瓶、药用铝塑盖	软包装材料、硬包装材料
37	300883.SZ	龙利得	各类纸包装容器设计、研发、生产智造、技术服务、销售及精细化综合服务。	纸箱、纸板、原纸	纸箱、纸板、原纸
38	301062.SZ	上海艾录	从事工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统的研发、设计、生产、销售以及服务。	工业用纸包装、塑料包装、智能包装	工业用纸包装、塑料包装、智能包装
39	301198.SZ	喜悦智行	提供定制化可循环塑料包装整体解决方案。	衬垫组合包装产品、料架组合包装产品、围板箱组合包装产品、周转箱组合包装产品、吸塑衬垫、吸塑顶盖、吸塑托盘、薄壁吸塑类包装单元、周转箱类包装单元	组合成套类包装产品、厚壁吸塑类包装单元、薄壁吸塑类包装单元、周转箱类包装单元
40	301223.SZ	中荣股份	纸制印刷包装物的研发、设计、生产和销售。	折叠彩盒、礼盒、促销展示工具、电商包装盒、智能包装	折叠彩盒、礼盒、促销展示工具、电商包装盒、智能包装
41	301296.SZ	新巨丰	无菌包装的研发、生产与销售。	砖包、枕包、钻石包	无菌包装
42	300260.SZ	新莱应材	以高纯不锈钢为母材之高洁净应用材料研发、生产与销售	高纯及超高纯应用材料、无菌包材、食品设备、洁净应用材料	食品类、医药类、泛半导体
43	002812.SZ	恩捷股份	提供多种包装印刷产品、包装制品及服务；锂电池隔离膜、铝塑膜、水处理膜等领域	锂离子隔离膜、BOPP薄膜、烟标、无菌包装、种纸产品、全息防伪电化铝、转移膜	膜类产品、包装印刷产品、纸制品包装
44	300442.SZ	润泽科技	数据中心业务服务	灌装系列设备、前处理系列设备、纸铝复合无菌包装材料、浓缩干燥设备、配件和外购配套件及其他设备	灌装系列设备、前处理系列设备、纸铝复合无菌包装材料、浓缩干燥设备、配件和外购配套件及其他设备

通过对业务类型进行筛选，剔除与乳制品及非碳酸软饮料无菌包装行业完全无关的企业，包装印刷行业中业务相关度较高的可比上市公司仅有新巨丰（序号41），故在A股及港股上市公司中进一步查询与无菌包装业务相关的上市公司，将恩捷股份、新莱应材（序号42-43）纳入选择范围。国际市场中，主要的同行业公司为利乐公司及瑞士上市公司SIG集团，利乐公司为非上市公司，相关数据无法获取，SIG为瑞士上市公

司，与标的企业属于跨洲际的不同交易市场，考虑处于不同大洲的不同交易市场之间的差异较难量化调整。同时，SIG集团主要收入来源为欧美市场，而标的企业主要收入来源为中国市场，与国内上市公司所处经营环境更为相似。

综上分析后，我们最终选取以下3家公司国内A股上市公司作为可比公司：

序号	公司名称	股票代码	上市地
1	云南恩捷新材料股份有限公司	002812.SZ	深圳证券交易所
2	山东新巨丰科技包装股份有限公司	301296.SZ	深圳证券交易所
3	昆山新莱洁净应用材料股份有限公司	300260.SZ	深圳证券交易所

①云南恩捷新材料股份有限公司（简称“恩捷股份”）

公司简介：恩捷股份成立于2006年，于2016年在深圳证券交易所上市。主营业务为提供多种包装印刷产品、包装制品及服务；锂电池隔离膜、铝塑膜、水处理膜等领域。主要产品可分为三类：一、膜类产品，主要包括锂离子隔离膜（基膜和涂布膜）、BOPP薄膜（烟膜和平膜）；二、包装印刷产品，主要包括烟标和无菌包装；三、纸制品包装，主要包括特种纸产品（镭射转移防伪纸、直镀纸和涂布纸）、全息防伪电化铝、转移膜及其他产品。

2023年12月31日/2023年度主要的财务数据如下：

序号	科目名称	账面金额（万元）
1	总资产	4,720,091.66
2	总负债	1,851,868.15
3	所有者权益	2,868,223.51
4	归母净资产	2,692,649.55
5	营业收入	1,204,222.98
6	营业成本	753,522.35
7	利润总额	302,634.25
8	净利润	265,021.44
9	归母净利润	252,668.86

②山东新巨丰科技包装股份有限公司（简称“新巨丰”）

公司简介：新巨丰成立于 2007 年，于 2022 年 9 月上市，主营业务为无菌包装的研发、生产与销售。公司的主要产品为辊型无菌包装。

2023 年 12 月 31 日/2023 年度主要的财务数据如下：

序号	科目名称	账面金额（万元）
1	总资产	313,284.57
2	总负债	90,655.31
3	所有者权益	222,629.25
4	归母净资产	222,629.25
5	营业收入	173,738.88
6	营业成本	136,110.41
7	利润总额	23,815.14
8	净利润	17,018.87
9	归母净利润	17,018.87

③昆山新莱洁净应用材料股份有限公司（简称“新莱应材”）

公司简介：新莱应材成立于 2000 年，于 2011 年上市。新莱应材主营业务之一为洁净应用材料和高纯及超高纯应用材料的研发、生产与销售，产品主要应用于食品安全、生物医药和泛半导体等业务领域。

公司全资子公司山东碧海包装材料有限公司，主营业务为用于牛奶及果汁等液态食品的纸铝塑复合无菌包装材料、液态食品无菌灌装机械及相关配套设备的研发、制造与销售，山东碧海可以为液态食品企业提供前处理设备、灌装设备、后段包装设备以及无菌包装材料等等在内的一体化服务。能够同时生产、销售纸铝塑复合液态食品无菌包装纸和无菌纸盒灌装机。

2023 年 12 月 31 日/2023 年度主要的财务数据如下：

序号	科目名称	账面金额（万元）
1	总资产	435,029.94
2	总负债	256,287.82

3	所有者权益	178,742.13
4	归母净资产	177,978.86
5	营业收入	271,139.77
6	营业成本	201,768.83
7	利润总额	26,216.79
8	净利润	23,566.56
9	归母净利润	23,590.26

2. 价值比率的选择

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。如市盈率(P/E比率)、市净率(P/B比率)、市销率(P/S比率)等权益比率,或企业价值比率 EV/EBITDA(企业价值/息税折旧及摊销前利润)、市售率(EV/Sales)等。估值人员在选择价值比率时考虑以下因素:

(1) 被估值单位属于生产型企业,近三年其有形资产(存货+固定资产)占总资产比重均在 50%以上,属于重资产行业, P/B 具有适用性;

单位: 万元

科目	2021 年	2022 年	2023 年
总资产	365,848.0	427,965.3	402,836.8
有形资产	202,231.4	202,297.1	204,504.8
有形资产/总资产	55%	56%	51%

(2) 2021 年至今,企业盈利能力与收入变动比例并非呈现正相关关系,2022 年虽然收入上涨,但净利润却有所下滑,2023 年则呈现相反趋势,因此标的公司盈利与收入之间的波动性较大。因此,在该种情况下,市销率(P/S比率)、企业价值比率(EV/S)的适用性相对较弱;

单位: 万元

科目	2021 年	2022 年	2023 年
主营业务收入	346,433.3	393,701.1	381,667.9

增长率		14%	-3%
净利润	28,507.2	18,239.7	24,421.4
增长率		-36%	34%

(3) EBITDA 可以避免被估值单位与可比公司所得税税率不同的影响，更准确地反映被估值单位的经营水平，且排除了折旧摊销非现金成本的影响，故 EV/EBITDA 具有适用性，而不采用市盈率（P/E 比率）进行测算。

综上分析，本次估值的价值比率选择 P/B 与 EV/EBITDA。

估值人员通过同花顺系统查询可比上市公司的相关信息，得到于估值分析基准日，P/B 与 EV/EBITDA 的价值比率如下：

单位：万元

具体指标	案例一	案例二	案例三
	新巨丰	新莱应材	恩捷股份
经营性股权价值 P	515,088.50	1,481,944.98	6,261,355.56
经营性归母净资产 B	222,417.76	179,123.84	2,789,205.11
PB 值	2.32	8.27	2.24
不含资金的经营性企业价值 EV	469,452.49	1,597,675.15	7,403,985.45
EBITDA	28,739.32	44,133.77	485,142.08
EV/EBITDA 值	16.33	36.20	15.26

1) P/B 比率=经营性股权价值 P÷经营性归母净资产 B

其中，

经营性股权价值 P=市值-归属于母公司的非经营性资产净额

市值=上市公司基准日前 30 天收盘价均值×基准日总股本

经营性归母净资产 B=归属于母公司的所有者权益-归属于母公司的非经营性资产净额

2) EV/EBITDA 值=不含资金的经营性企业价值 EV÷调整后经营性的 EBITDA

不含资金的经营性企业价值 EV=不含资金的全口径企业价值 EV-非经营性资产负债评估值

不含资金的全口径企业价值 $EV = \text{经营性股权价值} + \text{付息债务} + \text{少数股东权益} - \text{货币资金}$

调整后经营性的 $EBITDA = \text{经营性营业利润} + \text{利息费用} + \text{折旧摊销}$

经营性营业利润 = 营业利润 - 非经常性损益

其中：（1）股东全部权益价值 = 基准日股本总额 × 控制权比例 × 基准日前一个月收盘价均价 × (1 + 控制权溢价) + 基准日股本总额 × (1 - 控制权比例) × 基准日前一个月收盘价均价；（2）受制于数据的可获得性以及数据的非重要性，少数股东权益的评估值均等于账面值；（3）在计算可比上市公司经营性股权价值、归母净资产过程中，均扣除了非经营性资产和负债。

非经营性资产、负债

非经营性资产主要包括：1) 对企业主营业务没有直接“贡献”的以及非主营业务活动或者没有直接关系的业务活动产生的资产。2) 因企业历史经营产生的递延所得税资产、待抵扣增值税等，都作为非经营性资产予以考虑。

非经营性负债主要包括：1) 不是由于主营业务的经营活动产生的负债而是由于与主营业务没有关系或没有直接关系的其他业务活动所形成的负债。2) 因企业历史经营产生的递延所得税负债、政府补贴。

标的公司的非经营性资产和负债清单如下：

单位：万元

科目名称	账面价值	非经营性资产/负债	内容
递延所得税资产	3,892.9	3,892.9	递延所得税资产为应计开支、政府补贴、减值准备、租赁等事项产生的计税差异导致。
递延所得税负债	1,979.6	1,979.6	递延所得税负债为应计开支、政府补贴、减值准备、租赁等事项产生的计税差异导致。
递延政府补贴	4,964.2	4,964.2	政府补贴

可比公司的非经营性资产和负债清单如下：

1) 恩捷股份

单位：万元

科目名称	账面价值	非经营性资产/负债	内容
递延所得税资产	43,286.89	43,286.89	递延所得税资产为资产减值准备、内部交易未实现利润、可抵扣亏损、政府补助等事项产生的计税差异导致。
应付股利	9,511.75	9,511.75	应付股利
递延所得税负债	30,833.20	30,833.20	递延所得税负债为非同一控制企业合并资产评估增值、设备器具一次税前扣除、集团内部交易固定资产等事项产生的计税差异导致。
递延收益	99,497.50	99,497.50	政府补贴

2) 新巨丰

单位：万元

科目名称	账面价值	非经营性资产/负债	内容
交易性金融资产	3,000.00	3,000.00	交易性金融资产
递延所得税资产	37.22	37.22	递延所得税资产为计税差异导致。
递延所得税负债	743.04	743.04	递延所得税负债为企业计税差异导致。
递延收益	2,082.69	2,082.69	政府补贴

3) 新莱应材

单位：万元

科目名称	账面价值	非经营性资产/负债	内容
交易性金融资产	19.32	19.32	交易性金融资产
递延所得税资产	3,160.42	3,160.42	递延所得税资产为资产减值准备、内部交易未实现利润、可抵扣亏损、政府补助、股东资产折旧年限差异等事项产生的计税差异导致。
应付股利	2,717.95	2,717.95	应付股利
递延所得税负债	33.98	33.98	递延所得税负债为非同一控制企业合并资产评估增值事项产生的计税差异导致。
递延收益	1,572.79	1,572.79	政府补贴

可比公司为上市公司，而上市公司的交易均为市场散户的交易价格，因此可以理解为小股权交易价格。本次交易完成后，委托人山东新巨丰科技包装股份有限公司对标的公司将获得其控制权。因此，本次估值分析在上市公司比较法的测算过程中需要考虑控制权溢价。

控制权溢价

由于控制权是公司治理理论的核心问题之一。一般而言，控制权是指对企业决策间接或直接的影响力，包括企业的长期战略决定、联盟、并购、解雇及日常管理，资金管理，资本运作等。企业的控制权可以通过投票权、董事会席位、合约条款及清算权等不同方式实现对企业的管理。

控股权溢价和少数股权折价，国外通常有两种方法来间接衡量：

第一种是基于大宗股权转让的控制权溢价模型，由 **Barclay 和 Holderness(1989)** 推出。他们认为如果公司股东都按照持股比例获取公司利益，那控制权就没有私人利益。但是，如果大股东能够通过控制权获得小股东无法获得的利益，那么大宗股权的交易就存在溢价。他们通过对美国 1978—1982 年间 63 宗超过 5% 比例的股权交易进行研究，发现成交价格高于股权交易宣布后的价格，平均溢价率为 20%。但是，如果大股东预期到要承担净的私人成本，那么大宗股权应该是以折价成交。他们还发现，如果其他条件不变，溢价通常随着大宗股权比例的上升而上升。后来的研究证实了大宗股权通常是以溢价成交的。这些研究同样认为大宗股权溢价反映了预期的控制权私人收益。**Mikkelson 和 Regassa (1991)** 证明了 1978 年到 1987 年之间 37 项大宗股权交易的平均溢价为 9.2% (中值为 5.5%)。**Chang 和 Mayers (1995)** 报告了平均为 13.6% (中值为 10.1%) 的溢价。

另一种方法是通过投票权溢价 (voting rights premium) 来度量控制权。因为控制权往往通过投票权来实现的。**Mcconnell 和 Mikkelson (1983)**、**Zingales (1995)** 通过对股票市场上的两种股票交易价格的差别来度量控制权利益。这两种股票具有同等的分红权利，但是唯一区别是投票权。他们特别考察了 1940—78 年间普通股公开发售的 30 家公司的股价，并且这些公司中的两级股票只存在投票权的差异。这些公司的双重股票若是同一天交易的，其月末交易价格常常表明了差异性投票权的价值或掌控公司运作的权力。从这 26—30 家公司所观测到的一组月末交易价格与支付给具有优先投票权等级股票的溢价一致。平均来看，优先投票权等级的股票比次级投票权股票的价格高 5.4%。因此，在这 26—30 家公司的例子中，两种股票的相对价格差别说明了控制权是具有价值的。**De Angelo (1985)** 和 **Zingales (1995)** 所做的研究同样显示，

在美国，尽管平均溢价较低，但优先股都是以溢价进行交易的。Zingales（1995）的研究成果表明，即使该溢价总体上来看是非常小的，若一旦出现竞相争夺控制权的情况，其溢价将会大幅上升。这也再次证实控制权获取的利润不是小股东所能得到的。在其他国家中甚至有更极端的例子，Levy（1982）发现爱尔兰公司的平均投票权溢价为 45.4%，Rydqvist（1987）证实瑞典公司投票控制权的溢价为 6.5%，Hornor（1988）瑞士公司的控制权溢价为 20%，Zingales（1994）发现在米兰股票交易市场中更高达 82%。Nenova（2000）采用 18 个国家的 661 个双重类别公司为样本，发现公司控制权的价值在不同国家差别很大，在墨西哥这一价值为公司市场价值 50%，而在意大利为 10%。Dyck 和 Zingales（2002）通过对 1999—2000 年间 39 个国家的 412 笔控制权交易进行研究，证明了控制权价值的变动范围为公司市场价值的 -4% 到 +65%，平均为 14%。

基于以上两种计算控制权溢价的基本方法，本次估值过程中考虑采用市盈率法计算控制权溢价，市盈率法是以受让方少数股权交易和控制权交易的市盈率均值为计算基准来度量控制权溢价的方法。以市盈率法计算控制权溢价率考虑少数股权交易和控制权交易的差异性更直接、便于理解、贴近实际。市盈率法度量控制权溢价率具体公式如下：

控制权溢价率=(控制权交易市盈率均值-少数股权交易市盈率均值)/少数股权交易市盈率均值

基于国内产权交易所数据计算的 2023 年控股权溢价率 14.93% 对可比公司的交易价格进行控股权溢价剔除，最终本次估值分析中采用控股权溢价比例约为 15%（取整）。

3. 价值比率的修正

参照常用的评价指标体系，一般在市场法估值时需要通过分析标的公司与对比公司在交易日期、交易情况、发展阶段、经营规模、偿债能力、运营能力、盈利能力等的差异，从而对相关指标进行修正。具体修正体系解释如下：

（1）交易日期修正

本次采用上市公司比较法，且计算口径均为估值分析基准日 2023 年 12 月 31 日前 30 天股票交易价格均值，因此不需要进行交易日期修正。

(2) 交易情况修正

可比公司的成交价格是实际发生的，它可能是正常的、公允的市场价值，也可能是某些特定条件、交易条款下的价格。由于要求估值分析对象价值是客观、公允的，所以可比案例的成交价格如果是不正常的，则应把它修正为正常的。这种对可比案例成交价格进行的修正，称为交易情况修正。经过核查，估值人员认为，可比上市公司的交易价格均为市场充分活跃交易情况下、公开的正常的市场交易价格。因此不需要进行交易情况修正。

(3) 成长性修正

可比公司可能处于不同的发展阶段，拥有不同的成长潜力。本次估值根据各公司2020-2023年的收入复合增长率及净利润复合增长率修正其成长性。

(4) 经营规模修正

不同的公司，其经营规模是有差异的。在衡量企业规模方面，资产总计是一个非常重要的指标。因此我们选择资产总计修正经营规模。

(5) 偿债能力修正

企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，是企业能否健康生存和发展的关键，反映企业财务状况和经营风险的重要标志。静态的讲，就是用企业资产清偿企业债务的能力；动态的讲，就是用企业资产和经营过程创造的收益偿还债务的能力。偿债能力的衡量指标主要有流动比率、速动比率、资产负债率等。本次估值偿债能力指标我们选择反映长期偿债能力的指标资产负债率。

(6) 运营能力修正

运营能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，通俗来讲，就是企业运用各项资产以赚取利润的能力。

企业运营能力的财务分析比率有：存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、运营资本周转率和总资产周转率等。这些比率揭示了企业资金运营周转的情况，反映了企业对经济资源管理、运用的效率高低。企业资产周转越快，流动性越高，资产获取利润的速度就越快。对于生产性企业来说，存货周转的快慢是衡量一个企业运营能力大小的重要指标，故本次估值选择存货周转次数修正运营能力。

(7) 盈利能力修正

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。盈利能力指标主要包括销售净利率、成本费用利润率、净资产收益率等。本次估值选择成本费用利润率和净资产收益率修正盈利能力，指标越大盈利能力越强。

(8) 研发投入修正

研发投入指企业在产品、技术、材料、工艺、标准的研究、开发过程中发生的各种费用，包括：研发活动直接消耗的材料、燃料和动力费用；企业在职研发人员的工资、奖金、津贴、补贴、社会保险费、住房公积金等人工费用以及外聘兼职研发人员的劳务费；用于研发活动的仪器、设备、房屋等固定资产的折旧或租赁费用等等。衡量研发投入的一个重要指标为研发费用率，即研发费用占营业收入的比率。研发费用率越高，代表着企业在创新能力和技术研发上的投入意愿越高，则企业未来越能保持先进性，盈利能力越强。

(9) 实际所得税率修正

实际所得税率是指企业实际缴纳的所得税占税前利润总额的比例。实际税率是衡量纳税人实际负担程度的主要标志。由于EBIT、EBITDA为息税前收益，而不同的企业之间实际所得税率会有明显差异，因此税赋的不同会造成价值比例的不同，需要进行修正。修正体系如下：

修正系数= (1-案例所得税率) / (1-被估值单位所得税率)。

经过上述修正后，计算得出加权修正后价值比率 P/B 及 EV/EBITDA：

加权修正后价值比率 P/B=Σ 各可比公司修正后价值比率×各自权重

加权修正后价值比率 EV/EBITDA=Σ 各可比公司修正后价值比率×各自权重

其中，权重比：考虑三个可比上市公司业务情况，对于无菌包装业务占比较多的企业考虑较多的权重。由于新巨丰和标的企业在经营业务范围可比性较高，而恩捷股份和新莱应材虽然也从事无菌包装业务，但其比例均在 50%以下，故本次综合考虑后，给与恩捷股份权重为 20%，新巨丰权重为 60%，新莱应材权重为 20%。

1) P/B 具体修正情况如下：

项目	案例一	案例二	案例三
	新巨丰	新莱应材	恩捷股份
价值比率 PB	2.32	8.27	2.24
交易日期修正	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
成长阶段修正	100/144	100/144	100/144
经营规模修正	100/94	100/102	100/120
偿债能力修正	100/100	100/89	100/96
运营能力修正	100/105	100/80	100/91
盈利能力修正	100/112.1	100/113.4	100/123.6
研发投入修正	100/100	100/120	100/120
修正后价值比率 PB	1.46	5.81	1.00
权重	60%	20%	20%
加权修正后价值比率 PB	2.24		

$$\begin{aligned}
 \text{加权修正后价值比率 } P/B &= \sum \text{各可比公司修正后价值比率} \times \text{各自权重} \\
 &= 1.46 \times 60\% + 5.81 \times 20\% + 1.00 \times 20\% \\
 &= 2.24
 \end{aligned}$$

2) EV/EBITDA 具体修正情况如下:

项目	案例一	案例二	案例三
	新巨丰	新莱应材	恩捷股份
价值比率 EV (不含货币资金) /EBITDA	16.33	36.20	15.26
交易日期修正	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
成长阶段修正	100/144	100/144	100/144
经营规模修正	100/94	100/102	100/120
偿债能力修正	100/100	100/89	100/96
运营能力修正	100/105	100/80	100/91
盈利能力修正	100/111	100/104	100/120
研发投入修正	100/100	100/120	100/120
实际所得税率修正	100/94.9	100/119.3	100/116.2
修正后价值比率 EV/EBITDA	10.91	23.25	6.04
权重	60%	20%	20%

项目	案例一	案例二	案例三
	新巨丰	新莱应材	恩捷股份
加权修正后价值比率 EV/EBITDA	12.41		

$$\begin{aligned}
 \text{加权修正后比率 EV/EBITDA} &= \sum \text{各可比公司修正后价值比率} \times \text{各自权重} \\
 &= 10.91 \times 60\% + 23.25 \times 20\% + 6.04 \times 20\% \\
 &= 12.41
 \end{aligned}$$

4. 不同市场差异

因标的公司为香港联交所上市公司，可比案例为深圳证券交易所上市公司，考虑不同交易市场之间存在一定的差异性，故本次通过两个市场 2023 年 12 月的平均市盈率来对不同市场差异进行修正。公式如下：

$$\begin{aligned}
 \text{不同市场差异} &= 1 - \text{2023 年 12 月港股平均市盈率} \div \text{2023 年 12 月深交所平均市盈率} \\
 &= 1 - 10.58 / 21.42 \\
 &= 50.61\% \text{（取整）}
 \end{aligned}$$

5. 市场法-上市公司比较法结果

(1) P/B价值比率计算表

PB 计算表			
项目	案例一	案例二	案例三
	新巨丰	新莱应材	恩捷股份
价值比率 PB	2.32	8.27	2.24
交易日期修正	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
成长性修正	100/144	100/144	100/144
经营规模修正	100/94	100/102	100/120
偿债能力修正	100/100	100/89	100/96
运营能力修正	100/105	100/80	100/91
盈利能力修正	100/112.1	100/113.4	100/123.6
研发投入修正	100/100	100/120	100/120
修正后价值比率 PB	1.46	5.81	1.00

权重	60%	20%	20%
加权修正后价值比率 PB	2.24		
考虑不同市场差异后标的 PB	1.11		
标的企业经营性归母净资产	293,200.4		
经营性资产价值	325,452.4		
非经营性资产、负债	-3,050.9		
溢余资产	0.0		
股东全部权益价值评估值（取整）	322,400.0		

(2) EV/EBITDA价值比率计算表

EV/EBITDA 计算表			
项目	案例一	案例二	案例三
	新巨丰	新莱应材	恩捷股份
价值比率 EV（不含货币资金）/EBITDA	16.33	36.20	15.26
交易日期修正	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
成长性修正	100/144	100/144	100/144
经营规模修正	100/94	100/102	100/120
偿债能力修正	100/100	100/89	100/96
运营能力修正	100/105	100/80	100/91
盈利能力修正	100/111	100/104	100/120
研发投入修正	100/100	100/120	100/120
实际所得税率修正	100/94.9	100/119.3	100/116.2
修正后价值比率 EV/EBITDA	10.91	23.25	6.04
权重	60%	20%	20%
加权修正后价值比率 EV/EBITDA	12.41		
标的企业 EBITDA	42,397.7		
全口径经营性企业价值（不含货币资金）	526,155.5		
减：付息债务	14,082.3		
减：少数股东权益	0.0		
经营性不含货币资金股权价值	512,073.2		
考虑不同市场差异后股权价值	252,928.8		
加：非经营性资产、负债	-3,050.9		
加：货币资金	106,441.5		

评估值（取整）	356,300.0
---------	-----------

注：标的企业 EBITDA=除税前溢利+财务费用-非经常性损益净额+折旧摊销

（3）标的公司股东全部权益价值范围的确定

上述指标P/B、EV/EBITDA代表了从不同角度对企业的财务状况、经营成果进行考察，为了完整、全面地考虑企业的具体情况，综合各种价值比率的优点，本次将两种价值指标的结论作为估值取值范围的上下限，得到在市场法-上市公司比较法下，标的公司股东全部权益价值的估值区间为322,400.00万元至356,300.00万元。

（二）交易案例比较法

1. 可比交易案例的选择

通过对被估值单位的分析，本次估值对可比交易案例的筛选条件如下：

- （1）被收购方与被估值单位所属行业相同或受相同经济因素影响，选择包装行业；
- （2）交易时间为基准日前三年内；
- （3）净资产大于零；
- （4）被收购方可查询到公开披露的交易信息、财务数据等资料。

根据上述原则，我们通过CapitalIQ查询相关交易案例，近三年国内包装行业可以查询到的案例三个，另外有四个海外交易案例，案例情况如下：

国内交易案例：

序号	收购方	被收购方	收购方股票代码
1	金富科技股份有限公司	桂林翔兆科技有限公司	003018.SZ
2	昇兴集团股份有限公司	太平洋制罐（肇庆）有限公司	002752.SZ
3	山东新巨丰科技包装股份有限公司	纷美包装有限公司	301296.SZ

海外交易案例：

序号	收购方	被收购方	收购方股票代码
1	SENKO Group Holdings Co., Ltd.	Chuo Kagaku Co., Ltd.	TSE:9069

序号	收购方	被收购方	收购方股票代码
2	Shindaeyang Paper Co., Ltd.	Daeyang Paper Mfg. Co., Ltd.	KOSE:A016590
3	Asahi Printing Co.,Ltd.	Kinta Press & Packaging (M) Sdn Bhd	TSE:3951
4	Sealed Air Corporation	Liqui-Box Corporation	NYSE:SEE

本次估值人员考虑到不同大洲的资本市场之间的差异修正，比较难以准确衡量，故综合考虑了以近三年内的三个国内案例作为可比交易案例：

①桂林翔兆科技有限公司（以下简称桂林翔兆）

交易简介：2021年7月9日，金富科技股份有限公司第二届董事会第十三次临时会议和第二届监事会第九次临时会议审议通过交易，金富科技股份有限公司（以下简称“金富科技”）拟以现金方式收购吴朝晖等4名股东持有的桂林翔兆科技有限公司共计100%的股权。本次转让价款共计12,686.00万元。

公司简介：桂林翔兆是一家专门从事新型拉环瓶盖研发、生产和销售的制造企业。主要产品新型拉环盖是新一代含气饮料的包装盖，可与目前啤酒等含气饮料的玻璃瓶口、铝罐瓶口配套，用途可应用于玻璃瓶装、铝罐装汽水、气泡水、啤酒、鸡尾酒等含气系列饮料包装。桂林翔兆引进了意大利萨克米公司两条国际最先进的生产线，及先进的进口检测设备，年产能可达瓶盖8亿只以上；产品已通过国家质量部门检测认证，且供应的产品在新型拉环盖领域保持了较高的质量标准，具备较强的竞争力。产品主要销售给啤酒和饮料公司，目前公司已达成合作的主要核心客户有燕京集团下属公司，包括：燕京啤酒（桂林漓泉）股份有限公司、燕京啤酒（昆明）有限公司、燕京啤酒（玉林）有限公司、燕京啤酒（贵州）有限公司、广东燕京啤酒有限公司、福建燕京啤酒有限公司等；并陆续开拓了华润雪花等其他新客户。

可比案例公告日最近一个财报日主要的财务数据如下：

序号	科目名称	账面金额（人民币/万元）
1	总资产	8,904.10
2	总负债	4,932.41

3	所有者权益	3,971.70
4	归母净资产	3,971.70
5	营业收入	4,263.00
6	营业成本	2,157.58
7	利润总额	1,530.29
8	净利润	1,181.73
9	归母净利润	1,181.73

②太平洋制罐（肇庆）有限公司（以下简称肇庆太平洋）

交易简介：2022年6月22日，昇兴集团股份有限公司召开第四届董事会第三十二次会议，表决通过了《关于公司拟收购太平洋制罐（肇庆）有限公司全部股权暨关联交易的议案》。本次股份转让价款共计16,804.00万元。

公司简介：肇庆太平洋的主营业务为生产及销售用于包装各类饮料等内容物的金属包装制品和其他包装产品，可生产多种规格的易拉罐罐体，另有购进罐盖配套销售给部分客户。肇庆太平洋易拉罐产品主要用于灌装啤酒及饮料，该公司主要客户包括巴克斯、百事可乐、可口可乐、百威啤酒、燕京啤酒、广州医药、蓝带啤酒等国内知名的啤酒及饮料企业。肇庆太平洋主要通过向客户提供金属包装制品、销售易拉罐罐体及配套罐盖产品实现盈利。

可比案例公告日最近一个财报日主要的财务数据如下：

序号	科目名称	账面金额（人民币/万元）
1	总资产	37,918.93
2	总负债	26,968.55
3	所有者权益	10,950.38
4	归母净资产	10,950.38
5	营业收入	28,455.22

6	营业成本	25,980.47
7	利润总额	981.64
8	净利润	716.62
9	归母净利润	716.62

③纷美包装有限公司（以下简称纷美包装）

交易简介：2023年1月，山东新巨丰科技包装股份有限公司发布公告，拟通过协议转让方式以现金收购JSH Venture Holdings Limited持有的纷美包装377,132,584股股票，约占纷美包装总股份的28.22%。根据交易双方签订的《股份购买协议》，本次交易的收购对价为每股2.65港元，对应标的资产的转让价款=377,132,584股×2.65港元/股=99,940.13万港元，按照中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的2023年1月20日（即《股份购买协议》签署日前一个工作日）人民币汇率中间价（汇率为100港元兑86.456人民币）计算，约合86,404.24万人民币。

公司简介：纷美包装即本次被估值单位，公司致力于为液体食品行业提供综合包装解决方案，其中包括无菌包装材料、灌装机、配件、技术服务、数字化营销及产品追溯解决方案。

可比案例公告日最近一个财报日主要的财务数据如下：

序号	科目名称	账面金额（人民币/万元）
1	总资产	427,965.3
2	总负债	165,972.9
3	所有者权益	261,992.4
4	归母净资产	261,992.4
5	营业收入	393,701.1
6	营业成本	334,904.8
7	利润总额	23,279.2
8	净利润	18,239.7

9	归母净利润	18,239.7
---	-------	----------

2. 价值比率的选择

价值比例的选择同上市公司比较法一致，为P/B和EV/EBITDA。

估值人员通过CapitallQ数据库查询的交易案例信息，得到P/B和EV/EBITDA的价值比率如下：

具体指标	案例一	案例二	案例三
	桂林翔兆	肇庆太平洋	纷美包装
调整控股权溢价前PB值	3.05	1.55	1.20
调整控股权溢价后PB值	3.49	1.79	1.34
调整控股权溢价前EV/EBITDA值	6.44	6.62	7.76
调整控股权溢价后EV/EBITDA值	7.37	7.66	9.23

本次选取的三个交易案例中，案例1和案例2涉及控股权转让，案例3不涉及控股权转让，因此本次估值需分别分析交易情况，以考虑可比案例交易价格中控股权溢价的影响因素。控制权溢价市盈率法是以受让方少数股权交易和控制权交易的市盈率均值为计算基准来度量控制权溢价的方法。以市盈率法计算控制权溢价率考虑少数股权交易和控制权交易的差异性更直接、便于理解、贴近实际。市盈率法度量控制权溢价率具体公式如下：

控制权溢价率=(控制权交易市盈率均值-少数股权交易市盈率均值)/少数股权交易市盈率均值

本次估值对各可比案例的控股权溢价处理如下：

案例一：桂林翔兆科技有限公司转让100%股权，股权由一位控股股东及其他少数股东转让，交易价格中控股权溢价和少数股东权益折价相抵，本次需要做控股权溢价修正。

案例二：太平洋制罐（肇庆）有限公司转让100%股权，股权由单一控股股东转让，交易价格即为市场价值，不存在控股权溢价或少数股东权益折价的情况，本次需要做控股权溢价修正。

案例三：山东新巨丰科技包装股份有限公司收购纷美包装28.22%股权，交易为少数股权收购，交易价格中不存在控股权溢价，本次需要做控制权溢价修正。

同上市公司比较法计算过程中采用的控制权溢价计算方法，本次以基于产权交易所数据计算的2023年控股权溢价率14.93%（取整为15%），对可比案例的交易价格进行控股权溢价剔除。

3. 价值比率的修正

（1）交易日期的修正

由于可比交易案例的交易时间与本次估值分析基准日存在一定差异，并且选取的3个交易案例的被收购方都是包装行业，故通过股票指数-包装（指数代码：884236.TI）对交易日期进行修正。

除上述事项外，其他价值比率的修正基本同上市公司比较法一致。

（2）P/B价值比率的修正

经过上述修正后，计算得出加权修正后价值比率P/B：

加权修正后价值比率 $P/B = \sum$ 各可比公司修正后价值比率 \times 各自权重

其中，权重比：考虑三个可比交易案例的业务情况，对于无菌包装业务占比较多的企业考虑较多的权重。由于本次选取了标的公司前次交易作为可比案例，而另外两宗交易案例的业务范围主要系包装印刷行业，故本次综合考虑后，给与自身案例的权重为60%，桂林翔兆权重为20%，肇庆太平洋权重为20%。

具体修正情况如下：

项目	案例一	案例二	案例三
	桂林翔兆	肇庆太平洋	纷美包装
价值比率 PB	3.49	1.79	1.34
交易日期修正	100/88.5	100/87.4	100/92
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
经营规模修正	100/95	100/95	100/101
偿债能力修正	100/98	100/96	100/99

运营能力修正	100/98	100/103	100/99
盈利能力修正	100/110.3	100/99	100/97
研发投入修正	100/110	100/90	100/99
修正后价值比率 PB	2.97	2.04	1.53
权重	20%	20%	60%
加权修正后价值比率 PB	1.90		

$$\begin{aligned} \text{加权修正后价值比率P/B} &= \sum \text{各可比公司修正后价值比率} \times \text{各自权重} \\ &= 2.97 \times 20\% + 2.04 \times 20\% + 1.53 \times 60\% \\ &= 1.90 \end{aligned}$$

(3) EV/EBITDA价值比率的修正

经过上述修正后，计算得出加权修正后价值比率EV/EBITDA：

加权修正后价值比率EV/EBITDA = \sum 各可比公司修正后价值比率 \times 各自权重

其中，权重比：同上。

具体修正情况如下：

项目	案例一	案例二	案例三
	桂林翔兆	肇庆太平洋	纷美包装
价值比率 EV（不含货币资金）/EBITDA	7.37	7.67	9.05
交易日期修正	100/88.5	100/87.4	100/92
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
经营规模修正	100/95	100/95	100/101
偿债能力修正	100/98	100/96	100/99
运营能力修正	100/98	100/103	100/99
盈利能力修正	100/105	100/98	100/98
研发投入修正	100/110	100/100	100/99
实际所得税率修正	100/102.5	100/96.9	100/104
修正后价值比率 EV/EBITDA	6.42	8.20	9.85
权重	20%	20%	60%
加权修正后价值比率 EV/EBITDA	8.80		

$$\text{加权修正后价值比率 EV/EBITDA} = \sum \text{各可比公司修正后价值比率} \times \text{各自权重}$$

$$=6.42 \times 20\% + 8.20 \times 20\% + 9.85 \times 60\%$$

$$=8.80$$

4. 市场法-交易案例比较法结果

(1) P/B价值比率计算表

PB 计算表			
项目	案例一	案例二	案例三
	桂林翔兆	肇庆太平洋	纷美包装
价值比率 PB	3.49	1.79	1.34
交易日期修正	100/88.5	100/87.4	100/92
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
经营规模修正	100/95	100/95	100/101
偿债能力修正	100/98	100/96	100/99
运营能力修正	100/98	100/103	100/99
盈利能力修正	100/110.3	100/99	100/97
研发投入修正	100/110	100/90	100/99
修正后价值比率 PB	2.97	2.04	1.53
权重	20%	20%	60%
加权修正后价值比率 PB	1.90		
标的企业经营性归母净资产	293,200.4		
经营性资产价值(取整)	557,080.8		
非经营性资产、负债	-3,050.9		
溢余资产	-		
股东全部权益价值评估值(取整)	554,000.0		

(2) EV/EBITDA 价值比率计算表

EV/EBITDA 计算表			
项目	案例一	案例二	案例三
	桂林翔兆	肇庆太平洋	纷美包装
价值比率 EV(不含货币资金)/EBITDA	7.37	7.67	9.05
交易日期修正	100/88.5	100/87.4	100/92
交易情况修正	100/100	100/100	100/100
经营规模修正	100/95	100/95	100/101

偿债能力修正	100/98	100/96	100/99
运营能力修正	100/98	100/103	100/99
盈利能力修正	100/105	100/98	100/98
研发投入修正	100/110	100/100	100/99
实际所得税率修正	100/102.5	100/96.9	100/104
修正后价值比率 EV/EBITDA	6.42	8.20	9.85
权重	20%	20%	60%
加权修正后价值比率 EV/EBITDA	8.80		
标的企业 EBITDA	42,397.7		
全口径经营性企业价值（不含货币资金）	373,099.8		
加：非经营性资产、负债	-3,050.9		
加：货币资金	106,441.5		
减：付息债务	14,082.3		
减：少数股东权益	0.0		
评估值（取整）	462,400.0		

（3）标的公司股东全部权益价值的确定

上述指标P/B、EV/EBITDA代表了从不同角度对企业的财务状况、经营成果进行考察，为了完整、全面地考虑企业的具体情况，综合各种价值比率的优点，本次将两种价值指标的结论作为估值取值范围的上下限，得到在市场法-交易案例比较法下，标的公司股东全部权益价值的估值区间为462,400.00万元至554,000.00万元。

对于交易案例比较法，除标的自身前次交易案例外，选取的可比交易案例在经营业务领域为玻璃、金属包装，与标的企业经营范围有一定偏差，对比上市公司比较法的数据质量之准确性、完整性，交易案例比较法的结果适用性较弱。

十三、报告结论

（一）估值分析结果选取

我们本着独立、公正和客观的原则，在本报告所述之估值分析目的、估值分析假设与限制条件下，得到被估值单位股东全部权益于估值分析基准日的市场价值估值分析结果。

本次根据前述两者方法计算过程中：对于交易案例比较法，除标的自身前次交易案例外，选取的可比交易案例在经营业务领域为玻璃、金属包装，与标的企业经营范围

有一定偏差；而上市公司比较法选取的可比上市公司业务领域均包含了无菌包装生产，其中新巨丰与标的公司在业务经营范围相似度较高，因此估值人员从整体两种方法下数据质量的准确性、完整性角度上来考虑，上市公司比较法的结果更优。

综上所述，本次估值分析选择上市公司比较法作为最终估值分析结果。

（二）本次要约收购价格的公允性

基于上述估值分析，本报告采用上市公司比较法和交易案例比较法，对山东新巨丰科技包装股份有限公司收购纷美包装有限公司股权定价情况的公允性及合理性进行了分析。我们认为，山东新巨丰科技包装股份有限公司本次收购纷美包装有限公司股权的要约收购价公允、合理。

（三）报告结论有效期

结合本次估值分析目的、估值分析方法，参考评估准则，估值机构建议委托人对本次估值分析结果的使用自估值分析基准日 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 30 日之间。

（四）有关报告结论的其他说明

1. 估值分析工作在很大程度上依赖于委托人提供的关于估值分析对象的信息资料及被估值单位公开披露的资料，因此，估值分析工作是以委托人提供及被估值单位公开披露真实、完整和合法的权属证明、财务会计信息和技术参数等为前提，相关资料的真实性、完整性和合法性会对估值分析结果产生影响。估值人员已对估值分析对象进行了部分调查，收集财务会计信息和其他资料并进行分析整理，以此作为估值的依据，但不排除未知事项可能造成估值分析结果变动。

2. 本次交易完成后，委托人山东新巨丰科技包装股份有限公司将获取标的公司的控制权，而上市公司比较法中可比上市公司的股价均为市场散户的交易价格，可以理解为小股权交易价格，因此本次估值分析在上市公司比较法测算过程中考虑了控制权溢价因素。另本次交易案例涉及控股权交易与非控制权交易等不同因素，因此本次估值对可比案例的交易价格进行了分别的控股权溢价修正。其次，本次标的企业为香港

联交所的上市公司，而上市公司比较法选取的上市公司为深圳证券交易所的上市公司，因此，通过两个市场 2023 年 12 月的平均市盈率对不同市场差异进行调整。

3.使用本估值分析结果需特别注意本报告所述之“估值分析假设”。

十四、特别事项说明

估值分析报告使用人在使用本估值分析报告时，应关注以下特别事项对估值分析结果可能产生的影响，在依据本报告自行决策、实施经济行为给予充分考虑：

（一）重要的利用专家工作及相关报告情况

本估值分析报告部分内容参考北京市金杜律师事务所就本次交易出具的《关于山东新巨丰科技包装股份有限公司重大资产购买之法律意见书》、香港金杜律师事务所《香港尽调报告》、山东新巨丰科技包装股份有限公司为本次重大资产购买出具的《山东新巨丰科技包装股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》、容诚会计师事务所（特殊普通合伙）《准则差异鉴证报告》、Ogier 律师事务所出具的《开曼法律意见书》及《BVI 法律意见书》、Altenburger Ltd 出具的《瑞士尽调报告》、Eversheds Sutherland (Germany) Rechtsanwälte Steuerberater Solicitors Partnerschaft mbB 出具的《德国尽调报告》、Eversheds Sutherland Milan 出具的《意大利尽调报告》。

（二）其他需要说明的事项

1.本估值分析报告中，所有以万元为金额单位的表格或者文字表述，如存在总计数与各分项数值之和出现尾差，均为四舍五入原因造成。

2.本次估值分析引用的被估值单位财务数据摘自纷美包装有限公司应用国际财务报告准则(IFRS)公开披露的年报数据。由于当前大陆地区采用的会计准则逐步向 IFRS 趋同，本次估值分析在上市公司比较法和交易案例比较法估算过程中，未考虑会计准则差异对估值分析结果的影响。

3.被估值单位为香港联合证券交易所（以下简称香港联交所）的上市公司，委托人在估值分析基准日持有标的公司 28.22%股份，未取得标的公司的实际控制权，且委托人与标的企业均为包装材料行业企业，基于商业秘密和香港联交所信息披露规则要求，导致本次交易尽职调查受限。故估值人员未到现场对被估值单位进行尽职调查，主要通过查阅上市公司公开资料的方式进行，未对被估值单位所有资产、负债以及业务等

展开全面核查程序。我们不对上述资料的真实性发表任何意见、提供鉴证或任何形式的保证。同时，对估值分析对象法律权属确认或发表意见超出估值人员执业范围，本报告不对估值分析对象的法律权属提供任何保证。本次估值分析资料的真实性和准确性由委托人与被估值企业负责。就报告中所涉及的公开信息、估值分析信息、估值分析对象的经营数据和信息、财务报告和资料及其他重要资料，本报告不构成对其真实性、准确性、完整性、合法性、有效性或适当性的任何保证，提取报告使用者予以关注。

4. 本报告未对标的公司及其子公司、分支机构的业务、运营、财务状况进行全面分析，亦未对标的公司未来财务、业务或其他方面的发展前景发表任何意见。

5. 因被估值单位为香港联交所的上市公司，本次对采用上市公司比较法及交易案例比较法时对不同交易市场的差异通过市盈率来进行调整，提请报告使用者予以关注。

6. 根据被估值单位于 2024 年 1 月 16 日公告的《根据特别授权发行新股份及股东特别大会通告》、于 2024 年 3 月 15 日公告的《二零二四年三月十五日举行的股东特别大会以投票方式表决之结果》以及于 2024 年 3 月 28 日公告的《完成根据特别授权发行新股份》等系列公开信息披露，被估值单位于本次估值分析基准日后以每股认购股份 1.62 港元的认购价向中国蒙牛乳业有限公司之附属公司管理及控制的有限合伙企业发行了 70,498,000 股新股份，完成总值 114,206,760 港元的扩股增资。由于本次是在估值分析基准日时点对标的公司的股东全部权益价值进行估值分析，故未考虑该期后增资事项对基准日时点股权价值的影响，因此提请报告使用者注意并合理使用本次估值分析结果。

7. 根据被估值单位于 2024 年 1 月 29 日公告的《内幕消息一须予披露交易认购基金的有限合伙权益及视作出售国际业务及恢复买卖》，被估值单位于 2024 年 1 月 25 日由 GSH（Glorious Sea Holdings Limited，为纷美包装持有 90%A 类权益的基金的全资附属公司）、纷美包装、Greatview Holdings International Limited（被估值单位的全资附属公司，以下简称纷美国际）及丰景集团有限公司（纷美包装的全资附属公司）订立重组协议，对标的公司国际业务的架构进行重组调整，在相关业务重组交易完成后，GSH 持有纷美国际 51% 股权，纷美包装集团于纷美国际的权益由 100% 摊薄至 49%，但仍将从会计角度控制纷美国际，未来年度纷美国际的经营业绩、资产及负债将继续纳入纷美包装的综合财务报表范围。

截至本次估值分析报告出具日，相关国际业务重组事项已完成，该国际业务的架构调整事项可能对被估值单位未来境外业务的经营产生影响，但相关影响程度具备较大不确定性，且在本次估值采用的市场法中无法量化考虑，故本次估值未考虑被估值单位该业务架构调整之期后事项对估值的影响，因此提请报告使用者注意并合理使用本次估值分析结果。

8.本估值分析报告估值分析目的是为股权收购的定价决策提供公允性及合理性验证，并非是《中华人民共和国资产评估法》中定义的资产评估报告，亦未根据中国资产评估准则进行编写，特提请报告使用者关注。

9.本机构不对管理部门决议、及其他中介机构出具的文件等证据资料本身的合法性、完整性、真实性负责。

10.若存在可能影响估值的瑕疵事项、或有事项或其他事项，在委托时和现场尽调中未作特殊说明，而估值人员根据专业经验一般不能获悉及无法收集资料的情况下，估值机构及估值人员不承担相关责任。

上述特殊事项如对估值结果产生影响而咨询报告未调整的情况下，咨询结论将不成立且报告无效，不能直接使用本咨询结论。

以上特别事项可能对本估值分析结果产生影响，提请估值分析报告使用人使用本估值分析报告时予以充分关注，并恰当使用本估值分析报告。

此外，估值分析报告使用人亦不应当完全依赖本估值分析报告，而应对资产的权属状况、价值影响因素及相关内容作出自己的独立判断，并在经济行为中适当考虑。

十五、估值分析报告使用限制说明

本估值分析报告内容的解释权属本估值机构，估值分析报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者披露于公开媒体，需经本估值机构审阅相关内容后，并征得本估值机构书面同意，法律、法规规定以及相关当事人另有约定的除外。

十六、估值分析报告解释权

本估值分析报告意思表示解释权为出具报告的估值机构，除国家法律、法规有明确的特殊规定外，其他任何单位和部门均无权解释。

十七、报告日

本估值分析报告日为 2024 年 06 月 03 日。

(本页以下无正文)



(本页无正文)

估值机构：上海东洲资产评估有限公司



估值人员： 苏锐
苏锐

郭韵瑾
郭韵瑾

报告出具日期：2024 年 06 月 03 日

公司地址：200050 中国·上海市延安西路 889 号太平洋企业中心 19 楼
联系电话021-52402166（总机）021-62252086（传真）
网址 www.dongzhou.com.cn

估值分析报告 (附件)

项目名称 山东新巨丰科技包装股份有限公司因收购拟了解纷美包装有限公司
股东全部权益价值估值分析报告

报告编号 东洲咨报字【2024】第1110号

序号附件名称

1. 委托人营业执照
2. 上海东洲资产评估有限公司营业执照
3. 上海东洲资产评估有限公司从事证券业务资产评估许可证





营业执照

统一社会信用代码
91370000668063028M

扫描二维码登录“国家企业信用信息公示系统”了解更多登记、备案、许可、监管信息



名称 山东新巨丰科技包装股份有限公司
 类型 股份有限公司（外商投资、上市）（外资比例低于25%）
 法定代表人 袁训军
 经营范围 包装装潢印刷品印刷（有效期限以许可证为准）；（无菌）包装材料及其制品的生产、销售、研发；灌装机械的研发、生产、销售、安装及其技术服务；货物进出口业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

注册资本 人民币元 肆亿贰仟万元整
 成立日期 2007 年 10 月 18 日
 住所 新泰市小协镇开发区



2022 年 11 月 22 日



营业执照

(副本)

统一社会信用代码

91310120132263099C

证照编号: 2600000202306290436

扫描市场主体身份码了解更多登记、备案、许可、监管信息,体验更多应用服务。



名称 上海东洲资产评估有限公司

类型 有限责任公司(自然人投资或控股)

法定代表人 徐峰

经营范围

一般项目: 资产评估; 从事证券、期货相关评估业务; 信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务); 财务咨询; 企业管理咨询; 企业管理; 信息技术咨询服务; 技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广; 项目策划与公关服务; 咨询策划服务。(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)

注册资本 人民币1000.0000万元整

成立日期 1996年02月14日

住所 上海市奉贤区金海公路6055号11幢5层

登记机关

2023年06月29日

上海市财政局

沪财企备案〔2017〕7号

上海市财政局备案公告

按照《资产评估法》、《资产评估行业财政监督管理办法》（财政部令 第 86 号）和《财政部关于做好资产评估机构备案管理工作的通知》（财资〔2017〕26 号）的相关规定和要求，原取得资产评估资格证书的本市资产评估机构以及分支机构，第一批共 29 家，已经交回资产评估资格证书，且符合《资产评估法》第十五条规定条件，现依法进行备案公告。名单公告如下：

1. 上海东洲资产评估有限公司
2. 银信资产评估有限公司
3. 上海立信资产评估有限公司
4. 上海财瑞资产评估有限公司
5. 万隆（上海）资产评估有限公司

6. 上海申威资产评估有限公司
7. 上海众华资产评估有限公司
8. 上海达智资产评估有限公司
9. 上海科华资产评估有限公司
10. 上海天瑞资产评估有限公司
11. 上海新中创资产评估有限公司
12. 上海富申国有资产评估有限公司
13. 上海宏贤资产评估有限公司
14. 上海正大资产评估有限公司
15. 上海安亚申信资产评估有限公司
16. 上海新业资产评估有限公司
17. 上海琳方资产评估有限公司
18. 上海信达资产评估有限公司
19. 上海大宏资产评估有限公司
20. 上海宏立信资产评估有限公司
21. 上海弘鑫资产评估事务所
22. 上海美评资产评估有限公司
23. 上海至瑞资产评估有限公司
24. 上海国多资产评估事务所
25. 上海普泓资产评估有限公司
26. 上海诚银资产评估有限公司
27. 上海利沁资产评估有限公司

28. 上海朗路资产评估有限公司

29. 上海百泰智盛资产评估有限公司

以上 29 家机构的股东基本情况，申报的资产评估专业人员基本情况等备案相关信息可通过中国资产评估协会官方网站进行查询。

特此公告。

上

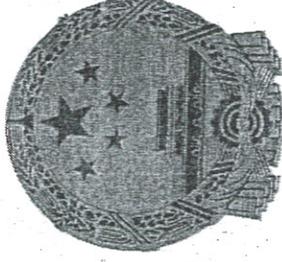


信息公开属性：主动公开

抄送：财政部资产管理司，上海市资产评估协会。

上海市财政局办公室

2017年12月5日印发



证券期货相关业务评估资格证书

经财政部、中国证券监督管理委员会审查，批准

上海东洲资产评估有限公司

从事证券、期货相关评估业务。

批准文号：财企[2009]38号 证书编号：0210049005

序列号：000068

发证时间：



二〇〇九年三月