

中国国际金融股份有限公司

关于

深圳证券交易所

《关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司的重组问询函》

的核查意见

独立财务顾问



二〇二四年六月

## 深圳证券交易所：

根据贵所出具的《关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司的重组问询函》（创业板并购重组问询函〔2024〕第 4 号）（以下简称“问询函”）的相关要求，中国国际金融股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为本次重大资产重组的独立财务顾问，对有关事项进行了认真分析与核查，现就核查情况回复如下：

如无特别说明外，本核查意见中的词语或简称与《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）》（以下简称“重组报告书（草案）”）中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。

在本核查意见中，若合计数与各分项数值相加之和在尾数上存在差异，均为四舍五入所致。

本核查意见的字体：

问询函所列问题	<b>黑体</b>
对问询函问题的回复	宋体
对重组报告书（草案）等文件的修订、补充	<b>楷体（加粗）</b>

## 目 录

一、关于交易方案 .....	4
问题 1.....	4
二、关于方案审批程序 .....	17
问题 2.....	17
三、关于要约收购价格和估值 .....	22
问题 3.....	22
四、关于资金来源 .....	41
问题 4.....	41
五、关于尽职调查及信息披露 .....	51
问题 5.....	51
六、关于标的资产 .....	59
问题 6.....	59

## 一、关于交易方案

### 问题 1

你公司于 2023 年通过协议转让方式收购纷美包装有限公司（以下简称“标的公司”或“纷美包装”）377,132,584 股已发行普通股，成为标的公司第一大股东，但未对标的公司形成控制。本次交易中，你公司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，最高潜在交易对价为 272,949.05 万港元。本次交易完成后，你公司有望成为标的公司控股股东。纷美包装于 2024 年 5 月 27 日披露公告表示“本公司执行董事认为，要约不符合本公司的最佳利益，应予以拒绝”。请你公司：

（1）说明本次交易实施的目的，是否有利于你公司增强持续经营能力和协同效应。

（2）标的公司执行董事对本次收购事项的不同意见可能对本次收购的影响，并说明解决方式；同时，请说明你公司拟与标的公司治理层、管理层进一步加强沟通协作的相关措施。

（3）结合标的公司上市所在地证券监管规则及公司章程中有关股东大会和董事会权限规定情况，特别是反收购安排，说明本次交易完成后你公司是否能够对标的公司形成控制。

（4）说明本次交易完成后，你对标的公司业务整合的具体安排及措施，在纷美包装执行董事持不同意见的背景下，如何保证本次收购达到预期效果。

请独立财务顾问核查并发表意见。

回复：

（一）请你公司说明本次交易实施的目的，是否有利于你公司增强持续经营能力和协同效应

1、本次交易是对于前次纷美包装战略投资的延伸，有助于进一步落实协同效应

2023 年在上市公司收购标的公司 377,132,584 股的交易（以下简称“前次

交易”)中，上市公司于 2023 年 6 月 16 日在《关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司的重组问询函》问题 3 的回复中披露如下：“在符合相关法律法规、监管政策要求的前提下，自本次交易完成之日起 60 个月内，上市公司承诺不转让本次交易取得的纷美包装股份（包括由该等股份派生的股份）。在符合相关法律法规、各项监管要求和完成经营者集中申报等相应审批的前提下，如需为进一步提升协同效应的可实现性和效果，上市公司将计划通过进一步增持标的公司股权，提升对标的公司的影响力，增强对标的公司的控制权，保障后续协同的落实，以保证投资者权益”。

前次交易完成后，由于上市公司两次董事提名未获得标的公司股东大会通过，未能按照预期安排参与到标的公司的经营管理中，预期的相关业务协同落实情况受到一定影响。本次交易是对于前次纷美包装战略投资的延伸，有助于进一步增强对标的公司的控制，进一步落实协同效应。

## **2、战略控股行业内优质资产，对提升国内包装企业的竞争力，维护供应链自主可控和安全，打造无菌包装民族品牌有一定积极意义**

无菌包装行业属于高度集中的市场化行业，尽管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，但在国内无菌包装市场中，国际无菌包装巨头依靠其先发优势和规模优势，仍然处于行业主导地位，2023 年前两大国际无菌包装巨头利乐公司与 SIG 集团在中国市场的无菌包装销售金额占中国无菌包装市场销售金额的比例约为 66.1%。与国际无菌包装巨头相比，中国本土无菌包装企业起步较晚，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。国内无菌包装行业外资主导的行业现状，使得下游乳制品企业、果汁等非碳酸饮料企业对国际包装产品高度依赖，对食品安全、供应稳定带来一定不确定性。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。目前上市公司已成为标的公司第一大股东，通过进一步增持标的公司，新巨丰与标的公司将开展更加深入的业务合作。新巨丰和标的公司将在产品与技术等方面形成合力，对提升国内包装企业的竞争力，维护供应链自主可控和安全，实现国产无菌包装产品的市场份额提升，打造无菌包装民族品牌有一定积极意义。

## **3、本次收购能够助力上市公司进一步完善产品种类和市场布局，加强与**

## 标的公司的业务协同

上市公司目前主要产品为辊型无菌包装，建立了“枕包”、“砖包”、“钻石包”、“金属包”的多元化产品体系，其中“枕包”为公司的主要产品。标的公司的包装产品除“枕包”外，“砖包”、“钻石包”、“金属包”的产品规格和类型较上市公司更为丰富。同时，上市公司目前尚未涉及标的公司从事的灌装机、配件、技术服务等包装及灌装解决方案业务。标的公司亦与上市公司客户覆盖有所差异，在国外市场有一定布局，有助于扩大中国无菌包装品牌在国际市场的影响力。本次交易前，上市公司已成为标的公司的第一大股东，通过进一步取得标的公司控股权，上市公司将提高对标的公司的控制力，加强与标的公司的业务协同，实现两家公司优势资源、技术、业务等方面的全面整合。双方有望在产品设计、研发领域、销售市场等开展更为深入的合作交流，对上市公司进一步实现完善产品种类和市场布局、扩大经营规模、提升核心竞争力有一定积极作用。

### **4、本次收购有助于进一步提升上市公司的盈利能力和持续经营能力，实现上市公司与股东的双赢局面**

本次交易完成后，上市公司将成为标的公司控股股东，标的公司财务数据将纳入上市公司合并报表范围。结合标的公司历史财务数据，取得标的公司控股权能够进一步有效提升上市公司的持续盈利能力和资产质量，有助于实现上市公司股东利益最大化，充分保障公司及中小股东的利益。

综上所述，前次交易完成后，由于上市公司董事提名未获得标的公司股东大会通过，未能按照预期安排参与到标的公司的经营管理中，预期的相关业务协同落实情况受到一定影响。本次交易是对于前次纷美包装战略投资的延伸，有助于提升国内包装企业竞争力，维护供应链自主可控和安全，打造无菌包装民族品牌，有助于进一步增强对标的公司的控制，进一步落实协同效应，提升上市公司盈利能力和持续经营能力，维护全体股东利益。

(二) 标的公司执行董事对本次收购事项的不同意见可能对本次收购的影响，并说明解决方式；同时，请说明你公司拟与标的公司治理层、管理层进一步加强沟通协作的相关措施

1、标的公司执行董事对本次收购事项的不同意见可能对本次收购的影响，及解决方式

根据标的公司 2024 年 3 月 28 日公告，标的公司股权架构如下：

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	景丰控股	377,132,584	26.80
2	福星发展有限公司	129,000,000	9.17
3	Phanron Holdings Limited	78,141,966	5.55
4	Xue Yu Investment Ltd.	70,498,000	5.01
5	金图投资有限公司	4,500,000	0.32
6	其他公众股东	747,856,450	53.15
合计		<b>1,407,129,000</b>	<b>100.00</b>

注 1：福星发展有限公司为标的公司首席执行官毕桦先生创立信托全资拥有。Phanron Holdings Limited 为标的公司非执行董事洪钢先生全资拥有。金图投资有限公司为标的公司执行董事常福泉先生全资拥有。根据标的公司 2023 年年度报告，截至 2023 年 12 月 31 日，除上述三位外，标的公司董事及主要行政人员不存在其他持有标的公司股份的情形。

注 2：Xue Yu Investment Ltd. 为一家于英属维京群岛注册成立的有限公司，为中国蒙牛（2319.HK）控制的附属公司。

纷美包装于 2024 年 5 月 27 日披露公告表示：“要约人及本公司为竞争对手。本公司执行董事认为，要约不符合本公司的最佳利益，应予以拒绝，并认为作出要约（要约的条件要求很高，因此未必会作出）的动机旨在制约及限制本公司于要约期间的行为，而要约有效期可由要约人酌情决定持续至条件最后截止日期二零二五年五月六日或要约人可能厘定的较后日期（如适用，须待执行人员同意）。”此外，前述公告还披露成立独立董事委员会，以就要约向纷美包装股东（要约人及要约一致行动人士除外）（“独立股东”）提供推荐建议，并就要约条款是否公平合理及要约接纳或投票向独立股东提供意见，并将委任独立财务顾问，以就要约价向独立董事委员会提供意见。标的公司另已委任财务顾问就要约向董事会提供意见。

标的公司执行董事为毕桦先生和常福泉先生，在标的公司的持股比例分别

为 9.17%和 0.32%，合计持股比例为 9.49%。本次要约的生效条件之一为要约人及其一致行动人通过本次要约持有标的公司 50%以上投票权，且该条生效条件无法由要约人豁免。若本次交易中，要约人及其一致行动人未能在要约截止日期之前获得足够的股份以满足前述的生效条件，则要约将失效，上市公司亦将无法通过本次要约收购任何标的公司股份。基于标的公司最新披露的股权结构，除要约人已持有股份外，本次要约仍须获得至少 23.20%股份接纳方可生效。即使标的公司上述执行董事拒绝接纳要约，标的公司仍有 63.71%的股份可供接纳，能够覆盖要约生效需获得接纳的股份比例。

根据《收购守则》一般原则的规定，受要约公司的董事在向有关股东提供意见时，在任何时候都必须只能以其董事的身分行事，而不得顾及私人或家族的持股量或其与有关公司之间的私人关系。该等董事在向股东提供意见时，只应考虑股东的整体利益。根据《收购守则》规则 8 的规定，受要约公司董事局通告必须包括受要约公司的董事局或其独立委员会对该项要约的意见，及其财务顾问就该项要约是否公平及合理向其提供的书面意见，包括支持该等意见的理由。根据《收购守则》规则 2 的规定，公司董事局的独立委员会的成员应由该公司的所有非执行董事组成。根据标的公司于 2024 年 5 月 27 日的公告，标的公司已成立独立董事委员会，由非执行董事洪钢先生及全体独立非执行董事组成，并将委任独立财务顾问，以就要约价向独立董事委员会提供意见，标的公司另已委任财务顾问就要约向董事会提供意见。

在本次要约先决条件达成后，标的公司全体股东具有同等的接纳要约的权力，其他股东亦将独立做出是否接纳要约的判断。

综上所述，标的公司执行董事对本次收购事项的不同意见对本次收购的影响较为有限。

本次交易 3.5 公告发布后，要约人财务顾问协助上市公司在符合《收购守则》相关合规要求的前提下适当开展股东沟通。本次交易先决条件达成后亦将进一步积极展开股东沟通，争取股东的相关支持和接纳要约。

## **2、上市公司拟与标的公司治理层、管理层进一步加强沟通协作的相关措施**

标的公司系 2010 年于香港联交所主板上市的公众公司，作为香港上市公司，其信息披露和企业管治需符合香港上市规则等相关法规要求，履行相应的信息披露义务。根据香港上市规则，香港上市公司的董事须履行诚信责任及应有技能、谨慎和勤勉形式的责任，在履行其董事职务时，必须诚实及善意地以公司的整体利益为前提行事。

本次交易完成后，上市公司作为标的公司的控股股东，亦将充分尊重和认可标的公司治理层、管理层的能力和經驗，遵守香港联交所的上市规则与有效的内部控制措施，正常行使股东权益，避免损害标的公司全体股东利益。在可行范围内，上市公司希望与标的公司在客观分析双方管理体系差异、尊重标的公司企业文化、符合两地资本市场监管要求的基础上，完善内部资源的优化配置，实现优势互补。上市公司拟与标的公司治理层、管理层进一步加强沟通协作的相关措施具体如下：

在纷美包装公司治理层面，一方面，本次交易完成后，对于需经标的公司股东大会同意方可实施的事项，上市公司将基于有利于标的公司发展与全体股东利益最大化的原则正常履行作为股东的投票权；另一方面，交易完成后，上市公司将积极与标的公司现有董事会、其他股东及管理层商议战略合作和董事会席位安排，上市公司提名的董事获得委任后，该等董事将遵循监管要求，履行勤勉尽责义务，正常行使表决权，参与相关决策，在日常经营、组织架构、人员安排、公司治理、战略发展等方面提供建议。

在纷美包装日常经营层面，一方面，本次交易完成后，上市公司持续遵守香港联交所的上市规则与有效的内部控制措施，充分尊重标的公司管理层和运营团队的能力和經驗，保持标的公司经营团队的相对独立性；另一方面，上市公司将协同标的公司管理层，从股东共同利益出发，在促进双方业务协同发展的基础上，充分发挥标的公司和上市公司在无菌包装业务领域的比较优势，在产品策略、技术研发、市场布局、生产采购等方面与标的公司探讨业务协作和管理，进一步增强双方的持续经营能力，提升中国无菌包装产业的综合竞争力。从长期协同来看，双方有望在产品的设计、技术研发、市场布局、运营管理等方 面实现互利共赢，共同为股东和客户创造更大价值。

在大客户关系维护层面，一方面，上市公司将遵守香港联交所的上市规则

与有效的内部控制措施，尊重标的公司与其大客户之间签署的现有合作协议或合约安排，不会对标的公司与其大客户之间的合作方式、内容、交易惯例以及未来业务合作事宜做出不利干预。另一方面，无菌包装行业中，同一客户同时与多个无菌包装供应商合作的情况较为常见，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，也同时服务了多家客户。新巨丰与下游知名液态奶和非碳酸饮料生产商建立长期良好的关系，已为伊利、新希望、夏进乳业、三元食品、越秀辉山、欧亚乳业、庄园牧场等国内知名液奶生产商和王老吉、椰树、加多宝、维维集团等知名非碳酸软饮料生产商提供高品质的无菌包装，具备维护大客户关系的丰富经验和全面的客户服务方案。新巨丰亦持续多年为蒙牛控股子公司妙可蓝多提供无菌包装产品，对于服务蒙牛集团体系内公司具有一定的经验。本次交易完成后，新巨丰愿意积极与标的公司交流合作，发挥各自优势，探讨为标的公司客户提供更优质、更多元、更具性价比的产品和更一体化的服务，保障包装产品供应，加快包装产品技术创新，提升包装产业链数字化水平，维护全体客户的利益，为标的公司全体股东创造价值。

### **（三）结合标的公司上市所在地证券监管规则及公司章程中有关股东大会和董事会权限规定情况，特别是反收购安排，说明本次交易完成后你公司是否能够对标的公司形成控制**

本次交易完成后，上市公司将成为标的公司控股股东，能够在股东大会及董事会层面对标的公司形成控制。具体分析如下：

#### **1、上市公司将持有标的公司 50%以上股权，可以控制标的公司**

根据香港上市规则第一章，控股股东指任何有权在发行人的股东大会上行使或控制行使 30%（或《收购守则》不时规定会触发强制性公开要约所需的其他百分比）或 30%以上投票权的人士（包括预托证券持有人）或一组人士（包括任何预托证券持有人），或有能力控制组成发行人董事会的大部分成员的任何一名或一组人士。本次交易完成后，上市公司将成为标的公司的控股股东，持有标的公司 50%以上股权。

根据标的公司章程和《开曼法律意见书》，除另有规定外，需要股东批准的

事项可通过普通决议（由简单多数投票同意的决议）的方式批准，特别决议事项需由不少于四分之三多数表决通过。委任董事、委任核数师等一般事项均属于普通决议事项。根据标的公司章程和《开曼法律意见书》，少量特别决议事项包括：①以法律允许的任何方式减少公司的股本或资本赎回储备或其他不可分配的储备；②除非发行该类股票的条款另有规定，经持有该类别已发行股票面值的四分之三的股东书面同意，或经该类别股票股东单独召开的股东大会通过的特别决议批准，更改、修订或废除附于任何股份或任何类别股份的所有或任何特别权利；③通过向法院申请解散公司或自愿解散公司；④授权清算人以实物在股东中分配公司的全部或任何部分资产；⑤撤销、修改或修订现行章程并另立新条；⑥修改公司组织章程大纲的条款；⑦变更公司名称以及⑧公司合并。因此，本次交易完成后，作为持有标的公司 50%以上股权的股东，上市公司可以控制标的公司涉及股东大会决策的事项（特别决议事项除外）。

## **2、上市公司能够通过投票表决获得标的公司董事会控制权**

根据香港上市规则，发行人必须允许持有发行人少数权益的股东召开股东特别大会及在会议议程中加入议案。在一股一票的基准下，为召开会议所必须取得的最低股东支持比例不得高于发行人股本所附带投票权的 10%。根据纷美包装公司章程，任何持有纷美包装不少于 10%的附带投票权的已缴足资本的股东，有权在任何时间要求标的公司召开股东特别大会及要求该股东特别大会就该股东提名的董事候选人委任为标的公司的董事一事作出决议。该候选人是否可以成功获选需要获得标的公司股东特别大会上过半数以上票数同意。因此，上市公司可以通过标的公司股东特别大会的普通决议案（即简单多数投票同意的决议）投票赞成委任其提名的候选人作为标的公司的新董事。

鉴于本次交易成功完成的条件包括要约人及要约一致行动人士取得标的公司合共 50% 以上投票权，本次交易完成后，上市公司将成为标的公司控股股东，持有标的公司 50%以上的股份，可以通过提请召开股东大会投票表决的方式提名过半数董事进入标的公司董事会，获得标的公司董事会的控制权；针对需董事会决策的事项，上市公司可以通过控制标的公司董事会参与相关决策。

根据香港上市规则 3.08，“董事会须共同负责管理与经营业务”；根据标的公司章程，“本公司的业务须由董事会管理及经营，董事会可支付本公司成立及

注册所招致的所有开支，还可行使法规或本章程细则没有规定须由本公司在大会上行使的本公司一切权力（不论是关于本公司的业务管理或其他方面），但须受法规及本章程细则的条文，及须受本公司可能在大会上订明并且与该等条文没有抵触的该等规例所规限。”因此，通过控制标的公司董事会，上市公司可以参与标的公司日常业务的管理和经营。

### **3、反收购安排在要约期间内受到严格限制，也不会对交易完成后取得控制权构成实质障碍**

根据香港上市规则，香港上市公司的董事须履行诚信责任及应有技能、谨慎和勤勉形式的责任，在履行其董事职务时，必须诚实及善意地以公司的整体利益为前提行事。上市公司拟积极与香港证监会、联交所沟通，并协同其他股东与标的公司董事会开展沟通，敦促标的公司董事会积极履行相关责任，维护全体股东的利益。

本核查意见中的“反收购安排”指阻挠本次要约收购的相关安排或行为。《收购守则》对于要约人和受要约公司的行为作出了较为细致的规定和约束，尤其是对于受要约公司在要约期间可能的阻挠行动进行了定义和限制。

根据《收购守则》规则 4 的规定，“受要约公司的董事局一经接获真正的要约，或当受要约公司的董事局有理由相信可能即将收到真正的要约时，在未获得受要约公司股东在股东大会批准前，受要约公司的董事局在该公司事务上，不得采取任何行动，其效果足以阻挠该项要约或剥夺受要约公司股东判断该项要约利弊的机会。特别是受要约公司的董事局如果未取得该等批准，不得作出或协议作出上述阻挠行动，有关例子包括以下各项：(a)发行股份；(b)就该受要约公司股份增设、发行或授予或批准就该公司股份增设、发行或授予任何可转换证券、期权或认股权证；(c)出售、处置或取得重大价值的资产；(d)在日常业务过程以外订立合约，包括服务合约；或(e)促使该受要约公司或其任何附属公司或联系公司回购、购买或赎回该受要约公司的任何股份或为任何该等回购、购买或赎回提供财政协助。”基于上述规则，董事会对要约的阻挠行动需经过标的公司股东大会的审议方可执行。因此，本次交易在要约收购期间受到《收购守则》针对阻挠行为规定的保护。

在要约完成后，鉴于上市公司将持有标的公司 50%以上的股份，能够通过投票表决获得标的公司董事会控制权，能够通过股东大会对标的公司形成有效控制，因此，对于交易完成后上市公司对标的公司的控制权，标的公司反收购安排也不会构成实质阻碍。

**（四）本次交易完成后，你对标的公司业务整合的具体安排及措施，在纷美包装执行董事持不同意见的背景下，如何保证本次收购达到预期效果**

**1、请说明本次交易完成后，上市公司对标的公司业务整合的具体安排及措施**

上市公司与标的公司同属于无菌包装行业的领先企业，双方之间具有良好的实现协同效应的基础。本次交易完成后，上市公司将成为标的公司控股股东，将基于有利于标的公司发展与全体股东利益最大化的原则，与标的公司管理层开展良好协商，商议战略合作和董事会席位安排，将标的公司的行业经验、渠道资源和专业能力等统一纳入公司的战略发展规划当中，使上市公司与标的公司形成优势和资源互补，实现业务协同发展，最大程度提高本次交易的整合效果，为上市公司及标的公司双方股东创造价值。业务整合的具体计划如下：

**（1）优化产品策略**

上市公司和标的公司在包装产品规格和类型上各有侧重，标的公司从事的灌装机、配件、技术服务等包装及灌装解决方案业务上市公司目前尚未涉及。通过本次交易，双方企业在产品类型上有望实现优势互补，基于产品设计、研发领域的合作交流，探讨共同打造更具差异化和竞争力的包装产品，为客户提供一体化的产品和服务解决方案，增强客户服务水平。

**（2）提高技术研发水平**

上市公司和标的公司均拥有先进的生产工艺和设备技术。本次交易完成后，双方有望在生产技术、数字化运营、质量管控等领域开展交流合作，相互借鉴先进经验和技術，提升精细化管理和智能化生产水平，亦可联手与全球先进供应商合作创新，有望开发更优质、可持续的包装材料和灌装机，推动行业变革与创新，加快国产替代进程。

**（3）提升客户服务水平**

通过本次交易，双方在客户分布上将实现有效互补，交流客户开发经验和  
服务经验，探讨深度服务方案，双方可联手共同提高现有客户的渗透率，提升  
国内市场占有率，提高国内包装企业的竞争力，上市公司亦可与标的公司探讨  
扩大中国无菌包装品牌在国际市场的影响力。

#### **(4) 提升运营管理效率**

上市公司重视团队的稳定性及员工积极性，将保持标的公司现有管理团队  
的基本稳定以保持标的公司管理和业务的连贯性，同时给予经营方面的自主权，  
充分发挥经营团队的正常业务能力和行业经验，保证业务整合期的平稳运营。  
本次交易完成后，双方可探讨在原辅料、设备产线、物流等方面形成规模效应，  
进一步降低成本，提高双方企业的经营效率，提升持续盈利能力和资产质量，  
实现股东利益最大化，充分保障两个公司及中小股东的利益。

## **2、在纷美包装执行董事持不同意见的背景下，如何保证本次收购达到预 期效果**

### **(1) 标的公司系香港上市的公众公司，受香港上市规则的约束**

标的公司系 2010 年于香港联交所主板上市的公众公司，作为香港上市公司，  
其信息披露和企业管治需符合香港上市规则等相关法规要求，履行相应的信息  
披露义务。根据香港上市规则第 2.13 条，香港上市公司的文件所载资料在各重  
要方面均须准确完备，且没有误导或欺诈成份。根据标的公司历史期间年报、  
《香港尽调报告》，自 2021 年 1 月 1 日起至 2023 年度报告的出具之日，标的公  
司及其集团的业务及营运方面，标的公司并无知悉任何对其业务及营运产生重  
大影响的不合规情况，且已遵守上市规则附录 14 的《企业管治守则》。标的公  
司的综合财务报表已经会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见。作为香  
港上市的公众公司，标的公司需合法经营，并根据相关法律法规履行信息披露  
义务。此外，根据香港上市规则，香港上市公司的董事须履行诚信责任及应有  
技能、谨慎和勤勉形式的责任，在履行其董事职务时，必须诚实及善意地以公  
司的整体利益为前提行事。

### **(2) 在保障标的公司及其股东利益角度，上市公司作为股东和标的公司 董事会/执行董事的初衷原则上一致**

根据标的公司 2024 年 1 月 29 日公告披露“特别是近期本公司单一最大及主要股东变更为一与本集团竞争的中国竞争对手，董事会及管理层可能出现变动及对本集团前景可能会产生影响。某些客户已向本公司表示，彼等可能会停止与本公司进行贸易”，标的公司公告中提到的董事担忧之一在于上市公司对于标的公司的战略入股和进一步收购可能会令标的公司与自身客户的业务关系紧张、存在潜在的重要客户流失风险。从保障标的公司及其股东利益角度出发，维护良好的客户关系、保障标的公司的业务稳定性也是上市公司作为股东关心和努力争取的方向，与标的公司董事会/执行董事的初衷原则上是一致的。

根据标的公司年度报告，标的公司主要下游客户包括蒙牛及国内外知名液奶与非碳酸饮料企业，2022-2023 年度，标的公司来自前五大客户的收入占总收入的比例分别为 55.8%和 48.7%，收入占比相对稳定。标的公司第一大客户 2022 年度和 2023 年度的收入金额分别为 119,566.5 万元和 106,618.1 万元，标的公司 2023 年对第一大客户的销售金额未出现重大不利变化，并未出现标的公司第一大客户因上市公司入股而与标的公司终止合作的情况。2023 年度标的公司亦实现了较好的业绩增长，2022 年和 2023 年度年内溢利分别为 18,239.7 万元和 24,421.4 万元，2023 年度较 2022 年度提升 33.9%。此外，根据标的公司年度报告，其于 2023 年 11 月被中国蒙牛授予“最佳合作伙伴奖”，且 2024 年 3 月标的公司进一步以 1.62 港元/股的价格向重要客户蒙牛的附属公司发行 5.01%新股募集资金，根据标的公司 2023 年 11 月公告，“拟将认购事项的所得款项净额用于采购设备及扩建本公司生产设施，以提高本公司产能...董事会认为，认购事项乃实施扩展计划的良机...董事认为认购协议之条款（包括但不限于认购价）乃按一般商业条款订立，属公平合理，故认购事项符合本公司及股东之整体利益”，标的公司与蒙牛的合作关系进一步加深。综上所述，在上市公司成为标的公司第一大股东后，标的公司的大客户关系并没有出现重大不利变化。

### **(3) 本次交易完成后，上市公司可以增强对标的公司的控制权，加强与标的公司的业务协同**

本次交易完成后，上市公司将充分尊重和认可标的公司管理层和运营团队的能力和經驗，遵守香港联交所的上市规则与有效的内部控制措施。在可行范围内，上市公司希望与标的公司在客观分析双方管理体系差异、尊重标的公司

企业文化、符合两地资本市场监管要求的基础上，完善内部资源的优化配置，实现优势互补。从长期业务发展上看，通过本次交易，上市公司与标的公司有望探讨业务合作，如能达成深入合作，上市公司和标的公司将形成合力，对提升国内无菌包装企业的竞争力，打造无菌包装民族品牌有一定积极意义。

本次交易完成后，上市公司将成为标的公司的控股股东，持有标的公司50%以上的股份，可以通过投票表决重组标的公司董事会，从股东大会、董事会等层面综合提升对标的公司的影响力，加强与标的公司的业务协同，以保证投资者权益。在纷美包装重大决策、日常经营、与大客户关系维护等方面的协同安排具体可参见本题之“（二）”之“2、上市公司拟与标的公司治理层、管理层进一步加强沟通协作的相关措施”的回复。

上市公司也关注到标的公司于2024年5月27日公告披露“本公司执行董事认为，要约不符合本公司的最佳利益，应予以拒绝”等内容。上述情形可能会导致上市公司与标的公司相关协同整合不能达到预期效果，或者标的公司经营业绩下滑，从而对上市公司的经营业绩和股东利益产生不利影响等风险。上市公司已分别在重组报告书中对“协同整合不达预期对上市公司业绩和股东利益造成负面影响的风险”、“客户集中度较高的风险”、“核心人员流失的风险”等相关风险进行了充分提示，具体参见重组报告书“重大风险提示”及“第十一节风险因素”之“一、与本次交易相关的风险”及“二、标的公司业务与经营风险”。

综上所述，收购完成后上市公司将通过在股东大会和董事会层面进一步提升的影响力，推进后续协同合作的相关安排，在纷美包装重大决策、日常经营、与大客户关系维护等方面从纷美包装股东利益最大化出发，与纷美包装董事会友好交流，保障股东权益。

#### **（五）独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司已经补充说明本次交易实施目的，本次交易有利于加强与标的公司的业务协同，提升上市公司持续经营能力；

2、基于标的公司最新披露的股权结构，即使标的公司执行董事拒绝接纳要

约，标的公司可供接纳的股份比例仍能够覆盖要约生效需获得接纳的股份比例，标的公司执行董事对本次收购事项的不同意见对本次收购的影响较为有限。上市公司已经补充说明本次收购完成后拟进一步加强沟通协作的相关措施；

3、《收购守则》对于要约期内受要约公司的行为作出了较为细致的规定和约束；本次交易完成后，上市公司将持有标的公司 50%以上的股份，能够通过股东大会对标的公司形成有效控制，能够通过投票表决获得标的公司董事会控制权；

4、上市公司已经制定本次交易完成后对标的公司业务整合的具体安排及措施。上市公司拟积极与标的公司开展沟通，并通过在股东大会和董事会层面进一步提升的影响力，推进后续协同合作的相关安排，推动本次收购达到预期效果。

## 二、关于方案审批程序

### 问题 2

报告书显示，本次交易尚需取得境外投资审批或备案流程且无其他主管机关（如涉及）对本次交易提出禁止、反对或进一步审查的迹象；尚需取得发展和改革委员会相关主管部门的备案、商务主管部门的备案、完成外汇登记程序以及通过国家反垄断执法机构关于经营者集中的审查批准。请你公司：

（1）逐项说明上述审批、备案程序的具体要求及进展情况。

（2）结合标的公司上市所在地证券监管规则有关再次要约收购时间间隔规定，说明你公司如在本次收购不达预期情况下后续增减持标的公司股份的计划。

请独立财务顾问核查并发表意见。请律师对问题（1）进行核查并发表意见。

回复：

（一）上述审批、备案程序的具体要求及进展情况

1、上述审批、备案程序的具体要求

## （1）发展和改革委员会的备案

根据《企业境外投资管理办法》（中华人民共和国国家发展和改革委员会令 第 11 号，以下简称《企业境外投资管理办法》）的相关规定，投资主体开展境外投资，应当履行境外投资项目的核准或备案等手续，其中：

（a）实行核准管理的范围是投资主体直接或通过其控制的境外企业开展的敏感类项目，包括涉及敏感国家和地区的项目、涉及敏感行业的项目。

《企业境外投资管理办法》规定的境外投资敏感国家和地区包括：1）与我国未建交的国家地区；2）发生战争、内乱的国家地区；3）根据我国缔结或参加的国际条约、协定等，需要限制企业对其投资的国家地区；4）其他敏感国家和地区。

《国家发展改革委关于发布境外投资敏感行业目录（2018 年版）的通知》（发改外资[2018]251 号）规定的境外投资敏感行业包括：1）武器装备的研制生产维修；2）跨境水资源开发利用；3）新闻传媒；4）根据《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》（国办发[2017]74 号），需要限制企业境外投资的行业，包括：房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部、在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。

（b）实行备案管理的范围是投资主体直接开展的非敏感类项目，也即涉及投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保的非敏感类项目。

本次交易的标的公司为香港联交所上市公司，标公司的主营业务为无菌包装的研发、生产与销售，属于包装材料行业，不涉及发展和改革委员会规定的境外投资敏感地区或敏感行业，本次交易不属于需经核准的境外投资敏感类项目，属于实行备案管理的项目。

## （2）商务主管部门的备案

根据《境外投资管理办法（2014）》（中华人民共和国商务部令 2014 年第 3 号，以下简称《境外投资管理办法》），商务部和省级商务主管部门按照企业境外投资的不同情形，分别实行备案和核准管理，企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理；企业其他情形的境外投资，实行备案管理。

其中：

(a) 实行核准管理的国家是指与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家，必要时，商务部可另行公布其他实行核准管理的国家和地区的名称，实行核准管理的行业是指涉及出口中华人民共和国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的行业；

(b) 除核准管理的项目外，其他境外投资项目实行备案管理。

本次交易的标的公司为香港联交所上市公司，标的公司主营业务为无菌包装的研发、生产与销售，属于包装材料行业，不涉及商务部规定的敏感地区或敏感行业，本次交易涉及的境外投资事项属于实行备案管理的项目。

### (3) 外汇登记程序

根据《外汇管理条例（2008 修订）》（中华人民共和国国务院令 第 532 号，以下简称《外汇管理条例》），境内机构向境外直接投资，应当按照国务院外汇管理部门的规定办理登记，国家规定需要事先经有关主管部门批准或者备案的，应当在外汇登记前办理批准或者备案手续。

根据《国家外汇管理局关于发布〈境内机构境外直接投资外汇管理规定〉的通知》（汇发[2009]30 号）、《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发[2015]13 号），国家外汇管理局及其分支机构（以下简称外汇局）对境内机构境外直接投资的外汇收支、外汇登记实施监督管理，银行及其分支机构在所在地外汇局的指导下开展直接投资外汇登记等相关业务，并在权限范围内履行审核、统计监测和报备责任，相关市场主体获得境外直接投资主管部门核准后，持相关材料自行选择注册地银行办理直接投资外汇登记，完成直接投资外汇登记后，方可办理后续直接投资相关账户开立、资金汇兑等业务（含利润、红利汇出或汇回）。

### (4) 国家反垄断执法机构关于经营者集中的审查批准

根据《反垄断法》《国务院关于经营者集中申报标准的规定（2024 修订）》（中华人民共和国国务院令 第 773 号，以下简称《经营者集中申报标准》），经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权，经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的

不得实施集中：a.参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 120 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币；b.参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 40 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币。

本次交易标的公司所有已发行股份（要约人及其一致行动人持有的纷美包装股份除外），若本次交易成功，则新巨丰将取得标的公司的控制权，本次交易需履行经营者集中申报程序。

## **2、上述审批、备案程序的进展情况**

本次交易中，上市公司下属子公司已经履行的中国企业境内对外投资程序如下：

根据公司的说明及公司提供的相关申报材料，截至本核查意见出具日，已分别向发改委和商务主管部门提交了本次交易涉及的相关对外投资备案申请文件，前述备案申请尚在审核过程中。

根据公司的说明，公司下属子公司将在取得发改委及商务主管部门的对外直接投资备案文件后，通过外汇业务银行办理本次交易涉及的境外直接投资外汇登记手续。

根据公司的说明及提供的相关经营者集中申报的材料，截至本核查意见出具日，已向国家市场监督管理总局提交了本次交易的经营者集中申报材料，国家市场监督管理总局尚在审查过程中。

目前，公司正在积极推进本次交易的各项工作，将根据本次交易的进展情况，严格按照有关法律法规的规定和要求及时履行信息披露义务。

**（二）结合标的公司上市所在地证券监管规则有关再次要约收购时间间隔规定，说明你公司如在本次收购不达预期情况下后续增减持标的公司股份的计划**

### **1、标的公司上市所在地证券监管规则有关再次要约收购时间间隔规定**

根据《收购守则》中“规则 31.1 禁止再作出要约的期限”规定：

“(a)凡要约已经宣布或寄发，但尚未成为或未宣布为无条件，并且已遭撤回或失去时效，除非执行人员（指证监会属下企业融资部的执行董事或任何获其转授权力的人）同意，否则要约人或在原有要约期间与其一致行动的人，或在其后与上述任何人一致行动的人，均不可在该项要约遭撤回或失去时效日期起计的 12 个月内作出以下任何一项行动：(i)公布就受要约公司作出要约或可能要约（包括可能导致要约人持有附有该受要约公司的 30%或以上投票权的股份的部分要约）；或(ii)取得受要约公司的投票权，如果要约人或与其一致行动的人会因而产生规则 26 规定须作出要约的责任。”

因此，根据标的公司上市所在地证券监管规则，上市公司及其一致行动人再次要约收购时间间隔为本次要约遭撤回或失去时效日期起计的 12 个月。

## **2、本次收购不达预期情况下后续增减持标的公司股份的计划**

前次交易中，上市公司于 2023 年 6 月 16 日在《关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司的重组问询函》问题 3 的回复中披露如下：“在符合相关法律法规、监管政策要求的前提下，自本次交易完成之日起 60 个月内，上市公司承诺不转让本次交易取得的纷美包装股份（包括由该等股份派生的股份）。在符合相关法律法规、各项监管要求和完成经营者集中申报等相应审批的前提下，如需为进一步提升协同效应的可实现性和效果，上市公司将计划通过进一步增持标的公司股权，提升对标的公司的影响力，增强对标的公司的控制权，保障后续协同的落实，以保证投资者权益”。

如本次收购不达预期，上市公司在要约失效之日起 12 个月内不得再次对标的公司发出要约。不论要约结果如何，针对已持有的标的公司股份上市公司暂无减持计划，将在符合相关法律法规的前提下，继续积极与标的公司董事会展开沟通，积极参与到标的公司的经营决策中。未来亦将基于有利于标的公司发展与全体股东利益最大化的原则，正常履行作为股东的投票权，与标的公司管理层开展协商，商议战略合作和董事会席位安排，发挥股东价值，实现两家公司业务层面的协同效应以及双方的长期可持续发展，为上市公司及标的公司双方股东创造价值。

### **(三) 独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：

综上所述，根据《企业境外投资管理办法》《境外投资管理办法》《外汇管理条例》等相关规定，本次交易需向发改委、商务主管部门履行境外投资备案手续、向外汇管理部门履行外汇登记程序，公司下属子公司已提交境外投资备案的相关申报材料，截至本核查意见出具日，前述备案申请尚在审核过程中，公司下属子公司将在完成相关境外投资备案后向外汇管理部门履行外汇登记程序；根据《反垄断法》《经营者集中申报标准》，本次交易需履行经营者集中申报程序，公司已向国家市场监督管理总局提交经营者集中申报材料，截至本核查意见出具日，国家市场监督管理总局尚在审查过程中。

如本次收购不达预期，上市公司在要约失效之日起 12 个月内不得再次对标的公司发出要约。不论要约结果如何，针对已持有的标的公司股份，上市公司暂无减持计划，将在符合相关法律法规的前提下，基于有利于标的公司发展与全体股东利益最大化的原则，继续积极与标的公司董事会展开沟通，履行股东权利，为上市公司及标的公司双方股东创造价值。

### **三、关于要约收购价格和估值**

#### **问题 3**

你公司本次现金要约收购价格为每股 2.65 港元，与前次收购价格一致；评估机构针对本次交易出具了相关估值报告，其中采用上市公司比较法评估标的公司股东全部权益价值的估值区间为 322,400 万元至 356,300 万元，采用交易案例比较法评估标的公司股东全部权益价值的估值区间为 462,400 万元至 554,000 万元，并最终采用上市公司比较法。请你公司：

(1) 结合两次交易的背景、交易时点估值、交易对方差异说明两次交易价格定价依据以及定价是否公允。

(2) 结合可比公司及可比案例情况，说明上市公司比较法和交易案例比较法中相关可比公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，是否样本足够广泛和具有代表性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例。

(3) 结合交易价格对纷美包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露

日及回函日收盘价的溢价情况，说明股价变动对本次交易可能造成的影响。

请独立财务顾问和评估机构核查并发表意见。

回复：

（一）请你公司结合两次交易的背景、交易时点估值、交易对方差异说明两次交易价格定价依据以及定价是否公允

本次股份要约收购及前次协议收购的基本情况如下：

交易对方	交易比例	交易对方地位	董事会审议日期	交易价格	估值/估值分析基准日	定价原则
JSH Venture Holdings Limited	28.22%	原第一大股东	2023年1月27日； 2023年5月19日	2.65港元/股	2022年12月31日	在综合考虑标的公司财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术、渠道价值等多方面因素基础上，上市公司与交易对方进行协商并形成本次交易的定价，本次交易定价未考虑标的公司与上市公司的协同效应
纷美包装全部股东（景丰控股及其一致行动人除外）	除景丰控股及其一致行动人以外的标的公司全部剩余股份	-	2024年5月9日； 2024年6月3日	2.65港元/股	2023年12月31日	在综合考虑标的公司的二级市场价格、财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术、渠道价值等多方面因素基础上，上市公司制定上述要约价格

## 1、两次交易的背景

两次交易预案间隔时间约 16 个月，拥有较为接近的背景和目的，具体如下：

### （1）下游市场规模的持续上升与技术进步推动无菌包装行业增长

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。

## （2）中国本土无菌包装生产商市场竞争力不断提升，有望实现国产替代

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。根据益普索出具的研究报告，2023 年利乐公司的无菌包装销售量（标准包）占全球无菌包装市场销售量（标准包）的比例约为 40%。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对国际企业产生高度依赖，一度占据中国无菌包装市场 90%以上市场份额。

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，在与利乐公司、SIG 集团等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。

## （3）战略控股行业内优质资产，对提升国内包装企业的竞争力，打造无菌包装民族品牌有一定积极意义

我国无菌包装市场已经基本建立起技术成熟、品种齐全、能适应多种液体

无菌灌装方式的产品体系，在满足消费需求、提升生活品质、充分吸纳就业、推动区域经济等方面起到重要作用。无菌包装行业属于高度集中的市场化行业，尽管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，但在国内无菌包装市场中，国际无菌包装巨头利乐公司与 SIG 集团依靠其先发优势和规模优势，仍然处于行业主导地位，2023 年前两大国际无菌包装巨头利乐公司与 SIG 集团在中国市场的无菌包装销售金额占中国无菌包装市场销售金额的比例约为 66.1%。与国际无菌包装巨头相比，中国本土无菌包装企业起步较晚，受限于资金实力，市场扩张受到限制，与国外巨头竞争处于劣势。国内无菌包装行业外资主导的行业现状，使得下游乳制品企业、果汁等非碳酸软饮料企业对国际包装产品高度依赖，对食品安全、供应稳定带来一定不确定性。

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。目前上市公司已成为标的公司第一大股东，通过进一步控股标的公司，上市公司与标的公司将开展更加深入的业务合作。上市公司和标的公司将在产品与技术等方面形成合力，对提升国内包装企业的竞争力，实现国产无菌包装产品的市场份额提升，打造无菌包装民族品牌有一定积极意义。

#### （4）助力上市公司完善产品种类和市场布局

上市公司目前主要产品为辊型无菌包装，建立了“枕包”、“砖包”、“钻石包”、“金属包”的多元化产品体系，其中“枕包”为公司的主要产品。标的公司的包装产品除“枕包”外，“砖包”、“钻石包”、“金属包”的产品规格和类型较上市公司更为丰富。同时，上市公司目前尚未涉及标的公司从事的灌装机、配件、技术服务等包装及灌装解决方案业务。标的公司亦与上市公司客户覆盖有所差异，在国外市场有一定布局，有助于扩大中国无菌包装品牌在国际市场的影响力。本次交易前，上市公司已成为标的公司的第一大股东，通过进一步取得标的公司控股权，上市公司将提高对标的公司的控制力，加强与标的公司的业务协同，实现两家公司优势资源、技术、业务等方面的全面整合。双方有望在产品的设计、研发领域、销售市场等开展更为深入的合作交流，对上市公司进一步实现完善产品种类和市场布局、扩大经营规模、提升核心竞争力有一定积极作用。

#### （5）进一步提升上市公司的盈利能力和持续经营能力，实现上市公司与股

东的双赢局面

2023年，上市公司通过协议受让的方式，取得标的公司377,132,584股已发行普通股，成为标的公司的第一大股东。本次交易完成后，上市公司将成为标的公司控股股东，标的公司财务数据将纳入上市公司合并报表范围。结合标的公司的历史财务数据，取得标的公司控股权能够进一步有效提升上市公司的持续盈利能力和资产质量，有助于实现上市公司股东利益最大化，充分保障公司及中小股东的利益。

(6) 本次交易是对于前次纷美包装战略投资的延伸，有助于进一步落实协同效应

2023年在上市公司收购标的公司377,132,584股的交易中，上市公司披露如下：“在符合相关法律法规、监管政策要求的前提下，自本次交易完成之日起60个月内，上市公司承诺不转让本次交易取得的纷美包装股份（包括由该等股份派生的股份）。在符合相关法律法规、各项监管要求和完成经营者集中申报等相应审批的前提下，如需为进一步提升协同效应的可实现性和效果，上市公司将计划通过进一步增持标的公司股权，提升对标的公司的影响力，增强对标的公司的控制权，保障后续协同的落实，以保证投资者权益”。本次交易是对于前次纷美包装战略投资的延伸，且距离前次交易时间间隔较短，故交易价格未发生改变，相关定价的依据基本一致，不存在显著差异。

## 2、交易时点估值/估值分析

前次交易的估值基准日为2022年12月31日，估值结论如下：“通过上市公司比较法估值，于估值基准日在上述各项假设条件成立的前提下，标的公司合并口径净资产账面价值261,992.4万元，被估值单位的股东全部权益价值为313,400.00万元，增值51,407.6万元，增值率19.62%。”

本次交易的估值分析基准日为2023年12月31日，估值分析结论如下：“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……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。……基于上述估值分析，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。东洲评估认为，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。”

根据上述估值/估值分析结论，本次交易的估值区间较前次交易的估值结果而言有所增加，主要系前次基准日至本次基准日之间，标的公司的净利润、净资产有所增加所致。

根据标的公司 2022 年年度报告和 2023 年年度报告，标的公司主要财务数据情况如下：

(1) 资产负债表主要数据

单位：万元

项目	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
总资产	402,836.8	427,965.3
总负债	112,687.3	165,972.9
总权益	290,149.5	261,992.4

注：2022 年和 2023 年财务数据经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的审计报告。

(2) 利润表主要数据

单位：万元

项目	2023 年度	2022 年度
收益	381,667.9	393,701.1
除所得税前溢利	32,414.1	23,279.2
年内溢利	24,421.4	18,239.7

注：2022 年和 2023 年财务数据经罗兵咸永道会计师事务所审计并出具标准无保留意见的审计报告。

截至 2023 年 12 月 31 日，纷美包装归属于母公司净资产为人民币 290,149.5 万元，每股净资产为人民币 2.17 元/股；截至 2022 年 12 月 31 日，纷美包装归属于母公司净资产为人民币 261,992.4 万元，每股净资产为人民币 1.96 元/股。2023 年，标的公司年内溢利 24,421.4 万元。

对比前次交易，本次交易要约价格对应的标的公司全部权益的市值约为 37.29 亿大于前次协议转让价格对应的标的公司全部权益的市值约为 35.42 亿，溢价率为 5.27%，主要系标的公司 2023 年净利润、净资产均保持平稳增长，具

备合理性。

### 3、交易对方和交易方式差异

前次交易对手方为时任第一大股东 JSH Venture Holdings Limited，交易方式为协议转让，交易价格基于交易双方的商业谈判协商确定；本次交易对手方为纷美包装全部股东（景丰控股及其一致行动人除外），交易方式为自愿全面要约收购，要约价格制定时，需要进一步结合标的公司的二级市场价格等因素考虑要约价格对标的公司股东的吸引力，两次交易的交易对方和交易方式存在一定差异。

### 4、两次交易的定价依据及本次定价公允性分析

结合上述分析，本次交易较前次交易具有较为相似的背景，是对于前次纷美包装战略投资的延伸；本次交易估值区间较前次交易估值结果有所增加，主要系基于前次基准日至本次基准日之间，标的公司的净利润、净资产有所增加所致；两次交易的交易对方和交易方式存在差异。两次交易均不以估值为定价依据，前次交易主要系在综合考虑标的公司财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术、渠道价值等多方面因素基础上，上市公司与交易对方进行协商确定；本次交易在前次的基础上，进一步考虑了标的公司的二级市场价格，制定了本次要约价格，两次交易的每股定价一致。根据本次估值机构东洲评估出具的《估值分析报告》相关内容，本次定价合理、公允。

综上所述，对比前次交易的定价及原则，本次定价亦具备公允性。

**（二）请你公司结合可比公司及可比案例情况，说明上市公司比较法和交易案例比较法中相关可比公司、可比交易案例的选取标准及关键可比指标的可比性，是否样本足够广泛和具有代表性，采用上市公司比较法是否符合行业惯例**

#### 1、上市公司比较法中可比公司的选取标准

本次采用上市公司比较法进行估值分析时，选取可比公司的过程中主要考虑可比公司与标的公司应所属同一行业、主营业务相似、所属市场相同等因素。首先，可比公司与被估值单位应属于同一行业或是受相同经济因素影响的上市公司。同时也关注可比公司的业务结构、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。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。

具体选取标准以及选取过程如下：

标的企业主要经营的无菌包装业务属于包装印刷行业，通过同花顺数据平台查询申银万国“包装印刷行业”分类，在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后，仅能够选择新巨丰作为可比公司。为减少估值的误差，市场法应至少选取三家可比公司，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后，将恩捷股份、新莱应材纳入可比公司范围。而在国际市场中，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，相关财务数据无法获取；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，且 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，可比公司应与国内上市公司所处经营环境相似。故综合分析后，最终选取三家公司国内 A 股上市公司作为可比公司，三家可比公司的基本情况如下：

#### （1）新巨丰

新巨丰成立于 2007 年，于 2022 年 9 月上市，新巨丰主营业务为无菌包装的研发、生产与销售。公司与下游知名液态奶和非碳酸软饮料生产商建立长期良好的关系，已为伊利、新希望、夏进乳业、妙可蓝多、三元食品、越秀辉山、欧亚乳业、庄园牧场等国内知名液奶生产商和王老吉、椰树、加多宝、维维集团等知名非碳酸软饮料生产商提供高品质的无菌包装。

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

(2) 昆山新莱洁净应用材料股份有限公司（以下简称“新莱应材”）

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

(3) 云南恩捷新材料股份有限公司（以下简称“恩捷股份”）

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

对照本次估值分析过程中的可比上市公司选取标准, 上述 3 家上市公司作为可比公司的理由总结如下:

(1) 所属行业及业务具备可比性

新巨丰主营业务为无菌包装的研发、生产与销售, 主要产品方向包括液态奶和非碳酸软饮料包装, 与标的公司主营业务基本一致; 新莱应材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, 与标的公司主营业务基本一致; 恩捷股份的主要产品中的包装印刷产品, 主要包括烟标和无菌包装, 与标的公司主要产品同属无菌包装。故上述三家可比公司与标的公司存在业务上的可比性。

(2) 财务数据、发展阶段、经营模式具备可比性

由上述三家可比公司 2023 年度的财务数据可知, 三家公司的收入规模、净资产均超过 10 亿元, 净利润均超过 1 亿元, 且成立之间均超过 15 年, 处于较为成熟的发展阶段。同时, 上述三家可比公司与标的公司经营模式较为相似, 主要系根据市场需要和生产安排采购相应原材料, 经过研发、生产相应的包装

类等有型产品及服务销售给下游客户。故上述三家可比公司与标的公司在财务表现、发展阶段、经营模式均存在可比性。

### (3) 所属市场情况相同

上述三家可比公司均为国内 A 股上市公司，其主要经营场所均在国内地区，主要收入来源均为国内业务，故三家可比公司整体上与标的公司所处经营环境相似。

综上所述，本次估值分析过程中可比上市公司的选取标准主要考虑可比公司与标的公司应所属同一行业、主营业务相似、所属市场相同等因素，最终选取的三家上市公司与标的公司具备可比性。

## 2、交易案例法可比交易案例的选取标准

根据估值分析报告，本次采用交易案例比较法进行估值分析时，选取交易案例的过程中主要考虑了可比交易案例的所属行业、交易日期、财务数据状况等因素，通过对被估值单位的分析，本次估值分析对可比交易案例的选取标准如下：

(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) 交易案例公司的净资产大于零；

(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，通过 Capital IQ 查询相关交易案例，近三年国内包装行业可以查询到的可比交易案例有三个，另有四个海外交易案例，交易案例的情况如下：

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

序号	收购方	被收购方	收购方股票代码
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
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存在差异，较难准确衡量差异因素，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拉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

交易简介：2023年1月，新巨丰发布公告，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

综上所述，选取交易案例的过程中主要考虑了可比交易案例的所属行业、交易日期、财务数据状况等因素作为选取标准，三个可比交易案例与标的公司处于同一行业，交易实施日期较为接近，且交易案例的财务数据披露较为充分，符合本次交易案例选取标准，与标的公司具备可比性。

### 3、关键可比指标具备可比性

在本次上市公司比较法和交易案例比较法的可比指标选择方面，本次估值人员对市场法常用的三类价值比率（即资产类、收入类和收益类）进行逐一分析，具体分析过程如下：

#### （1）资产类可比指标的适用性分析

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）占总资产比重约 55%，属于重资产行业，故价值比率 P/B 具有适用性。

#### （2）收入类可比指标的适用性分析

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，标的公司营收下降的情况下净利润却有所上升，因此标的公司盈利与收入之间的波动性较大。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。

#### （3）收益类可比指标的适用性分析

大多情况下，稳定经营的成熟企业，其盈利水平可以较好地反应出企业价值，因此收益类可比指标具备普遍适应性。常见的收益指标中，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，本次不采用市盈率（P/E 比率）进行估值分析。

综上分析，结合标的公司的财务数据和经营情况，本次上市公司比较法和交易案例比较法的分析过程中采用了 P/B 与 EV/EBITDA 两个价值比率，具备可比性。

### 4、样本足够广泛和具有代表性

#### （1）可比上市公司选取的样本广泛性和代表性

本次在上市公司比较法的可比公司选取过程中，根据可比公司与标的公司应处于同一行业且主营业务相似的选取标准，已考虑了全部符合条件的 A 股上市公司和主要境外上市公司，可比公司的样本选取具备广泛性。境外上市公司 SIG 集团是一家瑞士上市公司，与标的企业属于跨洲际的不同交易市场，考虑

到不同大洲不同交易市场之间的差异较难量化调整，且 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，故最终未将 SIG 集团纳入可比公司选取范围。

最终本次选取的三个可比上市公司均含有无菌包装业务，且从财务数据、发展阶段来看均处于较为成熟的发展阶段，选取的可比公司具备代表性。

## （2）可比交易案例选取的样本广泛性和代表性

本次在交易案例比较法的交易案例选取过程中，根据交易案例收购企业与标的公司应处于同一行业且主营业务相似的选取标准，考虑了近三年内全部的 A 股收购案例和境外收购案例，交易案例的选取样本具备广泛性。考虑到不同地区和资本市场之间的差异修正较难准确衡量，故最终选取了近三年内的三个国内案例作为可比交易案例；此外，本次选取的交易案例与前次基本一致，标的公司均属于食品包装相关行业交易案例，剔除了前次估值中交易发生时间超过三年的汕头东风印刷股份有限公司收购重庆首键药用包装材料有限公司 75% 股权的案例，新增了前次新巨丰收购纷美包装参股权的案例，更符合本次交易的背景和实质，交易案例选取具备代表性。

综上所述，本次在上市公司比较法和交易案例比较法分析过程中的选取样本具有足够广泛性和代表性。

## 5、采用上市公司比较法符合行业惯例

本次估值分析采用市场法（具体为上市公司比较法和交易案例比较法）进行估值，并以上市公司比较法为最终估值方法，理由如下：

市场法是指通过将估值对象与可比参照物进行比较，以可比参照物的市场价格为基础确定估值分析对象价值的估值方法总称。市场法包括交易案例比较法和上市公司比较法等。估值机构选择和使用市场法时应当考虑市场法应用的前提条件：评估对象的可比参照物具有公开的市场，以及活跃的交易；有关交易的必要信息可以获得。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，因此，未考虑参考标的公司公开市场的股价作为估值，采用市场法进行估值。

综上所述，本次交易符合采用市场法估值的前提条件。

进一步而言，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。

近期市场案例所选取最终估值方法及理由如下表所示。可见，本次交易选择上市公司比较法作为最终估值方法符合行业惯例：

案例	完成时间	选用估值方法	选用说明
新巨丰（301296.SZ）协议收购联交所上市公司纷美包装28.22%股权	2023年10月	市场法——上市公司比较法	鉴于被估值单位为香港联交所的上市公司，本次交易前上市公司未持有标的公司股份，本次交易为收购标的公司的参股权，本次交易完成后上市公司亦不取得对标的公司的控制权，且上市公司与标的公司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。
新天然气（603393.SH）通过协议安排将联交所上市公司亚美能源私有化	2023年7月	市场法——可比公司法、可比交易法	估值报告没有采用现金流折现法，主要是因为本次交易为公开市场的要约收购，在收购完成之前，受法律监管及商业保密限制无法对标的公司进行现场尽职调查，因此无法对标的公司的未来盈利及现金流进行详细预测。
海南橡胶（601118.SH）协议收购新交所上市公司HAC公司36%股份，并触	2023年5月	市场法——上市公司比较法、交易案例比较法	本次估值过程中，在与交易对方多次讨论后，考虑到标的公司受到所在的证券市场监管要求以及保密的原则，标的公司无法向估值机构开放全面清查的权限，不具备采用资产基础法的基本条件。标的公司认为向估值人员提供盈利预测将触发其公开披露义务，而公开盈利预测可能引起股价波动是新交所禁止的，因此本次交易不具备标的公司提供盈利预测或估值机构代为形成盈利预测的前置条件，无法进行收益法估值。

案例	完成时间	选用估值方法	选用说明
发强制要约收购			
宏川智慧（002930.SZ）自愿要约收购上交所上市公司龙翔集团全部股权	2022年8月	市场法——上市公司比较法、交易案例比较法	本次估值分析选用的价值类型为市场价值。作为分析要约收购价公允性和合理性的手段，市场法无疑是估值分析的首选方法。
文灿股份（603348.SH）协议收购巴黎泛欧交易所上市公司百炼集团61.96%股权，并触发强制要约收购	2020年12月	市场法——上市公司比较法、交易案例比较法	鉴于标的公司为法国巴黎泛欧交易所的上市公司，对于尽职调查信息的提供需要同时符合标的公司所在的证券市场的监管要求，导致标的公司未向估值机构开放全面清查的权限，估值人员无法对百炼集团的所有资产、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，标的公司为法国巴黎泛欧交易所的上市公司，标的公司管理层认为为避免股票价格的大幅波动，不能公开其未来盈利预测，故不具备采用收益法估值的条件。
佳沃股份（300268.SH）自愿要约收购智利圣地亚哥证券交易所上市公司 Australis Seafoods S.A.	2019年8月	市场法——上市公司比较法	由于 Australis 作为上市公司，受到上市监管及商业保密限制，在交易完成前，难以取得更为详细、准确的财务预测数据，并且公布 Australis 相关的财务预测数据可能引起有关方面的股价异动。因此，不宜采用收益法对 Australis 的股权价值进行估值。
曲美家居（603818.SH）自愿要约收购挪威奥斯陆证券交易所上市公司 Ekornes ASA	2018年9月	市场法——上市公司比较法	由于在收购行为实际完成之前，目标公司受到商业机密限制无法提供详细的财务资料及盈利预测，且本次收购的目标公司为在奥斯陆证券交易所上市的公司，公告文件中公布盈利预测数据可能会引起投资者误读并造成目标公司的股价异动，增加本次收购的不确定性，因此本次收购行为并未进行盈利预测。基于上述原因，本次交易无法使用现金流折现法进行估值分析。

综上所述，本次估值分析采用上市公司比较法作为最终估值方法符合行业惯例。

(三) 请你公司结合交易价格对纷美包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况，说明股价变动对本次交易可能造成的影响

本次交易价格对纷美包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况如下所示：

日期	具体日期	收盘价 (港元/股)	溢价率 ( (交易价格-收盘价) /收盘价 )
重组预案披露日	2024年5月10日	2.53	4.74%
重组报告书披露日	2024年6月3日	2.46	7.72%
回函日	2024年6月12日	2.45	8.16%

如上表所示，本次要约价格对纷美包装股票在重组预案披露日、重组报告书披露日及回函日收盘价的溢价情况分别为 4.74%、7.72%和 8.16%。

重组预案披露前一日（即 2024 年 5 月 9 日），纷美包装股票收盘价为 2.10 港元/股，要约价格较其溢价率为 26.19%。要约披露后，纷美包装股价上涨向要约价趋近，之后要约较收盘价的溢价率维持在约 3%-15%溢价区间波动，处于市场通常的合理范围，不会对本次交易造成重大不利影响。

#### (四) 独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次要约价格系在综合考虑标的公司的二级市场价格、财务状况、净资产、市场地位、品牌、技术、渠道价值等多方面因素基础上制定，本次要约价格定价公允；

2、上市公司比较法和交易案例比较法中相关可比公司、可比交易案例的选取标准合理，关键可比指标具备可比性，选择的样本足够广泛和具有代表性，采用上市公司比较法符合行业惯例；

3、截至回函日，标的公司股价变动情况未对本次交易造成重大不利影响。

#### 四、关于资金来源

##### 问题 4

报告书显示，本次交易的资金来源为上市公司自有资金及/或通过银行借款等合理方式自筹的资金。公告显示，你公司下属境外全资子公司景丰控股有限公司（以下简称“景丰控股”）拟与招商永隆银行有限公司（以下简称“招商永隆”）签署贷款协议，向招商永隆申请港币 28.10 亿元，拟向境内银行申请银行贷款并签署贷款协议，贷款金额不超过港币 23 亿元。截至 2024 年一季度末，你公司账面货币资金余额为人民币 86,498.55 万元。请你公司：

（1）说明本次收购的资金来源构成、融资利率、融资期限，截至回函日并购贷款事项进展，相关贷款及担保是否已履行完毕相关审批程序，后续境内外放贷如不及预期你公司拟采取的措施。

（2）结合你公司日常经营所需资金、投融资资金安排及长短期偿债能力、你公司资产负债率水平等，说明本次收购对你公司流动性和日常生产经营可能造成的影响，量化分析本次交易的财务费用及对你公司业绩的影响。

请独立财务顾问和会计师核查并发表意见。

回复：

（一）请你公司说明本次收购的资金来源构成、融资利率、融资期限，截至回函日并购贷款事项进展，相关贷款及担保是否已履行完毕相关审批程序，后续境内外放贷如不及预期你公司拟采取的措施

##### 1、本次收购的资金来源构成、融资利率、融资期限

2024 年 5 月 9 日，景丰控股与招商永隆银行签署境外贷款协议，招商永隆银行为景丰控股提供授信额度为 27.5 亿港元或等值人民币的承诺性贷款以支付本次交易对价。根据境外贷款协议，景丰控股可以选择以港币或人民币为提款货币提取境外贷款。如景丰控股以人民币提取境外贷款，则利率成本合计为年化 5.5%；如景丰控股以港币提取境外贷款，则利率成本合计为香港银行同业拆借利率上浮 3%。根据境外贷款协议，境外贷款的期限为 364 天。

按照 3.5 公告的要约价格 2.65 港币/股计算，本次要约所需的最大对价额度

为约 27.29 亿港币，因此境外贷款可满足景丰控股支付本次要约的资金需求。

鉴于境内贷款相比于境外贷款在利率和融资期限上均有所不同，上市公司目前同步与境内银行进行沟通，拟取得境内并购贷款，并搭配部分自有资金，用于景丰控股支付要约对价的备选方案或偿还境外贷款。根据上市公司公告，境内贷款金额不超过 23 亿港币或等值人民币。上市公司将根据市场化原则，对贷款提供方沟通后确定境内融资银行并签署贷款协议。最终贷款的选择和提取将根据利率、期限、汇率、额度等进行综合考量。

综上所述，上市公司已通过要约人景丰控股自招商永隆银行取得境外贷款，授信额度能够覆盖本次收购所需的资金上限，且上市公司拟取得境内贷款用于支付要约对价备选方案或偿还境外贷款，以最优化融资成本。

## **2、截至回函日并购贷款事项进展，相关贷款及担保是否已履行完毕相关审批程序，后续境内外放贷如不及预期你公司拟采取的措施**

2024 年 5 月 9 日，上市公司召开第三届董事会第十四次会议审议通过了《关于公司及全资子公司申请银行贷款及提供担保的议案》等议案，批准并授权相关人士代表景丰控股与招商永隆银行签署境外贷款协议。根据《山东新巨丰科技包装股份有限公司关于公司及全资子公司申请银行贷款及提供担保的公告》（公告编号：2024-035）的披露，上市公司拟签署的贷款协议、承诺函以及贷款相关的上市公司及其子公司的对外保证和担保协议等涉及公司股东大会审批的事项，需经上市公司股东大会审议通过后生效。

2024 年 5 月 27 日，上市公司召开 2024 年第二次临时股东大会并审议通过了《关于公司及全资子公司申请银行贷款及提供担保的议案》，批准了涉及上市公司股东大会审议的贷款协议、承诺函以及贷款相关的上市公司及其子公司的对外保证和担保协议等事项。截至本核查意见出具日，上市公司已完成签署境内外贷款协议以及作出相关承诺、担保及质押安排所需的内部决策程序。

根据招商永隆银行出具的确认，截至 3.5 公告日，除上市公司就本次贷款融资的内部决策流程及本次要约生效所需满足的条件外，境外贷款不存在其他提款前置条件。鉴于目前上市公司针对本次贷款融资所需的内部流程已履行完毕，在要约生效条件均已达成的前提下，境外贷款的放款不存在其他障碍。且

根据景丰控股与招商永隆银行签署的境外贷款协议，在要约进行期间，如提款条件均已满足，则招商永隆银行承诺将根据景丰控股的提款指令向景丰控股放款。因此，基于景丰控股与招商永隆银行签署的境外贷款协议的条款约定，境外贷款提款不存在不及预期的风险。

此外，上市公司拟就本次交易自境内银行取得不超过 23 亿港元或等值人民币的贷款，并搭配部分自有资金，用于景丰控股支付要约对价或偿还境外贷款，因此要约生效后境内贷款及上市公司自有资金亦可作为本次交易的资金来源。境内融资安排及其涉及到的潜在担保等事项已经于 2024 年 5 月 9 日的董事会和 2024 年 5 月 27 日的股东大会上通过审议。

综上所述，截至本核查意见出具日，上市公司已就本次交易的贷款安排及担保事项履行了必要的内部决策程序，且在要约生效条件全部达成的前提下不存在放款障碍。除景丰控股自招商永隆银行取得的境外贷款外，上市公司拟自境内银行取得额外的境内贷款授信，并结合自有资金作为支付本次交易对价或偿还境外贷款的资金来源。本次交易不存在放款不达预期的风险。

**(二) 结合你公司日常经营所需资金、投融资资金安排及长短期偿债能力、你公司资产负债率水平等，说明本次收购对你公司流动性和日常生产经营可能造成的影响，量化分析本次交易的财务费用及对你公司业绩的影响**

### 1、上市公司日常经营所需现金

上市公司日常经营支出主要为供应商采购支出、职工薪酬支出及税金支出等必要经营支出。2021 年度、2022 年度和 2023 年度上市公司经营活动现金流量情况见下表：

单位：万元

项目	2023 年度	2022 年度	2021 年度
销售商品、提供劳务收到的现金	163,129.75	147,501.90	115,982.82
收到的税费返还	0.00	713.93	189.51
收到其他与经营活动有关的现金	2,660.27	1,808.75	571.02
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>165,790.02</b>	<b>150,024.57</b>	<b>116,743.35</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	119,313.95	131,658.08	84,210.43

支付给职工以及为职工支付的现金	8,361.06	8,033.10	7,309.09
支付的各项税费	10,793.04	9,802.45	9,994.70
支付其他与经营活动有关的现金	6,093.44	3,658.68	7,211.21
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>144,561.48</b>	<b>153,152.32</b>	<b>108,725.43</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>21,228.54</b>	<b>-3,127.75</b>	<b>8,017.92</b>

2021 年度、2022 年度及 2023 年度，上市公司经营活动产生的现金流量净额分别为 8,017.92 万元、-3,127.75 万元和 21,228.54 万元。2022 年度，上市公司经营活动产生的现金流量净额为-3,127.75 万元，主要原因为 2022 年内公司考虑未来原材料价格存在继续上涨的可能性，因此加大原材料采购量，进而使得经营现金流出金额同比上升。总体而言，上市公司经营活动净现金流为正，不存在较大资金压力，在上市公司维持正常、稳定生产经营的情况下，部分经营现金流可用于偿还借款本息。

2021 年度至 2023 年度，上市公司营业收入分别为 124,184.14 万元、160,796.70 万元和 173,738.88 万元，年复合增长率为 18.28%，假设上市公司未来三年的营业收入增长率保持在 18.28%，采用销售百分比法对 2024 年至 2026 年的经营性流动资产和经营性流动负债进行预测，2024-2026 年上市公司新增营运资金需求具体如下：

单位：万元

项目	2023 年	2023 年占营业收入比例	2024 年	2025 年	2026 年
<b>营业收入</b>	<b>173,738.88</b>	-	<b>205,498.35</b>	<b>243,063.45</b>	<b>287,495.44</b>
应收票据及应收账款	40,904.92	23.54%	48,382.34	57,226.63	67,687.66
应收款项融资	20,443.87	11.77%	24,181.01	28,601.30	33,829.62
预付款项	780.99	0.45%	923.75	1,092.62	1,292.35
存货	30,443.57	17.52%	36,008.65	42,591.04	50,376.68
<b>经营性资产</b>	<b>92,573.35</b>	<b>53.28%</b>	<b>109,495.76</b>	<b>129,511.58</b>	<b>153,186.30</b>
应付票据及应付账款	45,155.79	25.99%	53,410.27	63,173.67	74,721.81
合同负债	84.36	0.05%	99.78	118.02	139.60
应付职工薪酬	1,791.79	1.03%	2,119.33	2,506.74	2,964.98

项目	2023年	2023年占营业收入比例	2024年	2025年	2026年
应交税费	4,186.24	2.41%	4,951.48	5,856.62	6,927.21
经营性负债	<b>51,218.18</b>	<b>29.48%</b>	<b>60,580.86</b>	<b>71,655.05</b>	<b>84,753.59</b>
流动资金占用额	<b>41,355.17</b>	<b>23.80%</b>	<b>48,914.90</b>	<b>57,856.54</b>	<b>68,432.71</b>
营运资金缺口	<b>27,077.54</b>				

注：营运资金缺口=2026年预测流动资金占用额-2023年流动资金占用额，上表所涉及2024年至2026年预测数据仅用于本次营运资金测算，不构成盈利预测

截至2024年3月31日，上市公司账面资金情况如下：

单位：万元	
货币资金	86,498.55
应收票据	480.00
应收款项融资	10,418.89
交易性金融资产	11,035.68
<b>合计账面资金（含随时可以动用的票据）①</b>	<b>108,433.12</b>
其中：拟投入募投项目的资金②	28,864.74
<b>扣除募投项目后账面资金③=①-②</b>	<b>79,568.38</b>
其中：《定期存单质押协议》要求的需要存单质押金额④	46,500.00
扣除存单质押金额后可用现金⑤	33,068.38

注1：募集资金账户余额为2023年12月31日的数据

注2：针对本次交易，新巨丰已签署《定期存单质押协议》，以不少于4.65亿元存单提供质押担保，该部分存单质押金额可以用于支付本次交易对价和交易费用。

根据上述模拟测算，上市公司账面资金较为充裕，考虑本次交易对价主要由并购贷款构成，公司自有资金出资规模相对较小，上市公司剩余账面资金能够满足上市公司日常经营需求。

## 2、上市公司投融资资金安排

除本次交易涉及的资金安排，上市公司未来的资金支出主要为首次公开发行股票募投项目建设支出，具体如下：

单位：万元			
序号	项目名称	投资总额	项目状态
1	50亿无菌包装材料扩展项目	7,000.00	已结项
2	50亿包装新型无菌包装片材材料生产项目	20,000.00	-
3	研发中心（2期）建设项目	7,000.00	-
4	补充流动资金	20,000.00	已结项

序号	项目名称	投资总额	项目状态
	合计	54,000.00	-

注 1：首次公开发行股票募集资金投资项目“50 亿包新型无菌包装片材材料生产项目”变更为“50 亿包无菌包装材料生产项目”，原计划投入原项目的未使用募集资金 20,000 万元将全部用于投资建设新项目

截至 2023 年 12 月 31 日，上市公司已累计使用募集资金专户资金合计 76,377.25 万元用于补充流动资金及募集资金项目的实施，募集资金专户余额为 28,864.74 万元（含滚存的资金利息），募集资金专户资金将继续投入募投项目建设。

除上述首次公开发行股票的募投项目以及本次交易外，上市公司暂无其他投融资安排，上市公司自有资金与自筹资金能够满足相关投资的资金需求。

### 3、对上市公司长短期偿债能力、上市公司资产负债率水平情况

由于本次交易是要约收购，最终要约的股份数量和交易金额尚未确定，因此自有资金和并购贷款的实际金额尚未确定。考虑到成功要约的条件为要约人及其一致行动人通过本次要约至少持有标的公司 50%以上投票权。因此，本次要约可按以下不同的情况测算不同收购比例对上市公司的影响。

单位：亿元

情形	要约完成后的持股比例	要约收购的新增股比	支付总对价	使用自有资金规模	借入并购贷款的规模
情形 1：要约后持股比例达到 50%	50%	23.20%	7.85	2.85	5.00
情形 2：要约后持股比例达到 75%	75%	48.20%	16.32	3.32	13.00
情形 3：要约后持股比例达到 100%	100%	73.20%	24.78	4.78	20.00

注1：本次要约价格为2.65港元，汇率采用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；

注2：公司拟以部分自有资金支付，规模约为3-5亿元，为方便后续测算，并购贷款将取整数计算。

不同情形下，对上市公司货币资金、资产负债率及长短期偿债能力指标等的影响：

单位：万元

财务指标		情形 1	情形 2	情形 3
货币资金	本次交易前	79,250.12	79,250.12	79,250.12
	交易影响金额	-28,500.00	-33,200.00	-47,800.00
	本次交易后	50,750.12	46,050.12	31,450.12
总资产	本次交易前	313,284.57	313,284.57	313,284.57
	交易影响金额	50,000.00	130,000.00	200,000.00
	本次交易后	363,284.57	443,284.57	513,284.57
总负债	本次交易前	90,655.31	90,655.31	90,655.31
	交易影响金额	50,000.00	130,000.00	200,000.00
	本次交易后	140,655.31	220,655.31	290,655.31
流动资产	本次交易前	180,526.58	180,526.58	180,526.58
	交易影响金额	-28,500.00	-33,200.00	-47,800.00
	本次交易后	152,026.58	147,326.58	132,726.58
流动负债	本次交易前	84,109.93	84,109.93	84,109.93
	交易影响金额	0.00	0.00	0.00
	本次交易后	84,109.93	84,109.93	84,109.93
资产负债率	本次交易前	28.94%	28.94%	28.94%
	本次交易后	38.72%	49.78%	56.63%
流动比率	本次交易前	2.15	2.15	2.15
	本次交易后	1.81	1.75	1.58

注：上市公司财务数据为 2023 年度数据，上表测算未合并标的公司财务数据。

根据上表测算，本次交易因需借入并购贷款，会提升上市公司层面的资产负债率。由于交易完成前，上市公司资产负债率为 28.94%，处于较低水平，有一定杠杆提升空间，同时上市公司账面货币资金可为本次交易提供一定支持，因此要约收购比例在 50%-75%时，交易完成后上市公司层面的资产负债率在 38.72%-49.78%之间，偿债能力较强，资产负债结构合理。

考虑到 100%私有化收购的情况，由于需借入较多并购贷款，上市公司的资产负债率会有所提升，但低于 60%，仍处于合理水平。

本次交易完成后，标的公司作为优质资产并入上市公司合并报表，标的公司资产负债率约为 27.97%，合并报表层面，考虑并购贷款后，对整体资产负债

率提升较小，相对可控，对短期偿债能力的影响相对较小，具体如下：

财务指标		情形 1	情形 2	情形 3
资产负债率	本次交易前	28.39%	28.39%	28.39%
	本次交易后	33.07%	39.40%	44.03%
流动比率	本次交易前	2.36	2.36	2.36
	本次交易后	2.21	2.18	2.10

注：上市公司和标的公司财务数据为 2023 年度数据。本次交易前数据为不考虑并购贷款事项，标的公司和上市公司财务数据相加计算的结果。

#### 4、说明本次收购对你公司流动性和日常生产经营可能造成的影响，量化分析本次交易的财务费用及对你公司业绩的影响

鉴于境内贷款相比于境外贷款融资成本更低，且融资期限更长，上市公司后续拟使用境内并购贷款替换境外贷款，因此以下对上市公司财务费用的测算主要参照境内贷款的情况进行测算。结合标的公司与境内银行的沟通情况，综合考虑当前市场宏观利率环境、公司优质的资信水平、境内并购贷款的常见商业条款等因素，模拟测算不同情形下，并购贷款涉及的本金偿付及利息如下：

单位：万元

项目	情形 1	情形 2	情形 3
并购贷款规模	50,000.00	130,000.00	200,000.00
每年本金偿付金额区间	5,000-7500	13,000-19,500	20,000-30,000
第一年并购贷款财务费用的金额	1,600	4,160	6,400

注 1：上市公司目前同步与境内银行进行沟通，拟取得境内并购贷款，并搭配部分自有资金，用于景丰控股支付要约对价的备选方案或偿还境外贷款。由于本次交易完成时间存在不确定性，假设上市公司在 2024 年底借入境内并购贷款并偿还境外贷款，境内贷款的起息日为 2025 年 1 月 1 日。考虑到公司每年会偿还部分本金，因此最高并购贷款财务费用的金额为 2025 年的利息费用。

注 2：按照还款期限为 7 年测算，每年本金偿付金额按照总规模的 10-15% 计算。

注 3：第一年并购贷款财务费用的金额的融资利率按照 3.2% 进行测算，假设利息在年底归还

##### (1) 对公司流动性和日常生产经营可能造成的影响分析

本次收购不会对上市公司流动性和日常生产经营产生重大不利影响，主要分析如下：

本次交易所需资金为上市公司自有资金和并购贷款，按 100%收购的最大比例测算最高支付对价约为 272,949.05 万港元。本次交易的支付对价主要由并购贷款构成，公司自有资金支付规模相对较低，可自由支配现金较为充裕，支付完本次交易所需资金后，能够满足上市公司日常经营所需。除首次公开发行股票募投项目以及本次交易外，上市公司暂无其他投融资安排，且上市公司长短期偿债能力较强，本次交易后上市公司长短期偿债指标将处于合理水平。

上市公司和标的公司无菌包装行业内资龙头，历史期间经营业绩情况良好，现金流稳定，经营所得能够覆盖本次并购贷款本息。2020 年至 2023 年，标的公司和上市公司的整体经营业绩和现金流情况良好，上市公司和标的公司的净利润合计基本在 4 亿元左右，经营活动现金流基本为正，保持在 2-6 亿元之间。历史期间内，标的公司也实施过分红，本次交易完成后，上市公司将成为标的公司控股股东，未来上市公司可通过上市公司经营所得以及标的公司分红偿付部分并购贷款本息，本次并购贷款本息不会对上市公司流动性和日常生产经营产生重大不利影响。

上市公司及标的公司经营业绩和现金流情况如下：

单位：万元

公司	项目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年
上市公司	营业收入	173,738.88	160,796.70	124,184.14	101,444.92
	净利润	17,018.87	16,952.28	15,720.18	16,909.84
	经营活动净现金流	21,228.54	-3,127.75	8,017.92	24,500.83
标的公司	营业收入	381,667.90	393,701.10	346,433.30	303,886.40
	净利润	24,421.40	18,239.70	28,507.20	34,276.30
	经营活动净现金流	44,224.70	34,518.60	13,382.70	52,028.10

在无菌包装行业未来发展持续向好的情况下，本次交易完成后，双方将开展合作交流，在产品与技术等方面形成合力，提供更优质、可持续的无菌包装材料和服务，提升国产品牌的影响力，实现国产无菌包装产品的市场份额提升，双方营业收入和净利润有望稳步增长。未来上市公司可通过自身经营活动现金积累、借助资本市场通过股权融资以及债权融资相结合的融资方式，优化整体资本结构，提升持续经营和偿债能力。

## (2) 量化分析本次交易的财务费用及对公司业绩的影响

如前所示，预计每年并购贷款新增的财务费用约为 1,600 万元至 6,400 万元，对公司业绩的影响如下：

单位：万元

对盈利能力影响分析			
项目	情形 1	情形 2	情形 3
交易前，上市公司归属于母公司股东的净利润 (a)	17,018.87	17,018.87	17,018.87
交易前，标的公司归属于母公司股东的净利润 (b)	24,421.4	24,421.4	24,421.4
标的公司归属于上市公司的净利润 (c)	12,210.70	18,316.05	24,421.40
交易完成后，上市公司归属于母公司股东的净利润 (d=a+c)	29,229.57	35,334.92	41,440.27
并购贷款财务费用对净利润影响模拟：财务费用* (1-所得税率 25%) (e)	1,200.00	3,120.00	4,800.00
考虑扣除并购贷款财务费用后，上市公司合并标的公司后的归母净利润 (g=d-e)	<b>28,029.57</b>	<b>32,214.92</b>	<b>36,640.27</b>
考虑扣除并购贷款财务费用后，上市公司合并标的公司后的归母净利润较交易前上市公司归属于母公司股东净利润的提升幅度 (g/a-1)	<b>64.70%</b>	<b>89.29%</b>	<b>115.29%</b>
考虑扣除并购贷款财务费用后，上市公司合并标的公司后的归母净利润的下降幅度 (g/d-1)	<b>-4.11%</b>	<b>-8.83%</b>	<b>-11.58%</b>
经营性现金流覆盖情况分析			
项目	情形 1	情形 2	情形 3
上市公司和标的合计经营活动产生的现金流量净额	65,453.24	65,453.24	65,453.24
并购贷款模拟财务费用	1,600.00	4,160.00	6,400.00
并购贷款模拟财务费用占经营活动产生的现金流量净额比例	<b>2.44%</b>	<b>6.36%</b>	<b>9.78%</b>

注：上市公司和标的公司的财务数据为 2023 年数据

如上表测算所示，本次交易完成后，考虑扣除并购贷款财务费用后，上市公司合并口径下的归母净利润较本次交易前上市公司归属于母公司股东的净利润大幅提升。虽然本次交易由于借入并购贷款而产生财务费用支出，但本次交易因并购贷款新增的财务费用对上市公司合并口径下的归母净利润的影响不超过 20%，整体影响较为有限，且占经营活动净现金流比例亦不超过 10%，经营性现金可有效对新增并购贷款利息支出形成良好覆盖。随着上市公司在并购后持续经营能力提升、经营性现金流入、叠加其他多元化的融资渠道，上市公司

可提前进行部分本金还款或用更加低成本的借款进行替换，从而使得财务费用支出规模下降，对净利润的影响不断缩窄。

综上所述，基于前述测算，上市公司收购后虽资产负债率有一定提升、流动比率有一定下降，但综合考虑到本次收购使得公司本身资产体量、持续经营和盈利能力得到有效增强，叠加多元化的融资渠道、偿债压力相对可控，本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续经营能力，本次收购不会对上市公司流动性和日常生产经营产生重大不利影响。

### **（三）独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为：

1、截至 3.5 公告出具日，根据招商永隆银行出具的确认，除上市公司就本次贷款融资的内部决策流程及本次要约生效所需满足的条件外，境外贷款不存在其他提款前置条件；截至本核查意见出具日，上市公司已就本次交易的贷款融资及担保事项履行了必要的内部决策程序；

2、本次交易完成后，因并购贷款的使用，上市公司的资产负债率预计将有所提升，但仍在合理范围内；在顺利实现与标的公司的协同整合下，本次收购不会对公司流动性和日常生产经营产生重大不利影响，本次交易的财务费用不会对公司业绩产生重大不利影响。

## **五、关于尽职调查及信息披露**

### **问题 5**

**你公司报告书未严格按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号—上市公司重大资产重组》（以下简称“《26 号格式准则》”）进行披露。请你公司：梳理目前报告书未（严格）按照《26 号格式准则》进行披露的具体事项，对照格式准则要求，列表说明相关内容未披露的原因及是否对投资者判断造成重大影响。请独立财务顾问核查并发表意见。**

**同时，请独立财务顾问说明尽职调查受到的具体限制，现有尽调受限情况是否构成本所《自律监管指引第 8 号——重大资产重组（2023 年修订）》第 15**

**条第 2 款规定的不得出具独立财务顾问报告及相关核查意见的情形。**

**（一）梳理目前报告书未（严格）按照《26 号格式准则》进行披露的具体事项，对照格式准则要求，列表说明相关内容未披露的原因及是否对投资者判断造成重大影响**

**1、梳理目前报告书未（严格）按照《26 号格式准则》进行披露的具体事项，对照格式准则要求，列表说明相关内容未披露的原因**

标的公司系 2010 年于香港联交所主板上市的公众公司，作为香港上市公司，其信息披露和企业管治需符合香港上市规则等相关法规要求，履行相应的信息披露义务。根据香港上市规则第 2.13 条，香港上市公司的文件所载资料在各重要方面均须准确完备，且没有误导或欺诈成份。根据标的公司历史期间年报、《香港尽调报告》，自 2021 年 1 月 1 日起至 2023 年度报告的出具之日，标的公司及其集团的业务及营运方面，标的公司并无知悉任何对其业务及营运产生重大影响的不合规情况，且已遵守上市规则附录 14/C1 的《企业管治守则》。标的公司的综合财务报表已经会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见。作为香港上市的公众公司，标的公司合法经营，并根据相关法律法规履行信息披露义务。

作为香港联交所主板上市公司，标的公司信息在公开市场披露需要符合香港联交所信息披露规则要求，标的公司的信息披露主要参考已公开披露信息范围。标的公司和上市公司均为包装材料行业企业，标的公司亦存在保护商业秘密的诉求。此外，在上市公司入股标的公司成为其第一大股东后，上市公司尚未成功委派董事，在香港上市规则下无法仅基于股东身份获取标的公司的非公开资料。基于上述原因，上市公司无法取得标的公司超出标的公司公开信息披露范围以外的信息，参考境外收购的一般惯例，本次交易未完全按照《26 号格式准则》进行披露。

上市公司充分关注和认识到上述披露受限的客观事实及潜在风险和影响，经过与各方中介的充分讨论和审慎评估，为有效保证标的资产相关信息的披露真实、准确、完整，上市公司协同境内外专业机构采取多种手段展开尽调，结合标的公司公告、中介机构出具的相关专业报告、行业报告、市场公开信息等，

在重组报告书（草案）中披露相关内容。同时，基于前述风险，上市公司已在重组报告书（草案）的“重大风险提示”和“第十一节 风险因素”中进行了充分风险提示。

经核对，本次重组报告书（草案）中进行简化披露的具体事项及原因列表如下：

相关内容	对应《26号格式准则》条文	具体事项	原因
标的公司法律情况	第十六条第（二）、（四）、（五）、（十）款、第十八条、第十九条、第二十二条	<p>1、历史沿革简化披露标的公司设立、上市情况以及上市后标的公司历次股本变动情况。</p> <p>2、简化披露主要资产、负债金额，可公开查询的标的公司行政处罚、诉讼、仲裁情况。</p> <p>3、简化披露标的公司子公司的基本信息。</p> <p>4、不披露标的公司土地使用权相应的权属证书情况、标的公司许可第三方和第三方许可情况。</p> <p>5、简化披露可公开查询的商标、专利等无形资产情况。未披露标的公司特许经营权的情况。</p>	<p>1、标的公司系香港上市的公众公司，其历史沿革相对简单，股权清晰。标的公司的招股说明书详细披露了上市前股本变动情况和股权转让情况，标的公司的公开披露文件并无显示本次交易项下的股份存在质押及冻结等权利负担、股权纠纷及受限于转让限制，且基于公开市场要约收购的相关要求，拟接纳要约的股份需要无相关权利限制。</p> <p>2、标的公司主要子公司的范围依赖于标的公司年度报告披露的子公司范围。标的公司主要子公司的职能清晰、运营稳定，标的公司的公开文件披露了主要资产和负债构成、资产抵押等情况，根据标的公司年报，自2021年1月1日至2023年年度报告出具日，标的公司未知悉任何对其业务及营运产生重大影响的不合规情况。标的公司的公开披露文件并无显示标的公司及其子公司最近三年受到任何重大行政处罚、重大诉讼、重大仲裁，土地、厂房及设备未存在任何质押。基于对公开信息的检索核查，标的公司的境内主要子公司最近三年未受到任何重大行政处罚、重大诉讼、重大仲裁。</p> <p>3、标的公司为境外上市公司，在公开市场披露受到当地证券市场监管要求的限制，标的公司与上市公司系同行业企业，存在商业保密性诉求。标的公司下属企业分布在多个不同国家和地区（包括但不限于中国境内、中国香港、BVI 群岛、瑞士、德国、意大利等），在尽调受限情况下，上市公司已聘请境内外律师针对境内外公司的基本情况、历史沿革、资产情况、诉讼仲裁、行政处罚等事项，通过查询当地公开网站、公开信息检索、查阅</p>

相关内容	对应《26号格式准则》条文	具体事项	原因
			标的公司公开披露文件等展开尽职调查。
标的公司业务情况	第二十一条第（五）、（六）、（七）、（八）、（十一）、（十二）款	<p>1、未披露销售价格变化情况，以及不同销售模式的销售额及占当期销售总额的比重。未披露报告期各期新增前五名客户的情况。未披露标的公司2023年产能、产量情况。</p> <p>2、简化披露报告期主要原材料和能源的供应情况、价格变动趋势，未披露占成本的比重。未披露报告期各期新增前五名供应商的情况。</p> <p>3、仅披露报告期董事或其紧密联系人，或就董事所知拥有超过5%股份的任何股东在前五名供应商或客户中未持有权益，未披露监事、高级管理人员和核心技术人员，其他主要关联方在前五名供应商或客户中所占的权益。</p> <p>4、对境外业务活动地域性分析简化披露；未详细披露境外资产的具体内容。</p> <p>5、简化披露标的公司的技术情况，未披露主要产品生产技术所处的阶段、核心技术的技术来源、是否取得专利或其他技术保护措施等。不披露核心技术人员、研发人员的具体情况。</p>	<p>1、标的公司的主要下游客户为知名的乳制品及非碳酸软饮料生产商。根据标的公司公告，2022年度-2023年度，标的公司前五名客户的总收入占比相对稳定。2022-2023年，标的公司第一大客户业务占比相对稳定。</p> <p>2、标的公司的主要原材料包括液体包装纸板、聚乙烯、铝箔及油墨等，其供应商主要为原材料提供商。根据标的公司公告，标的公司建立了健全的供应商管理制度，2022年度-2023年度，标的公司前五名供应商的总采购额占比相对稳定。</p> <p>3、根据标的公司公告，报告期内，标的公司无香港联交所上市规则要求披露的关联交易。</p> <p>4、标的公司境外公司的职能清晰、运营相对稳定、技术成熟并持续加大研发投入，根据标的公司公告，自2021年1月1日至2023年年度报告出具日，标的公司未知悉任何对其业务及营运产生重大影响的不合规情况。标的公司的公开披露文件并无显示标的公司重大客户和供应商纠纷、境外资产存在重大瑕疵、境外运营存在重大不合规事项、重大技术纠纷等。</p> <p>5、标的公司为境外上市公司在公开市场披露受到当地证券市场监管要求的限制，标的公司与上市公司系同行业企业，存在商业保密性诉求。在尽受限情况下，上市公司聘请多方中介对标的公司境内外主体、全球无菌包装行业的发展态势和主要企业进行了解，将标的公司情况与可比公司对比分析，并通过公开检索行业、公司相关新闻，查阅相关行业政策等开展尽职调查，未查询到重大客户和供应商纠纷、重大不合规事项、标的公司与同行业公司业务情况相比大幅异常的情形、重大技术纠纷事项等。</p>
标的公司财务情况	第二十三条、第三十三条、第三十七条、第四十三条第（一）款、	<p>1、简要披露标的公司主要会计政策等信息。</p> <p>2、简要分析标的公司的财务状况。</p> <p>3、不披露标的公司有</p>	<p>1、标的公司系香港上市公司，其综合财务报表系按照国际财务报告准则和香港《公司条例》的披露规定编制，2022年度和2023年度综合财务报表已经罗兵咸永道会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。</p>

相关内容	对应《26号格式准则》条文	具体事项	原因
	第六十九条	<p>效期内的按照中国会计准则编制的标的公司财务报告、上市公司备考财务报告。</p> <p>4、不披露标的公司是否存在非经营性资金占用。</p>	<p>上市公司管理层详细阅读了标的公司已披露的年度报告，对其会计政策和中国企业会计准则之间的差异进行了汇总和分析，并聘请了符合《证券法》规定的审计机构容诚会计师事务所（特殊普通合伙）出具《准则差异鉴证报告》。</p> <p>2、为了便于投资者更好的理解本次交易对上市公司财务指标的影响，上市公司承诺将在本次交易完成后6个月内出具上市公司备考审阅报告和中国会计准则的审计报告，并向投资者披露。</p> <p>3、标的公司为境外上市公司在公开市场披露受到当地证券市场监管要求的限制，标的公司与上市公司系同行业企业，存在商业保密性诉求。在尽调受限情况下，上市公司聘请多方中介对标的公司境内外主体、全球无菌包装行业及业内企业进行了解，将标的公司情况与可比公司对比分析，未查询到重大不合规事项、标的公司与同行业公司财务情况相比大幅异常的情形等。</p>

历史期间，A股上市公司收购海外上市公司的案例中，亦存在其他因尽调受限导致交易无法完全按照《26号格式准则》进行披露的情形。相关案例情况包括海南橡胶（601118.SH）协议转让和强制要约收购新加坡上市公司 HAC 公司 36%股份（2022年11月）、文灿股份（603348.SH）收购法国上市公司百炼集团 61.96%股权（2020年6月）、佳沃食品（300268.SZ）要约收购 Australis Seafoods S.A.的 100%股权（2019年3月）、新天然气（603393.SH）要约收购香港上市公司亚美能源（2018年5月）等。

综上所述，本次交易中上市公司对标的公司的尽职调查范围存在一定限制，未完全按照《26号格式准则》进行披露具有一定合理性。

## 2、相关内容是否会对投资者判断造成重大影响

上市公司充分重视上述披露受限的客观事实及潜在风险和影响，与各方中介的充分讨论和审慎评估，并协同境内外专业机构采取多种手段展开尽调，结合标的公司公告、中介机构出具的相关专业报告、行业报告、市场公开信息等，

本次交易的重组报告书（草案）中，上市公司结合《26号格式准则》的要求披露了尽职调查所能收集到的信息。上市公司聘请了独立财务顾问、境内律师事务所、境外律师事务所、会计师事务所、估值机构等境内外中介机构团队，对标的公司执行尽职调查，并出具相关专业报告。上市公司还聘请了行业顾问对全球无菌包装行业的发展态势和主要企业进行了解。

标的公司系于2010年上市的香港联交所主板上市公司，其信息披露和企业管治需符合香港上市规则等相关法规要求，履行相应的信息披露义务。根据标的公司历史期间年报、《香港尽调报告》，自2021年1月1日起至2023年度报告的出具之日，标的公司及其集团的业务及营运而言，标的公司并无知悉任何对其业务及营运产生重大影响的不合规情况，且已遵守上市规则附录14/C1的《企业管治守则》。作为香港上市的公众公司，标的公司合法经营，并根据相关法律法规履行信息披露义务。

综上所述，在标的公司信息披露符合香港上市规则等相关法规要求的情况下，重组报告书中对标的公司的相关披露内容不会对投资者对本次交易的价值判断产生重大不利影响。同时，针对前述尽职调查和信息披露受限的情形，上市公司已在重组报告书（草案）中向投资者进行充分风险提示，提示标的公司存在尽职调查不充分的风险，以及因未能充分尽职调查，有可能导致对投资决策有重要影响的信息无法披露的风险。

**（二）尽职调查受到的具体限制，现有尽调受限情况是否构成本所《自律监管指引第8号——重大资产重组（2023年修订）》第15条第2款规定的不得出具独立财务顾问报告及相关核查意见的情形**

### **1、尽职调查受到的具体限制**

本次交易中，尽职调查受到限制的具体情况如下：

（1）法律部分：标的资产的历史沿革、下属企业历史沿革及财务信息、经营资产的权属情况及权利限制、对外担保情况、部分法域无法公开查询的知识产权情况、主要资产的抵质押情况、部分法域无法公开查询的诉讼、仲裁及行政处罚事项等相关核查；

（2）业务方面：标的公司销售价格变动及不同销售模式的占比、新增前五

名客户情况、主要原材料和能源价格变动趋势与占比、新增前五名供应商情况、境外资产情况与地域性分析、核心技术的具体情况与来源、报告期核心技术人员特点分析及变动情况等相关核查；

(3) 财务方面：标的公司资产负债表、利润表、现金流量表的主要科目明细财务资料及相关核查，标的公司财务状况及盈利能力变动的具体原因分析，标的公司是否存在非经营性资金占用。

上市公司和独立财务顾问充分关注和认识到上述尽调受限的客观事实及潜在风险和影响，为有效保证标的资产相关信息的披露真实、准确、完整，充分探讨和审慎评估替代性尽职调查的措施。本次尽职调查中，独立财务顾问综合采用多种尽调程序，具体如下：

(1) 上市公司聘请北京市金杜律师事务所为境内法律顾问、容诚会计师事务所（特殊普通合伙）为审计机构、上海东洲资产评估有限公司为估值机构，对标的公司进行尽职调查，并出具相关专业报告；在境外标的资产尽调方面，上市公司聘请了 Ogier 律师事务所（开曼及 BVI 律师）、Altenburger Ltd legal + tax（瑞士律师）、Eversheds Sutherland (Germany) Rechtsanwälte Steuerberater Solicitors Partnerschaft mbB（德国律师）、CMS Francis Lefebvre Avocats（法国律师）、Eversheds Sutherland Milan（意大利律师）、金杜律师事务所（即金杜香港办公室，香港律师）作为境外法律顾问。中介机构针对境内外标的资产的基本情况、历史沿革、资产情况、诉讼仲裁、行政处罚等事项进行公开检索和尽调；

(2) 查阅标的公司历史期间的公开披露资料，包括但不限于官网、公开招股文件、定期报告、可持续发展报告等；

(3) 查阅中介机构出具的相关专业报告；

(4) 对上市公司进行访谈，了解无菌包装行业的发展情况及主要企业情况，将标的公司情况与可比公司对比分析；

(5) 聘请行业顾问，对全球无菌包装行业的发展态势和主要企业进行了解；

(6) 公开检索行业、公司相关新闻，查阅相关行业政策等。

## 2、现有尽调受限情况是否构成本所《自律监管指引第 8 号——重大资产重组（2023 年修订）》第 15 条第 2 款规定的不得出具独立财务顾问报告及相关核查意见的情形

根据《自律监管指引第 8 号——重大资产重组（2023 年修订）》第十五条规定：“上市公司及有关各方存在不规范行为的，独立财务顾问应当督促其整改，并将整改情况在相关核查意见中予以说明。因上市公司或者重组交易对方不配合，使尽职调查范围受限制，导致独立财务顾问无法做出判断的，独立财务顾问不得为上市公司出具独立财务顾问报告和相关核查意见。”

考虑到本次交易标的公司为香港上市公司，其信息在公开市场披露受到当地证券市场监管要求的限制；且本次交易为市场化交易，标的公司在部分尽职调查领域可能无法向公司及中介机构提供完整的信息，导致尽职调查无法充分开展。

基于前述事实，上市公司已聘请专业机构出具相关专业报告，查阅标的公司在香港公开市场公开披露的信息，独立财务顾问已充分探讨和审慎评估替代性尽职调查的措施并综合采用多种尽调程序以有效保证标的公司相关信息的披露真实、准确、完整。上市公司已在重组报告书中进行充分信息披露和风险提示，不存在因上市公司不配合，使尽职调查范围受限制，导致独立财务顾问无法做出判断的，独立财务顾问不得为上市公司出具独立财务顾问报告和相关核查意见的情形。

### （三）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次交易中上市公司对标的公司的尽职调查范围存在一定限制，未严格按照《26 号格式准则》进行披露具有合理性；标的公司作为香港上市公司，其信息披露和企业管治需符合香港上市规则等相关法规要求，履行相应的信息披露义务，在标的公司信息披露符合香港上市规则等相关法规要求的情况下，重组报告书中对标的公司的相关披露内容不会对投资者对本次交易的价值判断造成重大不利影响；

2、本次交易尽调受限情况不构成《自律监管指引第 8 号——重大资产重组（2023 年修订）》第 15 条第 2 款规定的不得出具独立财务顾问报告和相关核查意见的情形。

## 六、关于标的资产

### 问题 6

报告书显示，标的公司于 2024 年 1 月 25 日、1 月 29 日、4 月 30 日和 5 月 27 日披露公告，“本公司收到其海外代表客户的反馈……该等客户进一步表达严重担忧，随着最近一连串事件的发生，目标集团将失去其作为国际供应商的品牌、价值与定位”、“某些客户已向本公司表示，彼等可能会停止与本公司进行贸易”等；标的公司实施国际业务重组，该交易完成后，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）持有纷美国际 51% 股权，纷美包装于纷美国际（通过卖方持有）的权益由 100% 摊薄至 49%，该次国际业务重组完成后，纷美包装对 GSH、GSH 于纷美国际的 51% 权益及纷美国际并无管理控制权，但标的公司仍将从会计角度控制纷美国际。请你公司：

（1）说明本次收购是否可能导致标的公司大客户变动，你公司为应对标的公司大客户变动拟采取的应对措施。

（2）说明 GSH 股东、实际控制人和表决权情况，与你公司和标的公司主要股东、董监高的关系，结合纷美国际主要业务、财务数据以及占标的公司的比例，说明标的公司对纷美国际无管理控制权但是从会计角度控制纷美国际的依据。

（3）说明标的公司国际业务重组的具体方案及进展情况，结合国际业务重组后的管理模式，说明如果你公司不能管理控制纷美国际对你公司和标的公司的具体影响。

请独立财务顾问和会计师核查并发表意见。

回复：

**（一）请你公司说明本次收购是否可能导致标的公司大客户变动，你公司为应对标的公司大客户变动拟采取的应对措施**

前次交易中标的公司的大客户关系未出现重大不利变化。根据标的公司年度报告，标的公司主要下游客户包括蒙牛及国内外知名液奶与非碳酸饮料企业，2022-2023 年度，标的公司来自前五大客户的收入占总收入的比例分别为 55.8% 和 48.7%，收入占比相对稳定。标的公司第一大客户 2022 年度和 2023 年度的收入金额分别为 119,566.5 万元和 106,618.1 万元，标的公司 2023 年对第一大客户的销售金额未出现重大不利变化，并未出现标的公司第一大客户因上市公司入股而与标的公司终止合作的情况。2023 年度标的公司亦实现了较好的业绩增长，2022 年和 2023 年度年内溢利分别为 18,239.7 万元和 24,421.4 万元，2023 年度较 2022 年度提升 33.9%。此外，根据标的公司年度报告，其于 2023 年 11 月被中国蒙牛授予“最佳合作伙伴奖”，且 2024 年 3 月标的公司进一步以 1.62 港元/股的价格向重要客户中国蒙牛的附属公司发行 5.01% 新股募集资金，根据标的公司 2023 年 11 月公告，“拟将认购事项的所得款项净额用于采购设备及扩建本公司生产设施，以提高本公司产能...董事会认为，认购事项乃实施扩展计划的良机...董事认为认购协议之条款（包括但不限于认购价）乃按一般商业条款订立，属公平合理，故认购事项符合本公司及股东之整体利益”，标的公司与蒙牛的合作关系进一步加深。综上所述，在上市公司成为标的公司第一大股东后，标的公司的大客户关系并没有出现重大不利变化。

在大客户关系维护层面，一方面，上市公司将遵守香港联交所的上市规则与有效的内部控制措施，尊重标的公司与其大客户之间签署的现有合作协议或合约安排，不会对标的公司与其大客户之间的合作方式、内容、交易惯例以及未来业务合作事宜做出不利干预。另一方面，无菌包装行业中，同一客户同时与多个无菌包装供应商合作的情况较为常见，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，也同时服务了多家客户。新巨丰与下游知名液态奶和非碳酸饮料生产商建立长期良好的关系，已为伊利、新希望、夏进乳业、三元食品、越秀辉山、欧亚乳业、庄园牧场等国内知名液奶生产商和王老吉、椰树、加多宝、维维集团等知名非碳酸软饮料生产商提供高品质的无菌包装，具备维护大客户关系的丰富经验和全面的客户服务方案。

新巨丰亦持续多年为蒙牛控股子公司妙可蓝多提供无菌包装产品，对于服务蒙牛集团体系内公司具有一定的经验。本次交易完成后，新巨丰愿意积极与标的公司交流合作，发挥各自优势，探讨为标的公司客户提供更优质、更多元、更具性价比的产品和更一体化的服务，保障包装产品供应，加快包装产品技术创新，维护全体客户的利益，为标的公司全体股东创造价值。

本次交易完成后，上市公司将充分尊重标的公司管理层和运营团队的能力和經驗，遵守香港联交所的上市规则与有效的内部控制措施，保护标的公司的商业秘密和敏感信息并保证其未来的稳定经营。在可行范围内，上市公司希望与标的公司在客观分析双方管理体系差异、尊重标的公司企业文化、符合两地资本市场监管要求的基础上，完善内部资源的优化配置，实现优势互补。

综上所述，本次交易完成后，新巨丰将充分尊重标的公司合法合规经营，参考国际化无菌包装企业的优秀经验，不断提升客户服务水平，维护全体客户的利益，预计导致标的公司大客户变动的风险较低。

上市公司已在重组报告书“重大风险提示”之“二、标的公司业务与经营风险”之“(二) 客户集中度较高的风险”中披露了相关风险。

**(二) 请你公司说明 GSH 股东、实际控制人和表决权情况，与你公司和标的公司主要股东、董监高的关系，结合纷美国际主要业务、财务数据以及占标的公司的比例，说明标的公司对纷美国际无管理控制权但是从会计角度控制纷美国际的依据**

### **1、GSH 股东、实际控制人和表决权情况**

GSH 的唯一股东为 Future Strategy Investment Fund Limited Partnership (以下简称“基金”)，基金的普通合伙人为 Future Strategy GP Limited (以下简称“普通合伙人”)。根据标的公司公告，股权结构示意图如下：



Phoenix Investments Lited（为焦树阁全资持有的公司，以下简称“Rising Phoenix”）。其中，纷美包装通过 GSG 持有基金 90%的 A 类权益，Rising Phoenix 持有基金 10%的 A 类权益。

根据标的公司于 2024 年 4 月 30 日披露的补充公告，普通合伙人由 New Precision Investments Limited（以下简称“NPI”）直接全资持有，焦树阁（通过 Lucky Year Enterprises Limited，一家由焦树阁全资持有的 BVI 公司，以下简称“Lucky Year”）、纷美包装（通过 GSG）以及 The Glorious Sea STAR Trust（通过 Glorious Sea International Limited，以下简称“GSIL”）分别持有 NPI 30%、40%、30%的权益。根据 NPI 现有的三位股东之间的协议，每名股东（只要其持有 NPI 至少 10%的权益）均有权提名一名董事进入 NPI 董事会，若 GSIL 不再持有 NPI 至少 10%的权益，则 Lucky Year 有权提名一名额外董事（代替 GSIL 提名的董事）进入 NPI 董事会。根据此项安排，纷美包装（通过 GSG）无权提名 NPI 的董事会大部分成员，其对 NPI 亦无管理控制权。因此，纷美包装对普通合伙人、基金、GSH 并无管理控制权。

除以上公告内容，标的公司公告中未披露其他有关基金的决策安排和表决权相关约定。

## 2、与你公司和标的公司主要股东、董监高的关系

经上市公司核查，除上市公司持有纷美包装股权外，上市公司与 GSH 股东、GSH 实际控制人不存在其他关联关系。

根据标的公司公告，纷美包装通过间接全资附属公司 GSG 持有基金 90%的 A 类权益，并通过 GSG 间接持有基金普通合伙人 40%的权益，纷美包装的关连人士（定义见香港联交所上市规则）不得被提名为 The Glorious Sea STAR Trust（普通合伙人的股东）的受益人。根据标的公司 2024 年 1 月 29 日披露的公告，“普通合伙人 Future Strategy GP 由焦树阁先生（“焦先生”）（透过 Lucky Year）、本公司及 The Glorious SeaSTAR Trust 最终拥有，彼等分别持有 30%、40%及 30%的权益。The Glorious Sea STAR Trust 为根据开曼群岛《信托法》（修订版）第八部所载的特殊信托替代制度设立的信托。The Glorious Sea STAR Trust 的受托人为 Ogier Global Trustee (Cayman)Limited。其受益人包括(a)基金；(b)目标

集团；(c)以认购 A 类权益的收益进行投资的其他公司的董事或雇员，该等人士及权益由 The Glorious Sea STAR Trust 的执行人提名及厘定。焦树阁先生为初始执行人，Lucky Year 可委任或罢免执行人。焦树阁先生及本公司层面的关连人士（定义见上市规则）为 The Glorious Sea STAR Trust 的除外人士，不得被提名为受益人。……据董事经作出一切合理查询后所深知、尽悉及确信，于 2024 年 1 月 29 日的公告日期，焦树阁及 The Glorious Sea STAR Trust 的受托人均均为独立于标的公司及其关连人士的第三方”。

根据标的公司 2024 年 1 月 29 日披露的公告，纷美包装董事并无于交易（即基金认购和国际业务重组）项下拟进行的事项中拥有任何重大权益，标的公司公告中亦未披露基金认购和国际业务重组构成与纷美包装关连人士（定义见香港联交所上市规则）的交易。

### 3、纷美国际主要业务、财务数据以及占标的公司的比例

纷美国际主要业务系为海外国家从事提供综合包装解决方案。根据标的公司 2024 年 1 月 29 日的公告，“目标集团主要于欧洲、美洲及亚洲国家（不包括中国）等海外国家从事提供综合包装解决方案。”“首先，这会促进将目标集团的品牌及定位发展及重新调整为全球市场包装产业的国际供应商（通过其于目标集团的直接及间接权益），并可能为本公司及目标集团吸引更多品牌国际客户。”“交易完成后进一步拓展国际市场亦将为目标集团及本公司带来更多商机及合作伙伴。国际市场对优质环保的包装产品的需求日益增长。凭借先进的技术及丰富的经验，目标集团有能力在海外市场成为主要参与者，为客户提供更好的产品及服务，这将进一步提升目标集团的品牌知名度和影响力，为目标集团及本公司的长远发展奠定坚实的基础”。

根据标的公司于 2024 年 1 月 29 日公告披露，纷美国际 2022 年和 2023 年 1-11 月的收益、除所得税前净溢利和除所得税后净溢利如下：

单位：人民币百万元

科目	2023 年 1-11 月	2022 年度
收益	1,102	977
除所得税前净溢利	28	16
除所得税后净溢利	19	16

因标的公司纷美包装于 2024 年 1 月 29 日公告仅披露了纷美国际 2023 年 1-11 月的收益、除所得税前净溢利和除所得税后净溢利，假设纷美国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数；纷美包装于 2024 年 1 月 29 日公告中披露的纷美国际所代表的国际业务准确、完整。基于上述假设，纷美包装和纷美国际的财务数据对比情况如下：

单位：万元

项目		2023年	2022年
纷美包装	收益	381,667.90	393,701.10
	除所得税前净溢利	32,414.10	23,279.20
	除所得税后净溢利	24,421.40	18,239.70
纷美国际	收益	120,218.18	97,700.00
	除所得税前净溢利	3,054.55	1,600.00
	除所得税后净溢利	2,072.73	1,600.00
占比	收益	31.50%	24.82%
	除所得税前净溢利	9.42%	6.87%
	除所得税后净溢利	8.49%	8.77%

注 1：纷美国际 2023 年除所得税后净溢利系根据标的公司于 2024 年 1 月 29 日公告，2023 年 1-11 月纷美国际相关数据，并假设纷美国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数进行模拟测算得出；

注 2：纷美包装于 2023 年度报告、2024 年 1 月 29 日公告披露纷美包装的数据单位为千元人民币，披露纷美国际数据的单位为百万元人民币，均未保留小数。因模拟测算需求，亦便于阅读，此处假设原公告披露数据的后续小数位均为 0，并统一换算成万元并保留两位小数进行测算和列式，以下模拟测算均同此处理

据此测算，纷美国际营业收入占标的公司收入比例分别为 24.82%、31.50%；税前净溢利占比分别为 6.87%、9.42%；税后净溢利占比分别为 8.77%、8.49%。

#### 4、标的公司对纷美国际无管理控制权但是从会计角度控制纷美国际的依据

《国际财务报告准则第 10 号—合并财务报表》和《企业会计准则第 33 号—合并财务报表》均规定企业合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。当投

投资方持有半数或半数以下表决权时，应综合考虑下列事实和情况，以判断其持有的表决权与相关事实和情况相结合是否赋予投资方拥有对被投资方的权力：

①投资方是否能够任命或批准被投资方的关键管理人员，这些关键管理人员能够主导被投资方的相关活动。②投资方是否能够出于自身利益决定或者否决被投资方的重大交易；③投资方是否能够控制被投资方董事会等类似权力机构成员的任命程序，或者从其他表决权持有人手中获得代理投票权；④投资方与被投资方的关键管理人员或董事会等类似权力机构中的多数成员是否存在关联关系；⑤投资方与被投资方之间是否存在特殊关系。特殊关系通常包括：被投资方的关键管理人员是投资方的现任或前职工，被投资方的经营活动依赖于投资方等。

根据标的公司 2024 年 4 月 30 日的补充公告，“从会计角度而言，本公司仍控制国际业务，该结论已考虑维持重大经济利益、本公司行政总裁及其他管理层对国际业务的持续参与以及本公司与国际业务客户之间的互动程度等因素。诚如该公告及协议所预计，情况可能会有所变动，例如，国际业务的管治文件允许逐步实行更加独立及本地化的董事会。倘情况出现有关变动，将对会计控制权的结论相应进行重新评估，及本公司将适时就该问题作出进一步公告。于该公告发布之前，本公司及其专业顾问已审阅该公告，并根据本公司与国际业务之间存在持续关系的实质同意，从会计角度而言，本公司仍控制国际业务。本公司根据与其核数师进行的讨论得悉，核数师现时认为，基于迄今自本公司所获数据得出之事实及情况，其相信并无足够证据支持分拆本集团国际业务。作为二零二四年审计的一部分，核数师将继续评价有关事实及情况发展，以得出适当之会计处理结论”。

鉴于标的公司未进一步详细披露从会计角度做出控制的判断过程，基于准则对控制判断的规定以及标的公司相关公告，标的公司可从会计角度控制纷美国际，纷美国际的经营业绩、资产及负债将继续纳入标的公司综合财务报表范围。

假设发生标的公司公告“诚如该公告及协议所预计，情况可能会有所变动，例如，国际业务的管治文件允许逐步实行更加独立及本地化的董事会。倘情况出现有关变动，将对会计控制权的结论相应进行重新评估，及本公司将适时就

该问题作出进一步公告。”之相关情形，则标的公司可从会计角度继续控制纷美国际的上述结论则要进行重新评估。

**(三) 说明标的公司国际业务重组的具体方案及进展情况，结合国际业务重组后的管理模式，说明如果你公司不能管理控制纷美国际对你公司和标的公司的具体影响**

### **1、标的公司国际业务重组的具体方案及进展情况**

根据标的公司 2024 年 1 月 29 日公告<sup>1</sup>，2024 年 1 月 25 日，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（卖方的全资附属公司，以下简称“纷美国际”）及卖方（丰景集团有限公司，纷美包装的全资附属公司，简称“丰景集团”）订立重组协议。该交易完成后，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。因此，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。

标的公司 2024 年 1 月 29 日公告中提及的国际业务重组已完成。具体方案如下：

(1) 重组前，纷美国际于 2024 年 1 月 15 日向丰景集团发行本金额约人民币 593 百万元的无息贷款票据（简称“第一份贷款票据”）。

(2) 纷美国际与丰景集团之债务进行重组：于订立交易时，纷美国际欠付丰景集团的债务总额约为人民币 593 百万元（相当于 652.61 百万港元），如第一份贷款票据所示，该款项为免息，且仍到期未偿。丰景集团拟向 GSH 转让第一份贷款票据项下本金额人民币 389,974,342.23 元（相当于 429.18 百万港元）的部分债务（简称“第一份贷款票据 A”），使纷美国际欠付 GSH 人民币 389,974,342.23 元（相当于 429.18 百万港元），并仍欠付丰景集团余额人民币 203,081,230.77 元（相当于 223.50 百万港元）（简称“第一份贷款票据 B”）。第一份贷款票据已注销并由纷美国际向 GSH 发行记录债务的第一份贷款票据 A 及向丰景集团发行记录余下本金额债务的第一份贷款票据 B 所取代。

---

<sup>1</sup> [https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/0129/2024012900063\\_c.pdf?code=00468](https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/0129/2024012900063_c.pdf?code=00468)

(3) GSH 向丰景集团发行第二份贷款票据：为支付债务转让，GSH 拟以丰景集团为受益人发行本金额为人民币 389,974,342.23 元（相当于 429.18 百万港元）的贷款票据作为第二份贷款票据。

(4) GSG 认购基金：2024 年 1 月 25 日，GSG 与基金的普通合伙人 Future Strategy GP Limited 签订认购协议，GSG 已同意作出 72 百万美元（相当于 561.60 百万港元）的资本承担，以认购基金的 A 类权益的 90%。而 Rising Phoenix 作出的资本承担为 8 百万美元（相当于 62.4 百万港元），以认购基金的 A 类权益的 10%。

由于纷美包装（透过 GSG）须向基金支付 72 百万美元（相当于与普通合伙人协定的 561.60 百万港元）以认购 A 类权益；及基金（透过 GSH）须向纷美包装（透过丰景集团）偿还第二份贷款票据项下的人民币 389,974,342.23 元（相当于 429.18 百万港元），纷美包装及基金同意以美元兑美元的方式抵销该等付款责任，导致纷美包装于 2024 年 1 月 25 日因交易向基金支付净额人民币 122,478,457.77 元（相当于 134.79 百万港元）。

(5) 纷美国际分别向 GSH 和丰景集团发行新股：GSH 及纷美国际同意将纷美国际根据第一份贷款票据 A 向 GSH 偿还应付本金额的义务抵销 GSH 以美元兑美元的方式向纷美国际支付认购 GSH 新股份代价的义务；及丰景集团及纷美国际同意将纷美国际根据第一份贷款票据 B 向丰景集团偿还应付本金额的义务抵销丰景集团以美元兑美元的方式向纷美国际支付认购丰景集团新股份代价的义务。发行新股完成后，GSH 和丰景集团分别持有纷美国际 51%和 49%股权。

基金的具体架构详见本题之“(二)”之“1、GSH 股东、实际控制人和表决权情况”。

## 2、国际业务重组后的管理模式

国际业务重组后的管理模式主要通过纷美国际及其附属公司的董事会和管理层开展。根据标的公司 2024 年 1 月 29 日的公告，“重组为目标集团引入更强大的董事会及本地管理层团队及合作伙伴铺平道路，彼等将独立于董事会与基金及其团队携手运作”。“透过建立有限合伙结构，目标集团将有机会在欧洲设立更稳健的董事会及高级管理层来掌舵，并独立于董事会及本公司运作。”根据

标的公司于 2024 年 4 月 30 日披露的补充公告，普通合伙人由 NPI 直接全资持有，焦树阁（通过 Lucky Year）、纷美包装（通过 GSG）以及 The Glorious Sea STAR Trust（通过 GSIL）分别持有 NPI 30%、40%、30%的权益。根据 NPI 现有的三位股东之间的协议，每名股东（只要其持有 NPI 至少 10%的权益）可提名一名董事进入 NPI 董事会，若 GSIL 不再持有 NPI 至少 10%的权益，则 Lucky Year 有权提名一名额外董事（代替 GSIL 提名的董事）进入 NPI 董事会。根据此项安排，纷美包装无权提名 NPI 的董事会大部分成员，其对 NPI、普通合伙人、基金、GSH 并无管理控制权。

国际业务重组后，纷美包装依然从会计角度控制纷美国际。根据标的公司 2024 年 1 月 29 日的公告及 2024 年 4 月 30 日的补充公告，“待认购基金的 A 类权益及重组协议完成后，本集团仍将从会计角度控制目标公司。因此，目标集团的经营业绩、资产及负债将继续纳入本集团综合财务报表范围。由于从会计角度本交易将不会导致丧失对目标公司的控制权，因此视作出售事项不会对交易发生当期的综合溢利产生重大影响”，“从会计角度而言，本公司仍控制国际业务，该结论已考虑维持重大经济利益、本公司行政总裁及其他管理层对国际业务的持续参与以及本公司与国际业务客户之间的互动程度等因素。诚如该公告及协议所预计，情况可能会有所变动，例如，国际业务的管治文件允许逐步实行更加独立及本地化的董事会。倘情况出现有关变动，将对会计控制权的结论相应进行重新评估，及本公司将适时就该问题作出进一步公告。于该公告发布之前，本公司及其专业顾问已审阅该公告，并根据本公司与国际业务之间存在持续关系的实质同意，从会计角度而言，本公司仍控制国际业务”。

### **3、如果不能管理控制纷美国际对上市公司和标的公司的具体影响**

如果不能管理控制纷美国际，则分以下几种情况分析对标的公司和上市公司的具体影响：

#### **(1) 情况一：上市公司不能管理控制纷美国际，但从会计角度继续能够控制纷美国际**

根据标的公司公告，纷美包装目前对纷美国际无管理控制权但是从会计角度控制纷美国际，如果维持目前股权结构及相关安排，新巨丰虽不能管理控制

纷美国际，也可继续从会计角度控制纷美国际，经营业绩、资产及负债将继续纳入纷美包装综合财务报表范围。国际业务重组不影响纷美包装的收益，亦不影响除所得税后净溢利水平，但将小幅度降低标的公司归母除所得税后净溢利。国际业务重组后，Rising Phoenix 所占有的基金的 10% 权益（穿透后对应纷美国际 5.1% 的权益）为少数股东权益。

因标的公司对纷美国际、基金相关业务、财务数据披露的局限性，基于如下假设测算：1) 假设纷美国际保持目前的股权结构；2) 假设纷美国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数；3) 假设标的公司与纷美国际之间不存在内部关联交易；4) 标的公司 2024 年 1 月 29 日公告中披露的纷美国际所代表的国际业务准确、完整。少数股东除所得税后净溢利影响额的测算如下：

单位：万元

项目	2023年	2022年
纷美国际除所得税后净溢利③	2,072.73	1,600.00
丰景集团按49%持股比例计算应享有的税后净溢利①	1,015.64	784.00
GSG按比例应享有的税后净溢利（GSH按51%持股比例计算应享有的税后净溢利*90%）②	951.38	734.40
标的公司合计享有纷美国际的税后净溢利(④=①+②)	1,967.02	1,518.40
少数股东除所得税后净溢利影响额(⑤=③-④)	105.71	81.60

注：纷美国际 2023 年除所得税后净溢利系根据标的公司于 2024 年 1 月 29 日公告，2023 年 1-11 月纷美国际相关数据，并假设纷美国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数进行模拟测算得出

国际业务重组如报告期初完成对标的公司归母除所得税后净溢利的影响模拟测算如下：

单位：万元

利润表科目	2023年度	2022年度	2023年度影响	2022年度影响	2023年度模拟	2022年度模拟
归母除所得税后净溢利	24,421.40	18,239.70	-105.71	-81.60	24,315.69	18,158.10

从对上市公司影响来看，在纷美包装可从会计角度控制纷美国际的情况下，

国际业务重组也不影响上市公司的收入，亦不影响净利润水平，但将小幅度降低上市公司归母净利润。

**(2) 情况二：上市公司不能管理控制纷美国际，从会计角度也不能够继续控制纷美国际，但纷美包装能够直接对纷美国际产生重大影响，通过 GSG 对基金、GSH 产生重大影响**

若假设维持目前的股权结构，会计角度无法控制纷美国际时，标的公司通过丰景集团对纷美国际享有 49%表决权的会计处理，将依据纷美国际更加独立及本地化的董事会的权利判断适用长期股权投资准则还是金融资产准则，如标的公司有权力向纷美国际委派董事，且没有明确的证据表明其不能参与纷美国际的财务和经营决策，一般可认为标的公司对纷美国际具有重大影响，标的公司对纷美国际享有的 49%表决权适用长期股权投资准则。

标的公司通过 GSG 在基金中享有的 90%A 类权益，并通过 GSG 在基金普通合伙人的股东 NPI 中持有 40%权益，可以对基金的日常经营活动构成重大影响，因此，标的公司对该 90%A 类权益的投资可适用长期股权投资准则。

因标的公司对纷美国际、基金相关业务、财务数据披露的局限性，基于如下假设测算如果不能管理控制纷美国际对上市公司和标的公司的具体影响：1) 假设纷美国际保持目前的股权结构；2) 假设纷美国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数；3) 假设标的公司与纷美国际之间不存在内部关联交易；4) 标的公司 2024 年 1 月 29 日公告中披露的纷美国际所代表的国际业务准确、完整；5) 假设失去对纷美国际控制权后，适用长期股权投资准则；6) 假设标的公司通过 GSG 在基金持有 90%A 类权益并仍能够产生重大影响，适用长期股权投资准则；7) 假设纷美国际除税后净溢利外，无其他导致净资产发生变动的事项。

基于上述假设，模拟测算 2022 年和 2023 年标的公司合计享有纷美国际的税后净溢利情况如下：

单位：万元

项目	2023年	2022年
纷美国际除所得税后净溢利③	2,072.73	1,600.00
丰景集团按49%持股比例计算应享有的税后	1,015.64	784.00

项目	2023年	2022年
净溢利①		
GSG按比例应享有的税后净溢利（GSH按51%持股比例计算应享有的税后净溢利*90%）②	951.38	734.40
标的公司合计享有纷美国际的税后净溢利（④=①+②）	1,967.02	1,518.40
除所得税后净溢利影响额（⑤=③-④）	105.71	81.60
标的公司（并表纷美国际）除所得税后净溢利	24,421.40	18,239.70
除所得税后净溢利影响额占标的公司（并表纷美国际）除所得税后净溢利的比例	0.43%	0.45%

注：纷美国际 2023 年除所得税后净溢利系根据标的公司于 2024 年 1 月 29 日公告，2023 年 1-11 月纷美国际相关数据，并假设纷美国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数进行模拟测算得出

基于上述假设，进一步模拟测算对标的公司 2022 年和 2023 年的财务状况影响如下：

单位：万元

项目	2023年	2022年	
标的公司（并表纷美国际）	收益	381,667.90	393,701.10
	除所得税前净溢利	32,414.10	23,279.20
	除所得税后净溢利	24,421.40	18,239.70
纷美国际	收益	120,218.18	97,700.00
	除所得税前净溢利	3,054.55	1,600.00
	除所得税后净溢利	2,072.73	1,600.00
标的公司（不并表纷美国际）	收益	261,449.72	296,001.10
	除所得税前净溢利	32,308.39	23,197.60
	除所得税后净溢利	24,315.69	18,158.10

注 1：标的公司（不并表纷美国际）收益=标的公司（并表纷美国际）收益-纷美国际收益；  
 标的公司（不并表纷美国际）除所得税前净溢利=标的公司（并表纷美国际）除所得税前净溢利-纷美国际除所得税后净溢利\*51%\*10%；  
 标的公司（不并表纷美国际）除所得税后净溢利=标的公司（并表纷美国际）除所得税后净溢利-纷美国际除所得税后净溢利\*51%\*10%

注 2：纷美国际 2023 年除所得税后净溢利系根据标的公司于 2024 年 1 月 29 日公告，2023

年 1-11 月份美国国际相关数据，并假设纷美国国际 2023 年 12 月的收益、除所得税前净溢利、除所得税后净溢利均为 2023 年 1 月至 11 月之月均平均数进行模拟测算得出

由上表模拟测算可知，标的公司在保持纷美国国际截至 2024 年 1 月 29 日公告所示股权结构的情况下，若会计角度无法控制纷美国国际，会对标的公司 2022 年度和 2023 年度的除所得税后净溢利带来-0.45%和-0.43%的影响，对标的公司 2022 年度和 2023 年度的收益带来-24.82%和-31.50%的影响，对其收入的影响较大，但对除所得税后净溢利影响相对较小。

从对上市公司影响来看，上述收入和净利润的影响将同步影响上市公司。整体看，对上市公司收入有一定影响，但对净利润的影响较小。

**(3) 情形三：上市公司不能管理控制纷美国国际，从会计角度也不能够继续控制纷美国国际，且纷美包装无法直接对纷美国国际产生重大影响，亦无法通过 GSG 对基金、GSH 产生重大影响**

如果标的公司未来无法直接对纷美国国际产生重大影响，亦无法通过 GSG 对基金、GSH 产生重大影响，则将对纷美国国际的投资采用金融资产准则核算，并且将其指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，在后续计量中，获得的股利收入（明确作为投资成本部分收回的股利收入除外）计入当期损益，其他相关的利得和损失（包括汇兑损益）均计入其他综合收益，且后续不得转入损益。

该种情形下，纷美国国际的收入和净利润无法直接为标的公司和上市公司的收入和净利润做出贡献，基于标的公司于 2024 年 1 月 29 日、2024 年 4 月 40 日所披露的国际业务重组相关公告及 2022 年、2023 年年度报告的相关历史数据来看，对标的公司和上市公司基于上述历史数据测算的收入有一定影响，但对净利润影响不足 10%，相对较小。

综合上述三种情形，基于标的公司于 2024 年 1 月 29 日、2024 年 4 月 40 日所披露的国际业务重组相关公告及 2022 年、2023 年年度报告的相关历史数据来看，若纷美国国际的股权架构及其他相关安排不变，则如果未来上市公司不能管理控制纷美国国际，且无法在从会计角度控制纷美国国际，对上市公司和标的公司收入有一定影响，但对净利润的影响相对较小。但若情形发生变化，包括但

不限于纷美国际的股权架构调整及其他相关安排出现变化，则需要重新对相关情况进行进一步评估和判断。

此外，纷美包装国内业务占比较高，从区域分布来看，标的公司中国分部在 2022 年度和 2023 年度占比均超过 50%。随着我国液态奶和非碳酸软饮料需求的增长，以及上游技术和生产效率的升级，国内无菌包装行业市场规模稳步上升。目前中国本土无菌包装生产商市场竞争力不断提升，有望实现国产替代。鉴于标的公司较高的收入占比依旧来源于国内市场，上市公司可以通过本次收购继续在国内市场与标的公司进行协同。同时，上市公司一直稳健经营，近三年收入复合增长率为 18.28%，净利润也在逐年增长，结合上述模拟测算，不会对上市公司经营业绩产生重大不利影响。

上市公司已在重组报告书中披露了关于标的公司实施对其经营重大不利影响的业务重组的风险，如下所示：

“2024 年 1 月 29 日和 2024 年 4 月 30 日，标的公司发布其国际业务重组相关公告<sup>2</sup>。2024 年 1 月 25 日，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（卖方的全资附属公司，以下简称“纷美国际”）及卖方（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。该交易完成后，GSH 持有纷美国际 51%股权，纷美包装于纷美国际（通过卖方持有）的权益由 100%摊薄至 49%。根据前述公告，该次国际业务重组完成后，纷美包装对 GSH、GSH 于纷美国际的 51%权益及纷美国际并无管理控制权，但标的公司仍将从会计角度控制纷美国际。根据标的公司 2024 年 4 月 30 日的公告，“截至该公告发布之时，本公司及其专业顾问已进行审阅，并得出结论认为，从会计角度而言，本公司仍控制国际业务。……诚如该公告及协议所预计，情况可能会有变动，例如，国际业务的管治文件允许逐步实行更加独立及本地化的董事会。倘情况出现有关变动，将对会计控制权的结论相应进行重新评估，及本公司将适时就该问题作出进一步公告。”假设如前述公告所述，未来“标的公司仍将从会计角度控制纷美国际”的情况出现有关变动，导致标的公司合并范围发

---

<sup>2</sup> [https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/0129/2024012900063\\_c.pdf](https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/0129/2024012900063_c.pdf);  
[https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/0430/2024043001178\\_c.pdf](https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/0430/2024043001178_c.pdf)

生变动，标的公司的国际业务布局和发展可能会发生不利变化，从而对标的公司的经营业绩产生不利影响”。

#### （四）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次收购预计导致标的公司大客户变动的风险较低，上市公司已经补充说明为应对标的公司大客户变动的风险拟采取的应对措施，并已在重组报告书中提示相关风险；

2、GSH 的唯一股东为基金，基金的普通合伙人为 Future Strategy。经上市公司核查，除上市公司持有纷美包装股份外，上市公司与 GSH 股东、GSH 实际控制人不存在其他关联关系；根据标的公司公告，纷美包装董事并无于交易（即基金认购和国际业务重组）项下拟进行的事项中拥有任何重大权益，标的公司公告中亦未披露基金认购和国际业务重组构成与纷美包装关连人士的交易；基于标的公司的公告内容中标的公司审计机构和董事会的判断，标的公司对纷美国际无管理控制权但是从会计角度控制纷美国际；

3、标的公司 2024 年 1 月 29 日公告中提及的国际业务重组已完成，国际业务重组后的管理模式主要通过纷美国际及其附属公司的董事会和管理层开展。基于标的公司于 2024 年 1 月 29 日、2024 年 4 月 40 日所披露的国际业务重组相关公告及 2022 年、2023 年年度报告的相关历史数据来看，若纷美国际的股权架构及其他相关安排不变，则如果未来上市公司不能管理控制纷美国际，且无法从会计角度控制纷美国际，对上市公司和标的公司收入有一定影响，但对净利润的影响相对较小。但若情形发生变化，包括但不限于纷美国际的股权架构调整及其他相关安排出现变化，则需要重新对相关情况进行进一步评估和判断，上市公司已在重组报告书中提示相关风险。

（本页无正文，为《中国国际金融股份有限公司关于深圳证券交易所〈关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司的重组问询函〉的核查意见》之签章页）

独立财务顾问主办人：\_\_\_\_\_

丁 丁

\_\_\_\_\_

杨 朴

中国国际金融股份有限公司

2024年 6月 12 日