
上海东洲资产评估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》回复
之专项核查意见

二零二四年六月

深圳证券交易所创业板公司管理部：

上海东洲资产评估有限公司接受委托，担任山东新巨丰科技包装股份有限公司本次重大资产购买事项的估值机构，现就贵所出具的《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）提及的需估值机构核实的相关事项进行了认真分析与核查，现就相关事项发表专项核查意见如下：

如无特别说明，本回复中的简称或名词的释义与《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）》保持一致。

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

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
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

项目	2023年12月31日	2022年12月31日
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。故综上分析后，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机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内地地区，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

序号	收购方	被收购方	收购方股票代码
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
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）协议收购上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）通过协议安排将上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，并触发强制要约收购	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。
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。

案例	完成时间	选用估值方法	选用说明
文灿股份（603348.S H）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.S H）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.S H）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) 估值机构核查意见

经核查，估值机构认为：

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对本次交易不会造成重大不利影响。

（此页无正文，为《上海东洲资产评估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>回复之专项核查意见》签章页）

法定代表人：_____

徐 峰

估值人员：_____

苏 锐

郭韵瑾

上海东洲资产评估有限公司

年 月 日