

重组问询函回复报告

山东新巨丰科技包装股份有限公司

容诚专字[2023]100Z1034 号

容诚会计师事务所(特殊普通合伙)

中国·北京

关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司 的重组问询函的回复报告

深圳证券交易所创业板公司管理部：

根据贵所于 2023 年 6 月 6 日下发的《关于对山东新巨丰科技包装股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函[2023]第 7 号），山东新巨丰科技包装股份有限公司（以下简称“上市公司”或“新巨丰公司”）会同容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“会计师”）等相关各方根据问询函对有关问题进行了认真分析与核查，现就相关事项回复如下，请贵部予以审核。

目录

一、关于交易方案.....	3
问题 2.....	3
三、关于标的资产.....	17
问题 6.....	17

一、关于交易方案

问题 2

草案显示，由于受到纷美包装上市所在地证券市场监管要求，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，同时未设置业绩承诺。本次交易采用市场法进行估值，最终使用上市公司比较法作为最终估值方法，估值结果为 313,400 万元，增值率为 19.62%。

(1) 请你公司详细说明本次交易无法采用收益法的监管规则依据，并说明本次交易未设置业绩承诺的原因及合理性。

(2) 请你公司说明采用上市公司比较法是否符合行业惯例，并结合可比公司、价值比例等选取依据、纷美包装公司治理情况以及后续经营安排等，说明本次交易价格的合理性。

(3) 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，说明股价变动是否会对本次交易造成重大不利影响，如是，请充分提示风险。

请独立财务顾问及会计师核查并发表意见。请律师对问题（1）中的监管规则依据进行核查并发表意见。

回复：

（一）请你公司详细说明本次交易无法采用收益法的监管规则依据，并说明本次交易未设置业绩承诺的原因及合理性

1、本次交易无法采用收益法的监管规则依据

（1）估值人员执业准则及分析

《资产评估执业准则——企业价值》第二十三条第一款、第二款规定，采用收益法的，“资产评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整，结合被评估单位的人力资源、技术水

平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，合理确定评估假设，形成未来收益预测。

当委托人和其他相关当事人未提供收益预测，资产评估专业人员应当收集和利用形成未来收益预测的相关资料，并履行核查验证程序，在具备预测条件的情况下编制收益预测表。”

如上所述，获取采用收益法估值所需的盈利预测一般通过：

- 1) 相关方提供并经估值人员复核；
- 2) 在相关方无法提供的背景下，估值人员在具备预测条件的情况下根据有效数据独立编制。

(2) 香港上市规则及分析

根据香港法例第 571 章《证券及期货条例》第 307A 条，内幕消息指关于(a) 上市公司的；(b) 上市公司的股东或高级人员的；或(c) 上市公司的上市证券的或该等证券的衍生工具的；而并非普遍为惯常（或相当可能会）进行上市公司上市证券交易的人所知，但该等消息或资料如普遍为他们所知，则相当可能会对该等证券的价格造成重大影响的资料。若该等消息或资料于披露后相当可能对价格造成重大影响的话，除非该等消息或资料得以保密或上市公司符合其他《证券及期货条例》第 307D 条载列安全港条文，否则需要根据《证券及期货条例》及上市规则第 13.09 条尽快刊发内幕消息公告。

在厘定是否相当可能会造成重大影响时，应考虑以下因素，包括但不限于：

- (i) 在发行人整体业务的背景下，该项事件或该组情况的预期重要性；
- (ii) 该等消息或资料与上市证券价格的主要决定因素的相关程度；
- (iii) 消息或资料来源的可靠性；及
- (iv) 影响有关上市证券价格的市场可变因素（这些可变因素可包括价格、回报、波幅、流通量、证券之间的价格关系、数量、供应量、需求量等）。

因此，在香港上市规则下，由于标的公司所编制的盈利预测一般包含其未来预估（且非被公开）与其收益、盈利、业务发展方向有关的资料，而该等资料若被公开，将有机会影响标的公司的股票价格，且可能构成标的公司根据《证券及期货条例》及上市规则第 13.09 条的内幕消息。另外，根据上市规则第 2.03（4）条，上市证券的所有持有人均受到公平及平等对待。因此，标的公司一般会在没有合理原因、在没有根据安全港条文采取合理预防措施（包括将有内幕消息予以保密）及/或在没有根据上市规则第 13.09 条的要求刊发内幕消息公告的情况下将盈利预测或其他内幕消息向第三方（包括个别上市公司股东）披露。

（3）结论

由于标的公司的商业保密需求和上述估值人员执业准则和香港上市规则限制，本次交易完成前估值机构无法到现场对标的公司进行尽职调查，无法对标的公司所有资产、负债以及业务等开展全面核查程序，无法获取标的公司提供的盈利预测并进行复核。同时，本次交易也无法获取形成未来收益预测的相关资料，估值机构不具备独立编制盈利预测的条件。

综上所述，本次交易无法采用收益法进行估值。

2、本次交易未设置业绩承诺的原因及合理性

（1）本次交易未设置业绩承诺符合相关法律法规要求

《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条第三款规定：“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”

本次交易属于第三方收购，交易对方不涉及上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，中国证监会及深圳证券交易所的相关法律法规未强制要求设置业绩承诺和补偿安排。本次交易不设置业绩补偿承诺系交易双方根据市场化原则友好协商的结果，符合中国证监会和深圳证券交易所的相关规定。

（2）本次交易相关安排符合市场惯例，具有商业合理性

本次交易相关安排亦为遵循市场化的交易惯例，有利于保障本次交易顺利实施，具有商业合理性。过往 A 股上市公司跨境并购重大重组案例中，已存在若干根据市场化原则未设置业绩承诺的案例，例如英飞特（300582.SZ）2023 年 1 月收购欧司朗数字系统事业部、海南橡胶（601118.SH）2022 年 11 月协议转让和强制要约收购新加坡上市公司 HAC 公司 36% 股份、文灿股份（603348.SH）2020 年 6 月收购法国上市公司百炼集团 61.96% 股权、新天然气（603393.SH）2018 年 5 月要约收购香港上市公司亚美能源等。

综上，本次交易未设置业绩承诺符合相关法律法规要求及市场惯例，具有商业合理性，不存在损害上市公司及全体股东利益的情形。

（二）请你公司说明采用上市公司比较法是否符合行业惯例，并结合可比公司、价值比例等选取依据、纷美包装公司治理情况以及后续经营安排等，说明本次交易价格的合理性

1、采用上市公司比较法是否符合行业惯例

本次交易采用市场法进行估值，并以上市公司比较法为最终估值方法，理由如下：

市场法是指通过将评估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评估对象价值的评估方法的总称。市场法包括企业价值评估中的交易案例比较法和上市公司比较法等。评估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，可比交易案例在经营业务领域为纸盒包装，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，因此估值机构从两种方法下数据质量的准确性、完整性角度上来整体考虑，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。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	标的公司 (或其上层 公司)上市 地	最终估 值方法	理由
英飞特 (300582.SZ) 收购欧司朗数字 系统事业部	瑞士	市场法 -上市 公司比 较法	采用资产基础法估值时难以体现被估值资产组长期从事相关业务所积累的技术、品牌以及客户关系的价值，因此资产基础法不适用于本次项目的估值。收益法测算需要基于标的资产历史财务数据以及未来发展规划分析计算得出，通常需要结合审定数据以及盈利预测相关假设等信息对于未来企业提供的发展规划进行合理性分析验证，基于跨境并购市场环境、海外收购谈判惯例、以及本次收购的时间安排等原因，截止估值报告出具日，标的资产的审计工作及对于管理层未来盈利预测的分析验证工作仍在开展和推进中。同时考虑到目前被收购资产所涉及区域主要有德国、意大利以及中国，境内外的公共卫生事件以及国际形势紧张也对收益法下的估值工作开展有所影响。
上海莱士 (002252.SZ) 发行股份购买 GDS45%股权	西班牙	市场法 -上市 公司比 较法	GDS 的信息披露受到已签署的商业保密协议和对基立福的证券监管规定中相关要求的限制。保密信息一经泄露，可能对 GDS 的业务发展及与业务伙伴的合作关系带来较大的不利影响。为促进及维护相关方的长远利益，经本次交易双方结合实际情况协商一致，估值人员仅能在有限程度内履行核查程序；同时，基于与委托人的讨论并考虑到可能获得的资料程度，本次估值采用市场法对 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 的股东全部权益进行测算。由于 GDS 所属行业类似上市公司较多，上市公司股价及经营和财务数据等信息较为公开，可以相对充分、准确、可靠地获取相关资料，故采用市场法中的可比上市公司法估值。 由于境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分，且根据交易背景判断，交易对价中可能包含投资价值的因素，其价值属性与本次估值的价值类型（市场价值）有差异，故本次不采用交易案例比较法进行估值分析。
海南橡胶 (601118.SH)	新加坡	市场法 -上市	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

案例	标的公司 (或其上层 公司)上市 地	最终估 值方法	理由
协议转让和强制 要约收购新加坡 上市公司 HAC 公司 36%股份		公司比 较法	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。 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。
文灿股份 (603348.SH) 收购法国上市公 司百炼集团 61.96%股权	法国	市场法 -上市 公司比 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。
新天然气 (603393.SH) 要约收购香港上 市公司亚美能源 55%股权	香港	市场法 -上市 公司比 较法	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。

2、结合可比公司、价值比例等选取依据、纷美包装公司治理情况以及后续经营安排等，说明本次交易价格的合理性

(1) 可比公司的选取依据

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2022年度产能为338亿个包装，2022年生产并销售了约240亿个包装，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2022年收入60%以上来源于中国。

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，故本次通过对被估值单位的分析，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材料行业，通过同花顺查询申银万国包装材料行业后，东洲评估共获得 41 家上市公司。

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，包装材料行业中业务相关度较高的可比上市公司仅有新巨丰，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、润泽科技（普丽盛）纳入选择范围，共取得 44 家上市公司。

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

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
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铝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	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、	印刷类业务、覆盖类业务、技术服务类业务

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
			助销售终端的研发、运营、档案存储与电子化等	电子票证服务、智能彩票终端设备销售、档案存储与电子化	
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、销售及服务	纸箱、纸板、缓冲包装材料、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、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、粘帖胶带、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
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

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
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、	塑料防盗瓶盖

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
				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	
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、热带型泡罩铝、栓剂复合铝、PTP 铝箔、泡罩纸铝 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

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
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（普丽盛）	数据中心业务服务	灌装机系列设备、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	灌装机系列设备、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

在上述范围内，润泽科技因于 2022 年 8 月完成重大资产重组，考虑重组后，其数据模块业务对企业价值的影响难以完全剔除，故本次将其剔除可比公司范围。同时查询港股上市公司中与标的企业无可比相似公司。国际市场中，主要的同行业公司为利乐集团及瑞士上市公司 SIG 集团，但利乐集团为非上市公司，相关数据无法获取，SIG 集团为瑞士上市公司，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。

基于上述分析，东洲评估最终选取以下 3 家公司 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

（2）价值比例的选取依据

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 EV/EBITDA（企业价值/息税折旧及摊销前利润）、EV/Sales（市售率）等企业价值比率。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）占总资产比重约 55%，属于重资产行业，P/B 具有适用性；

2) 2020 年至今，被估值单位盈利能力与收入变动比例并非呈现正相关关系，2021 年虽然收入上涨，但净利润却有所下滑，且波动性较大。因此，在该种情况下，P/S、EV/S 的适用性相对较弱

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，且排除了折旧摊销这些非现金成本的影响，故 EV/EBITDA 具有适用性；而不采用 P/E 进行测算。

综上分析，本次估值的价值比率选择 P/B 与 EV/EBITDA。

（3）纷美包装公司治理情况

本次交易完成后，与交易对方相同，上市公司亦仅拟提名 1 名董事候选人，无法构成对标的公司的控制权。本次交易定价未考虑控制权溢价及非控制权折价。

（4）后续经营安排

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的参股公司，上市公司作为标的公司的第一大股东，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。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。但是，本次交易定价未考虑协同效应。

综上所述，本次估值选取可比公司、价值比例的依据合理，本次交易定价未考虑控制权溢价及非控制权折价，亦未考虑协同效应。根据《估值报告》，被估值单位的股东全部权益价值为 313,400.00 万元，对应本次交易标的价值为 88,426.31 万元，与本次交易作价 86,404.24 万元接近。综上，本次交易价格具有合理性。

(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，说明股价变动是否会对本次交易造成重大不利影响，如是，请充分提示风险

本次交易作价为 2.65 港元/股，交易价格对纷美包装股票在重组预案披露日、重组报告书（草案）披露日及回函日收盘价的溢价情况如下：

交易日	收盘价（港元/股）	交易作价溢价率
重组预案披露日（2023年1月27日）	2.16	22.69%
重组报告书（草案）披露日（2023年5月19日）	1.91	38.74%
回函日（2023年6月16日）	2.09	26.79%

根据《股份转让协议》，本次交易交割的先决条件不涉及标的公司股价水平。标的公司的股价变动不会对本次交易造成重大不利影响。

(四) 会计师核查意见

经核查《山东新巨丰科技包装股份有限公司拟收购纷美包装有限公司股权所涉及的纷美包装有限公司股东全部权益价值估值报告》（东洲咨报字[2023]第 1042 号）及评估师对于可比公司、价值比例等选取依据，会计师认为：

- 1、由于估值人员执业准则和香港上市规则限制，本次交易无法采用收益法进行估值；
- 2、本次交易未设置业绩承诺具有合理性；
- 3、本次交易估值采用上市公司比较法符合行业惯例，本次交易价格具有合理性；
- 4、纷美包装股价变动不会对本次交易造成重大不利影响。

三、关于标的资产

问题 6

草案显示，纷美包装 2021 年净利润为 28,507.2 万元，2022 年下滑至 18,239.7 万元；2021 年毛利率为 20.14%，2022 年下滑至 14.93%。你公司 2021 年和 2022 年毛利率分别为 27%和 16.92%，均高于纷美包装同期毛利率。

(1) 请你公司结合纷美包装行业地位、产品构成、客户结构、成本构成、行业可比公司、原材料价格变化情况等，说明 2022 年纷美包装净利润及毛利率下降较多的原因及合理性，纷美包装经营业绩是否存在持续下跌风险。

(2) 请你公司结合前述问题，说明本次收购是否有利于增强公司持续经营能力。

请独立财务顾问及会计师核查并发表意见。

回复：

(一) 请你公司结合纷美包装行业地位、产品构成、客户结构、成本构成、行业可比公司、原材料价格变化情况等，说明 2022 年纷美包装净利润及毛利率下降较多的原因及合理性，纷美包装经营业绩是否存在持续下跌风险

答复：

1、结合纷美包装行业地位、产品构成、客户结构、成本构成、行业可比公司、原材料价格变化情况等，说明 2022 年纷美包装净利润及毛利率下降较多的原因及合理性。

报告期内，标的公司的净利润及毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2022 年	2021 年
营业收入	393,701.1	346,433.3
销售成本	334,904.8	276,666.9
毛利	58,796.3	69,766.4

项目	2022 年	2021 年
毛利率	14.93%	20.14%
净利润	18,239.7	28,507.2

2022 年较 2021 年，净利润及毛利率下降较多的主要原因是受原材料成本持续上涨和销售组合变动的的影响，销售成本相较于营业收入增长较多，毛利下降较多，具体情况如下：

（1）行业地位

2021 年和 2022 年，标的公司营业收入分别为 346,433.3 万元和 393,701.1 万元，2022 年营业收入较 2021 年增长 13.64%，营业收入的增加主要系产品销量稳步增长。2022 年标的公司合计销售约 240 亿个包装，较 2021 年的 210 亿个包装增长约 14.2%。产能方面，2022 年，标的公司的产能约为 338 亿个包装，较 2021 年的 300 亿个包装同比增长 12.7%，2022 年的产能利用率为 71.0%，较 2021 年的 70.6% 有所提升。

根据利乐公司官网披露，2021 年和 2022 年利乐公司的无菌包装销售量约为 1,920 亿包和 1,930 亿包，根据 SIG 集团年度报告，2021 年和 2022 年 SIG 集团各类包装全球产量约 480 亿包和 490 亿包。标的公司 2022 年的无菌包装的产量和销量均有所增长，与利乐公司等国际巨头之间的差距有所缩小，因此，标的公司在无菌包装领域的行业地位基本稳定，未发生不利变化。

（2）产品构成

2021 年和 2022 年，标的公司按不同商品或服务的收入划分如下：

单位：万元

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
包装材料	389,254.1	98.87%	344,214.7	99.36%
其中：乳制品	311,516.5	79.13%	286,157.5	82.60%
非碳酸软饮料	77,737.6	19.75%	58,057.2	16.76%
灌装机	4,014.2	1.02%	1,929.3	0.56%

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
数码服务	432.8	0.11%	289.3	0.08%
合计	393,701.1	100.00%	346,433.3	100.00%

从产品构成来看，标的公司营业收入主要为包装材料业务收入，2021年和2022年占比均在98%以上，未发生重大变化，其中乳制品行业收入占比由2021年的82.60%下降至2022年的79.13%，非碳酸软饮料行业收入占比由2021年的16.76%提升至2022年的19.75%。砖包产品系标的公司的主要销售产品，其中“纷美砖250毫升标准装”为标的公司最畅销的产品，其次为“纷美砖200毫升苗条型”。

(3) 客户结构

2021年和2022年，前五大客户的收入分别为214,788.6万元和219,685.2万元，2022年较2021年同比增长。

2021年，标的公司来自前五大客户的收入占总收入的比例约为62.0%，来自第一大客户和第二大客户的收入占总收入的比例分别为35.5%和13.8%。

2022年，标的公司来自前五大客户的收入占总收入的比例约为55.8%，来自第一大客户和第二大客户的收入占总收入的比例分别为30.4%和13.2%。

2021年和2022年，占标的公司总收入比例超过10%的客户情况如下表所示：

单位：万元

客户	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
客户A	119,566.5	30.4%	123,056.9	35.5%
客户B	51,808.9	13.2%	47,922.7	13.8%
合计	171,375.4	43.5%	170,979.6	49.4%

综上，标的公司客户结构基本稳定，标的公司与主要客户的业务合作基本稳定。

(4) 成本构成

2021年和2022年，标的公司的销售成本分别为276,666.9万元和334,904.8万元，同比增长21.05%，其中所用原材料及消耗品占销售成本的比例超过80%。

单位：万元

客户	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
销售成本	334,904.8	100.00%	276,666.9	100.00%
所用原材料及消耗品	282,356.9	84.31%	229,932.2	83.11%

2022年，标的公司所用原材料及消耗品的金额较2021年增长52,424.7万元，同比增长22.80%，高于同期的营业收入增速，因此导致公司毛利率下降。

从业务布局来看，标的公司国际分部收入占比提升，由2021年的30.64%提升至2022年的35.99%，而国际业务毛利率整体要低于国内分部毛利率，因此，一定程度上拉低了标的公司的综合毛利率。

报告期各期，标的公司按地区划分的经营情况如下：

单位：万元

区域	营业收入	占营业收入的比例	销售成本	占销售成本的比例	毛利	毛利占比	毛利率
2022年							
中国	251,999.1	64.01%	212,786.5	63.54%	39,212.6	66.69%	15.56%
国际	141,702.0	35.99%	122,118.3	36.46%	19,583.7	33.31%	13.82%
合计	393,701.1	100.00%	334,904.8	100.00%	58,796.3	100.00%	14.93%
2021年							
中国	240,284.8	69.36%	187,257.8	67.68%	53,027.0	76.01%	22.07%
国际	106,148.5	30.64%	89,409.1	32.32%	16,739.4	23.99%	15.77%
合计	346,433.3	100.00%	276,666.9	100.00%	69,766.4	100.00%	20.14%

(5) 原材料价格变化

标的公司主要原材料为液体包装纸板、聚乙烯、铝箔等，其中各项原材料大宗商品市场价格变动趋势情况如下：

1) 纸浆（指标：纸浆指数-SPFI.WI）



数据来源：Wind

2019 年至今，纸浆指数收盘价走势如上所示，2021 年以来，纸浆指数持续上涨，2021 年中开始回落，于 2021 年底再次持续上涨，并于 2022 年初达到高点，并且 2022 年全年长期保持在 6,500-7,000 元/吨的范围内，纸浆价格的上涨，使得标的公司原材料成本上涨。

2) 聚乙烯（指标：线性低密度聚乙烯期货收盘价）



数据来源：Wind

如上图所示，2021年至2022年，线性低密度聚乙烯单价在8,000-10,000元/吨的范围内波动，2022年初至2022年4月处于高位，随后有所回落，并在8,000元/吨上下波动。

3) 铝箔（指标：长江有色市场铝现货平均价）



数据来源：Wind

如上图所示，2020年至2021年10月，长江有色市场铝现货平均价格持续上涨，2021年10月有所回落，2022年年初持续上涨，2022年7月至2023年初，长江有色市场铝现货平均价格基本保持稳定，未发生大范围变动。

报告期内，标的公司的单位原材料成本测算结果如下：

项目	2022年	2021年
所用原材料及消耗品（万元）	282,356.9	229,932.2
销量（亿包）	240	210
单位原材料成本（元/包）	0.1176	0.1095

注：标的公司单位原材料成本为“销售成本”中“所用原材料及消耗品”口径计算。

2022年，受纸浆等原材料价格的变动影响，标的公司的单位原材料成本较2021年增长7.40%。综上，标的公司原材料采购成本上涨，标的公司存货成本上涨，从而导致标的公司毛利率下降。

（6）行业可比公司情况

同为无菌包装领域的可比公司新巨丰2022年实现营业总收入160,796.70万元，较2021年同期增长29.48%，2022年毛利率为17.23%，较2021年的27.00%有所下滑，具体情况如下：

单位：万元

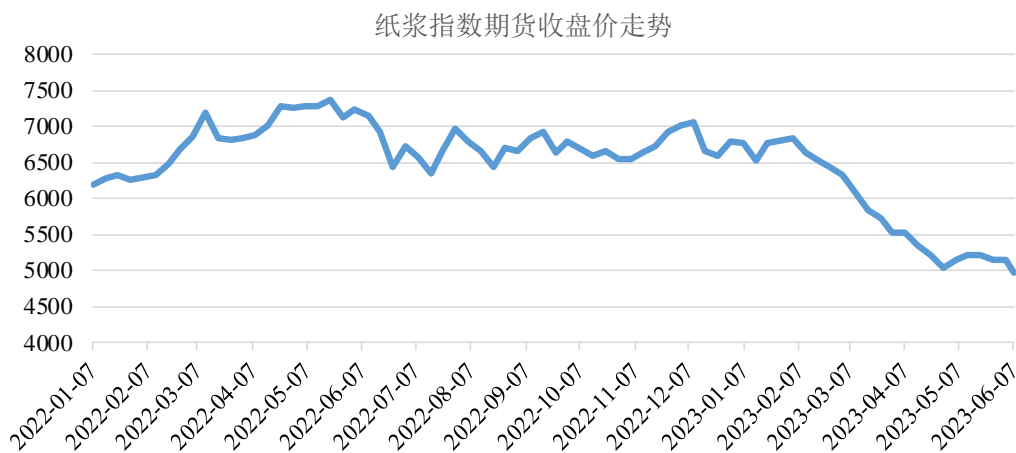
项目	2022年		2021年	
	金额	占营业收入的比重	金额	占营业收入的比重
营业收入	160,796.70	100.00%	124,184.14	100.00%
营业成本	133,088.08	82.77%	90,290.12	72.71%
其中：原材料	119,858.05	74.54%	82,411.59	66.36%
人工	2,991.25	1.86%	2,589.47	2.09%
制造费用	5,560.67	3.46%	5,159.68	4.15%
运费	4,668.76	2.90%	-	-
其他	9.36	0.01%	129.38	0.10%
毛利	27,708.62	17.23%	33,894.02	27.29%

如上表所示，上市公司毛利率同受原材料价格上升影响，原材料成本上涨，导致营业成本较营业收入增加较多，毛利率有所下降。因此，标的公司毛利率下滑的趋势与可比公司基本一致，不存在重大差异。

综上，2022年标的公司净利润及毛利率下降较多的原因，主要系原材料价格上涨及销售组合的变动影响，毛利有所下降，变动原因具有合理性。

2、说明纷美包装经营业绩是否存在持续下跌风险

2022年，受纸浆等原材料价格的上涨因素影响，导致标的公司营业成本大幅上涨，根据近期原材料大宗商品价格走势，2023年初以来，主要原材料纸浆的价格呈现下降趋势，目前已回落至2019年初的较低水平。



数据来源：Wind

此外，随着宏观形势逐步转好以及俄乌战争态势的缓解，预计物流受阻、运输费用高涨、能源价格上涨等因素将有望好转。因此整体来看，标的公司原材料采购成本持续大幅上升的可能性相对较小，并非可持续影响。

综上，报告期内，标的公司的行业地位、客户结构、生产及销售等方面未发生重大不利变化，且目前行业整体向好发展，主要下游客户经营情况良好，因此随着原材料价格上涨等非持续性因素有所缓解，标的公司经营业绩预计有所回升，预计不存在持续下跌的风险。

(二) 请你公司结合前述问题，说明本次收购是否有利于增强公司持续经营能力

1、本次收购有利于提高上市公司的盈利能力，增强公司持续经营能力

2021年至2022年，标的公司实现营业收入346,433.3万元和393,701.1万元，净利润为28,507.2万元和18,239.7万元。本次收购完成后，上市公司持有标

的公司 28.22% 的股权，28.22% 的股权对应净利润分别为 8,043.4 万元和 5,146.4 万元。据此测算，本次收购后将给上市公司贡献一定利润。

标的公司的历史财务数据表现如下：

单位：万元

项目	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	393,701.1	346,433.3	303,886.4	270,685.7
销售成本	334,904.8	276,666.9	223,330.1	203,870.2
毛利	58,796.3	69,766.4	80,556.3	66,815.5
净利润	18,239.7	28,507.2	34,276.3	33,731.9

2019 年-2022 年，标的公司营业收入持续增长，2022 年受原材料价格影响净利润下降幅度较多，随着未来原材料价格下降，标的公司盈利能力有望回升，且根据 WK Research 预计，2022 年至 2027 年全球无菌包装市场复合增长率约为 10.62%，行业发展前景良好。综合标的公司的历史财务数据和行业发展预期，本次收购能够一定程度提升上市公司的持续经营能力。

2、本次收购推动双方开展合作交流，增强公司持续经营能力

本次交易后，作为标的公司第一大股东，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，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。提升国内企业在无菌包装行业的市场占有率，维护食品无菌包装供应链安全，提升下游客户的服务水平，为全体股东创造价值是各方股东一致的共同努力方向。

标的公司系香港联交所上市公司，有着深厚的技术与研发优势、完善的产品和业务布局、强大的品牌影响力和客户基础和经验丰富的管理团队。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协同效应。本次交易完成后，上市公司会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、生产工艺等方面与标

的公司探讨业务协作和管理，进一步增强上市公司的持续经营能力，提升中国无菌包装产业的综合竞争力。本次交易完成后，上市公司充分尊重原有管理团队的经营管理能力和经验，从股东利益和提升业务效率出发，在遵守相关法律法规，保持标的公司的规范治理情况下，上市公司与标的公司协同合作。

(1) 拓展产品序列，完善产品种类。

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”的多元化产品体系。标的公司的包装产品的产品规格和类型较上市公司更为丰富，同时，标的公司从事灌装机及其配件销售业务，上市公司目前尚未涉及该业务领域，标的公司在海外市场亦有一定布局。本次战略入股，双方可以开展合作交流，有助于推进上市公司完善产品种类和市场布局。

(2) 提高工艺水平和技术实力、加快国产替代进程

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，双方可在生产技术、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，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) 加强协同合作，形成业务合力

在客户及供应商方面，双方在无菌包装应用范围领域差异较小，主要应用于液态奶与非碳酸软饮料行业。通过本次收购，双方在业务资源上形成合力，优化资源配置，为客户提供更具竞争力的产品和服务。双方上游供应商均为液体包装纸板、聚乙烯、铝箔及油墨企业，重合度较高，通过本次战略入股，双方可通过更多元的供应商供货渠道及规模化采购需求，提升双方与供应商之间的议价能力，降低采购成本。

(4) 推进国际业务布局，提升国产品牌影响力

上市公司主营业务以中国大陆为主，标的公司在国际化布局上优势明显，通过本次交易，上市公司通过与标的公司的战略合作，借鉴国际化布局的经验，学习标的公司主要人才团队的境外管理经验，进一步实现在国际市场上的产品布局。凭借上市公司与标的公司的产品与技术合力，在欧美市场提升国产品牌影响力，实现国产无菌包装产品的市场份额提升。

综上，通过本次战略入股投资，双方开展合作交流，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，增强公司的持续经营能力。

（此页无正文，为新巨丰公司容诚专字[2023]100Z01034号报告之签字盖章页。）

容诚会计师事务所
（特殊普通合伙）

中国注册会计师：_____

纪玉红

中国注册会计师：_____

杨晋芳

中国·北京

中国注册会计师：_____

孙丹阳

2023年6月16日