

关于深圳证券交易所《关于对纳思达股份有限公司的重组问询函》

（中小板重组问询函（需行政许可）【2021】第 3 号）

资产评估相关问题答复之核查意见

深圳证券交易所：

根据贵所 2021 年 2 月 25 日下发的《关于对纳思达股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2021】第 3 号）的要求，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵所反馈意见答复进行了认真研究、分析和核查，并出具了本核查意见，现将具体情况汇报如下：

问题三、根据《报告书》，本次交易选取了两种评估方法，其中资产基础法评估值 33.86 亿元，评估增值 23.38 亿元，增值率 223.17%，收益法评估值 66 亿元，评估增值 55.72 亿元，增值率 540.60%。请说明下列事项并请评估机构及独立财务顾问发表明确意见：

(1) 结合标的公司历史盈利情况、行业发展趋势、行业地位及核心竞争力说明其盈利的可持续性，并说明适用收益法进行估值的合理性；

(2) 根据收益法评估过程中对主营业务收入的预测，奔图电子 A4 系列的收入将从 2021 年的 29.37 亿元增长至 2025 年的 54.97 亿元，A3 系列营业收入将从 2021 年的 3.04 亿元增长至 2025 年的 6.74 亿元。结合打印机及耗材行业市场规模过往的增长趋势、奔图电子自身核心竞争力及行业格局，说明预测未来 5 年标的资产主营业务收入规模大幅增长的依据和合理性；

(3) 2019 年 8 月和 2020 年 4 月，奔图电子两次增资扩股引入外部投资者，其中 2019 年 8 月增资时整体估值为 12.35 亿元，2020 年 4 月增资时整体估值为 50.99 亿元，均与本次估值存在较大差异。请结合最近三年历次增资的原因和背景、各次增资之间标的资产收入和盈利变化情况、对应市盈率、补充披露标的资产历次增资对应估值与本次评估结果之间差异的原因及合理性。

回复：

一、结合标的公司历史盈利情况、行业发展趋势、行业地位及核心竞争力说明其盈利的可持续性，并说明适用收益法进行估值的合理性；

标的公司盈利可持续性 & 适用收益法进行估值的合理性分析如下：

1、标的公司报告期内营业收入、净利润、销量保持快速增长，明显优于行业整体发展情况

(1) 标的公司报告期内营业收入、净利润、销量保持快速增长

标的公司报告期内盈利情况如下：

单位：万元

| 项目 | 2020 年度 | 增速 | 2019 年度 |
|---------------|------------|--------|------------|
| 营业收入 | 225,189.33 | 50.48% | 149,642.64 |
| 利润总额 | 31,240.56 | 89.54% | 16,482.34 |
| 净利润 | 28,285.72 | 40.69% | 20,105.36 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 28,285.72 | 40.69% | 20,105.36 |

标的公司报告期内打印机及耗材销量情况如下：

单位：万台、万支

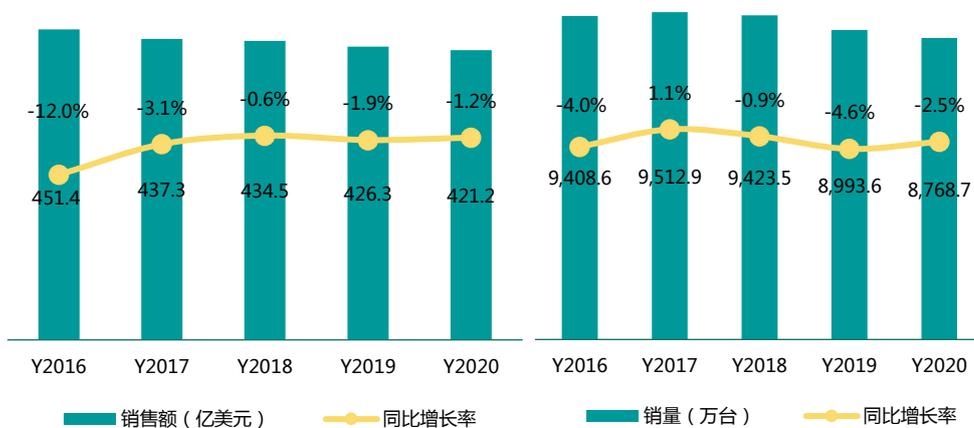
| 项目 | | 2020 年度 | 增速 | 2019 年度 |
|-----|--------|---------|--------|---------|
| 打印机 | 全球市场销量 | 177.27 | 54.31% | 114.88 |
| | 中国市场销量 | 118.28 | 83.92% | 64.31 |
| 耗材 | 全球市场销量 | 246.97 | 67.96% | 147.04 |
| | 中国市场销量 | 166.19 | 68.76% | 98.48 |

标的公司报告期内打印机和耗材销量、营业收入、净利润快速增长，盈利情况良好。

(2) 打印机行业已进入成熟阶段，发展较为平稳，拥有较为稳定的市场规模

打印机行业属于成熟行业，打印设备已被广泛应用于政府、公司、银行、医院、高校、家庭等众多机构和单位。近年来，全球及中国打印设备市场日趋成熟，市场规模较为稳定。根据赛迪顾问数据，2020 年全球打印机销量为 8,769 万台，同比下降 2.5%，销售额为 421 亿美元，同比下降 1.2%。全球市场打印机行业近年来整体规模如下图所示：

全球打印机市场近年市场规模发展情况



数据来源：赛迪顾问

2016年至今，除2019年外，中国打印机市场销量规模保持增长态势，5年复合增长率为4.8%，高于同期全球打印机市场的销量增速。2019年，受激光打印机市场下滑影响，中国打印机整体市场规模小幅下滑，2020年市场有所回暖，根据赛迪顾问数据，2020年中国打印机市场销售额为321亿元，销量超过1,700万台。中国市场打印机行业整体规模如下图所示：

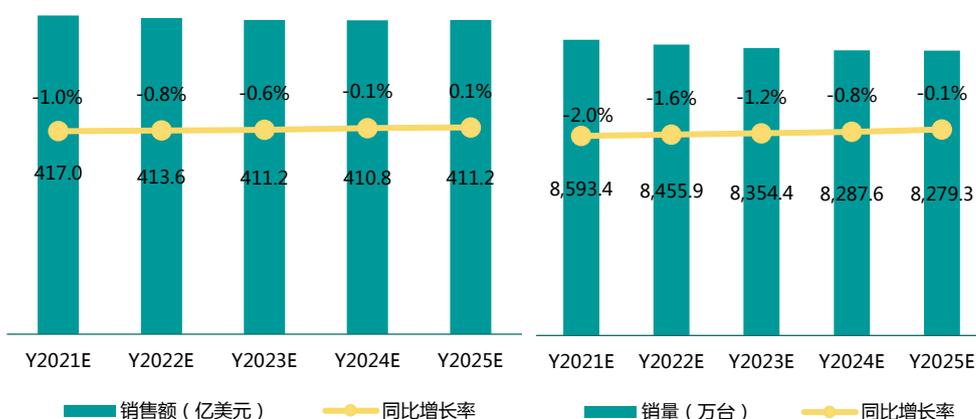
中国打印机市场近年市场规模发展情况



数据来源：赛迪顾问

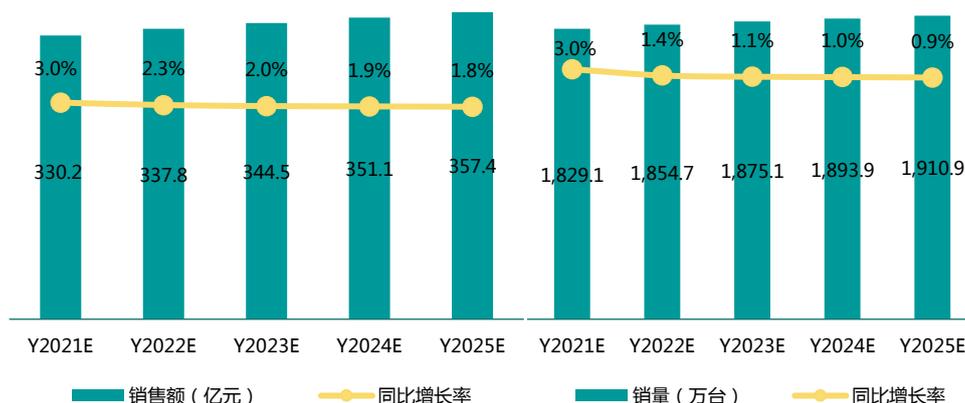
根据赛迪顾问数据，未来年度全球打印机市场整体出货量与销售额将继续保持较为平稳的发展，中国打印机市场规模仍有一定发展空间。未来五年全球以及中国打印机市场发展展望情况如下：

全球打印机市场规模未来展望



数据来源：赛迪顾问

中国打印机市场规模未来展望



数据来源：赛迪顾问

(3) 打印机耗材产业市场规模较为稳定，与打印机市场发展相适应，未来将继续稳定发展

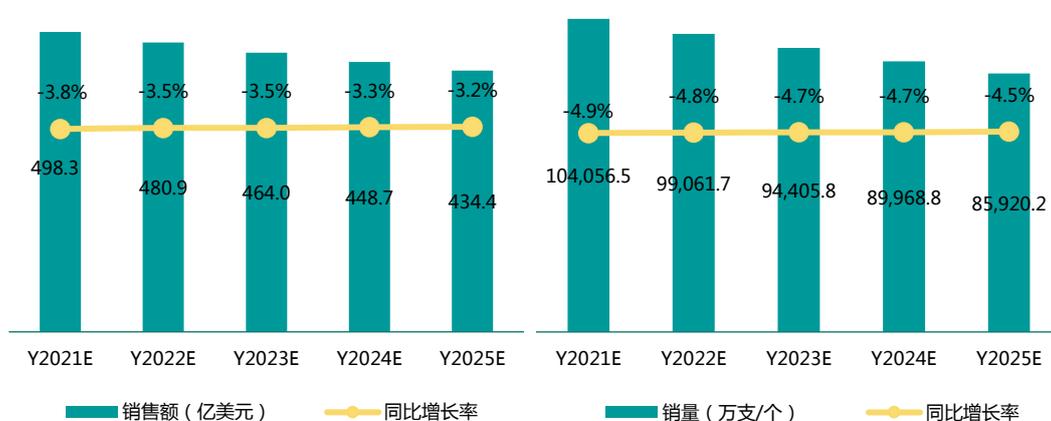
与全球打印机市场发展相匹配，近 5 年全球打印机耗材市场较为稳定。从产品类别来看，激光打印机耗材的销售额占据市场主导，根据赛迪顾问数据，2020 年全球激光打印机耗材市场销售额为 414.1 亿美元，占全部打印机耗材的比重由 2016 年的 75% 上升至 2020 年的 80%（销售额口径）。

就中国市场而言，近 5 年中国打印机耗材市场小幅下滑。根据赛迪顾问数据，

2020 年前两季度，受到疫情影响，中国打印机耗材市场销售额下降，但随着企业复工复产的有序推进，三、四季度市场有所回暖。从产品类别来看，中国激光打印机耗材占据耗材市场的绝对主导。

与全球打印机市场发展相适应，未来年度全球打印机耗材市场继续稳定发展，进一步收缩每年市场规模降幅。根据赛迪顾问数据，截至 2025 年，全球打印机耗材市场销售额将达到 434.4 亿美元，销量为 85,920.2 万支/万个。

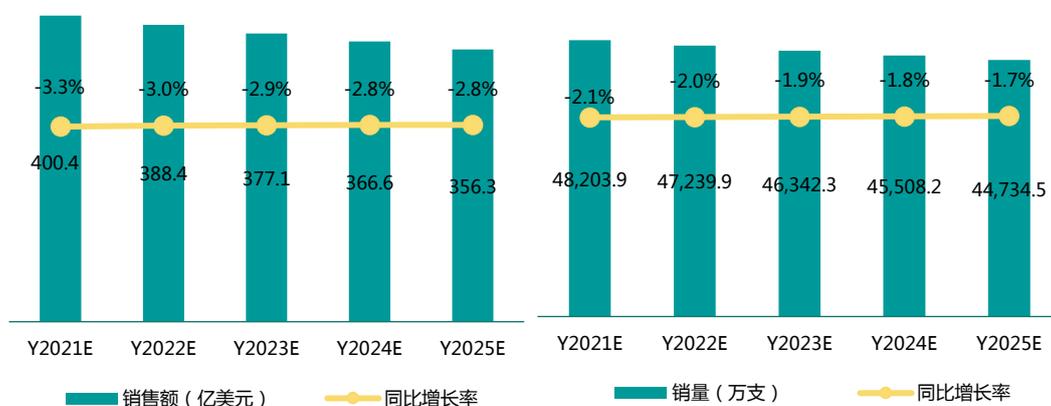
全球打印机耗材市场规模未来展望



数据来源：赛迪顾问

与全球打印机耗材市场相比，激光打印机耗材市场发展更为稳定，这与激光打印机市场的快速发展息息相关。

全球激光打印机耗材市场规模未来展望

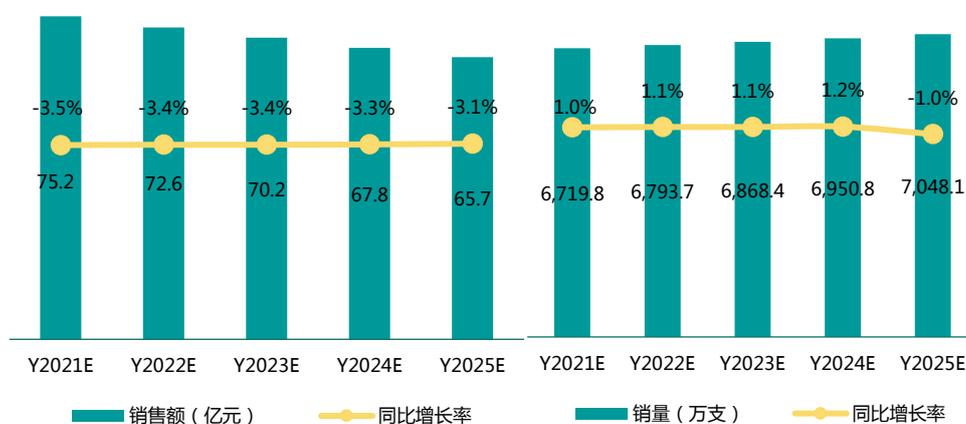


数据来源：赛迪顾问

未来年度，与全球打印机耗材市场发展情况类似，中国打印机耗材市场降幅逐渐收缩。受益于激光打印机市场的发展，中国激光打印机耗材销量将稳步增长，复合增长率为 1.2%。

未来年度，与全球打印机耗材市场发展情况类似，中国打印机耗材市场降幅逐渐收缩。受益于激光打印机市场的发展，中国激光打印机耗材销量将稳步增长，复合增长率为 1.2%。

中国激光打印机耗材市场规模未来展望



数据来源：赛迪顾问

(4) 标的公司报告期内发展明显优于行业整体发展情况

标的公司报告期内发展明显优于行业整体发展情况，主要是因为：①受益于信创市场的发展，标的公司信创市场打印机销量增幅较大，并且信创市场打印机的毛利率较高，为标的公司带来了较高的业绩回报；②标的公司不断布局经销网络，积极拓展新客户渠道并深耕现有重要客户和渠道，销售渠道不断完善，商用市场销量不断增长；③打印机行业具有显著的规模效应，耗材是打印机厂商盈利的重要来源，随着市场中标的公司打印机保有量的提升，标的公司的耗材回报也有较大提升，同时，打印机销量的提升使标的公司生产成本下降，这进一步提升其发展和盈利能力；④标的公司拥有自主品牌和核心技术、成本控制能力等核心竞争力优势，有利于标的公司取得优于行业整体发展的成绩。

2、行业集中度较高，标的公司行业地位快速提升

全球打印机市场份额高度集中，目前主要市场基本都掌握在外国巨头公司手中。根据赛迪顾问数据，全球市场上，2020年前五大厂商激光打印机整体销量市

场份额达到 78.7%，标的公司从 2016 年-2020 年，市场份额从 0.9%快速上升至 4.0%，自有品牌打印机出货量排名提升至全球第六名；中国市场上，2020 年前五大厂商激光打印机整体销量市场份额达到 77%，标的公司 2016 年-2020 年，市场份额从 2.1%快速上升至 7.7%，自有品牌打印机出货量排名提升至全国第四名。

全球激光打印机市场竞争格局（销量）

| 厂商 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 惠普 | 34.1% | 35.1% | 44.5% | 38.5% | 41.3% |
| 兄弟 | 12.6% | 14.0% | 14.2% | 14.4% | 16.8% |
| 佳能 | 11.5% | 11.6% | 11.0% | 11.2% | 10.6% |
| 京瓷 | 5.2% | 5.5% | 5.7% | 5.3% | 5.2% |
| 联想 | 2.6% | 2.9% | 3.4% | 3.6% | 4.8% |
| 利盟 | 3.2% | 3.6% | 3.4% | 3.7% | 2.7% |
| 富士施乐 | 4.5% | 3.9% | 2.4% | 1.8% | 1.6% |
| 施乐 | 2.4% | 2.6% | 2.9% | 2.8% | 2.9% |
| 理光 | 5.4% | 4.9% | 4.4% | 3.9% | 3.6% |
| OKI | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.0% | 0.7% |
| 柯美 | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.4% | 2.4% |
| 标的公司 | 0.9% | 1.3% | 1.6% | 2.1% | 4.0% |
| 其他 | 13.9% | 10.8% | 3.0% | 9.3% | 3.4% |

数据来源：赛迪顾问

中国激光打印机市场竞争格局（销量）

| 厂商 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 惠普 | 42.8% | 44.2% | 47.8% | 46.5% | 46.2% |
| 联想 | 10.9% | 11% | 12.2% | 13.5% | 12.2% |
| 兄弟 | 10.4% | 11.5% | 11.9% | 11.5% | 11.6% |
| 佳能 | 7.6% | 7.1% | 7.7% | 7.5% | 7.4% |
| 京瓷 | 4.0% | 4.3% | 4.2% | 4.0% | 4.1% |
| 柯美 | 2.1% | 2.5% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| 施乐 | 8.9% | 8.1% | 4.9% | 2.8% | 2.3% |
| 理光 | 1.9% | 1.8% | 1.8% | 1.7% | 1.8% |
| 利盟 | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 0.5% | 0.5% |
| OKI | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 标的公司 | 2.1% | 2.6% | 2.8% | 4.0% | 7.7% |
| 其他 | 8.9% | 6.4% | 3.7% | 5.7% | 3.7% |

数据来源：赛迪顾问

3、标的公司具有核心竞争力，盈利能力具有可持续性

（1）标的公司拥有自主品牌和核心技术优势

2010 年标的公司自主研发的奔图激光打印机正式发布，填补了中国自主技术激光打印机产业的空白，改变了美国、日本和韩国对打印技术的垄断。标的公司目前已发展成为集打印机及耗材的研发、设计、生产、销售为一体的企业。

作为我国打印机自主品牌的重要代表，标的公司为国内打印设备行业的国产化奠定了重要基础。奔图电子是一家掌握打印机自主核心技术的公司，目前，奔图电子成功掌握了打印机各级源代码和软固件核心技术，拥有自主可控的 SoC、LSU 等关键零部件，以及具有自主知识产权的打印机引擎。截至 2021 年 2 月 9 日，标的公司共拥有 226 项境内专利、93 项境外专利。凭借对核心技术的全面掌握及应用，奔图电子持续为用户提供有竞争力的打印机产品。

（2）奔图电子作为国产品牌，具有良好的成本控制能力

相较于国外打印机厂商，奔图电子体现了国产品牌良好的成本控制能力：①得益于“中国制造”所带来的劳动力等要素成本优势；②奔图电子位居珠三角打印产业集群，且珠海被称作“打印耗材之都”，奔图电子距离周边的配套供应商较近，物流成本低，这进一步助力其发挥成本优势；③随着我国打印机和耗材产业制造水平的不断提升，珠海及其周边地区也成长为全球著名的产业基地，具备完善的打印产业链，周边完善的配套产业链为奔图电子发展打印机全产业链业务奠定良好基础。良好的成本控制能力，为标的公司参与全球竞争，奠定了良好的基础。

（3）具有竞争力的市场经销商合作方式

奔图电子依托自身良好的成本控制能力，采取了具有竞争力的经销商合作方式。标的公司经销客户销售奔图电子产品可获得的利润率相比其他厂商具备优势，通常高于其他厂商 3%-10%左右。具有竞争力的经销商合作方式，为奔图电子的持续快速增长提供了源源不断的动力。

（4）信创市场先发优势

涉及国家信息安全领域的打印机对于安全可控的要求较高，标的公司凭借自主可控的核心技术，较早开始进行国产化适配工作，是信息安全国产化打印机的主要供应商。同时，经过多年发展，标的公司信创市场产品的销售规模和市场占

有率位居国产品牌的领先地位，在信创客户群体中享有良好口碑，在信创市场具有先发优势。信创市场先发优势，为奔图电子全面在党、政及核心关键领域的金融、能源等八大行业快速发展提供较多的市场机会。

4、标的公司拥有较为完整的底层技术、成熟的产品体系以及完善的销售模式

(1) 标的公司已形成较为完整的打印机底层技术

标的公司拥有的黑白激光扫描单元（LSU）开发及量产化计算技术、基于国产 CPU 的黑白打印主控 SoC 开发及量产化技术、黑白中低速激光打印引擎开发及量产化技术、黑白中高速激光打印引擎开发及量产化技术等 20 余项核心技术已成功批量产业化应用于其主要产品，持续为企业带来效益。

(2) 标的公司拥有成熟的产品体系

标的公司已全面构建从耗材到打印机整机生产的全产业链布局，主要产品包括 A4 黑白激光打印机、A4 彩色激光打印机、A3 黑白激光打印机、A3 彩色激光打印机等，其激光打印机位居中国信息安全打印机领先地位。奔图电子产品广泛适用于家庭及办公文件的打印、复印、扫描及传真需求。

(3) 标的公司拥有完善的销售模式

标的公司目前销售模式按产品类型分为自主品牌销售模式和 ODM 模式。自主品牌销售模式下，在境外市场中，奔图电子的销售模式分为直销和经销两种，境外直销主要通过亚马逊开设网店进行，境外经销主要向海外经销商销售奔图电子产品，再由海外经销商销售给终端用户，境外市场属于商用市场；在境内市场中，奔图电子的销售模式也分为直销和经销两种，境内直销主要通过京东平台上开设自营网店进行，在境内经销模式下，奔图电子的目标市场分为商用市场和信创市场，其中商用市场主要面向企业用户和家庭，信创市场主要面向政府用户。

经过多年发展，标的公司信创市场产品的销售规模和市场占有率位居国产品牌的领先地位，在信创客户群体中享有良好口碑；在商用市场上，奔图电子销售网络覆盖全国各个省份和全球七十多个国家和地区，在俄罗斯等新兴市场国家形成了稳定的长期客户群体。

综上所述，标的公司拥有较为完整的底层技术、成熟的产品体系以及完善的

销售模式，并在自主品牌、核心技术、成本控制、信创市场先发优势等方面具有核心竞争力优势，在报告期获得了明显高于行业的增长，未来具有持续增长及盈利的能力，适用收益法进行估值具有合理性。

评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司结合标的公司历史盈利情况、行业发展趋势、行业竞争格局及核心竞争力，对标的公司盈利的可持续性 & 适用收益法进行估值的合理性进行了分析说明。相关分析及说明具有合理性。

二、根据收益法评估过程中对主营业务收入的预测，奔图电子 A4 系列的收入将从 2021 年的 29.37 亿元增长至 2025 年的 54.97 亿元，A3 系列营业收入将从 2021 年的 3.04 亿元增长至 2025 年的 6.74 亿元。结合打印机及耗材行业市场规模过往的增长趋势、奔图电子自身核心竞争力及行业格局，说明预测未来 5 年标的资产主营业务收入规模大幅增长的依据和合理性；

奔图电子未来 5 年主营业务收入规模预测大幅增长主要来自于以下几方面：

打印机行业已进入成熟阶段，发展较为平稳，拥有较为稳定的市场规模，与打印机市场发展相适应，打印机耗材产业未来也将继续稳定发展。受益于信创市场发展及先发优势，标的公司不断完善的商用市场营销网络，以及标的公司自有品牌及核心技术等核心竞争优势等多方面因素，报告期内，标的公司营业收入、净利润、销量快速增长，明显优于行业整体发展情况。根据赛迪顾问数据，2020 年，全球市场上，标的公司自有品牌打印机出货量排名提升至全球第六名；中国市场上，标的公司自有品牌打印机出货量排名提升至全国第四名。打印机及耗材行业市场规模、过往的增长趋势、奔图电子自身核心竞争力及行业格局详见本题第一问。

1、进一步提高现有销售区域经销商覆盖密度，将带来收入的增长

经过多年发展，标的公司信创市场产品的销售规模和市场占有率位居国产品牌的领先地位，在信创客户群体中享有良好口碑；在商用市场上，奔图电子销售网络覆盖全国各个省份和全球七十多个国家和地区，在俄罗斯等新兴市场国家形成了稳定的长期客户群体。标的公司报告期内打印机主要销量来自于中国及俄罗斯，标的公司将在未来进一步深耕已有销售区域。

(1) 不断提高中国市场营销网络覆盖密度

标的公司销售网络覆盖全国各个省份。标的公司 2019 年中国市场营销渠道店面数量 2,257 家，其中原有店面 2,007 家，2019 年当年新增经销店面数量 250 家；截至 2020 年底标的公司中国经销渠道店面数量 2,807 家，其中原有店面 2,257 家，当年新增店面 550 家。2020 年原有店面店均销量数据相比 2019 年增幅明显，如下：

| 地区 | 2019 年 | | 2020 年 | |
|----|--------------|------------|--------------|------------|
| | 原有 | 新增 | 原有 | 新增 |
| 华北 | 404 | 87 | 491 | 101 |
| 华东 | 355 | 16 | 371 | 154 |
| 华中 | 329 | 77 | 406 | 97 |
| 西南 | 264 | 33 | 297 | 49 |
| 华南 | 293 | - | 293 | 60 |
| 西北 | 231 | - | 231 | 33 |
| 东北 | 131 | 37 | 168 | 56 |
| 总计 | 2,007 | 250 | 2,257 | 550 |

经销网络密度的提升将推动未来年度中国区域业务的增长。未来年度，经销店面新增销量主要由华北、华东、华中、华南地区主要省市贡献增量。

2021 年奔图电子预计中国区实现经销店面数量 3,708 家，预计当年新增经销店面数量 937 家。2022 年至 2023 年奔图电子预计经销渠道店面数量分别达到 4,618 家和 5,596 家，具体如下：

| 地区 | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023 年 | |
|----|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|
| | 原有 | 新增 | 原有 | 新增 | 原有 | 新增 |
| 华北 | 592 | 159 | 751 | 148 | 899 | 165 |
| 华东 | 525 | 154 | 679 | 132 | 811 | 132 |
| 华中 | 467 | 121 | 588 | 186 | 774 | 154 |
| 西南 | 346 | 85 | 431 | 97 | 528 | 97 |
| 华南 | 353 | 255 | 608 | 165 | 773 | 190 |
| 西北 | 264 | 86 | 350 | 90 | 440 | 141 |
| 东北 | 224 | 77 | 301 | 92 | 393 | 99 |
| 总计 | 2,771 | 937 | 3,708 | 910 | 4,618 | 978 |

(2) 深度绑定俄罗斯市场二级经销商，提高二级经销商销售积极性

俄罗斯目前已是标的公司最大的打印机海外市场，2020 年标的公司在俄罗斯地区的经销网络已基本覆盖俄罗斯全国主要地区与城市，根据赛迪顾问数据和标的公司俄罗斯市场销量计算，标的公司 2020 年打印机销量约占到俄罗斯市场规模的 22%，打印机销量自 2018 年至 2020 年的复合增长率约为 31%。

标的公司在俄罗斯市场未来将进一步优化经销渠道管理，明确经销商层级关系及市场管理权限，通过进一步优化二级经销门店利润留存制度，推行“三方绑定模式”，通过与销售渠道代理商签约、优化核心客户及店面绑定促销与利润分配标准，加强渠道下沉，保证核心客户在销售指标达成后可以享受到额外的销售激励政策，最终达到进一步提高销量的目的。

2、标的公司未来销售区域的进一步增加，将带来收入的增长

标的公司在其余海外市场的增长主要来自于业务范围广度的扩展，即增加尚未进入的国家地区经销网点。

①在欧洲市场，目前标的公司仅在意大利、罗马尼亚、土耳其以及以色列建立经销渠道。然而，在其他欧洲国家市场，标的公司尚未形成稳定的销售渠道，其中对于标的公司而言，西欧、东欧、北欧地区仍有待发掘的市场机遇。

标的公司计划在 2021 年进一步拓展西班牙与英国市场，2022 年计划拓展法国与德国市场，并进入主流的 IT 卖场渠道 Media-market 等，标的公司未来年度在欧洲地区的拓展计划如下：

| 项目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|------|------------|-----------|----------------|----------|----------|
| 覆盖地区 | 拓展西班牙、英国市场 | 拓展德国、法国市场 | 在现有市场深度绑定重要经销商 | 深入拓展东欧市场 | 深入拓展北欧市场 |

②在北美洲市场，目前标的公司已在美国亚马逊电商平台设立直营店铺。未来年度标的公司将计划进入美国代表性州、市的沃尔玛、Bestbuy、Costco 等美国主流线下经销店铺，增加标的公司产品在美国市场的曝光度。

3、国产化趋势将带动信创市场大规模增长

(1) 信息安全问题

打印机在信息安全领域重要性较高，若使用国外产品可能造成信息泄露。根据银河证券 2019 年 12 月研报，打印机的泄密途径包括存储器泄密、网络泄密。大多数打印机都会通过存储芯片进行临时数据存储，回收方可以轻松读取存储芯片内的信息。而实现打印机国产化和技术自主可控有助于解决打印安全问题。

除打印机整机外，打印耗材也存在明显的国产化趋势。与打印耗材相关的信息泄露风险主要存在于硒鼓泄密风险。硒鼓由感光鼓、带电侧和碳粉盒组成，是打印机的核心部件之一，用于接收激光扫描模组发射的激光图像数据。因此，从信息安全的角度考虑，只有打印机、打印耗材全面实现国产化和自主可控，才能从根本上解决打印安全问题。

（2）行业机遇

根据亿欧数据《2020 信创发展研究报告及 60 强企业》，2016 年 3 月我国就成立了信息技术应用创新工作委员会，推动中国逐步建立基于自己的 IT 底层架构和标准，形成自有开放生态。到 2020 年，科技部、工信部等国家机构与地方政府已推出多项政策助力信创产业落地。当前我国信创产业行业渗透率可大致分为三个梯队：党、政和金融渗透率处于第一梯队；电信、交通、电力、石油、航空航天处于第二梯队；教育、医院领域处于第三梯队。

（3）标的公司优势

作为我国打印机自主品牌的重要代表，标的公司掌握了打印机各级源代码和软固件核心技术，拥有自主可控的 SoC、LSU 等关键零部件，以及具有自主知识产权的打印机引擎。涉及国家信息安全领域的打印机对于安全可控的要求较高，标的公司凭借自主可控的核心技术，较早开始进行国产化适配工作，是信息安全国产化打印机的主要供应商。同时，经过多年发展，标的公司信创市场产品的销售规模和市场占有率位居国产品牌的领先地位，在信创客户群体中享有良好口碑。

4、打印机保有量的长周期增长，带动耗材收入不断提升

打印机耗材作为打印机使用过程中的消耗品，各品牌打印机耗材销售量主要与客户实际使用的该品牌打印机数量（保有量）有关。随着企业打印机产品在市场的保有量逐步提升，其为耗材销售带来的增量效应明显。奔图电子作为快速成

长企业，其打印机保有量相比打印机年度销售，具有更长的成长周期，这也将带动打印机耗材的长周期增长。同时，打印机耗材高毛利率的行业特点，将会不断改善奔图电子收入结构，提高盈利能力。

综上所述，预测未来 5 年标的资产主营业务收入规模大幅增长的依据具有合理性。

评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司结合打印机及耗材行业市场规模过往的增长趋势、奔图电子自身核心竞争力及行业格局，对预测未来 5 年标的资产主营业务收入规模大幅增长的依据和合理性进行了分析说明。相关分析及说明具有合理性。

三、2019 年 8 月和 2020 年 4 月，奔图电子两次增资扩股引入外部投资者，其中 2019 年 8 月增资时整体估值为 12.35 亿元，2020 年 4 月增资时整体估值为 50.99 亿元，均与本次估值存在较大差异。请结合最近三年历次增资的原因和背景、各次增资之间标的资产收入和盈利变化情况、对应市盈率、补充披露标的资产历次增资对应估值与本次评估结果之间差异的原因及合理性。

1、最近三年标的公司收入及盈利情况

2018-2020 年，奔图电子的收入及净利润数据如下：

单位：万元

| 项目 | 2020 年 12 月 31 日 /2020 年度 | 2019 年 12 月 31 日 /2019 年度 | 2018 年 12 月 31 日 /2018 年度 |
|----------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 营业收入 | 225,189.33 | 149,642.64 | 102,092.45 |
| 净利润 | 28,285.72 | 20,105.36 | 223.41 |
| 归属于母公司的 净利润 | 28,285.72 | 20,105.36 | 223.41 |

注：2018 年财务数据未经审计，2018 年净利润未考虑股份支付的影响；2019 年及 2020 年财务数据经审计。

由上表可知，若不考虑股份支付的影响，则奔图电子 2018 年全年的净利润为正但规模较小，2019 年，奔图电子净利润迅速增长。

2、结合最近三年历次增资的原因和背景、各次增资之间标的资产收入和盈利变化情况、对应市盈率、补充披露标的资产历次增资对应估值与本次评估结果

之间差异的原因及合理性

(1) 最近三年的增资情况

奔图电子最近三年的增资如下表所示：

| 序号 | 时间 | 经济行为 | 增资方 | 整体估值 (万元) | 市盈率 |
|----|-------------|------|----------------------------|--------------|--------|
| 1 | 2018年12月28日 | 增资 | 珠海奔图丰业企业管理合伙企业(有限合伙) | 33,346.17 | N.A |
| | | | 珠海奔图和业企业管理合伙企业(有限合伙) | 33,346.12 | N.A |
| 2 | 2019年4月24日 | 增资 | 珠海奔图恒业企业管理合伙企业(有限合伙) | 33,778.74 | 151.20 |
| 3 | 2019年8月7日 | 增资 | 严亚春 | 123,581.71 | 553.16 |
| | | | 蔡守平 | 123,581.75 | 553.16 |
| | | | 珠海奔图恒业企业管理合伙企业(有限合伙) | 52,706.97 | 235.92 |
| | | | 珠海奔图和业企业管理合伙企业(有限合伙) | 52,706.97 | 235.92 |
| | | | 珠海奔图丰业企业管理合伙企业(有限合伙) | 52,707.01 | 235.92 |
| 4 | 2020年4月8日 | 增资 | 珠海横琴金桥一期高端制造股权投资合伙企业(有限合伙) | 509,960.17 | 25.36 |
| | | | 北京君联晟源股权投资合伙企业(有限合伙) | 509,977.83 | 25.37 |
| | | | 珠海永盈投资合伙企业(有限合伙) | 510,204.01 | 25.38 |
| 5 | 2020年7月27日 | 增资 | 珠海奔图丰业企业管理合伙企业(有限合伙) | 59,978.28 | 2.98 |
| | | | 珠海奔图和业企业管理合伙企业(有限合伙) | 59,978.21 | 2.98 |
| | | | 珠海奔图恒业企业管理合伙企业(有限合伙) | 59,978.21 | 2.98 |
| 6 | 2020年10月28日 | 增资 | 珠海奔图丰业企业管理合伙企业(有限合伙) | 60,304.43 | 3.00 |
| | | | 珠海奔图和业企业管理合伙企业(有限合伙) | 60,304.43 | 3.00 |
| | | | 珠海奔图恒业企业管理合伙企业(有限合伙) | 60,304.43 | 3.00 |

注1：由于奔图电子2017年净利润为负，故2018年增资时的市盈率指标不适用。

注2：2019年两次增资时市盈率=整体估值/2018年归属于母公司的净利润。

注2：2020年三次增资时市盈率=整体估值/2019年归属于母公司的净利润。

(2) 员工激励计划

2018年，为建立、健全长效激励约束机制，奔图电子制定了股权期权与限制性股权激励计划，珠海奔图丰业、珠海奔图和业和珠海奔图恒业为奔图电子的员工持股平台。最近三年，珠海奔图丰业、珠海奔图和业和珠海奔图恒业对标的公司进行增资时的整体估值均较低，主要是因为三家持股平台的增资均为激励计划的行权，增资价格具有激励性质，奔图电子已确认股份支付费用。

(3) 财务投资者

蔡守平、严亚春为财务投资者，二人看好奔图电子未来的发展，故投资奔图电子。2019年，二人基于奔图电子2018年净利润实现情况作出投资决策，2018年奔图电子营业收入为102,092.45万元，净利润规模较小（不考虑股份支付的影响）。2019年奔图电子实现营业收入149,642.64万元，同比增长46.58%；实现净利润20,105.36万元，净利润迅速增长。2020年奔图电子实现营业收入225,189.33万元，同比增长50.48%；实现净利润28,285.72万元，同比增长40.69%。

蔡守平、严亚春投资奔图电子后，奔图电子2019年及2020年的财务业绩表现良好，本次估值基于2019年及2020年的业绩表现，故奔图电子本次估值相较于蔡守平、严亚春投资奔图电子时估值更高。从市盈率角度来看，蔡守平、严亚春投资奔图电子时的市盈率高于本次估值的静态市盈率23.33倍，主要是因为2018年奔图电子盈利规模较小，故市盈率更高。

珠海横琴金桥、北京君联晟源和珠海永盈于2020年4月增资奔图电子时，主要基于奔图电子2019年的财务表现作出投资决策，2019年信创市场不断发展，奔图电子在信创市场取得较好的业绩表现，三家机构投资者看好奔图电子未来的发展，故而投资奔图电子。而2020年，奔图电子打印机及耗材销量进一步增长，财务表现也进一步提升，故奔图电子本次估值相较于珠海横琴金桥、北京君联晟源和珠海永盈投资奔图电子时估值更高。其次，三家机构投资者仅以资金形式入股，未派驻管理人员，不参与日常企业管理，对奔图电子的财务及运营决策无决定权，本次交易完成后上市公司将取得奔图电子的控制权，因此存在控制权溢价因素。再者，三家机构投资者全部以现金增资，本次交易的交易对方所取得的上市公司股份在发行完成后需至少锁定12个月，同时需按照业绩承诺完成或补偿义务履行情况分期解禁，因此两次估值存在流动性差异因素。从市盈率角度来看，

珠海横琴金桥、北京君联晟源和珠海永盈投资奔图电子时的市盈率为 25.40 倍左右，本次估值静态市盈率为 23.33 倍，前次增资的市盈率略高于本次评估，但不存在显著差异。

四、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第四章 标的公司基本情况”之“八、奔图电子最近三年股权转让、增减资及资产评估情况”中进行了补充披露。

评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司结合最近三年历次增资的原因和背景、各次增资之间标的资产收入和盈利变化情况、市盈率情况对标的资产历次增资对应估值与本次评估结果之间差异的原因进行了补充披露。

（此页无正文，仅为《关于对纳思达股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2021】第 3 号）资产评估相关问题答复的核查意见之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

年 月 日