

中联国际房地产土地资产评估咨询（广东）有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对纳思达股份有限公司重大资产出售的问询函》

之核查意见

深圳证券交易所：

纳思达股份有限公司（以下简称“公司”）于 2025 年 5 月 28 日收到深圳证券交易所上市公司管理二部下发的《关于对纳思达股份有限公司重大资产出售的问询函》（并购重组问询函〔2025〕第 7 号）（以下简称“问询函”），中联国际房地产土地资产评估咨询（广东）有限公司作为纳思达股份有限公司本次交易的估值机构，对《问询函》中有关问题进行了认真分析和核查，现就核查情况回复如下。

如无特别说明，本回复中所述的词语或简称与《纳思达股份有限公司重大资产出售报告书（草案）》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复中任何表格中若出现总数与表格所列数值总和不符，如无特殊说明则均为四舍五入而致。

4.草案显示，本次估值以 2024 年 12 月 31 日为估值基准日，采用收益法和市场法对美国利盟的 100%股权进行估值，估值金额分别为 1.72 亿美元和 1.98 亿美元。扣减预计对其他各方的支出后，估值金额分别为 0.99 亿美元和 1.25 亿美元。采用市场法评估时，选取的可比公司为兄弟工业、理光集团、柯尼卡美能达及佳能，均为日本上市公司。

（1）请说明采用收益法评估的重要估值参数的预测依据、合理性和评估增值率，预测期数据与报告期、同行业可比公司是否存在较大差异，如是，请

逐项分析差异原因及合理性。

(2) 请说明采用市场法评估的评估增值率，结合美国利盟所处行业、交易市场、价值影响因素等，分析说明可比公司的选取是否完整、合理。

(3) 请估值机构、独立财务顾问核查上述事项并发表明确意见。

回复：

一、公司回复

(一) 请说明采用收益法评估的重要估值参数的预测依据、合理性和评估增值率，预测期数据与报告期、同行业可比公司是否存在较大差异，如是，请逐项分析差异原因及合理性

2023年6月起，由于外部经营环境发生不利变化，标的公司的业务拓展及供应链受到负面影响，且影响持续。

1、收益法估值增值率

在前述背景下，Lexmark International II, LLC 的股东全部权益价值在估值分析基准日的账面值为 17,048.54 万美元，采用收益法的市场价值估值为 17,200.00 万美元，增值 151.46 万美元，增值率为 0.89%。根据基准日 2024 年 12 月 31 日的美元汇率中间价，采用收益法的市场价值估值折算成人民币为 123,640.48 万元人民币。

2、重要估值参数的预测依据、合理性

(1) 主营业务收入预测

标的公司未来的主营业务收入来源主要为生产和销售激光打印机与其耗材产品，及提供配套的打印管理服务，产品和服务涵盖 BRD（自有品牌）和 OEM（贴牌）业务，是为数不多自研产品线覆盖 A4 至 A3 幅面的原装打印机厂商。2024 年新增的 A3 机型主要为打印速度在 25-55ppm 之间、机型较大、专为处理 A3 幅面文档设计的打印机，其特点为简单易用、操作简便，主要客户群体为工程设计、广告设计、建筑制图、教育等行业中的企业。本次预测将其

产品分为 Hardware（打印机）、Supplies（耗材）和 Other revenue（软件服务和其他）三项业务。

根据行业特性，打印机厂商的经营模式可以归结为：通过销售打印机建立市场，形成自有产品的装机量，后续依靠市场上的装机量产生持续的耗材收入回报和售后服务回报收获利润。因此，本次估值分析中，所有的收入测算均以打印机的销售量预测作为出发点。

A、Hardware（打印机）收入

Hardware（打印机）收入为销售打印机的收入，类型主要分为 BRD（自有品牌）、OEM（贴牌）、LS-A3-新机型三种。由于 LS-A3-新机型是标的公司新研发的 A3 机型，参考行业发展规律预计未来会存在一定的潜力市场。

Hardware（打印机）收入计算公式如下：

Hardware（打印机）收入=打印机销量×每台打印机的单价

a、Hardware（打印机）销售量预测

BRD（自有品牌）打印机销售量预测：由于 BRD（自有品牌）打印机在历史年度的销售量整体保持下降趋势，因此，预计其未来依旧保持下降趋势。

OEM（贴牌）打印机销售量预测：OEM（贴牌）打印机在 2021—2022 年开始增加，2023 年由于境外不利因素使 OEM（贴牌）打印机销售量大减，2024 年利盟国际转移供应链之后业务开始恢复，预计未来将会保持一个较低的增长水平。

LS-A3-新机型打印机销售量预测：针对 LS-A3-新机型，利盟国际在推出自有平台后，2025 年全面完成对存量客户销量的切换，之后逐步拓展市场，根据行业惯例，预期可实现一定的增长。

b、Hardware（打印机）单台打印机的价格预测

BRD（自有品牌）单台打印机的价格预测：历史年度 BRD（自有品牌）的打印机价格由于产品结构改善使平均销售单价呈上升趋势，但目前市场竞争激烈，因此预计未来其打印机价格将保持低速增长的趋势。

OEM（贴牌）打印机单台打印机的价格预测：由于 OEM（贴牌）打印机的中低端打印机比较多，因此单价较 BRD（自有品牌）低，且随着销售产品结构变化，预测未来其平均售价保持一个持续缓慢下降的趋势。

LS-A3-新机型打印机单台打印机的价格预测：由于 LS-A3-新机型是新产品，只有 2024 年有销售单价数据，没有历史数据可以参考，但根据市场规律来看，随着产品的不断发展，为了维持一定的市场份额，产品的单价一般会做出一定的让利，因此预计 LS-A3-新机型未来打印机单价将呈下降趋势。

B、Supplies（耗材）收入

Supplies（耗材）收入取决于标的公司在市场上的装机量，装机量由打印机销售量以及退役量来确定。估值机构通过邮件与标的公司沟通后估算其每年退役机器数量，从而推算每年的装机数量。在此装机量的基础上，耗材收入根据每台打印机的用页量以及每页单价来计算收入。Supplies（耗材）收入计算公式如下：

Supplies（耗材）收入=单台打印机的耗材收入×本年度市场装机量

本年度市场装机量=前一年市场装机量+本年度销售量-本年度退役量

单台打印机的耗材收入=单台打印机用页量×每页单价

a、单台打印机用页量预测

BRD（自有品牌）用页量预测：根据行业数据可知，BRD（自有品牌）的单台打印机用页量呈波动下降趋势，通过与标的公司的线上视频访谈了解到行业用页量逐年下降。标的公司管理层通过筛选优质用户群体，使得单台打印机用页量的下降趋势将会略低于行业平均水平，保持一个缓慢下降的趋势。

OEM（贴牌）用页量预测：OEM（贴牌）的单台打印机用页量预测逻辑与 BRD（自有品牌）逻辑一致。

LS-A3-新机型用页量预测：由于 LS-A3-新机型属于 A3 幅面新产品，其单台打印机用页量可下降幅度更大，因此预测 LS-A3-新机型的客户用页量基本保持与行业变化趋势一致。

b、每页单价的预测

BRD（自有品牌）每页单价的预测：根据历史数据可知，BRD（自有品牌）的每页单价总体稳定，存有小幅波动，未来单价预测与历史趋势基本一致。

OEM（贴牌）每页单价的预测：由于OEM属于贴牌机型，因此其单价要普遍低于BRD（自有品牌）的每页单价，根据历史数据可知，OEM（贴牌）的每页单价除了2021年较高以外，其他年份均总体稳定，存有小幅波动，未来预测与历史趋势基本一致。

LS-A3-新机型每页单价的预测：由于新机型在2024年下半年开始销售，仅有2024年销售数据，未来预测与2024年保持一致。

c、耗材收入的计算

耗材收入可以根据单台打印机的用页量乘以每页单价计算出单台打印机的耗材收入，再用单台打印机的耗材收入乘以当年的装机量得到耗材的总收入。

C、Other revenue（软件服务和其他）收入

Other revenue（软件服务和其他）收入中主要为售后服务及订阅服务收入，其收入占总收入比例较小。Other revenue（软件服务和其他）收入计算公式如下：

Other revenue（软件服务和其他）收入=单台打印机的收入×本年度市场装机量

单台打印机的收入预测：主要是根据历史各年度的各品牌的Other revenue（软件服务和其他）收入除以当年装机量计算出的Other revenue（软件服务和其他）各年单台打印机收入（类似于单价），并由此预测未来各年各品牌单台打印机的收入。

由于历史平均Other revenue（软件服务和其他）单台打印机收入随打印机服役年限增长而缓慢增长，因此BRD（自有品牌）与OEM（贴牌）未来单台打印机的Other revenue（软件服务和其他）收入预计将继续保持此前的增长率。而LS-A3-新机型由于装机量上升的幅度较大，因此2025年的该型号打印

机的 Other revenue（软件服务和其他）收入也会有大幅增加，后续年度则预测与 BRD（自有品牌）与 OEM（贴牌）未来 Other revenue（软件服务和其他）单台打印机收入增长率保持一致。

综合以上预测，标的公司估值分析预测的主营业务收入年增长率如下：

项目	详细预测期	详细预测期满后各期
主营业务收入年增长率	0.26%-0.44%	0.26%

（2）主营业务成本、毛利率预测

主营业务成本的预测主要参考各业务历史的毛利率和公司预计的毛利率来计算。历史毛利率总体呈下降趋势，未来毛利率预计与历史趋势保持一致且下降趋缓。详细预测如下：

A、Hardware（打印机）毛利率预测

BRD（自有品牌）毛利率预测：BRD（自有品牌）历史年度的毛利率呈波动上升趋势，且标的公司在降本增效，因此本次预测 BRD（自有品牌）的打印机毛利率与历史上升趋势保持一致，并同时考虑历史波动性，2025 年的毛利率以前三年平均毛利率进行预测，后续年度在 2025 年基础上预计逐年上升。

OEM（贴牌）毛利率预测：由于 2023 年开始部分 OEM（贴牌）业务客户的定价模式发生变更，导致 2023 年、2024 年 OEM（贴牌）业务毛利率较以前年度均有所提升，未来毛利率根据 2024 年最新情况进行预测，预计将保持在 2024 年的毛利水平。

LS-A3-新机型毛利率预测：新机型只在 2024 年有销售数据，预计未来毛利率也保持 2024 年的毛利水平。

B、Supplies（耗材）毛利率预测

BRD（自有品牌）耗材毛利率预测：BRD（自有品牌）历史年度的耗材毛利率呈波动下降趋势，因此本次预测 BRD（自有品牌）的耗材毛利率与历史下降趋势保持一致，并同时考虑历史波动性，2025 年耗材毛利率根据前三年的平均毛利率来预测，后续年度在 2025 年基础上逐年下降。

OEM（贴牌）耗材毛利率预测：从历史数据可知 OEM（贴牌）的耗材历史毛利率也呈波动下降趋势，因此本次预测 OEM（贴牌）的耗材毛利率与历史下降趋势保持一致，并同时考虑历史波动性，2025 年耗材毛利率根据前三年的平均毛利率来预测，后续年度在 2025 年基础上逐年下降。

LS-A3-新机型耗材毛利率预测：新机型自 2024 年下半年开始销售，由于新机型的发售通常会向经销商提供促销活动以刺激销售，导致 2024 年毛利率偏低，预计 2025 年毛利率开始恢复正常，并预计未来毛利率在 2025 年的基础上保持略有下降的趋势。

C、Other revenue（软件服务和其他）毛利率预测

Other revenue（软件服务和其他）业务的总体毛利率历史上受到客户类型、产品结构的影响出现一定程度的波动。未来年度 Other revenue（软件服务和其他）业务的毛利率系参考 2024 年毛利率水平进行预测。

综上所述，通过对历史各业务的毛利率进行分析，对未来各业务毛利率进行了预测，并进而对各业务的主营业务成本进行了推算。最终预测的综合毛利率情况见下表：

项目	详细预测期	详细预测期满后各期
综合毛利率	29.40%-30.68%	29.40%

（3）期间费用预测

A、销售费用

对于销售费用中职工薪酬主要为销售人员的提成，此部分费用与营业收入直接相关，本次估值分析采用的职工薪酬预测数据系基于企业销售规模考虑估计。对于折旧费，本次是参照标的公司历史年度折旧进行预测；对于业务招待费、差旅费、中介机构费、办公费等变动费用，由于 2024 年度标的公司裁员效果显著，以往历史年度的销售费用占比不具备参考性，因此未来预测销售费用占收入比例参考 2024 年比例，并结合标的公司主营业务收入预测情况并考虑一定的规模效应后进行预测。

销售费用占比预测结果见下表：

项目	详细预测期	详细预测期满后各期
销售费用占收入比例	8.59%-8.60%	8.60%

B、研发费用

对于职工薪酬，本次估值分析系根据各年预计员工人数，并考虑各年调薪等因素进行预测。对于折旧费，本次是参照标的公司历史年度折旧进行预测；对于差旅费、职工教育经费、修理费、办公费等变动费用，由于历史研发费用率变动较小，因此本次考虑一定的增长水平，结合标的公司主营业务收入预测情况并考虑一定的规模效应后进行预测。

研发费用占比预测结果见下表：

项目	详细预测期	详细预测期满后各期
研发费用占收入比例	5.69%-6.03%	6.03%

C、管理费用

对于职工薪酬，本次估值分析系根据各年预计员工人数，并考虑各年调薪等因素进行预测。对于折旧费，本次是参照标的公司历史年度折旧率及管理费用中折旧占总折旧比例，结合标的公司未来年度由于对管理部门新增更新投资所需增加的折旧额进行预测；对于水电费、业务招待费、差旅费、办公费、中介机构费等费用，由于历史管理费用率变动较小，本次考虑一定的增长水平，结合标的公司主营业务收入预测情况并考虑一定的规模效应后进行预测。

管理费用占比预测结果见下表：

项目	详细预测期	详细预测期满后各期
管理费用占收入比例	7.81%-8.19%	8.19%

D、财务费用

财务费用根据剔除非经营性负债后的带息债务账面值，按照基准日美国银行贷款利率进行计算。财务费用占比预测见下表：

项目	详细预测期	详细预测期满后各期
财务费用占收入比例	0.45%	0.45%

(4) 税金及附加预测

由于历史税金及附加的变动较小，因此未来税金及附加预测通过计算近四年的各项税费占收入比例的平均值进行预测。

(5) 折现率预测

由于收益法采用企业自由现金流折现模型，按照预期收益额与折现率口径统一的原则，折现率 r 选取加权平均资本成本模型（WACC）计算确定。则：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

w_d : 标的公司的债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

w_e : 标的公司的权益比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

r_d : 标的公司的税后债务成本；

r_e : 权益资本成本。

本次估值分析按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 r_e ：

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中： r_f : 无风险报酬率；

r_m : 市场期望报酬率；

ε : 标的公司的特性风险调整系数；

β_e : 标的公司权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_u \times \left(1 + (1-t) \times \frac{D}{E}\right)$$

β_u : 可比公司的无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1-t) \frac{D_i}{E_i}}$$

β_t : 可比公司股票的预期市场平均风险系数;

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x$$

式中: K: 一定时期股票市场的平均风险值, 通常假设K=1;

β_x : 可比公司股票的历史市场平均风险系数;

D_i 、 E_i : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

A、无风险利率的确定

本次估值分析以持续经营为假设前提, 标的公司的收益期限为无限年期, 根据相关行业惯例, 可采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率, 本次估值分析采用 10 年期美国国债收益率作为无风险利率。

B、市场风险溢价的确定

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益, 即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。本次测算中以美国国家风险溢价指数的市场回报率作为市场期望报酬率 r_m , 将市场期望报酬率超过无风险利率的部分作为市场风险溢价。市场风险溢价 = $r_m - r_f$ 。

C、资本结构的确定

本次估值分析选择企业自身资本结构对未来年度折现率进行测算。

D、贝塔系数的确定

以全球上市公司股票为基础, 考虑标的公司与可比公司在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等因素的可比性, 选择适当的可比公司, 经查询 WIND 数据库, 以截至估值分析基准日的市场价格进行测算, 计算周期为估值分析基准日前 60 月, 得到可比公司股票预期无财务杠

杆风险系数的估计 β_u ，按照企业自身资本结构进行计算，得到标的公司权益资本的预期市场风险系数 β_e 。

E、特性风险系数的确定

在确定折现率时需考虑标的公司与上市公司在公司规模、企业发展阶段、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖、企业融资能力及融资成本、盈利预测的稳健程度等方面的差异，确定特定风险系数。在估值分析过程中，估值分析人员对企业与可比上市公司进行了比较分析，得出特性风险系数。

F、债权期望报酬率 r_d 的确定

债权期望报酬率是企业债务融资的资本成本，本次估值分析以于 2024 年 12 月的美国银行贷款利率确定债权期望报酬率 r_d 。

G、折现率 WACC 的计算

将以上得到的各参数，代入公式，得到折现率如下表：

预测期折现率表

名称	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
折现率 r (WACC)	12.83%	12.83%	12.83%	12.83%	12.83%

(6) 经营性资产价值测算

将得到的预期自由现金流量代入公式，从而得出标的公司的经营性资产价值 $P=110,699.55$ 万美元。

(7) 溢余或非经营性资产（负债）价值估值

溢余资产是指与标的公司收益无直接关系的，超过标的公司经营所需的多余资产。经分析，标的公司无明显的溢余资产。

非经营性资产（负债）是与标的公司经营现金流量缺乏直接、显著关系或不产生效益的，未纳入净现金流量预测范围的资产（负债）。

截至基准日，标的公司存在溢余、非经营性资产（负债）账面值为-82,652.73 万美元，本次对上述溢余或非经营性资产（负债）价值进行单独估值

分析，采用成本法进行估值，得到标的公司于基准日的溢余或非经营性资产（负债）估值为-82,652.73 万美元。

（8）收益法估值分析结果

A、企业整体价值 B

企业整体价值 B=经营性资产价值 P+溢余和非经营性资产（负债）的价值 C =110,699.55-82,652.73 =28,046.82 万美元，详情如下：

项目	科目类别	2024 年 12 月 31 日账面价值
经营性资产价值 P		110,699.55
加：溢余和非经营性资产（负债）的价值 C		-82,652.73
其中：交易性金融资产	资产	1,539.41
其他应收款	资产	75.00
其他流动资产	资产	3,515.52
长期应收款	资产	315.90
递延所得税资产	资产	12,178.19
其他非流动资产	资产	863.43
交易性金融负债	负债	-1,027.00
预计负债	负债	-3,094.46
递延所得税负债	负债	-11,123.07
一年内到期的非流动负债	负债	-13,125.00
长期借款	负债	-72,770.65
企业整体价值 B=P+C		28,046.82

B、付息债务价值 D

截止基准日，标的公司的有息债务估值为 10,873.97 万美元。

C、少数股东权益价值

截止基准日，标的公司不存在少数股东权益。

D、股东全部权益价值 E

根据上述估值分析工作，将各个参数代入公式，标的公司的股东全部权益价值为：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 B - 付息债务价值 D - 少数股东权益价值 M = 28,046.82 - 10,873.97 - 0 = 17,200.00 万美元（取整到十万位）

Lexmark International II, LLC 的股东全部权益价值在估值分析基准日的账面价值为 17,048.54 万美元，采用收益法的市场价值估值为 17,200.00 万美元，增值 151.46 万美元，增值率为 0.89%。根据基准日 2024 年 12 月 31 日的美元汇率中间价，采用收益法的市场价值估值折算成人民币为 123,640.48 万元人民币。

综上，本次选取的重要估值参数均具备合理的预测依据，具有合理性。

3、预测期数据与报告期、同行业可比公司是否存在较大差异

(1) 预测期数据与报告期数据合理性分析

本次估值分析中的预测期数据与报告期数据（扣除非经营性损益后）情况如下表：

项目	报告期	详细预测期	详细预测期满后各期
毛利率	30.34%-31.29%	29.40%-30.68%	29.40%
销售费用率	8.76%-11.16%	8.59%-8.60%	8.60%
管理费用率	7.34%-10.75%	7.81%-8.19%	8.19%
研发费用率	5.62%-6.41%	5.69%-6.03%	6.03%
净利润率	-0.17%-6.15%	4.21%-5.66%	4.21%

预测期毛利率较报告期下降主要是因为随着标的公司业务发展的变化，LS-A3-新机型与 OEM（贴牌）的收入（包括 Hardware（打印机）、Supplies（耗材）、Other revenue（软件服务和其他）收入）在预测期内的收入占比逐年提高。由于 LS-A3-新机型业务处于起步阶段，LS-A3-新机型的硬件销售收入比重高于其耗材收入比重，按标的公司传统的商业模式，打印机硬件销售基本需要承受亏损，因此 LS-A3-新机型业务的整体毛利率较低。同时，OEM（贴牌）业务的毛利率也低于传统的利盟品牌业务（BRD）毛利率。两项毛利率相对较低的业务的收入占比逐年提高，导致公司整体毛利率在预测期内缓慢下滑。

预测期销售费用率较报告期下降是因为标的公司在全全球范围进行了优化重组（裁员）计划，导致员工数量减少，2024年的职工薪酬下降。未来销售费用率预测中按照2024年最新的员工规模进行预测，参照历史年度变动费用构成及其与主营业务收入的比率，结合标的公司主营业务收入预测情况并考虑一定的规模效应后进行预测，最终得出的销售费用率与2024年报告期数据无显著差异。

管理费用率方面，由于标的公司在全全球范围进行了优化重组（裁员）计划，导致员工数量减少，2024年的职工薪酬下降。未来管理费用预测考虑一定的增长水平，结合标的公司主营业务收入预测情况并考虑一定的规模效应后进行预测，最终得出的管理费用率与2024年报告期数据无显著差异。

研发费用率方面，标的公司的优化重组（裁员）计划未对研发人员产生较大影响，因此未来研发费用预测考虑一定的增长水平，结合标的公司主营业务收入预测情况并考虑一定的规模效应后进行预测，最终得出的研发费用率与2024年报告期数据无显著差异。

净利润率报告期波动较大，主要系标的公司通过调整供应链，进一步降低外部环境制约因素对利盟国际自身业务的负面影响，从而使得2024年净利润率得到改善。未来净利润率主要受毛利率以及期间费用率的综合影响，并逐渐恢复到受外部环境制约前2021年净利润率水平。

综上所述数据及论述，预测期数据与报告期数据不存在较大差异，且存在的差异可以合理解释。

（2）预测期数据与同行业可比公司合理性分析

由于本次标的公司财务报表是由国外会计准则报表转换成中国会计准则报表进行列报，两种会计准则对于营业成本以及期间费用的划分（例如运费、保险费等）存在一定差异，造成标的公司与可比公司的毛利率以及期间费用率可比性不强，因此更适合通过综合的税前利润率与可比公司进行对比。

本次估值分析中的预测期数据与同行业可比公司数据情况如下表：

比较对象		税前利润率	数据口径
可比公司	兄弟工业	5.52%	2022年—2024年平均 均值
	理光集团	2.10%	
	柯尼卡美能达	-4.32%	
	佳能	9.39%	
	平均（剔除柯尼卡美能达）	5.67%	
标的公司		6.55%	预测期平均值

注：1、可比公司选取过程见本题回复之“（二）2、可比公司选取过程”

2、标的公司使用的税前利润率=利润总额/营业收入；可比公司使用的税前利润率=除税前利润/营业收入；

3、标的公司、可比公司计算所使用的财务数据均源自对非主营业务调整后的利润表。

从上表可以看出，标的公司预测期的平均税前利润率为 6.55%，在可比公司的税前利润率分布区间之内。另外，考虑到可比公司中，柯尼卡美能达近 3 年的税前利润率波动剧烈，而另外 3 家可比公司 3 年数据基本稳定，因此计算了剔除柯尼卡美能达后的 3 家可比公司平均税前利润率 5.67%，与标的公司预测期的平均税前利润率较为接近。因此，标的公司预测期数据与同行业可比公司数据不存在较大差异。

（二）请说明采用市场法评估的评估增值率，结合美国利盟所处行业、交易市场、价值影响因素等，分析说明可比公司的选取是否完整、合理

1、市场法估值增值率

Lexmark International II,LLC 的股东全部权益价值在估值分析基准日的账面值为 17,048.54 万美元，采用市场法的市场价值估值为 19,800.00 万美元，增值 2751.46 万美元，增值率为 16.14%。根据基准日 2024 年 12 月 31 日的美元汇率中间价，采用市场法的市场价值估值折算成人民币为 142,330.32 万元人民币。

2、可比公司选取过程

美国利盟系持股平台，实际业务主体为其间接控制的全资子公司利盟国际，利盟国际属于计算机、通信和其他电子设备制造业的计算机外围设备制造行业，其主营业务为打印机整机及配套耗材、配件和打印管理服务。利盟国际生产销售的产品定位为服务全球市场。

故而本次选取可比公司是结合利盟国际生产销售产品类型所处行业与服务全球市场基本一致前提下进行。具体选取原则如下：

市场法估值分析应当选择与标的公司具有可比性的上市公司。确定可比上市公司的选择原则如下：

- (1) 具有不少于 24 个月的一定时间的上市交易历史。
- (2) 公司提供的服务相同或相似，都受到相同经济因素的影响。
- (3) 价值影响因素方面相同或者相似。

估值分析人员通过 WIND 数据库和市场公开信息查询，有 6 家上市公司，其主营业务与本次价值分析标的公司相似，具有可比性，具体如下：

证券代码	证券简称	上市日期	所处资本市场	主营业务
XXR.O	施乐 (XEROX)	1961/7/11	美股	公司产品包括打印机、复印机、数字印刷设备以及相关的服务和耗材供应。
HPQ.N	惠普 (HP)	1957/11/6	美股	公司主要专注于生产打印机、数码影像、软件、计算机与资讯服务等业务，下设三大业务集团：信息产品集团、打印及成像系统集团和企业计算及专业服务集团。
6448.T	兄弟工业	1963/1/21	日股	销售其母公司日本名古屋兄弟工业株式会社生产的许多工业产品，家用电器和商用产品。这些产品包括屡获殊荣的Multi-FunctionCenter系列和打印机。
7752.T	理光集团	1949/5/16	日股	Ricoh Company Ltd.生产和销售办公自动化设备，电子设备和照相设备。该公司的多样化产品线包括传真机，图像扫描仪，打印机，数码相机和个人电脑，以及全系列的模拟，数字和彩色复印机。
4902.T	柯尼卡美能达	1949/5/16	日股	Konica Minolta Inc.主要从事办公设备和高性能材料的制造。它还经营医疗保健业务,该公司还生产复印

证券代码	证券简称	上市日期	所处资本市场	主营业务
				机，个人电脑外围设备，光学镜头和测量仪器。
7751.T	佳能	1949/5/16	日股	佳能全球以光学为核心的个人消费产品、办公产品以及工业产品等领域发挥着巨大的作用，主要提供普通纸复印机，激光打印机，喷墨打印机，数码相机和光刻等办公用品。

经查阅上述可比公司近年的经营信息、财务数据，发现施乐公司及惠普公司存在业务模式或财务状况不可比的情况。

施乐公司（Xerox）采用以打印机设备租赁和服务合同为核心的业务模式，相比之下，美国利盟以打印机硬件直销和耗材复购为主要收入来源。施乐公司实施“设备即服务”（DaaS）模式，而美国利盟采用传统硬件销售模式，两者在业务模式、收入来源等方面存在显著差异。因此不将施乐公司作为美国利盟的可比公司。

惠普管理层在经营过程中选择将绝大部分经营产生的自由现金流，通过股票回购和高额分红返还给股东。这种策略导致其股东权益账面价值减少，近三年出现总负债大于总资产、净资产为负的情况。因此不将惠普作为利盟的可比公司。

故本次估值分析选择兄弟工业、理光集团、柯尼卡美能达及佳能 4 家公司作为可比上市公司。

3、结合美国利盟所处行业、交易市场、价值影响因素等，分析说明可比公司的选取是否完整、合理

（1）所处行业

本次选取可比公司是结合美国利盟生产销售产品类型所处行业与服务全球市场基本一致前提下进行，且可比公司提供的服务相同或相似。

（2）交易市场

本次根据选取原则，结合 WIND 数据库和市场公开信息查询，选择了 6 家上市公司，交易市场分别为：纽约证券交易所（惠普（HP））、纳斯达克交易所（施乐公司）、东京证券交易所（兄弟工业、理光集团、柯尼卡美能达、佳能）。

经查阅上述公司近年的经营信息、财务数据，发现施乐公司、惠普公司存在业务模式或财务状况不可比的情况（具体如上所述），不作为可比公司，因此，最终选择的 4 家可比公司均为东京证券交易所上市公司。选择过程合理、客观。

另外，考虑到美国利盟的注册地为美国，可比公司的交易市场均处于日本，对于不同的交易市场，面临不同的政治、市场等风险影响因子，故本次估值分析已结合交易市场风险回报率对其进行市场修正，使得相关数据更加可比。

（3）价值影响因素

本次选择可比公司的原则之一为价值影响因素方面相同或者相似。同时，本次市场法价值分析，考虑到可比公司与美国利盟不完全相同的情形，已做出针对性修正，包括财务指标修正（包括盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力等方面）、其他因素修正（包括控股权溢价修正、交易时间修正、流动性折扣修正、规模修正和资本市场修正等因素）。

考虑到各因素修正后，市场法价值分析的基本公式为：

$$P = \sum_{i=1}^n (PB_i/PS_i \times A_i \times B_i \times Q_i) \times E + I + H$$

其中： P —标的公司企业价值；

PB_i/PS_i —第 i 家可比上市公司的价值比率；

A_i —第 i 家可比上市公司财务指标修正系数；

B_i —第 i 家可比上市公司其他因素修正系数；

Q_i —第 i 家可比上市公司的平均权重；

n —可比数；

E —标的公司的基准日账面归母净资产或收入；

I —溢余性资产；

H —非经营性资产和负债。

综上，可比公司与美国利盟所处行业基本一致、交易市场为合理选择后的客观分布、价值影响因素与美国利盟相同或相似、且已经过合理修正，因此本次可比公司的选取完整、合理。

二、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对本次估值，估值机构进行了如下核查：

（1）已核实公司在 2023 年 6 月起受境外不利因素影响至今未被消除的事实。对目标公司的增长预测基于基准日经营现状考虑。

（2）由于受限于公司与美国政府签署的《美国国安协议》限制，本次估值分析采取对受限的关键程序尽可能地使用替代辅助手段进行核查。主要包括：通过获取当地律师对交易标的及重要子公司的尽职调查报告，以对资产的有效性进行确认；估值人员向本次审计机构进行访谈及询问，了解其受限于《美国国安协议》之下采取审计程序的核查结果，并且对审计报告中的明细数据以及所实施的审计程序进行了解，以确认列入估值分析范围的资产的完整性和现状使用情况；

（3）通过网络会议形式对标的公司首席执行官 CEO 和首席财务官 CFO 线上访谈，了解美国利盟及其子公司目前的经营情况和未来发展方向，同时亦对其市场机遇及风险，客户和供应商合作情况等进行了了解。

（4）查阅相关上市公司公开信息资料；

（5）查阅同花顺 iFinD-金融数据终端和 Wind 终端的统计资料；

（6）查阅标的公司所在国家有关部门发布的技术标准资料；

(7) 查阅市场调查资料。

(二) 核查意见

经核查，估值机构认为：

1、采用收益法估值的重要估值参数均具有预测依据、具有合理性，预测期数据与报告期、同行业可比公司相比不存在较大差异。

2、采用市场法估值时，结合美国利盟所处行业、交易市场、价值影响因素等，市场法下对于可比公司的选取完整、合理。

（本页无正文，为《中联国际房地产土地资产评估咨询（广东）有限公司关于深圳证券交易所<关于对纳思达股份有限公司重大资产出售的问询函>之核查意见》之签字盖章页）

中联国际房地产土地资产评估咨询（广东）有限公司

二〇二五年六月十八日