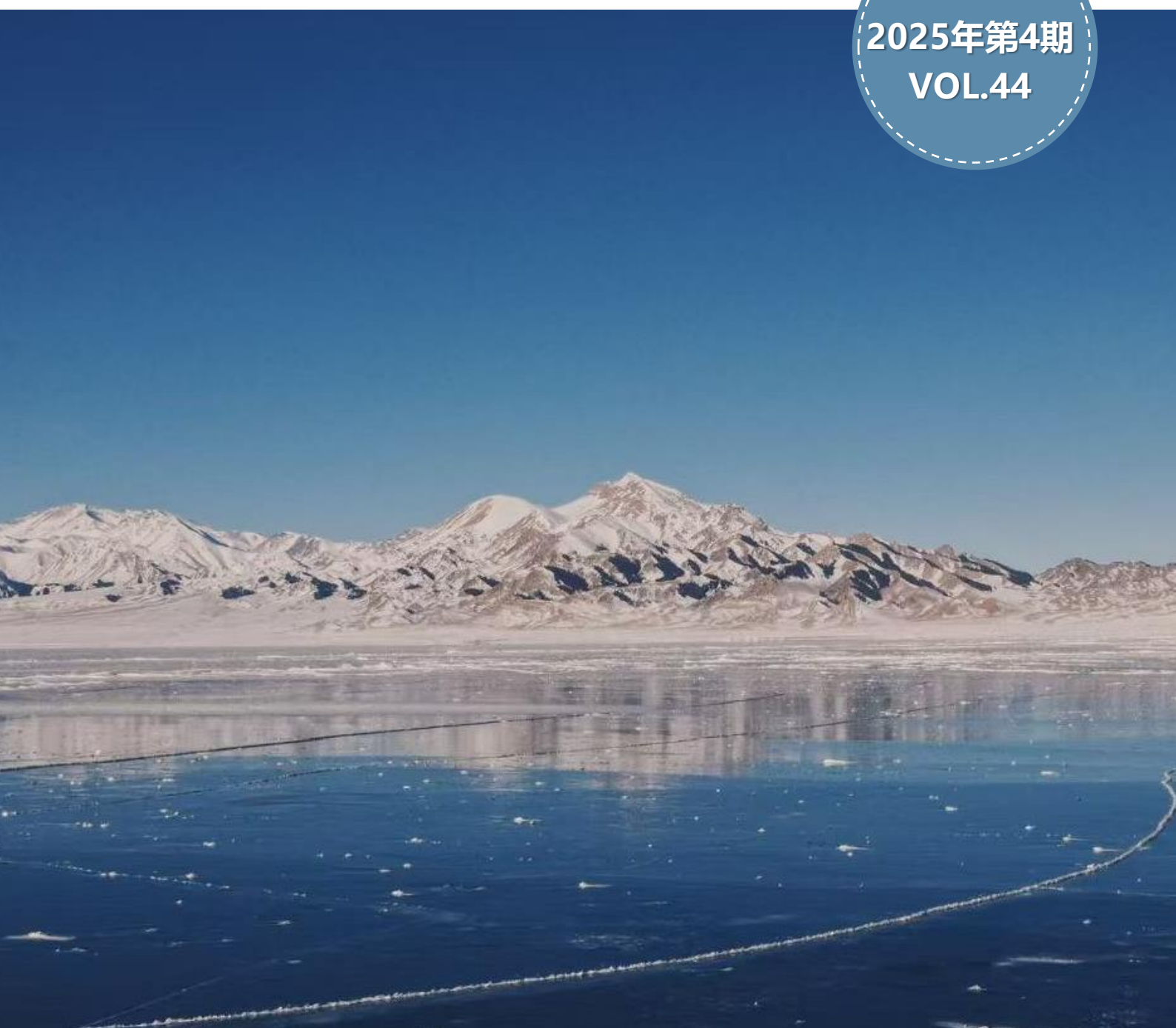




# 新视野

研发部主办

2025年第4期  
VOL.44



北京中企华资产评估有限责任公司  
CHINA ENTERPRISE APPRAISALS CO., LTD.

2025年第4期  
总第44期



中企华研发部 主办

编辑委员会

权忠光 刘登清 黎东标 殷浩  
阮咏华

编辑部

牟洪浩 姚青思 张琦 王倩

收稿方式

电子邮箱: yfb@chinacea.com

公司微信群: 朝阳群众

中企华微信公众号:

china\_cea



# 目 录 CONTENTS

## I 政策导向.....1

### 评估规范.....1

- 中国证监会印发《监管规则适用指引——评估类第2号》
- 中评协印发《关键核心技术资产评估指导意见》

### 评估动态.....2

- 财政部 国务院国资委 中国证监会联合印发《行政事业单位、国有企业、上市公司选聘资产评估机构管理办法》
- 中评协印发《关于备案从事证券服务业务资产评估机构全面实行业务报备实名认可的通知》
- 国务院办公厅印发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》
- 国家知识产权局印发《关于公布2024年度及近五年备案的专利实施许可合同有关数据的通知》
- 自然资源部印发《关于矿业权出让底价有关事项的通知》

### 国资管理.....6

- 国务院国资委印发《中央企业违规经营投资责任追究实施办法》

### 财政税收.....7

- 财政部 海关总署 税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》
- 国务院公布《中华人民共和国增值税法实施条例》

资本市场.....8

- 发改委印发《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025年版）》
- 中国证监会印发《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》
- 中国证监会印发《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》
- 中国证监会印发《证券期货市场监督管理措施实施办法》

II 市场追踪.....11

- 2025年A股指数情况概述
- 2025年A股发行股票并上市情况概述
- 2025年上市公司并购重组情况概述
- 2025年新三板情况概述

III 专业研讨.....35

- 基于决策树法的新药技术价值评估/中企华课题组
- 我国企业出海并购估值关注点/高文忠 王进江
- 资产评估三类报告：定位与监管挑战



## 评估规范

### 中国证监会印发《监管规则适用指引——评估类第2号》

（采编来源：中国证监会官网）

原文链接：[监管规则适用指引——评估类第2号 中国证券监督管理委员会 \(csrc.gov.cn\)](https://www.csrc.gov.cn/csrc/viewDetail.htm?id=123456789)

为强化资本市场评估业务监管，进一步规范收益法中未来收益的预测，提升资本市场信息披露质量，2025年12月5日，中国证监会印发《监管规则适用指引——评估类第2号》（以下简称《评估类第2号》），自发布之日起施行。

《评估类第2号》包括5个部分，涉及评估假设和收益期、收入预测、成本费用预测、资本性支出预测和营运资金预测等事项；每项具体指引包括三部分内容：评估准则相关规定、存在的执业问题以及具体监管要求。《评估类第2号》并非对评估准则的解释，而是针对证券业务收益法评估中未来收益的预测提供指导性意见，旨在促进评估准则在资本市场的一致有效执行。

### 中评协印发《关键核心技术资产评估指导意见》

为规范和指导资产评估机构及其资产评估专业人员执行关键核心技术资产评估业务行为，在财政部指导下，2025年12月31日，中评协印发《关键核心技术资产评估指导意见》（中评协〔2025〕9号，以下简称《指导意见》），自2026年3月1日起施行。

《指导意见》由总则、基本遵循、评估对象、操作要求、评估方法、披露要求、附则七部分构成，共34条。主要内容如下：

第一章为总则，明确了制定依据和目的，以及关键核心技术资产评估相关定义。

第二章为基本遵循，明确了执行关键核心技术资产评估业务对资产评估机构和资产评估专业人员的职业操守、独立性、胜任能力和保密原则、价值类型选择和合理设定评估假设等方面的要求。

第三章为评估对象，详细阐述了关键核心技术资产评估业务的评估对象定义、业务的基本特征、关键核心技术资产的权利属性及基本情况，并明确执行相关业务，应当对关键核心技术的法律状态、评估对象相关认定文件获取情况、关键技术能否独立于具体产品或者服务交易等事项进行关注，恰当进行关键核心技术单项资产或者关键核心技术资产组合的评估。

第四章为操作要求，对关键核心技术进行调查及资料收集、价值影响因素、财务数据获取及分析、核心技术资产的贡献等需要关注的重点内容作出规定。

第五章为评估方法，明确了关键核心技术资产价值的评估方法，对收益法、市场法、成本法在关键核心技术资产评估中应注意的要点进行了阐述。

第六章为披露要求，提出了编制关键核心技术资产评估报告中应当披露的内容。

第七章为附则，主要明确《指导意见》生效日期。

此外，附件《参考材料》对相关专业

知识进行了补充介绍，包括术语和定义、关键核心技术判断认定、关键核心技术所处领域、关键核心技术资产价值计价模式、专利池技术案例、寡头专利技术案例等。

（采编来源：中国资产评估协会官网）

原文链接：[中国资产评估协会 \(cas.org.cn\)](http://cas.org.cn)



## 评估动态

### 财政部 国务院国资委 中国证监会联合 印发《行政事业单位、国有企业、上市公司 选聘资产评估机构管理办法》

为规范行政事业单位、国有企业、上市公司选聘资产评估机构行为，推动提升资产评估业务质量，2025年10月14日，财政部、国务院国资委和中国证监会等三部门联合印发《行政事业单位、国有企业、上市公司选聘资产评估机构管理办法》（财资〔2025〕137号，以下简称《管理办法》），自印发之日起施行。

《管理办法》围绕适用范围、选聘原则、选聘流程和要求、选聘结果公示和档案管理、信息安全、监督管理等方面，提



《管理办法》明确，本办法适用于行政事业单位、国有企业及上市公司针对法定评估事项，依法委托资产评估机构出具资产评估报告的行为。

《管理办法》要求，选聘资产评估机构的评价要素，应当包括但不限于资产评估费用报价、资产评估机构的资质条件、执业诚信记录、内部管理和质量控制水平、工作方案、人力及其他资源配备、信息安全管理、风险承担能力水平、相关项目经验等内容。选聘单位应当组织对每个有效的应聘文件单独评价、打分，汇总各评分因素的得分。其中，质量控制水平的分值权重不应低于 40%，重大资产评估项目的评估费用报价分值权重不应高于 15%，一般资产评估项目的评估费用报价分值权重由企业自主决策，可适当放宽。

用报价|/选聘基准价)×评估费用报价要素所占权重分值。选聘单位选聘资产评估机构原则上不得设置最高限价,确需设置的,应当在选聘文件中说明该最高限价的确定依据及合理性。

原文链接：[关于印发《行政事业单位、国有企业、上市公司选聘资产评估机构管理办法》的通知](#) ([mof.gov.cn](#))

为强化备案从事证券服务业务资产评估机构（以下简称证券评估机构）自律监督，推动资产评估行业更好服务资本市场，2025年10月31日，中评协印发《关于备案从事证券服务业务资产评估机构全面实行业务报备实名认可的通知》（中评协办〔2025〕64号，以下简称《通知》）。

3

（采编来源：中国资产评估协会官网）

原文链接：[中国资产评估协会 \(cas.org.cn\)](http://cas.org.cn)

## 国务院办公厅印发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》

为进一步激发民间投资活力、促进民间投资发展，2025 年 11 月 3 日，国务院办公厅印发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》（国办发〔2025〕38 号，以下简称《若干措施》），重点围绕扩大市场准入、促进公平竞争、强化资源支持、优化投融资服务等民企核心关切方面，提出 13 项针对性政策举措。

其中，《若干措施》要求，对需报国家审批（核准）的具有一定收益的铁路、核电、水电、跨省跨区直流输电通道、油气管道、进口液化天然气接收和储运设施、供水等领域项目，鼓励支持民间资本参与并明确持股比例等要求；对各地方规模较小、具有盈利空间的城市基础设施领域新建项目，鼓励民间资本参与建设运营；引导民间资本有序参与低空经济领域基础设施建设和商业航天等领域建设。

《若干措施》明确，持续落实好突破关键核心技术科技型企业上市融资、并购重组“绿色通道”政策。积极支持更多符合条件的民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。

（采编来源：中国政府网官网）

原文链接：[国务院办公厅印发《关于进一步](#)

[促进民间投资发展的若干措施》的通知](#) 宏观经济 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

## 国家知识产权局印发《关于公布 2024 年度及近五年备案的专利实施许可合同有关数据的通知》

为认真落实《专利转化运用专项行动方案（2023—2025 年）》“建立知识产权交易相关基础数据统计发布机制”有关部署，促进专利转化运用，2025 年 11 月 21 日，国家知识产权局印发《关于公布 2024 年度及近五年备案的专利实施许可合同有关数据的通知》（国知办函运字〔2025〕940 号，以下简称《通知》）。

《通知》包含两份附件，分别为《2024 年度专利实施许可统计数据》和《2020—2024 年专利实施许可统计数据》。其中，《2024 年度专利实施许可统计数据》基于国家知识产权局备案的专利实施许可合同整理而成，合同登记起止时间为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日；《2020—2024 年专利实施许可统计数据》的统计范围则覆盖 2020 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日期间备案的相关合同。

统计数据采集了合同中明确的支付方式、交易金额、提成费率等关键信息，分别统计了以下三类专利实施许可情况：按固定或可折算金额支付、按销售额提成支付、按利润提成支付。其中，按固定或可折算金额支付的统计表公布了合同总

量、平均许可年限、年均合同金额等指标；按销售额提成支付与按利润提成支付的统计表，则在区分有无入门费的基础上，公布了合同量、平均许可年限、平均提成率、标准偏差、变异系数及提成率中位数等关键指标。

专利实施许可合同有关数据的发布为知识产权许可、交易中的评估定价及侵权赔偿数额确定提供数据参考。

（采编来源：国家知识产权局官网）

原文链接：[国家知识产权局 通知 国家知识产权局办公室关于公布 2024 年度及近五年备案的专利实施许可合同有关数据的通知 \(cnipa.gov.cn\)](#)

### 自然资源部印发《关于矿业权出让底价有关事项的通知》

为维护矿产资源国家所有者权益，确保矿业权出让交易公平、公正，2025 年 12 月 2 日，自然资源部印发《关于矿业权出让底价有关事项的通知》（自然资办函〔2025〕2809 号，以下简称《通知》），自 2026 年 1 月 1 日起施行。

《通知》围绕五方面进一步明确关于矿业权出让底价的有关事项，以下是主要内容：

一是《通知》明确，需要确定矿业权出让底价的情形，包括以招标方式出让矿业权的；以拍卖、挂牌方式出让探矿权，非油气矿产已完成普查工作或油气矿产

已完成圈闭预探工作的；以拍卖、挂牌方式直接出让采矿权的。

二是《通知》要求，矿业权出让底价应遵循市场规律，接近矿业权在公开、公平、充分竞争的市场条件下的公允价值，由出让人确定。矿业权出让底价不得低于矿业权出让起始价。

三是《通知》提出，在确定矿业权出让底价时，出让人可以委托矿业权评估机构进行评估，评估结果作为底价确定的重要参考，或者采取询价、类比等方式确定底价。《财政部 自然资源部 税务总局关于印发〈矿业权出让收益征收办法〉的通知》（财综〔2023〕10 号）所附《按矿业权出让收益率形式征收矿业权出让收益的矿种目录（试行）》内的矿种矿业权底价评估值不包含以出让收益率形式征收的矿业权出让收益。

四是《通知》指出，在竞争性出让时，未成交的矿业权再次出让的，可对矿业权出让底价进行上浮或下调。

五是《通知》规定，矿业权出让底价在出让交易活动结束前须保密且不得变更。

（采编来源：自然资源部官网）

原文链接：[自然资源部办公厅关于矿业权出让底价有关事项的通知 \(mnr.gov.cn\)](#)





## 国资管理

### 国务院国资委印发《中央企业违规经营投资责任追究实施办法》

为发挥责任追究在国资监管中的有效促进作用，2025年11月28日，国务院国资委印发《中央企业违规经营投资责任追究实施办法》（国务院国资委令第46号，以下简称《办法》），自2026年1月1日起施行。《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》（国务院国资委令第37号）同时废止。

《办法》分为总则、责任追究范围、资产损失和不良后果认定、责任认定、责任追究处理、责任追究工作职责、责任追究工作程序、附则等共8章91条。

其中，《办法》明确中央企业经营管理有关人员违反规定，未履行或未正确履行职责造成国有资产损失或其他不良后果，应当追究相应责任的具体情形，包括集团管控、风险管理、购销管理、工程承包建设、金融业务、科技创新、资金管理、产权管理、固定资产投资、股权投资、改组改制、境外经营投资以及其他责任追究情形等13个方面98种责任追究情形。其中，涉及资产评估的责任追究情形如下：

类别	责任追究情形
产权管理	财务审计和资产评估违反相关规定
	隐匿应当纳入审计、评估范围的资产，组织提供和披露虚假信息，授意、指使中介机构出具虚假财务审计、资产评估鉴证结果及法律意见书等
固定资产投资	授意、指使中介机构或有关单位出具虚假报告
股权投资	财务审计、资产评估或估值违反相关规定
	授意、指使中介机构或有关单位出具虚假报告
改组改制	未按规定组织开展清产核资、财务审计和资产评估
	故意转移、隐匿国有资产或向中介机构提供虚假信息，授意、指使中介机构出具虚假清产核资、财务审计与资产评估等鉴证结果

《办法》提出，资产损失金额及影响，可以根据司法、行政机关等依法出具的书面文件，具有相应资质的会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、专业技术鉴定机构等专业机构出具的专项审计、评估或鉴证报告，以及企业内部证明材料等，进行综合研判认定。相关违规经营投资虽尚未形成事实资产损失，但确有证据证明资产损失在可预见未来将发生，且能可靠计量资产损失金额的，经中介机构评估可以认定为或有损失，计入资产损失。

《办法》规定，工作组开展核查或调查可以采取委托具有相应资质的专业机构对有关问题进行审计、评估或鉴证等措施取证。

（采编来源：国务院国资委官网）

原文链接：[中央企业违规经营投资责任追究实施办法—国务院国有资产监督管理委员会](#)

[sasac.gov.cn](http://sasac.gov.cn)



## 财政税收

### 财政部 海关总署 税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》

2025 年 10 月 17 日，财政部、海关总署、税务总局联合印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》（财政部 海关总署 税务总局公告 2025 年第 10 号，以下简称《公告》）。现行规定与本公告不一致的，以本公告为准。《财政部 国家税务总局关于风力发电增值税政策的通知》（财税〔2015〕74 号）等文件规定自 2025 年 11 月 1 日起废止。

《公告》规定，自 2025 年 11 月 1 日起至 2027 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的利用海上风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。

《公告》明确，2025 年 10 月 31 日前已正式商业投产的核电机组，继续按照《财政部 国家税务总局关于核电行业税收政策有关问题的通知》（财税〔2008〕38 号）有关增值税规定执行；2025 年 10

月 31 日前国务院已核准但尚未正式商业投产的核电机组，核力发电企业生产销售电力产品，自正式商业投产次月起 10 个年度内，实行增值税先征后退政策，退税比例为己入库税款的 50%，其他增值税规定继续按照《财政部 国家税务总局关于核电行业税收政策有关问题的通知》（财税〔2008〕38 号）执行。2025 年 11 月 1 日后核准的核电机组，不再实行增值税先征后退政策。

（采编来源：财政部官网）

原文链接：[国家税务总局政策法规库 \(chinatax.gov.cn\)](http://chinatax.gov.cn)

### 国务院公布《中华人民共和国增值税法实施条例》

2025 年 12 月 25 日，国务院总理李强签署第 826 号国务院令，公布《中华人民共和国增值税法实施条例》（以下简称《条例》），自 2026 年 1 月 1 日起施行。

《条例》旨在贯彻落实《中华人民共和国增值税法》，共 6 章 54 条，主要规定了以下内容：

一是细化纳税人和征税范围。细化增值税法规定的应税交易货物、服务、无形资产、不动产的范围；进一步明确纳税人中的单位和个人、一般纳税人和小规模纳税人的标准，以及服务、无形资产在境内消费的具体情形。

二是明确税率适用。进一步明确适用

零税率的出口货物范围，以及跨境销售服务、无形资产适用零税率的具体情形；明确一项应税交易涉及两个以上税率、征收率时适用税率和征收率的原则。

三是确定不同情形应纳税额计算方法。对增值税扣税凭证的具体种类和进项税额具体抵扣办法作出规定；细化税务机关核定纳税人销售额的方法，并对特殊情形下进项税额的抵扣规则予以明确。

四是完善税收优惠。明确增值税法中各类免征增值税项目的具体标准，并规定增值税优惠政策的适用范围、标准、条件等应当依法及时向社会公开，同时要求国务院财政、税务主管部门适时评估增值税优惠政策执行效果，及时报请国务院予以调整完善。

五是健全征管措施。进一步明确一般纳税人登记事项、开具增值税专用发票要求、纳税义务发生时间、汇总申报纳税和预缴税款的适用情形，并对出口退（免）税规则、涉税信息共享等作出规定。

（采编来源：中国政府网官网）

原文链接：[中华人民共和国增值税法实施条例 税务 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)



## 资本市场

### 发改委印发《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025年版）》

为更好发挥基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称“基础设施 REITs”）盘活存量资产、促进投资良性循环的作用，2025 年 11 月 15 日，发改委印发《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》（发改办投资〔2025〕991 号，以下简称《清单》）。

《清单》公布了 15 大类行业领域，包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、租赁住房、水利设施、文化旅游基础设施、消费基础设施、商业办公设施、养老设施、城市更新设施，以及符合国家重大战略、发展规划、产业政策等要求的其他基础设施项目。

《清单》范围内符合条件的项目应严格按照《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕



1014 号)等常态化推荐发行阶段有关政策要求进行申报。

(采编来源: 国家发展改革委官网)

原文链接: [【关于印发《基础设施领域不动产投资信托基金\(REITs\)项目行业范围清单\(2025年版\)》的通知】-国家发展和改革委员会\(ndrc.gov.cn\)](#)

### 中国证监会印发《关于推动不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展有关工作的通知》

为推动不动产投资信托基金(以下简称 REITs)市场高质量发展,完善基础制度,优化监管安排,健全市场功能,2025 年 12 月 31 日,中国证监会印发《关于推动不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展有关工作的通知》(证监发〔2025〕63 号)。《通知》围绕四个方面对推进 REITs 相关工作作出安排,主要内容如下:

一是推动商业不动产 REITs 平稳健康发展。要深刻认识发展商业不动产 REITs 的重要意义,激发市场主体活力,加大工作推动力度。

二是加快推进 REITs 市场体系建设。要推进市场扩容扩围,加强二级市场建设,不断完善市场生态。

三是完善 REITs 申报注册制度机制。要优化审核注册流程,健全市场化标准体系。

四是加强监管与风险防范。要健全全

链条监管机制,促进市场主体归位尽责,维护市场平稳运行。

(采编来源: 中国证监会官网)

原文链接: [关于推动不动产投资信托基金\(REITs\)市场高质量发展有关工作的通知 中国证券监督管理委员会\(csrc.gov.cn\)](#)

### 中国证监会印发《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》

为推动不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展,丰富资本市场投融资工具,2025 年 12 月 31 日,中国证监会印发《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》(中国证券监督管理委员会公告〔2025〕21 号,以下简称《公告》),自公布之日起施行。

《公告》共八条,主要包括以下内容:

一是产品定义,商业不动产 REITs 是指通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公开募集证券投资基金。

二是基金注册及运营管理要求,明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求,以及基金管理人的主动运营管理责任。

三是发挥基金管理人和专业机构作用,压严压实责任,要求严格遵守执业规范和监管要求。

四是强化监管责任,明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风



险监测处置等职责。

此外，商业不动产 REITs 其他有关事宜，参照《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》有关规定执行。

其中，《公告》明确，申请募集商业不动产投资信托基金前，基金管理人应当对拟持有的商业不动产进行全面的尽职调查，聘请符合规定的专业机构提供评估、法律、审计等专业服务。

（采编来源：中国证监会官网）

原文链接：[【第 21 号公告】《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》](#)  
[中国证券监督管理委员会 \(csrc.gov.cn\)](#)

### 中国证监会印发《证券期货市场监督管理措施实施办法》

为进一步规范证券期货市场监督管理措施（以下简称监管措施）的实施程序，2025 年 12 月 31 日，中国证监会印发《证券期货市场监督管理措施实施办法》（证监会令第 231 号，以下简称《实施办法》），自 2026 年 6 月 30 日起施行。

《实施办法》共二十五条，主要包括以下内容：

一是明确监管措施的种类。列出责令

改正、监管谈话、出具警示函、责令定期报告等十四类比较常用的措施，并将“法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他监督管理措施”作为兜底规定。

二是明确监管措施的实施原则。实施监管措施，应当遵循依法、效率、公正原则，应当符合法律、行政法规、中国证监会规章规定的程序，应当及时矫正违法行为，防范风险蔓延与危害后果扩散，坚持风险防控与教育相结合，应当以事实为依据，与行为的性质、情节、危害程度以及风险大小相当。

三是明确实施监管措施的程序要求。包括监管措施的取证、决定、送达、现场执法、回避、法制审核等一般程序要求，事先告知等特别程序要求，以及紧急情况下的快速处置机制。

四是明确监管措施决定的作出及执行要求。包括监管措施决定书应当载明的事项、公开要求、送达程序等。

（采编来源：中国证监会官网）

原文链接：[【第 231 号令】《证券期货市场监督管理措施实施办法》](#)  
[中国证券监督管理委员会 \(csrc.gov.cn\)](#)



【PART I 2025 年 A 股指数情况概述】

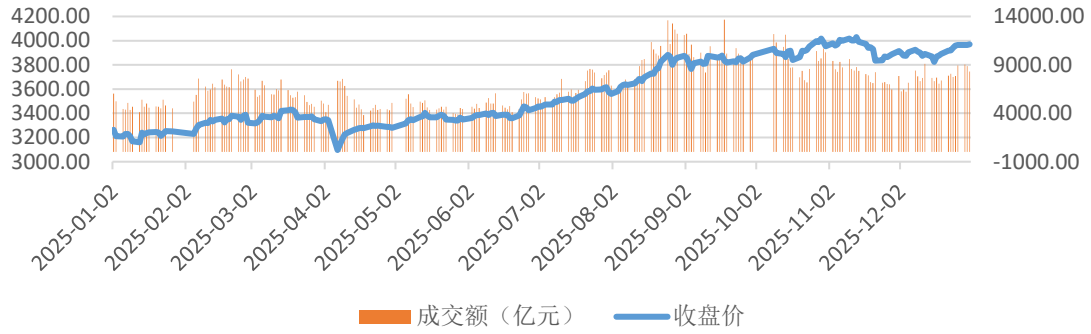
一、收盘价情况

证券代码	证券简称	收盘价/元 交易日期: 2025-12-31	收盘价/元 交易日期: 2024-12-31	区间涨跌 区间首日:2025-01-01 区间尾日:2025-12-31	区间涨跌幅/% 区间首日:2025-01-01 区间尾日:2025-12-31
000001.SH	上证指数	3,968.84	3,351.76	617.08	18.41
399001.SZ	深证成指	13,525.02	10,414.61	3,110.41	29.87
399006.SZ	创业板指	3,203.17	2,141.60	1,061.58	49.57
000688.SH	科创 50	1,344.20	988.93	355.27	35.92
899050.BJ	北证 50	1,440.43	1,037.81	402.62	38.80

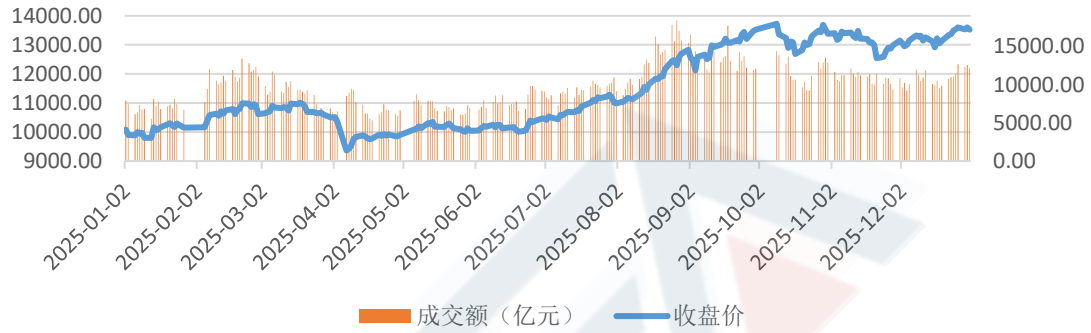
二、日均交易额情况

证券代码	证券简称	区间日均成交额/亿元 区间首日:2025-01-01 区间尾日:2025-12-31	区间日均成交额/亿元 区间首日: 2024-01-01 区间尾日: 2024-12-31	环比变动/%
000001.SH	上证指数	7,092.49	4,456.16	59.16
399001.SZ	深证成指	9,935.43	6,057.25	64.03
399006.SZ	创业板指	4,679.15	2,784.79	68.03
000688.SH	科创 50	494.77	243.27	103.39
899050.BJ	北证 50	266.94	122.78	117.41

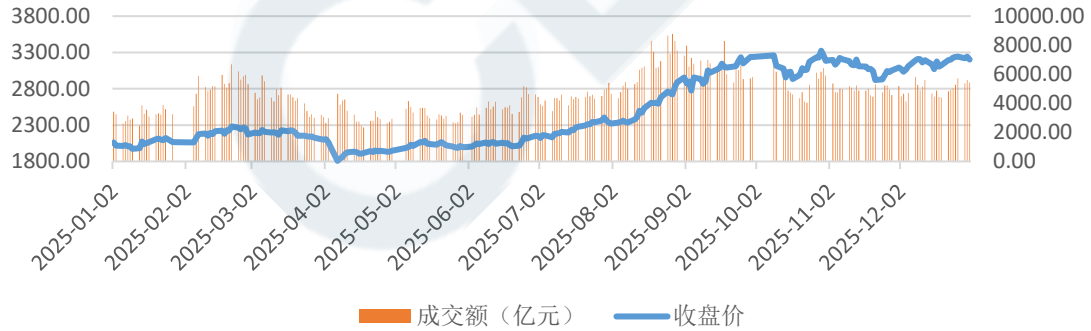
上证指数



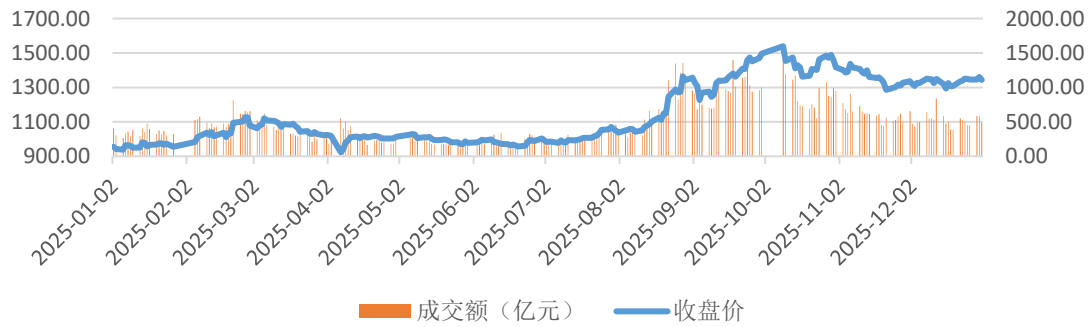
深证成指



创业板指



科创50



## 【PART II 2025 年 A 股发行股票并上市情况概述】

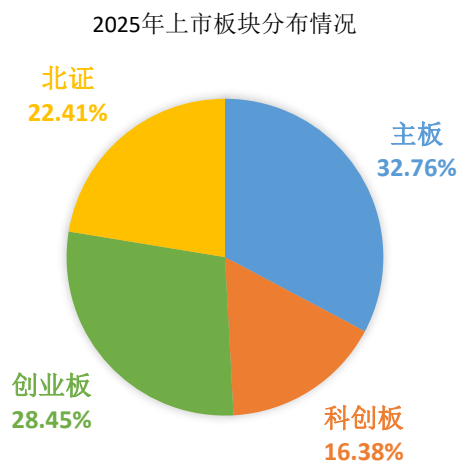
### 一、概况

2025 年共有 116 家 IPO，较 2024 年的 100 家增加了 16 家。首发募集资金 1,317.71 亿元，较 2024 年同期的 673.53 亿元，增加约 95.64%。



### 二、上市板块分布情况

2025 年，38 家企业在主板市场发行上市，占比达到 IPO 总数的 32.76%，比去年同期增加 14 家；科创板 IPO 总数为 19 家，比去年同期增加 4 家；创业板 IPO 总数为 33 家，比去年同期减少 5 家；26 家企业在北交所上市，占比达到 IPO 总数的 22.41%。





### 三、行业分布情况

2025 年 IPO 企业所属行业集中于制造业，其中有 100 家企业所属行业为制造业，占总数的 86.21%。

序号	所属行业	数量	主板	创业板	科创板	北证
1	计算机、通信和其他电子设备制造业	23	5	7	9	2
2	专用设备制造业	14	3	3	3	5
3	汽车制造业	12	5	6	-	1
4	电气机械和器材制造业	11	2	5	1	3
5	科学研究和技术服务业	9	2	3	2	2
6	化学原料和化学制品制造业	7	4	1	1	1
7	橡胶和塑料制品业	7	4	1	-	2
8	通用设备制造业	5	3	1	-	1
9	金属制品业	4	1	1	-	2
10	仪器仪表制造业	3	-	-	1	2
11	医药制造业	3	-	-	2	1
12	批发和零售业	3	1	2	-	-
13	非金属矿物制品业	2	1	1	-	-
14	信息传输、软件和信息技术服务业	2	-	1	-	1
15	有色金属冶炼和压延加工业	2	1	-	-	1
16	废弃资源综合利用业	1	1	-	-	-
17	印刷和记录媒介复制业	1	-	-	-	1
18	食品制造业	1	1	-	-	-
19	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1	-	-	-	1
20	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1	1	-	-	-
21	造纸和纸制品业	1	-	1	-	-
22	化学纤维制造业	1	1	-	-	-
23	电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	1	-	-	-
24	采矿业	1	1	-	-	-
合计		116	38	33	19	26

### 四、募集资金情况

2025 年，按募集资金总额排名前五的金额之和占比为 29.93%。

序号	证券代码	证券简称	募集资金 (亿元)	所属证监会行业名称
1	600930.SH	华电新能	181.71	电力、热力、燃气及水生产和供应业
2	688795.SH	摩尔线程-U	80.00	制造业
3	688783.SH	西安奕材-U	46.36	制造业
4	001280.SZ	中国铀业	44.40	采矿业
5	688802.SH	沐曦股份-U	41.97	制造业

## 五、部分企业可比公司情况

证券代码	证券简称	首发上市 日期	证监会行业分类	可比公司
301687.SZ	新广益	2025/12/31	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	方邦股份、斯迪克
920045.BJ	衡东光	2025/12/31	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	太辰光、光迅科技、光库科技、天孚通信
001369.SZ	双欣环保	2025/12/30	制造业-化学原料和化学制品制造业	君正集团、中泰化学、新疆天业、皖维高新、亿利洁能
001396.SZ	誉帆科技	2025/12/30	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	正元地信、数字政通、巍特环境
688809.SH	强一股份	2025/12/30	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	FormFactor、Technoprobe、中华精测
920121.BJ	江天科技	2025/12/25	制造业-印刷和记录媒介复制业	香江印制、豪能科技、上海超级、劲嘉股份、新宏泽、天元股份、永吉股份、集友股份、柏星龙
688805.SH	健信超导	2025/12/24	制造业-专用设备制造业	联影医疗、辰光医疗、奕瑞科技、康众医疗
301449.SZ	天溯计量	2025/12/23	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华测检测、广电计量、谱尼测试、开普检测、信测标准、国缆检测、西高院
301667.SZ	纳百川	2025/12/23	制造业-汽车制造业	三花智控、银轮股份、方盛股份、新富科技
603248.SH	锡华科技	2025/12/23	制造业-通用设备制造业	日月股份、宏德股份
688807.SH	优迅股份	2025/12/19	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	Semtech、Macom、盛科通信、裕太微、源杰科技、仕佳光子
001325.SZ	元创股份	2025/12/18	制造业-橡胶和塑料制品业	金利隆
688802.SH	沐曦股份-U	2025/12/17	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	寒武纪、海光信息、龙芯中科、景嘉微、摩尔线程
688790.SH	昂瑞微-UW	2025/12/16	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	唯捷创芯、慧智微、飞骧科技、泰凌微

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
688796.SH	百奥赛图	2025/12/10	科学研究和技术服务业-研究和试验发展	南模生物、药康生物、昭衍新药、君实生物、荣昌生物
688795.SH	摩尔线程-U	2025/12/5	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	海光信息、寒武纪、景嘉微、沐曦股份
001280.SZ	中国铀业	2025/12/3	采矿业-有色金属矿采选业	哈原工、卡梅科、中广核矿业、洛阳钼业、北方稀土
920035.BJ	精创电气	2025/12/2	制造业-仪器仪表制造业	振邦智能、瑞德智能、朗特智能、雷赛智能、宏英智能
920124.BJ	南特科技	2025/11/27	制造业-通用设备制造业	百达精工、华翔股份、联合精密
001233.SZ	海安集团	2025/11/25	制造业-橡胶和塑料制品业	赛轮轮胎、三角轮胎、风神股份、青岛双星、玲珑轮胎、中策橡胶
920091.BJ	大鹏工业	2025/11/21	制造业-专用设备制造业	蓝英装备、联测科技、豪森智能、巨能股份
301638.SZ	南网数字	2025/11/18	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	东方电子、国网信通、宝信软件、远光软件
688727.SH	恒坤新材	2025/11/18	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	彤程新材、艾森股份、上海新阳、南大光电、飞凯材料、晶瑞电材
920160.BJ	北矿检测	2025/11/18	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	华测检测、钢研纳克、谱尼测试、国检集团、天纺标、中纺标
603092.SH	德力佳	2025/11/7	制造业-通用设备制造业	中国高速传动、中国动力、大连重工、杭齿前进、威力传动、亚太传动、锡华科技
920003.BJ	中诚咨询	2025/11/7	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	国义招标、招标股份、广咨国际、青矩技术
603376.SH	大明电子	2025/11/6	制造业-汽车制造业	华阳集团、德赛西威、贵航股份
603334.SH	丰倍生物	2025/11/5	制造业-废弃资源综合利用业	卓越新能、嘉澳环保、隆海生物
920009.BJ	丹娜生物	2025/11/3	制造业-医药制造业	浩欧博、透景生命、科美诊断、亚辉龙、新产业
688759.SH	必贝特-U	2025/10/28	制造业-医药制造业	微芯生物、艾力斯、迪哲医药、益方生物
688765.SH	禾元生物-U	2025/10/28	制造业-医药制造业	神州细胞、百奥泰、君实生物、迈威生物、荣昌生物
688783.SH	西安奕材-U	2025/10/28	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	沪硅产业、SUMCO、环球晶圆、德国世创
920020.BJ	泰凯英	2025/10/28	制造业-橡胶和塑料制品业	三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份、贵州轮胎、通用股份、玲珑轮胎

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
603175.SH	超颖电子	2025/10/24	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	深南电路、景旺电子、沪电股份、胜宏科技、奥士康、世运电路、依顿电子、博敏电子
001386.SZ	马可波罗	2025/10/22	制造业-非金属矿物制品业	东鹏控股、帝欧家居、蒙娜丽莎、新明珠
601026.SH	道生天合	2025/10/17	制造业-化学原料和化学制品制造业	上纬新材、惠柏新材、康达新材、德邦科技
920158.BJ	长江能科	2025/10/16	制造业-专用设备制造业	广厦环能、锡装股份、科新机电、无锡鼎邦、蓝科高新
920080.BJ	奥美森	2025/10/10	制造业-专用设备制造业	宁波精达、博众精工、华依科技、博实股份
001285.SZ	瑞立科密	2025/9/30	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	万安科技、伯特利、元丰电控、嵘泰股份、锡南科技
301563.SZ	云汉芯城	2025/9/30	批发和零售业-批发业	华强电子网、力源信息、润欣科技、商络电子、雅创电子
301668.SZ	昊创瑞通	2025/9/26	制造业-电气机械和器材制造业	许继电气、东方电子、双杰电气、金冠股份
301584.SZ	建发致新	2025/9/25	批发和零售业-批发业	国药控股、九州通、嘉事堂、国科恒泰
301656.SZ	联合动力	2025/9/25	制造业-汽车制造业	巨一科技、英搏尔、精进电动、威迈斯
920015.BJ	锦华新材	2025/9/25	制造业-化学原料和化学制品制造业	江瀚新材、晨光新材、新亚强、联化科技、雅本化学、艾科维
603418.SH	友升股份	2025/9/23	制造业-汽车制造业	和胜股份、旭升集团、文灿股份、新铝时代
920022.BJ	世昌股份	2025/9/19	制造业-汽车制造业	亚普股份、川环科技、骏创科技、三祥科技
301575.SZ	艾芬达	2025/9/10	制造业-金属制品业	苏泊尔、爱仕达、哈尔斯、嘉益股份、好太太、海鸥住工、惠达卫浴、永和智控、万得凯
920100.BJ	三协电机	2025/9/8	制造业-电气机械和器材制造业	鸣志电器、科力尔、江苏雷利、华阳智能、星德胜
603370.SH	华新精科	2025/9/5	制造业-电气机械和器材制造业	震裕科技、信质集团、神力股份、通达动力、隆盛科技
920112.BJ	巴兰仕	2025/8/28	制造业-专用设备制造业	常润股份、高昌机电、元征科技
920056.BJ	能之光	2025/8/22	制造业-化学原料和化学制品制造业	瑞丰高材、鹿山新材、汉维科技、呈和科技
920018.BJ	宏远股份	2025/8/20	制造业-电气机械和器材制造业	金杯电工、经纬辉开、精达股份、长城科技



证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
920101.BJ	志高机械	2025/8/14	制造业-专用设备制造业	山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械
301632.SZ	广东建科	2025/8/12	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	国检集团、建研院、垒知集团、建科院
603406.SH	天富龙	2025/8/8	制造业-化学纤维制造业	华西股份、江南高纤、优彩资源
920007.BJ	酉立智能	2025/8/8	制造业-金属制品业	意华股份、振江股份、中信博、爱康科技、清源股份
301491.SZ	汉桑科技	2025/8/6	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	通力股份、天键股份、国光电器、奋达科技、歌尔股份、漫步者、惠威科技
920005.BJ	鼎佳精密	2025/7/31	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	达瑞电子、光大同创、捷邦科技、鸿富瀚、恒铭达
001221.SZ	悍高集团	2025/7/30	制造业-金属制品业	图特股份、坚朗五金、海鸥住工、松霖科技、浙江永强
301609.SZ	山大电力	2025/7/23	制造业-电气机械和器材制造业	科汇股份、信通电子、智洋创新、中元股份
603262.SH	技源集团	2025/7/23	制造业-食品制造业	仙乐健康、嘉必优、华恒生物
600930.SH	华电新能	2025/7/16	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	龙源电力、三峡能源、大唐新能源、节能风电、太阳能
301630.SZ	同宇新材	2025/7/10	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	东材科技、圣泉集团、宏昌电子
688729.SH	屹唐股份	2025/7/8	制造业-专用设备制造业	中微公司、北方华创、盛美上海、芯源微、华海清科
001388.SZ	信通电子	2025/7/1	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	智洋创新、映翰通、申昊科技、优博讯
920037.BJ	广信科技	2025/6/26	制造业-电气机械和器材制造业	东材科技、民士达、神马电力、恒缘新材
301678.SZ	新恒汇	2025/6/20	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	法国 Linxens、飞乐音响、康强电子
603400.SH	华之杰	2025/6/20	制造业-通用设备制造业	山东威达、和而泰、贝仕达克、康平科技、兴瑞科技、胜蓝股份、拓邦股份、朗科智能
603382.SH	海阳科技	2025/6/12	制造业-化学原料和化学制品制造业	聚合顺、恒申新材、华鼎股份、台华新材、海利得、恒天海龙
688775.SH	影石创新	2025/6/11	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	安克创新、佳明公司、GoPro

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
920027.BJ	交大铁发	2025/6/10	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	测绘股份、正元地信、铁大科技、哈铁科技、辉煌科技
301590.SZ	优优绿能	2025/6/5	制造业-电气机械和器材制造业	特锐德、盛弘股份、通合科技、英可瑞
603049.SH	中策橡胶	2025/6/5	制造业-橡胶和塑料制品业	玲珑轮胎、森麒麟、赛轮轮胎、三角轮胎、通用股份、风神股份、贵州轮胎、青岛双星、S佳通
001390.SZ	古麒绒材	2025/5/29	制造业-皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	华斯股份、兴业科技、华英农业
301595.SZ	太力科技	2025/5/19	制造业-橡胶和塑料制品业	茶花股份、家联科技、通达创智
603014.SH	威高血净	2025/5/19	制造业-专用设备制造业	健帆生物、三鑫医疗、宝莱特、天益医疗、山外山
301636.SZ	泽润新能	2025/5/16	制造业-电气机械和器材制造业	通灵股份、快可电子、谐通科技、江苏海天
688755.SH	汉邦科技	2025/5/16	制造业-专用设备制造业	东富龙、皖仪科技、迦南科技、蓝晓科技
920068.BJ	天工股份	2025/5/13	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	宝钛股份、西部超导、西部材料、金天钛业
301560.SZ	众捷汽车	2025/4/25	制造业-汽车制造业	银轮股份、三花智控、腾龙股份、泉峰汽车、邦德股份
001400.SZ	江顺科技	2025/4/24	制造业-专用设备制造业	合力科技、威唐工业
603202.SH	天有为	2025/4/24	制造业-汽车制造业	德赛西威、华阳集团、均胜电子、航天科技
301662.SZ	宏工科技	2025/4/17	制造业-专用设备制造业	瀚川智能、海目星、先导智能、赢合科技
603120.SH	肯特催化	2025/4/16	制造业-化学原料和化学制品制造业	扬帆新材、齐鲁华信、万润股份、同成医药、格林达
001335.SZ	信凯科技	2025/4/15	批发和零售业-批发业	百合花、七彩化学、双乐股份、联合化学
301665.SZ	泰禾股份	2025/4/11	制造业-化学原料和化学制品制造业	安道麦 A、苏利股份、利尔化学、扬农化工、联化科技
603210.SH	泰鸿万立	2025/4/9	制造业-汽车制造业	博俊科技、华达科技、多利科技、威唐工业、黎明股份
603257.SH	中国瑞林	2025/4/8	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	中国中冶、中铝国际
301658.SZ	首航新能	2025/4/2	制造业-电气机械和器材制造业	阳光电源、锦浪科技、固德威、上能电气、艾罗能源、德业股份

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
920029.BJ	开发科技	2025/3/28	制造业-仪器仪表制造业	海兴电力、林洋能源、西力科技、炬华科技
301535.SZ	浙江华远	2025/3/27	制造业-汽车制造业	超捷股份、长华集团、瑞玛精密
301616.SZ	浙江华业	2025/3/27	制造业-通用设备制造业	新强联、金沃股份、中核科技
688757.SH	胜科纳米	2025/3/25	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	利扬芯片、伟测科技、闾康、宜特、苏试试验、思科瑞、西测测试、广电计量
301629.SZ	矽电股份	2025/3/24	制造业-专用设备制造业	长川科技、华峰测控、联动科技、金海通
001382.SZ	新亚电缆	2025/3/21	制造业-电气机械和器材制造业	汉缆股份、杭电股份、金龙羽、中辰股份、久盛电气、亘古电缆
603124.SH	江南新材	2025/3/20	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	铜冠铜箔、中一科技、德福科技、承安集团
301501.SZ	恒鑫生活	2025/3/19	制造业-造纸和纸制品业	家联科技、南王科技、泉舜纸塑、富岭股份
301479.SZ	弘景光电	2025/3/18	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	舜宇光学科技、宇瞳光学、力鼎光电、中润光学、福光股份、茂莱光学、联创电子、联合光电
603271.SH	永杰新材	2025/3/11	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	鼎胜新材、明泰铝业、常铝股份、华峰铝业
301275.SZ	汉朔科技	2025/3/11	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	SES、Pricer、SoluM
603409.SH	汇通控股	2025/3/4	制造业-汽车制造业	金钟股份、拓普集团、福赛科技
301557.SZ	常友科技	2025/3/4	制造业-非金属矿物制品业	双一科技、保定维赛
301173.SZ	毓恬冠佳	2025/3/3	制造业-汽车制造业	新泉股份、星宇股份、继峰股份、天成自控、金钟股份
920108.BJ	宏海科技	2025/2/6	制造业-金属制品业	利通电子、合肥高科、德业股份、宏盛股份
001395.SZ	亚联机械	2025/1/27	制造业-专用设备制造业	南兴股份、弘亚数控
688411.SH	海博思创	2025/1/27	制造业-电气机械和器材制造业	派能科技、阳光电源、南网科技、沃太能源、南都电源
001356.SZ	富岭股份	2025/1/23	制造业-橡胶和塑料制品业	家联科技、茶花股份、永新股份、恒鑫生活
301602.SZ	超研股份	2025/1/22	制造业-专用设备制造业	迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗、理邦仪器、美亚光电、超声电子、多浦乐、万东医疗

证券代码	证券简称	首发上市日期	证监会行业分类	可比公司
688545.SH	兴福电子	2025/1/22	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	江化微、中巨芯、晶瑞电材、格林达、上海新阳、润玛股份、达诺尔
301601.SZ	惠通科技	2025/1/15	科学研究和技术服务业-专业技术服务业	三联虹普、科新机电、卓然股份、宝色股份
688583.SH	思看科技	2025/1/15	制造业-仪器仪表制造业	先临三维、铂力特、奥普特、凌云光
301458.SZ	钧崴电子	2025/1/10	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	风华高科、中熔电气、好利科技、国巨、大毅
688758.SH	赛分科技	2025/1/10	制造业-化学原料和化学制品制造业	纳微科技、百普赛斯、洁特生物、键凯科技、蓝晓科技
301581.SZ	黄山谷捷	2025/1/3	制造业-汽车制造业	正强股份、豪能股份、兆丰股份
603072.SH	天和磁材	2025/1/3	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	金力永磁、正海磁材、宁波韵升、中科三环、英洛华、大地熊、中科磁业
920116.BJ	星图测控	2025/1/2	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	超图软件、航天宏图、华如科技



（2024 年中企华第一届摄影大赛优秀照片）

拍摄人：评估三部·赵雪松

拍摄时间：2024 年 1 月

照片内容：在江西省新余市，企业钢渣处理现场，钢渣处理高温环境，蒸汽大。



## 【PART III 2025 年上市公司并购重组情况概述】

### 一、概述

2025 年上交所、深交所和北交所并购重组委共审核 41 单并购重组项目，审核通过 40 单（含罗博特科一次暂缓审议后二次上会获通过）。其中：上交所并购重组委共召开 23 次会议，共完成 23 单并购重组项目审核：上海主板 18 单，科创板 5 单；深交所并购重组委共召开 17 次会议，共完成 16 单并购重组项目审核：深圳主板 12 单，创业板 4 单；北交所并购重组委共召开 1 次会议，完成 1 单并购重组项目审核。

审核具体情况见下表：

月份	一月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十一月	十二月	合计
上海主板	3	2	1	-	-	2	3	1	2	4	18
科创板	-	-	-	-	1	-	1	2	-	1	5
深圳主板	1	1	-	1	1	-	1	-	1	6	12
创业板	-	-	1	1	-	-	-	1	1	-	4
北交所	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1
合计	4	3	2	2	2	2	5	5	4	11	40

审核通过的 40 单项目中：

22 单构成重大资产重组，18 单不构成重大资产重组；

24 单构成关联交易，16 单不构成关联交易；

1 单构成重组上市，39 单不构成重组上市。

40 单审核通过的并购重组项目涉及的置入资产交易规模总计 4,827.81 亿元，置出资产交易规模总计 158.78 亿元。其中：上海主板 18 单，置入资产交易规模 2,911.58 亿元；科创板 5 单，置入资产交易规模 156.65 亿元；深圳主板 12 单，置入资产交易规模 1,542.45 亿元；创业板 4 单，置入资产交易规模 190.65 亿元；北交所 1 单，置入资产交易规模 26.49 亿元。

### 二、并购规模排名（未包含券商出具估值报告的项目）

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价 (万元)
002379.SZ	宏创控股	发行股份购买资产	宏拓实业 100%股权	6,351,793.54
000958.SZ	电投产融	发行股份购买资产	电投核能 100%股权	5,539,371.08
600292.SH	远达环保	发行股份购买资产	五凌电力 100%股权 长洲水电 64.93%股权	2,717,969.98
600575.SH	淮河能源	发行股份购买资产	电力集团 89.30%股权	1,169,412.85
000100.SZ	TCL 科技	发行股份购买资产	深圳华星半导体 21.5311%股权	1,156,209.33
601127.SH	赛力斯	发行股份购买资产	龙盛新能源 100%股权	816,395.20
603268.SH	松发股份	发行股份购买资产	恒力重工 100%股权	800,639.44
600027.SH	华电国际	发行股份购买资产	江苏公司 80%股权、上海福新 51%股权、 上海闵行 100%股权、广州大学城 55.0007%股权、福新广州 55%股权、福新江门 70%股权、福新清远 100%股权、贵港公司 100%股权	716,653.71
688126.SH	沪硅产业	发行股份购买资产	新昇晶投 46.7354% 股权 新昇晶科 49.1228%股权 新昇晶睿 48.7805%股权	703,962.15
301297.SZ	富乐德	发行股份购买资产	富乐华 100.00%股权	655,000.00
000905.SZ	厦门港务	发行股份购买资产	集装箱码头集团 70%股权	617,796.35
688469.SH	芯联集成	发行股份购买资产	芯联越州 72.33%股权	589,661.33

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价 (万元)
600863.SH	内蒙华电	发行股份购买资产	正蓝旗风电 70% 股权 北方多伦 75.51% 的股权	533,615.66
002736.SZ	国信证券	发行股份购买资产	万和证券 96.08%股份	519,183.79
000973.SZ	佛塑科技	发行股份购买资产	金力股份 100%股份	508,000.00
603991.SH	至正股份	发行股份购买资产	嘉兴景曜、滁州智元 2 家合伙企业之 GP 的全部财产份额和相关权益 嘉兴景曜、滁州广泰 2 家合伙企业之 LP 的全部财产份额和相关权益，滁州智合 1.99%股权 以及目标公司 AAMI 49.00% 股权。	306,870.99
920174.BJ	五新隧装	发行股份购买资产	兴中科技 99.9057%股份及五新重工 100%股权	264,859.03
000878.SZ	云南铜业	发行股份购买资产	凉山矿业 40%股份	232,351.05
000410.SZ	沈阳机床	发行股份购买资产	中捷厂 100%股权、中捷航空航天 100%股权、 天津天锻 78.45%股权	172,415.27
601789.SH	宁波建工	发行股份购买资产	宁波交工 100%股权	152,720.06
688293.SH	奥浦迈	发行股份购买资产	澎立生物 100.00%股权	145,050.07
603196.SH	日播时尚	发行股份购买资产	茵地乐 71%股权	142,000.00
002761.SZ	浙江建投	发行股份购买资产	浙江一建 13.05%股权、浙江二建 24.73%股权、 浙江三建 24.78%股权	128,318.03
603031.SH	安孚科技	发行股份购买资产	安孚能源 31.00%股权	115,198.71

证券代码	证券简称	重组类型	标的资产名称	交易对价 (万元)
000561.SZ	烽火电子	发行股份购买资产	长岭科技 98.3950%股权	114,719.68
688535.SH	华海诚科	发行股份购买资产	衡所华威 70%股权	112,000.00
600933.SH	爱柯迪	发行股份购买资产	卓尔博 71%股权	111,825.00
300757.SZ	罗博特科	发行股份购买资产	苏州斐控泰克技术有限公司 81.18%股权、ficonTEC Service GmbH 和 ficonTEC Automation GmbH 各 6.97%股权	101,177.46
601121.SH	宝地矿业	发行股份购买资产	葱岭能源 87%股权	68,512.50
600479.SH	千金药业	发行股份购买资产	千金湘江药业 28.92%股权、千金协力药业 68.00%股权	62,346.69
603358.SH	华达科技	发行股份购买资产	江苏恒义 44.00%股权	59,400.00
003013.SZ	地铁设计	发行股份购买资产	工程咨询公司 100%股权	51,110.00
603088.SH	宁波精达	发行股份购买资产	无锡微研股份有限公司 100%股份	36,000.00
002600.SZ	领益智造	发行股份购买资产	江苏科达 66.46%股权	33,230.00
300473.SZ	德尔股份	发行股份购买资产	爱卓科技 100%股权	27,000.00
600356.SH	恒丰纸业	发行股份购买资产	锦丰纸业 100%股权	25,414.23
688143.SH	长盈通	发行股份购买资产	生一升 100%的股权	15,800.00

### 三、标的资产评估情况

#### （一）报告形式

40 单并购重组项目中，剔除国泰君安吸收合并海通证券、中国船舶吸收合并中国重工、海联讯收购杭汽轮 100%股权 3 单由券商提供估值服务外，剩余 37 单全部为发行股份购买资产项目，均出具了资产评估报告。

#### （二）评估方法选用

37 单并购重组行为共涉及 61 项评估对象，不同评估方法组合选择如下：

行业分类	评估对象	选用的评估方法				
		资产基础法 收益法	收益法 市场法	资产基础法 市场法	资产基础法 收益法 市场法	资产基础法
制造业	34	18	6	4	1	5
电力、热力、燃气及水生产和供应业	14	11	2	-	-	1
金融业	4	1	1	1	-	1
建筑业	4	3	-	1	-	-
科学研究和技术服务业	2	1	1	-	-	-
租赁和商务服务业	1	-	-	-	-	1
采矿业	1	1	-	-	-	-
交通运输、仓储和邮政业	1	1	-	-	-	-
合计	61	36	10	6	1	8

#### （三）价值类型

61 项评估对象的价值类型均为市场价值。

#### （四）评估结论

所涉及的 61 项评估对象中，有 34 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论，19 项采用收益法的评估结果作为评估结论，8 项采用市场法的评估结果作为评估结论。

2025 年经交易所审核的上市公司并购重组项目行业分类及评估结论选用结果如下：



行业分类	评估对象	资产基础法	增值率	收益法	增值率	市场法	增值率
制造业	34	14	77.74%	14	162.62%	6	1744.11%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	14	11	43.74%	3	135.56%	-	-
金融业	4	2	23.71%	-	-	2	23.56%
建筑业	4	4	17.53%	-	-	-	-
科学研究和技术服务业	2	-	-	2	218.55%	-	-
租赁和商务服务业	1	1	7.46%	-	-	-	-
采矿业	1	1	159.36%	-	-	-	-
交通运输、仓储和邮政业	1	1	17.78%	-	-	-	-
合计	61	34		19		8	

#### （五）收益法折现率各项参数指标统计表

在采用收益法评估的 47 项评估对象中，44 项采用企业自由现金流折现模型，3 项采用股权自由现金流量。42 项有完整数据披露的、采用企业自由现金流折现模型的折现率参数平均值如下：

行业分类	评估对象	无风险报酬率	市场风险溢价	个别风险	WACC
制造业	24	2.24%	6.77%	2.55%	10.55%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	12	2.24%	6.95%	2.54%	6.64%
建筑业	3	2.27%	6.59%	4.00%	10.87%
科学研究和技术服务业	2	1.84%	6.95%	2.60%	10.70%
交通运输、仓储和邮政业	1	2.04%	6.63%	1.00%	6.91%

#### （六）市场法参数选取情况

行业分类	评估对象	具体方法	价值比率	流动性折扣
制造业	11	上市公司比较法	EV/EBITDA、P/B、EV/S、EV/总资产、EV/总投资、P/E	30.81%

行业分类	评估对象	具体方法	价值比率	流动性折扣
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2	交易案例比较法	P/B	-
金融业	2	交易案例比较法	P/B	-
建筑业	1	上市公司比较法	EV/EBITDA	19.00%
科学研究和技术服务业	1	上市公司比较法	EV/S	37.30%

(七) 标的资产市盈率、市净率

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	行业细分
603358.SH	华达科技	江苏恒义股权	19.02	2.35	主要从事新能源汽车电池系统零部件的研发、生产和销售
000561.SZ	烽火电子	长岭科技股权	20.17	1.5	雷达及配套部件的研发、生产及销售
601127.SH	赛力斯	龙盛新能源股权	-	1.07	提供新能源汽车工厂的生产性租赁服务
603088.SH	宁波精达	无锡微研股份有限公司股份	10.27	1.9	精密模具、精密冲压件及微孔电火花机床的研发、生产和销售
600027.SH	华电国际	江苏公司股权	12.29	2.09 (不含永续债) /1.51 (含永续债)	火力发电项目的投资开发和经营管理
600027.SH	华电国际	上海福新股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理
600027.SH	华电国际	上海闵行股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理
600027.SH	华电国际	广州大学城股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理
600027.SH	华电国际	福新广州股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	行业细分
600027.SH	华电国际	福新江门股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理
600027.SH	华电国际	福新清远股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理
600027.SH	华电国际	贵港公司股权	-	-	火力发电项目的投资开发和经营管理
000410.SZ	沈阳机床	中捷厂股权	33.98	1.22	中高端数控切削机床的加工制造，以及提供柔性自动化产线的成套解决方案
000410.SZ	沈阳机床	中捷航空航天股权	亏损-	1.89	主要从事高端数控机床的研发、制造、集成和销售，以及为客户提供系统性解决方案
000410.SZ	沈阳机床	天津天锻股权	5.66	1.56	主要从事各类液压机及其成套生产线装备的设计、研发、生产和销售，并提供配套技术服务
603268.SH	松发股份	恒力重工股权	-	2.57	船舶及高端装备的研发、生产及销售
603268.SH	松发股份	松发股份截至评估基准日之全部资产及经营性负债	-	1.17	日用陶瓷制品的研发、生产和销售
300757.SZ	罗博特科	苏州斐控泰克技术有限公司股权	-	-	通过境外 SPV 持有目标公司股权
300757.SZ	罗博特科	ficonTEC 股权	42.16	-	半导体自动化微组装及精密测试设备的设计、研发、生产和销售，为光芯片、光电子器件及光模块的自动化微组装、耦合以及测试市场客户提供高精度自动化设备和相关技术服务。
301297.SZ	富乐德	富乐华股权	未披露	-	功率半导体覆铜陶瓷载板的研发、设计、生产与销售

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	行业细分
000100.SZ	TCL 科技	深圳华星半导体股权	-	1.21	液晶面板的研发、生产和销售
002736.SZ	国信证券	万和证券股份	-	1.01	投资银行、证券经纪、证券自营和证券资产管理等。
688469.SH	芯联集成	芯联越州股权	-	-	主要从事功率半导体等领域的晶圆代工业务
603031.SH	安孚科技	安孚能源股权	14.72	1.17	通过控股子公司南孚电池主要从事电池的研发、生产和销售
002600.SZ	领益智造	江苏科达股权	12.32	2.04	汽车饰件总成产品的研发、设计、生产和销售
603991.SH	至正股份	嘉兴景曜、滁州智元 2 家合伙企业之 GP 的全部财产份额和相关权益，嘉兴景曜、滁州广泰 2 家合伙企业之 LP 的全部财产份额和相关权益，滁州智合 1.99% 股权，以及目标公司 AAMI 49.00% 股权。	-	1.19	半导体引线框架的研发、生产与销售
603991.SH	至正股份	上海至正新材料有限公司股权	-	1.15	电线电缆、光缆用绿色环保型聚烯烃高分子材料的研发、生产和销售
688143.SH	长盈通	生一升股权	57.55	5.57	无源光器件产品的研发、生产、销售和服务
600479.SH	千金药业	千金湘江药业股权	11.85	1.88	西药生产、销售

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	行业细分
600479.SH	千金药业	千金协力药业股权	9.88	1.73	中西药生产、销售
600933.SH	爱柯迪	卓尔博股权	10.24	2.19	微特电机精密零部件产品的研发、生产与销售
688535.SH	华海诚科	衡所华威股权	39.43	-	环氧塑封料等半导体芯片封装材料的研发、生产、销售
688126.SH	沪硅产业	新昇晶投股权	-	1.38	持股平台，除直接持有新昇晶科 50.8772%的股权及通过新昇晶科间接持有新昇晶睿 51.2195%股权外，无其他实质性业务
688126.SH	沪硅产业	新昇晶科股权	-	1.38	主要从事 300mm 半导体硅片切磨抛与外延相关业务
688126.SH	沪硅产业	新昇晶睿股权	-	1.38	主要从事 300mm 半导体硅片拉晶相关业务
600292.SH	远达环保	五凌电力股权	40.51	1.73	水力发电、风力发电、太阳能发电业务
600292.SH	远达环保	长洲水电股权	12.77	3.22	水力发电业务
600575.SH	淮河能源	电力集团股权	11.82	1.13	火力发电业务、新能源发电业务，并拥有一座下属配套煤矿
300473.SZ	德尔股份	爱卓科技股权	18.94	4.92	汽车覆膜饰件、汽车包覆饰件的研发、生产与销售
002761.SZ	浙江建投	浙江一建股权	10.87	1.16	主要从事建筑工程施工业务
002761.SZ	浙江建投	浙江二建股权	7.16	1.11	主要从事建筑工程施工业务
002761.SZ	浙江建投	浙江三建股权	10.43	1.20	主要从事建筑工程施工业务



证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	行业细分
601789.SH	宁波建工	宁波交工股权	12.34	1.23	以综合交通施工业务为主业，业务范围涵盖公路工程、港口与航道工程、市政工程（含城市道路、城市地下管廊、城市轨道交通）施工和重大项目代建以及高速公路项目养护等
000958.SZ	电投产融	电投核能股权	15.55	1.53	建设、运营及管理核电站，销售该等核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作
000958.SZ	电投产融	资本控股股权	-	1.03	投资控股型公司，通过电投经纪、百瑞信托、先融期货等持牌金融机构，提供保险经纪、信托、期货等金融产品及服务。
601121.SH	宝地矿业	葱岭能源股权	9.27	2.81	铁矿石的开采、选矿加工和铁精粉销售
688293.SH	奥浦迈	澎立生物股权	32.15	1.57	主要从事生物医药研发临床前 CRO 服务
000973.SZ	佛塑科技	金力股份股份	23.02	1.13	锂电池湿法隔膜的研发、生产和销售
002379.SZ	宏创控股	宏拓实业股权	3.49	1.49	电解铝、氧化铝及铝深加工产品的生产、销售
603196.SH	日播时尚	茵地乐股权	9.77	2.03	锂电池粘结剂的研发、生产与销售
003013.SZ	地铁设计	工程咨询公司股权	15.68	4.83	轨道交通工程监理、项目管理、涉轨服务与技术咨询等
600863.SH	内蒙华电	正蓝旗风电股权	7.22	-	主要从事风力发电项目的投资开发和经营管理，主要产品为电力
600863.SH	内蒙华电	北方多伦股权	9.48	-	主要从事风力发电项目的投资开发和经营管理，主要产品为电力

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	行业细分
000878.SZ	云南铜业	凉山矿业股份	18.35	4.20	铜等金属矿的开采、选矿及冶炼
000905.SZ	厦门港务	集装箱码头集团股权	15.56	1.26	集装箱码头装卸与堆存业务
600356.SH	恒丰纸业	锦丰纸业股权	-	3.79	高级卷烟纸及卷烟配套用纸生产与销售，主要产品包括卷烟纸、普通成形纸、高透成形纸等
920174.BJ	五新隧装	兴中科技股份	8.45	1.70	路桥施工专用装备的研发、生产、销售及租赁 建筑安全支护一体化服务
920174.BJ	五新隧装	五新重工股权	9.03	4.81	港口物流智能设备的研发、生产和销售



拍摄人：评估三部  
张晓鸿

拍摄时间：2017年8月

照片内容：在湖北省武汉市，评估人员对纳入评估范围内飞机及相关发动机进行盘点及资产使用情况分析鉴定。

（2024年中企华第一届摄影大赛优秀照片）

## 【PART IV 2025 年新三板情况概述】

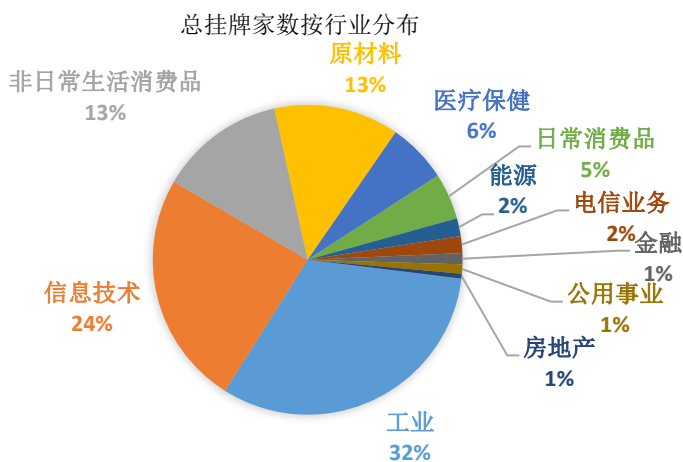
### 一、新三板挂牌情况

截至 2025 年 12 月底，新三板共有挂牌企业 5,960 家，总股本 4,665.81 亿股，总市值 25,181.94 亿元。其中创新层企业 2,295 家，基础层企业 3,665 家，有 5,759 家企业采取集合竞价交易方式，201 家企业采取做市交易方式。

### 二、新三板挂牌公司地域、行业分布情况

截至 2025 年 12 月底，新三板挂牌公司数量超过 100 家的地域共计 16 个，广东是挂牌公司最多的地域，挂牌公司数量占总数的 13.93%。其次是江苏，挂牌公司数量占比为 13.26%。

行业分布方面，按投资型行业划分，工业是占比最高的行业，占比为 32.01%，其次为信息技术行业，占比 24.43%。





## 基于决策树法的新药技术价值评估\*

文/中企华课题组

### 一、案例背景

某癌属于我国癌症新发病例前五大类，且死亡率极高。根据 WHO 统计数据，中国某癌新发病例 41 万，死亡病例 39 万，分别约占全球一半。新发病例中符合手术标准的不超过 30%，为早期某癌患者，其余为晚期。某癌切除术后 5 年肿瘤复发转移率高达 40%—70%，而目前在某细胞癌根治术后（早期某细胞癌）领域尚无有效的

能够预防某癌术后复发和转移的药物，临床需求大，而市场相对空白。已经上市或正在研发中的药物，如小分子靶向药（VEGFR 抑制剂类、EGFR 抑制剂类）、单抗、双抗、ADC 等，主要用于晚期某细胞癌，且副作用较大。本评估案例中的评估对象为一组某 1 类新药技术，在其获取上市许可后，据此研发的肿瘤治疗药品 NT 一旦成功上市，可以弥补早期某细胞癌治疗的市场空白，且对于晚期某癌领域，NT 可

\* 本文已发表在《中国资产评估协会资产评估技术案例汇编(2025年)》。

以与上述所有治疗药物或方法联合使用，不会产生冲突。

## 二、基本情况介绍

### （一）项目情况介绍

A 生物制药有限公司是一家集科研、生产、质控、服务于一体的现代化生物高新技术企业，拟收购 B 科技有限公司持有的一组某 1 类新药技术，特委托资产评估机构对相关资产于评估基准日的市场价值进行评估。

该评估项目的评估基准日为 20X2 年 9 月 30 日。评估对象和评估范围为 B 科技有

限公司持有的一组某 1 类新药技术，包含 2 项发明专利和 1 项 IND 批件（新药临床试验批准文件）。该组合主要研究 XXXX 细胞在肿瘤癌症中的应用，其中已获批的 IND 是关于早期某细胞癌根治术后预防复发的适应症研究，用于晚期某细胞癌的适应症正在准备申报 IND 过程中。本次评估将专利和 IND 批件打包为新药技术评估。其中，专利资产账面价值 19,000.00 元，核算内容为代理注册费等。

### （二）资产概况及特点

被评估新药技术资产的基本情况如下：

序号	无形资产名称和内容	无形资产类型	权证编号	证载权利人	取得日期	有效期
1	培养基及其在XXXX细胞培养中的应用	发明专利	略	B科技有限公司	略	20年
2	XXXX细胞群在某癌治疗中的应用	发明专利	略	B科技有限公司	略	20年
3	NT细胞治疗1类新药临床试验批准	新药IND批件	受理号：略 通知书编号：略	B科技有限公司	略	3年内实施

上述列表中，序号 1 专利为新药技术中的基础配方。序号 2 专利为治疗适应症发明专利（某细胞癌方向），其对应的第一适应症为某细胞癌根治术后（早期）预防复发的适应症，已获得 IND 批件，即序号 3；第二适应症为用于晚期某细胞癌的适应症，正在准备申报 IND。未来拟采用的药品名称代号为 NT。

基于评估范围内的两项发明专利，产权持有单位在某癌根治术后预防复发的安全性和有效性上完成了初步探究，针对某细胞癌根治术后（早期）预防复发的适应

症（原发性某细胞癌根治术后高复发风险患者）于 20X1 年 XX 月 XX 日获得了 IND 批件。目前适应症的临床研究处于 I 期阶段。

### （三）资产核查验证

评估人员收集了新药技术的相关权利证书（或批件），通过公开途径对相关资产的权利状况进行了复核，并通过资料收集、问题清单，以及电话访谈的形式，向产权持有单位了解了相关技术的研发进度、适应症、未来研发投入计划、新药上市销售计划、目标市场及市场竞争情况。

### （四）评估方法适用性分析



传统的评估三大方法分别有收益法、市场法和成本法。

收益法是通过估测委估资产未来预期收益的现值来判断资产价值的评估方法。收益法的前提条件是委估资产未来的现金流量（或收益和支出）可以合理预测，委估资产面临的风险可以合理量化。

市场法是查找市场上近期发生的相同或类似的交易案例的交易价格或价格倍数，通过委估资产与交易案例标的的对比来确定委估资产的交易价格或价格倍数。市场法的前提条件是具有一个活跃的公开交易市场，且近期发生了可比的交易活动。

成本法是通过计算评估资产的重置成本，扣除各种贬值的净额，以此作为评估值的评估方法。成本法评估的前提条件是资产处于继续使用状态、委估资产的使用能够产生合理的预期收益。

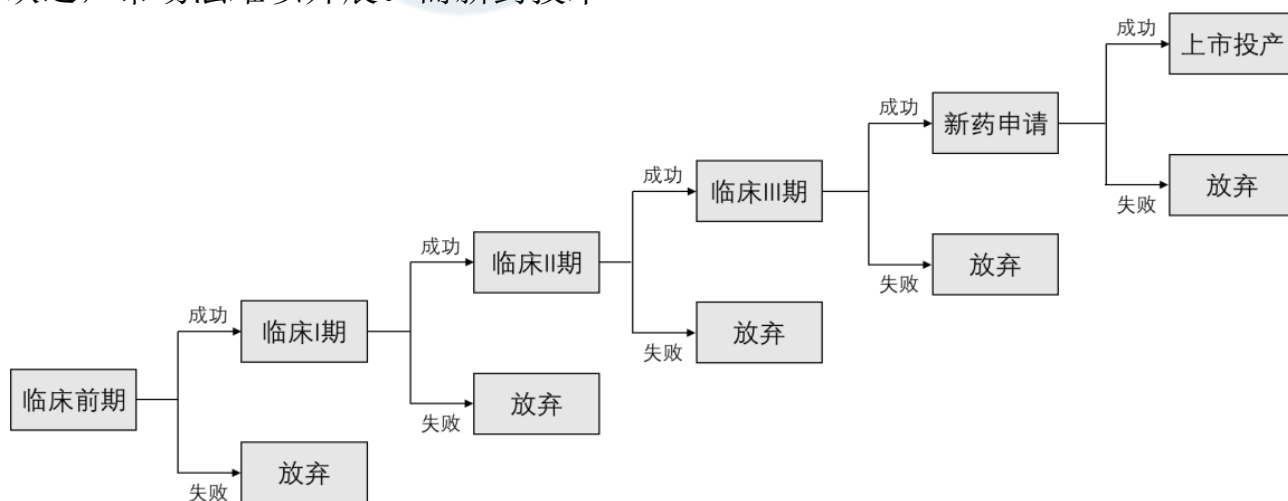
对于本次委估技术类无形资产，尤其是 1 类新药技术的评估，由于可比交易案例的缺乏，市场法难以开展。而新药技术

的重置成本也很难完整地反映其价值，成本法不宜采用。对于已经开展针对明确适应症临床试验的新药技术，未来收益具备了预测的基本条件，但由于技术的研发过程存在不确定性，传统收益法很难量化研发过程的风险价值。

本次评估在传统收益法的基础上结合决策树法进行评估。

决策树是基于概率的评估方法，首先需要估计每个关键节点下每种情况下的价值，同时估计每种情况发生的概率，由各种情况下的价值和概率计算当前节点的期望值。传统收益法可以被视为一个概率假设为 100% 的决策树。在传统收益法的基础上结合决策树分析，可以在收益法评估过程中将新药技术发展的关键节点的成功率纳入对估值的影响，尽可能避免新药技术的价值被乐观地高估。

新药技术的发展在决策树的基本结构下可以表现为：



每一个节点价值的计算公式可以表达如下：

$$C_0 = \frac{[C_u \times p + C_d \times (1-p)]}{(1+r)^t} - \frac{D}{(1+r)^{\frac{t}{2}}} \quad (1)$$

式中:

$C_0$ 为每一个节点的期望值;

$C_u$ 为每一个节点上行(即成功时)的价值;

$C_d$ 为每一个节点下行(即失败时)的价值;

$p$ 为每一个节点上行(即成功时)的概率;

$1-p$ 为每一个节点下行(即失败时)的概率;

$r$ 为每一个阶段的折现率;

$t$ 为每一个阶段的时间(按年计);

$D$ 为每一个阶段的研发投入金额。

首先需要通过传统收益法计算出新药上市投产时的价值,同时假设新药研发失败后的价值归零。然后对于新药申请前的每一个节点价值都通过上述决策树模型倒推计算得出。

对于新药上市投产时的价值采用传统收益法中的节省许可费法(收益分成法)。

本次节省许可费法采用的指标根据数据的可获取性、可靠性分析后,采用无门槛费收入提成率计算。

评估公式可表达如下:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^n} \quad (2)$$

式中:

$V$ ——新药上市投产日评估值;

$n$ ——新药上市后的收益年限;

$R_i$ ——新药上市后第*i*年对应许可费收益;

$r$ ——折现率。

许可费收益=新药销售收入×提成率

### 三、评估测算过程

#### (一) 预测期限的确定

本次新药技术评估根据评估方法的设定分为两个大的阶段进行分段评估,分别为新药研发阶段和新药上市销售阶段。

#### 1. 新药研发阶段

产权持有单位对不同适应症的临床计划、生产批件获取日期及新药上市时间进行了预计,详见下表:

适应症	临床批准时间	临床Ⅰ期完成时点	临床Ⅱ期完成时点	临床Ⅲ期完成时点	生产批件批准时间	新药完成注册时间
某细胞癌根治术后高复发风险患者(早期某细胞癌)	20X1.XX	20X3.6	20X4.12	20X6.12	20X6.6	20X7.6
晚期某细胞癌	20X3.3	20X4.3	20X5.6	20X7.6	20X6.6	20X7.6

故新药研发的预测阶段为 20X2 年 10 月 1 日—20X7 年 6 月 30 日。

#### 2. 新药上市销售阶段

根据新药完成注册日期的预计,NT 预计 20X7 年 7 月开始上市销售产生收入(以下以 20X7 年 7—12 月为预测期第一年,表

述上以 E0 年 7—12 月作为指代, 后续预测年度以此类推, 如 E1 年、E2 年等)。本次评估仅对有效销售期的收益进行预测, 关于有效销售期, 评估人员从专利技术的保护期限、某癌领域的药品研发进展、细胞治疗技术的领先程度等方面分析后, 确定收益预测期至 E14 年 6 月 30 日止。

E14 年 6 月 30 日的时间最终是取新药上市后的 14 年计算。14 年的取值依据是根据《中华人民共和国专利法》为补偿新药上市审评审批占用的时间, 对在中国获得上市许可的新药相关发明专利, 国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿。补偿期限不超过五年, 新药批准上市后总有效专利权期限不超过十四年。结合两项专利的保护期限, 预计新药上市后专利保护期限有望延长至 E14 年 6 月 30 日。

## (二) 新药上市后的收益预测

### 1. 销售收入

NT 上市后的目标用药人群为某癌病患中的高净值人群, 对于年新发病例超 40 万的群体而言, 产权持有方的保底销售目

标是至少为其中的 1 万例供药。该药物兼具治癌和防癌双重功效, 所以病患可以持续使用。预计 1 位病患 1 年需要回输 3 次。

关于产品定价, 根据公开数据的不完全统计, 在国内某癌现有市场主要可分为靶向药、免疫联合、免疫单药, 20X1 年的每病患年用药费分别为 7.7 万元、20 万元、6 万元。NT 的目标使用人群为高净值群体, 拟定价为每回输 1 次费用为 10 万元, 1 位病患 1 年的用药费用为 30 万元。

根据产权持有单位的销售计划, 新药上市后的第五年 (E4 年) 达到保底销售预期 1 万用药人次, 其中第一适应症占 30%、第二适应症占 70%。

E5 年及以后, 考虑到产品定价对病患的经济能力有一定的要求, 预计某细胞癌领域的销售量不会进一步大规模提升, 故仅参考某细胞癌新增病例的某 5 年复合增长率 1.34% 作为 E5 年至 E14 年的长期增长率预测。

(1) 第一适应症某细胞癌根治术后 (早期某细胞癌) 的销售预测数据如下:

单位: 人, 万元/人\*年, 万元

项目	E0年 7—12月	E1年	E2年	E3年	E4年	E5年	E6年
用药人数	150.00	450.00	900.00	1,800.00	3,000.00	3,040.00	3,081.00
销售单价	20	30	30	30	30	30	30
增值税率	13%	13%	3%	3%	3%	3%	3%
不含税销售收入	2,654.87	11,946.90	26,213.59	52,427.18	87,378.64	88,543.69	89,737.86

续上表:

项目	E7年	E8年	E9年	E10年	E11年	E12年	E13年	E14年
用药人数	3,122.00	3,164.00	3,206.00	3,249.00	3,293.00	3,337.00	3,382.00	1,714.00
销售单价	30	30	30	30	30	30	30	30
增值税率	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
不含税销售收入	90,932.04	92,155.34	93,378.64	94,631.07	95,912.62	97,194.17	98,504.85	49,922.33

注：本品上市前两年，按照一般货物的增值税率 13%。本品作为 1 类创新抗癌药品上市后，可申请进入抗癌药品清单按照简易办法依照 3% 的增值税率缴纳增值税。

（2）第二适应症晚期某细胞癌的销售预测数据如下：

单位：人，万元/人\*年，万元

项目	E0年 7—12月	E1年	E2年	E3年	E4年	E5年	E6年
用药人数	350.00	1,050.00	2,100.00	4,200.00	7,000.00	7,094.00	7,189.00
销售单价	20	30	30	30	30	30	30
增值税率	13%	13%	3%	3%	3%	3%	3%
不含税销售收入	6,194.69	27,876.11	61,165.05	122,330.10	203,883.50	206,621.36	209,388.35

续上表：

项目	E7年	E8年	E9年	E10年	E11年	E12年	E13年	E14年 1—6月
用药人数	7,285.00	7,383.00	7,482.00	7,582.00	7,684.00	7,787.00	7,891.00	3,998.00
销售单价	30	30	30	30	30	30	30	30
增值税率	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
不含税销售收入	212,184.47	215,038.83	217,922.33	220,834.95	223,805.83	226,805.83	229,834.95	116,446.60

## 2. 提成率的确定

根据国家知识产权局公布的近期国民经济行业（门类）专利实施许可统计表，医药制造业分类下的按销售提成的专利实施许可合同中，提成率平均值为 7.80%，中位数为 5.00%，考虑药物定价和毛利水平预计较高，故本次评估的分成率取销售收入的 7.80%。

### （三）折现率的确定

根据资产的特点和资料收集情况，本次新药技术的折现率采用累加法来确定。累加法下的折现率由无风险报酬率和风险报酬率组成。

即折现率=无风险报酬率+风险报酬率

#### 1. 无风险报酬率

无风险报酬率取中债收益到期收益率曲线中评估基准日的 10 年期国债到期收益率。



## 2. 风险报酬率

折现率=无风险报酬率+风险报酬率

根据新药投资的特点，风险主要由质量风险、研发风险、经营管理和财务风险、市场风险四方面构成。具体分析和测算过程略。

=18.76%

(四) 新药上市投产日的价值的确定  
基于上述销售收入预测、提成率选取及折现率的分析，分适应症的新药上市投产日价值计算如下：

## 3. 折现率的计算

适应症一某细胞癌根治术后（早期某细胞癌）新药上市投产日计算表

年度/项目	E0年 7-12月	E1年	E2年	E3年	E4年	E5年	E6年	E7年
相关销售收入	2,654.87	11,946.90	26,213.59	52,427.18	87,378.64	88,543.69	89,737.86	90,932.04
收入分成率（所得税前）	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
收入分成额	207.08	931.86	2,044.66	4,089.32	6,815.53	6,906.41	6,999.55	7,092.70
折现期	0.25	1	2	3	4	5	6	7
折现率（所得税前）	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%
折现系数	0.9579	0.8420	0.7090	0.5970	0.5027	0.4233	0.3564	0.3001
现值	198.37	784.66	1,449.71	2,441.41	3,426.25	2,923.49	2,494.88	2,128.73

续上表：

年度/项目	E8年	E9年	E10年	E11年	E12年	E13年	E14年 1-6月
相关销售收入	92,155.34	93,378.64	94,631.07	95,912.62	97,194.17	98,504.85	49,922.33
收入分成率（所得税前）	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
收入分成额	7,188.12	7,283.53	7,381.22	7,481.18	7,581.15	7,683.38	3,893.94
折现期	8	9	10	11	12	13	13.75
折现率（所得税前）	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%
折现系数	0.2527	0.2128	0.1792	0.1509	0.1270	0.1070	0.0940
现值	1,816.58	1,549.92	1,322.59	1,128.75	963.15	821.94	366.16
新药上市投产日价值	23,820.00（十位取整）						

适应症二晚期某细胞癌新药上市投产日计算表

年度/项目	E0年 7-12月	E1年	E2年	E3年	E4年	E5年	E6年	E7年
相关销售收入	6,194.69	27,876.11	61,165.05	122,330.10	203,883.50	206,621.36	209,388.35	212,184.47
收入分成率（所得税前）	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%

年度/项目	E0年 7-12月	E1年	E2年	E3年	E4年	E5年	E6年	E7年
收入分成额	483.19	2,174.34	4,770.87	9,541.75	15,902.91	16,116.47	16,332.29	16,550.39
折现期	0.25	1	2	3	4	5	6	7
折现率（所得税前）	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%
折现系数	0.9579	0.8420	0.7090	0.5970	0.5027	0.4233	0.3564	0.3001
现值	462.86	1,830.87	3,382.65	5,696.62	7,994.58	6,822.11	5,821.38	4,967.26

续上表：

年度/项目	E8年	E9年	E10年	E11年	E12年	E13年	E14年 1-6月
相关销售收入	215,038.83	217,922.33	220,834.95	223,805.83	226,805.83	229,834.95	116,446.60
收入分成率（所得税前）	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%	7.80%
收入分成额	16,773.03	16,997.94	17,225.13	17,456.85	17,690.85	17,927.13	9,082.83
折现期	8	9	10	11	12	13	13.75
折现率（所得税前）	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%	18.76%
折现系数	0.2527	0.2128	0.1792	0.1509	0.1270	0.1070	0.0940
现值	4,238.87	3,617.13	3,086.46	2,633.87	2,247.53	1,917.78	854.09
新药上市投产日价值	55,570.00（十位取整）						

#### （五）决策树法的实施

据产权持有单位的研发进度和研发计划、

对于新药研究开发阶段，需要投入大量的研发经费，并且面临失败的风险，根

成功率分析，研发阶段的关键假设如下：

适应症一某细胞癌根治术后（早期某细胞癌）研发计划表

研发阶段	开始日	预期完成日	研发投入（万元）	成功概率	失败概率
临床I期	20X2/9/30	20X3/6/30	600.00	99%	1%
临床II期	20X3/7/1	20X4/12/31	3,000.00	90%	10%
临床III期	20X5/1/1	20X6/12/31	6,000.00	90%	10%
新药申请	20X7/1/1	20X7/6/30	500.00	95%	5%
新药上市日	20X7/7/1				

适应症二晚期某癌细胞研发计划表

研发阶段	开始日	预期完成日	研发投入（万元）	成功概率	失败概率
IND获取前	20X2/9/30	20X3/3/30	50.00	100%	0%
临床I期	20X3/3/31	20X4/3/31	600.00	95%	5%
临床II期	20X4/4/1	20X5/6/30	1,875.00	70%	30%
临床III期	20X5/7/1	20X7/6/30	4,800.00	70%	30%
新药申请	20X7/6/30	20X7/6/30	100.00	95%	5%
新药上市日	20X7/7/1				

研发投入按照各期入组患者数量和每例病患投入费用计算。临床试验一例患者的投入约 30 万元—40 万元。其中临床 I 期按年入组 10—20 例计算，扣除评估基准日前已投入费用，早期某癌未来预算按 600 万元计算。临床 II 期年入组人数 40—50 例，早期某癌适应症预计投入 3000 万元，对于晚期某癌，因患者生存期较短，所以临床试验周期稍短，周期内预计投入 1875 万元。临床 III 期年入组人数 60—80 例，早期某癌适应症周期内投入约 6,000 万元，晚期某癌适应症由于患者生存期较短的原因预计投入稍低，周期内投入约 4,800 万元。

成功概率一般可以参考权威研究数据，也可以参考企业本身的估计。新药研发领域总体的成功率偏低，在不同国家、不同研究方向的成功率有所差异。新药研发是个长时间的执行难度较高的过程，失败的原因可能是方方面面的。通过公开信息汇集的失败原因可分为几种：（1）研究立项时的靶点选择出现问题；（2）药物的配方

在安全性、有效性和毒副作用之间无法做到平衡；（3）工艺设计遇到难点无法解决；

（4）对于临床试验的过程控制难度较高；（5）商业层面出现问题；（6）竞品研发进度先于本品，导致药品注册失去先机等等。其中，最关键的是药物的安全性、有效性和毒副作用的临床试验结果。

经尽职调查，判断在上述（1）、（3）、（4）、（5）、（6）等失败的可能性方面较低。关于（2）药物的配方在安全性、有效性和毒副作用之间获得平衡方面，NT 是自体免疫细胞，未经基因修饰，安全性良好，此前已应用数百例人体，且在某三甲肿瘤医院开展的 IIT 临床研究，较为严谨，已经证明了本品的安全性。本品此前 3 年间开展的 IIT 临床研究，入组 52 例受试者，NT 可延长患者的无复发生存期，mRFS 对照组为 9.5 个月，NT 试验组可延长 mRFS 至 24 个月以上，初步验证了药物的有效性。在国内应用 NT 技术已经治疗的各类实体瘤患者中，出现的副作用主要包括发热、

寒战、嗜睡、疲乏，均为一过性、短暂性，无需特殊处理即可自行消失，且无其他明显的不良反应，无显著副作用。

基于以上考虑，主要观察安全性的Ⅰ期和主要观察有效性的Ⅱ期的成功率较高。而Ⅲ期是在Ⅱ期的基础上加大样本量，进一步确证安全性和有效性，Ⅱ期如成功证明有效性，Ⅲ期临床的成功率亦较高。对

于长时间、大规模试验下的有效性的不确定性，在折现率—研发风险—技术开发风险中已适当考虑，在成功率判断处不再重复考虑。

根据决策树公式（1）及新药上市投产日价值分别计算适应症下的新药技术价值。计算过程表如下：

适应症一某细胞癌根治术后（早期某细胞癌）下新药技术价值表

金额单位：万元

研发阶段	开始日	完成日	研发投入	成功概率	失败概率	折现率	折现期（期末）	折现期（期中）	到期日价值
临床Ⅰ期	20X2/9/30	20X3/6/30	600.00	99%	1%	18.76%	0.75	0.37	1,930.00
临床Ⅱ期	20X3/7/1	20X4/12/31	3,000.00	90%	10%	18.76%	1.50	0.75	2,862.73
临床Ⅲ期	20X5/1/1	20X6/12/31	6,000.00	90%	10%	18.76%	2.00	1.00	7,913.01
新药申请	20X7/1/1	20X7/6/30	500.00	95%	5%	18.76%	0.49	0.25	20,310.14
新药上市日	20X7/7/1								23,820.00

适应症二晚期某细胞癌下新药技术价值表

金额单位：万元

研发阶段	开始日	完成日	研发投入	成功概率	失败概率	折现率	折现期（期末）	折现期（期中）	到期日价值
IND获取前	20X2/9/30	20X3/3/30	50.00	100%	0%	18.76%	0.50	0.25	7,390.00
临床Ⅰ期	20X3/3/31	20X4/3/31	600.00	95%	5%	18.76%	1.00	0.50	8,095.22
临床Ⅱ期	20X4/4/1	20X5/6/30	1,875.00	70%	30%	18.76%	1.25	0.62	10,813.09
临床Ⅲ期	20X5/7/1	20X7/6/30	4,800.00	70%	30%	18.76%	2.00	1.00	22,121.20
新药申请	20X7/6/30	20X7/6/30	100.00	95%	5%	18.76%	-	-	52,691.50
新药上市日	20X7/7/1								55,570.00

即适应症一某细胞癌根治术后（早期某细胞癌）下新药技术价值为 1,930.00 万

元，适应症二晚期某细胞癌下新药技术价值 7,390.00 万元。新药技术（2 项专利和 1



项 IND 批件）价值合计 9,320.00 万元。

#### 四、案例分析

决策树法作为一种基于概率的阶段化风险评估方法，通过拆分资产发展的关键节点，为每个节点设定客观的成功/失败概率，能有效量化传统方法（如收益法）无法覆盖的阶段化风险，契合较高不确定性资产特性，在复杂资产（如新药技术、研发类无形资产）价值评估中具有较强的适用性。例如：在新药技术评估中，其可避免传统收益法默认“100%研发成功”导致的价值高估。

本案例中，评估对象为 2 项发明专利

和 1 项 IND 批件组合，具有研发风险高、可比交易少、历史成本与实际价值脱节的典型特性，三种基本评估方法的应用都受到不同程度的限制。本案例对决策树法的应用，是基于新药技术特性对收益法的合规延伸，符合《资产评估执业准则——无形资产》中“执行无形资产评估业务，资产评估专业人员应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析上述三种基本方法的适用性，选择评估方法”的相关规定，是针对高风险医药无形资产评估的合规且具实操性的实践案例。



（2024 年中企华第一届摄影大赛优秀照片）

拍摄人：评估一部·陶梦蝶

拍摄时间：2024 年 1 月

照片内容：项目人员与被评估单位负责人合影



## 我国企业出海并购估值关注点\*

文/高文忠 王进江

随着“一带一路”倡议持续推进，加之 2024 年 9 月《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称并购六条）的发布，当前已全面进入中国企业“大航海时代”。我国企业跨境交易自疫情开始至 2024 年均低于 2019 年水平，但 2024 年的交易总金额较 2023 年上涨 34.81%，在政策利好和给企业注入优质资产、提升投资价值特定目的驱动背景下，我国企业出海并购将会向高质量发展迈进。对并购标的的估值是并购交易的核心要素，是并购能否成功、交易后特定目的能否实现的关键，尤其是出海并购估值，相较国内并购又有其自身的特色和关注点。

### 一、投资价值类型与协同效应

中国资产评估协会 2020 年 11 月发布的《企业并购投资价值评估指导意见》（以下简称评估准则）指出，企业并购投资价值有 4 个关键词，即明确并购双方、特定目的、考虑协同效应、考虑投资回报水平。企业并购包括出海并购，大多应是考虑协同效应的战略并购，根据评估准则，大多应出具标的公司投资价值而非市场价值评估报告，市场价值通常不考虑特定投资者

\* 本文已发表在《中国会计报》10月24日8版。

带来的协同效应。

但实务中对企业并购包括出海并购，目前针对标的公司出具的大多是市场价值类型评估报告，其与战略并购追求协同效应不尽一致。从一般商业逻辑来分析，若该市场价值评估值未考虑任何协同效应，目标公司股东通常不会出售，反之说明该市场价值评估值大概率含协同效应价值，进而说明该评估值与其价值类型可能不符。

根据并购六条，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法多元化的评估方法为基础商量确定交易作价，即评估值仅是交易价确定的基础而非相等。对于企业并购包括出海并购，通常来说市场价值是谈判低值（卖方保留价）、投资价值是高值（买方保留价），双方通过均衡博弈，最终确定的交易价通常处在二者之间。

含协同效应投资价值是中外准则共有的，且海外专著披露的知名并购估值案例基本上也是计算协同效应的投资价值。在企业出海并购中对目标公司估值，建议尽可能地提供投资价值以及市场价值或协同效应价值，这利于并购相关方谈判需要，其中出具投资价值既与国际接轨、与评估准则相一致、又便于计算协同效应。

## 二、并购实质与价值比率

市盈率（PE）是我国企业并购中较常使用的价值倍数比率，但海外并购中企业价值倍数（EV/EBITDA）是较常使用的价值倍数比率，究其差异根源在于欧美买家和

国内买家二者存在对并购本质的理解鸿沟，即对“并购到底买啥”的理解。对于EV/EBITDA而言，先注重业务。而PE则是股权。在企业出海并购中，PE常会导致决策上的失误。

净利润（E）相较息税摊销前收益（EBITDA）而言，容易受多方面因素的影响。比如，会计政策、债务规模、所得税率、折旧摊销、主观修饰等影响。

并购六条的用意是支持上市公司注入优质资产、提升投资价值，与EV/EBITDA以及EVA的理念一致。企业的盈利只有高于其资本成本时才会为股东创造价值。EVA推动企业从重利润转变为重价值。

基于并购本质、国际会计政策差异和财务修饰考虑，在企业“出海”并购中对目标公司估值，建议应用市场法时尽可能使用EV/EBITDA或现金流口径指标，或在应用PE的同时使用EV/EBITDA等进行验证，确保并购决策不会出现较大失误。

## 三、估值分析及增厚或稀释

我国证监会印发的《上市公司收购管理办法》（以下简称收购办法）第六十七条规定，涉及管理层收购的，应当对上市公司进行估值分析，就本次收购的定价依据、支付方式、收购资金来源、融资安排、还款计划及其可行性等进行全面核查。

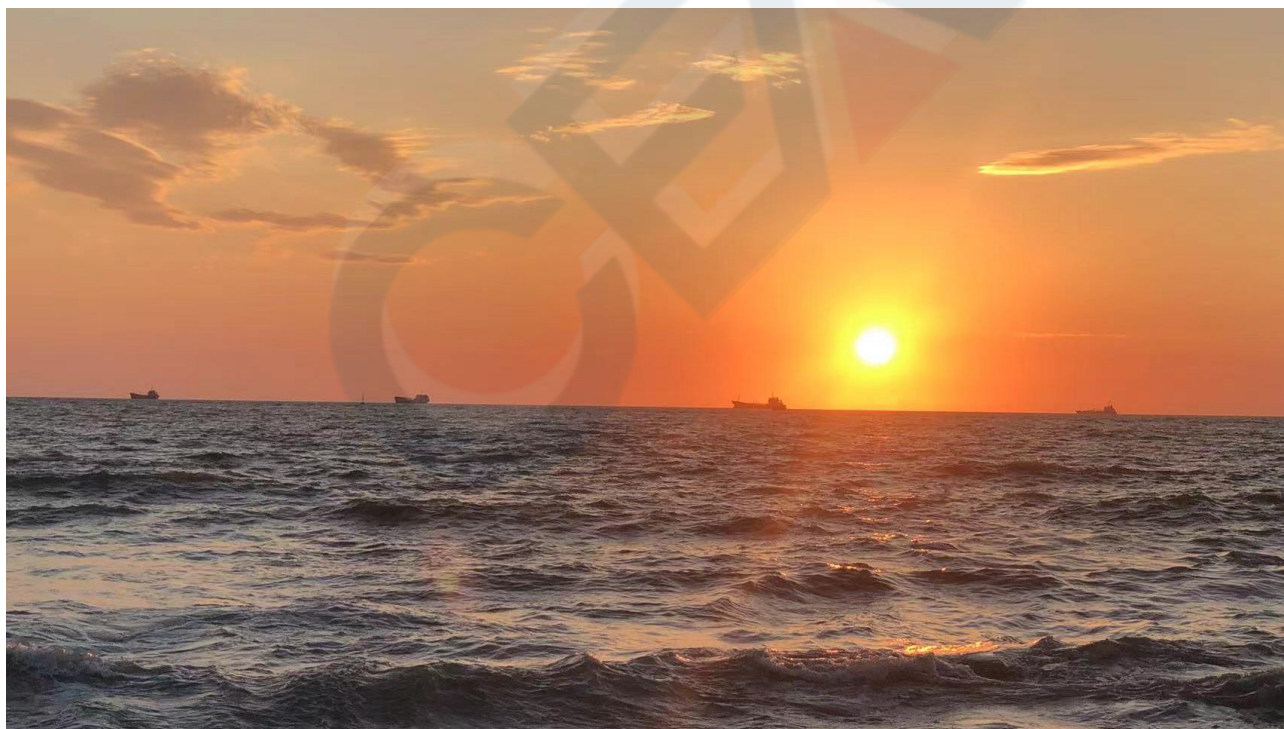
企业出海并购估值同样需要估值分析。估值分析是收购方确定收购价格的核心，也是国际并购中较常使用的方法之一，包

括“足球场”分析、可变价格分析、贡献率分析，其中“足球场”分析是用图标演示不同估值方法得到的价值区间。

国际上通常在进行估值分析后，还要进行合并效果分析，让战略买家锁定最终收购价格、融资组合和交易结构，其核心内容是检验既定交易以业绩增厚或稀释分析形式衡量对每股收益（EPS）的影响。增厚或稀释分析的核心是对比收购方的 EPS 及其通过交易后备考合并 EPS，如果备考合并 EPS 低于收购方 EPS，就称为该交易

对收益率具有稀释作用，反之则称为增厚作用。

通常情况下，若出海并购交易对收益率具有增厚作用，则说明该交易具有预期可增加收购方股东的权益价值，否则就要对该交易进一步重新审视和决策。在企业出海并购中对目标公司估值，建议尽可能进行估值分析以及合并效果分析，比较并购前后每股收益的增厚性和稀释性，提高并购交易可行性和成功率。



拍摄人：评估五部·狄瑞恒

（2024 年中企华第一届摄影大赛优秀照片）

拍摄时间：2024 年 4 月

照片内容：在辽东渤海海岸，早起盘点，途经海岸，远望渤海，波谲云诡，蔚为壮观，一轮红日，缓缓升起；两片云彩，变化多端；三艘轮船，向北而行；四轮波涛，拍打江边。心生涟漪：评的是天下财富，估的是精彩人生。

## 资产评估三类报告：定位与监管挑战\*

### 背景材料

资产评估行业是推动经济社会高质量发展的重要专业力量，是财会监督体系的重要组成部分。经过三十余年的发展，行业在推动完善社会主义市场经济体制、为企业重大经营活动提供服务保障、防止国有资产流失和保值增值、为司法案件提供价值鉴定和降低金融行业的系统性风险等方面发挥着重要作用，也面临着许多新的挑战。如，随着委托方需求的多样化和评估经济行为的复杂化，报告类型也呈现多样化，除了资产评估报告，估值报告和评估咨询报告也成为评估机构发表专业意见的成果形式。但由于目前业界尚未形成针对估值报告的相关准则，导致报告质量参

差不齐，如何保证和提高估值报告质量，更好地为相关经济行为服务，规避执业风险，成为资产评估行业关注和评估机构热议的话题。

2025年9月22日，北京资产评估协会行业发展战略委员会、专业技术委员会和政务服务委员会成功举办“资产评估报告、估值报告、评估咨询报告定位探讨”专业沙龙，北京资产评估协会副会长汪宁、专门（专业）委员会委员和资产评估机构代表等100余人参加，由协会行业发展战略委员会主任委员翟新利和委员李翔分别主持，汪宁副会长作总结发言。与会嘉宾和现场参会人员针对当前资产评估行业内尚无明确的法律法规和行业准则来清晰定

\* 本文已发表在《财政监督》2025年第24期。



义资产评估报告、估值报告和资产评估咨询报告的现状，对三类报告在法律地位、法律责任方面的差异展开深入讨论，旨在凝聚行业共识，为建立相关法律、法规、准则和标准积累经验。本期监督沙龙栏目将此次活动主要观点综述整理刊发，以期更好实现专业知识分享与经验传递，供资产评估行业从业者和监管部门参考。

### 明晰定位 凝聚共识 规范发展

**阮咏华：**在资产评估实务中，资产评估报告、估值报告、评估咨询报告都是资产评估机构发表专业意见的成果形式。不同的报告形式可以灵活满足市场主体个性化的服务需求，因此三类报告都有其存在的合理性和必要性。但是，目前评估行业对三类报告的管理存在差异，只有资产评估报告的定位比较清晰。

估值报告虽然在上市公司重大资产重组、中央企业境外产权交易、国有金融企业开展直接股权投资等业务场景，以及2024年国务院国资委印发的《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规[2024]8号，以下简称“8号文”）规定的特殊情形相关文件中均有提及，但是《中华人民共和国资产评估法》（以下简称《资产评估法》）和资产评估准则都没有提到估值报告的概念。另外，除了中国资产评估协会《金融不良资产评估指导意见》提到了价值分析报告等咨询报告，其他资产评估准则也都未涉及评估咨询报

告的规范。大家对出具估值报告和评估咨询报告应当遵循哪些技术规范 and 标准，应当承担什么样的责任，尚存疑虑。

当前，资产评估执业环境正在发生深刻变化。一方面，客户需求呈现出多元化的发展趋势，另一方面，监管部门对评估行业执业质量严监管、零容忍。新经济形态的不断涌现和市场需求的日益多元，对资产评估行业既是挑战，更是难得的发展机遇。唯有明确专业定位、规范执业行为、持续提升服务质量，我们才能牢牢把握机遇，更好发挥行业在现代经济体系中的专业价值。但资产评估报告、估值报告、评估咨询报告定位不清，可能影响到专业意见的正确使用和监管执法判断，关系到评估机构及其评估专业人员的风险和责任认定，关系到评估行业的职业形象与社会公信力。

面对这些挑战，我们迫切需要凝聚行业共识，推动建立更加完善的规范体系。

首先，要明确三类报告的差异化定位。每类报告都有其特定的适用场景和功能作用，应当根据业务性质、经济行为需要和法律规定等因素，合理选择相应的报告形式，确保专业服务的针对性和有效性。建议评估法律或行政法规对三类报告的监督管理作出顶层设计。

其次，要推动建立相应的标准规范。建议在资产评估准则体系的基础上，探索建立适用于估值报告和评估咨询报告的指



导性规范，明确各类报告的基本要求、内容要素和质量标准，让机构执业和监管审核既有法可依，也有章可循。

最后，评估机构需建立健全内部质量控制体系，加强专业人员培训，提升三类报告的专业水准和服务质量。同时，也要积极与监管部门沟通，为完善相关法律法规提供专业建议。

### 评估、估值和咨询报告的定位探讨

**赵强：**探讨评估、估值和咨询报告的定位十分必要。从三类报告发展沿革来看，我国资产评估行业最初仅有资产评估报告和评估咨询报告两种报告类型。通常情况下，评估师完全履行资产评估准则规定的程序后出具评估报告。不能完全履行资产评估准则规定的相关程序时，可以出具评估咨询报告。估值报告可能是由券商或财务顾问引入。对于在何种情况下出具估值报告，资产评估行业内没有相关标准，也没有共识。如果按照是否能完全履行资产评估准则规定的程序作为出具估值报告的标准，估值报告与评估咨询报告又有何种差异？估值报告和评估咨询报告的功效似乎是不同的，上述两种报告履行的程序上应该存在何种差异？这些问题值得探讨。

因此，评估、估值和咨询报告的差异亟待研究、明确。目前，国务院国资委和证监会等监管机构已认同估值报告。当前亟需明确：资产评估行业和其他跨行业相关专业人员都有出具估值报告的情况，各

专业机构和人员出具估值报告是否需要遵循统一标准；出具估值报告和出具评估咨询报告需要遵循何种程序和标准；监管部门对估值报告的监管尺度与责任划分又要遵循哪些原则。

应当看到，国内资产评估起源于上世纪 80 年代末 90 年代初，服务于国有资产转让定价。根据国有资产监管部门的要求，资产评估需要履行资产产权核实、相关财务信息核查和对标的资产转让价值发表意见等三大程序。这三项程序最初由监管部门提出，后又被《资产评估法》认定为资产评估师的法定义务。产权核实和财务信息核查构成对标的企业的资产管理体系和管理成果的评价——“评”；对标的资产发表价值意见构成对资产的价值判断——“估”；上述两项工作内容合并就是——“评估”。

《资产评估法》将国资监管部门的要求法律化，将评估业务分为法定评估和非法定评估（又称商定评估）业务。涉及国有资产或者公共利益等事项，法律、行政法规规定需要评估的业务属于法定评估业务；不涉及国有资产或者公共利益的，或者没有法律、法规明确规定需要评估的业务属于非法定评估业务（商定评估业务）。在这样两大业务类型下，我们来看其评估程序规定。

法定评估程序：《资产评估法》第二十五条指出“评估专业人员应当根据评估

业务具体情况，对评估对象进行现场调查，收集权属证明、财务会计信息和其他资料并进行核查验证、分析整理，作为评估的依据”，这一规定实际将法定评估程序分为以下三部分，即权属核实、财务会计信息核查和价值估算。价值估算是核心，权属核实、财务会计信息核查为价值估算服务。

**商定评估程序：**商定评估属于非法律、法规规定的评估，因此，这种评估完全由委托方自主决定是否需要评估，按照什么标准、程序进行评估。商定评估中，委托方可以依据经济行为的需求，对评估机构需要履行的评估程序进行商定，即可以不完全履行法定的“三大程序”。

基于以上背景交代，我们再来看评估、估值和咨询报告的定位问题。

首先，从各类报告履程序来分析。

**资产评估报告：**评估机构完整履行权属核实程序、财务会计信息核查程序和价值估算程序，即完全履行法定“三大程序”后，出具《资产评估报告》履行权属核实程序、财务会计信息核查程序和价值估算程序是出具资产评估报告的必要条件。

**估值报告：**评估机构不履行或不完整履行权属核实程序和财务会计信息核查程序，但完整履行价值估算程序后出具《估值报告》。对“三大程序”中的前两项是否履行或如何履行可以商定，但最后一项程序不能商定。履行价值估算程序是出具估

值报告的必要条件。

**评估咨询报告：**评估机构不履行或不完整履行权属核实程序、财务会计信息核查程序，同时也没有完整履行价值估算程序，可以出具《评估咨询报告》。对“三大程序”是否履行或如何履行均可商定。评估咨询报告需要披露所履行的相关程序。

其次，关注各类报告的功能定位。**法定评估业务：**完整履行权属核实、财务会计信息核查和价值估算程序；出具《资产评估报告》：评估结果具有鉴证作用和咨询作用。

**法定/商定评估业务：**完整履行价值估算程序，出具《估值报告》：评估结果与其他专业报告如审计师出具的审计报告、律师出具的法律意见书等结论结合，具有鉴证作用和咨询作用。评估结果单独使用，具有咨询作用。

**商定评估业务：**根据协议约定履行部分价值估算程序，出具《评估咨询报告》；评估结果仅具有一定咨询作用，《评估咨询报告》一般不具有鉴证作用。

再次，我们来看下实务中出具估值报告有哪些情况。一是根据国务院国资委 8 号文的相关规定，中央企业及其子企业发生以下经济行为时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以聘请专业机构对相关标的进行估值：标的为境外企业或资产的交易；并购上市公司；标的为原创性技术、前沿性技术、涉密技术、“卡脖

子”关键核心技术、战略性新兴产业企业，以及主要任务为研发首台（套）装备、首批次材料、首版次软件等产品且尚未形成稳定销售收入的企业的交易；中央企业管理基金按照市场惯例对外投资或转让所持股权；标的为有限合伙企业份额的交易。以上根据 8 号文规定的可以出具估值报告的情景全部是按照业务情况区分，并没有规定出具估值报告所必须履行的相关评估程序和标准。

二是证监会的相关规定。按照证监会的相关规定，上市公司的并购重组可以出具资产评估报告和估值报告，但是不允许出具评估咨询报告，即允许评估机构出具资产评估报告和估值报告，其他证券服务机构出具估值报告。证监会的相关规定也没有明确出具估值报告所需要遵循的评估程序和标准。

三是其他特殊目的的评估。追溯评估：目前追溯目的的评估都采用估值报告或评估咨询报告。追溯评估一般都是在相关资产交易完成后补做的评估，评估目的多为“求证”，如果采用资产评估报告可能存在违反《资产评估基本准则》第六条的嫌疑。追溯评估也可能存在资产和产权核实等方面的困难。财务报告目的的评估：委托方实际仅需要知道标的资产的价值，不需要产权核实和财务数据核查。财务报告目的的评估也不是法定评估。

四是其他专业服务机构承担的估值业

务。境内非资产评估机构出具的估值报告：聚焦估值，仅遵循估值程序，对于产权核查和财务数据核实借鉴其他专业机构的意见，可以不完全遵循评估准则。

境外专业机构出具的估值报告：若业务不涉及中国境内资产、境内交易主体及境内使用场景，其通常遵循“主权优先”原则，遵守执业所在地的法律、法规及专业准则。可不遵循中国的法律、法规和资产评估准则；若涉及上述中国相关场景，则需考虑中国监管规定，协商协定是否需符合中国法律、法规及资产评估准则的要求。

### 评估报告和估值报告监管规定的差异分析

**赵林：**根据《资产评估法》第三条“自然人、法人或者其他组织需要确定评估对象价值的，可以自愿委托评估机构评估。涉及国有资产或者公共利益等事项，法律、行政法规规定需要评估的（以下称法定评估），应当依法委托评估机构评估。”评估业务分为法定评估和非法定评估两大业务类型，其中涉及法定评估的相关法律、行政法规主要包括《企业国有资产法》《国有资产评估管理办法》《行政事业性国有资产管理条例》《公司法》《公路法》《拍卖法》《国有土地上房屋征收与补偿条例》《土地增值税暂行条例》《探矿权采矿权转让管理办法》等，涉及的评估经济行为主要包括国有企事业单位改制、国有产权转让、国有企业兼并、转让重大财产、国



有资产转让拍卖和对外投资、以非货币财产出资、公路收费权出让等。法定评估业务应当依法委托评估机构进行评估并出具资产评估报告。

除法定评估以外的评估业务均为非法定评估，在自然人、法人或者其他组织需要确定评估对象价值时，可以自愿委托评估机构进行评估的业务，主要有上市公司重大资产重组、收购上市公司、国有资产租赁、国有单位接受非货币资产抵债、财务报告目的、抵（质）押、担保或增信、非国有单位间资产交易和股权变动、境外资产或股权交易并购、合伙企业或基金份额交易、对外投资或转让股权、资产证券化（含 REITs）等等。非法定评估业务可由委托人自愿选择评估报告、估值报告、评估咨询报告。由于评估报告法律效力强于估值报告和评估咨询报告，监管部门或委托人更倾向于要求出具评估报告。如国有企业事业单位发生财政部第 14 号令《国有资产评估管理若干问题的规定》和第 47 号令《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》、国务院国资委令第 12 号《企业国有资产评估管理暂行办法》规定应当进行资产评估的经济行为时必须出具资产评估报告；依据证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（第 54 号公告）发行 REITs 时应当出具资产评估报告；依据证监会《会计监管风险提示第 8 号商誉减值》，上市公司委托开展商誉减值测试评

估业务，监管部门更倾向于评估机构出具评估报告等；人民法院依据《最高人民法院关于人民法院确定财产处置参考价若干问题的规定》委托评估机构对执行财产处置资产评估时应当出具评估报告等。

进而，我们来分析监管规定。首先，应关注评估报告与估值报告监管的背景与要求。由于国有资产、证券市场和财务报告均涉及公共利益，为防止公共利益受到侵害，财政部门、国资监管部门、证券监管部门等政府监管部门对涉及这三类业务的评估报告和估值报告作为重点监管对象。对评估报告和估值报告监管基本要求是评估（估值）结论客观、公允、合理，形成结论的依据真实、可靠等。对评估报告的监管还需要符合适用的各项资产评估准则的规定，估值报告还应满足监管部门的相关文件规定要求，如国务院国资委《中央企业估值报告审核指引》、证监会《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》等。

其次，还应关注评估报告监管的五大维度及要求，即法规准则依据完整、法定程序履行完整、报告要素完整规范、方法假设合理有据以及内容真实准确完整。重点关注遵循法规准则、履行评估程序、独立分析估算、资料核查验证、遵守职业道德等方面，不得签署出具虚假评估报告、重大遗漏的评估报告，或评估报告不能有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

再次，要关注评估报告与估值报告信息披露监管要求上的异同。通过对国务院国资委《中央企业估值报告审核指引》、证监会《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》和上海市国资委《估值报告审核指引（试行）》与资产评估报告准则对比分析，监管部门对估值报告披露内容的监管重点和要求与评估报告差异不大。

最后，我们来看评估报告与估值报告的法律责任与监管重点。根据《资产评估法》《中华人民共和国刑法》《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国民法典》的相关规定，资产评估机构接受委托出具的评估报告和估值报告存在违法行为并给相关当事人造成较大损失的，均可能会涉及承担刑事责任、民事赔偿责任、行政责任。其中《资产评估法》未对估值报告出现违法行为的行政处罚进行规定，但《中华人民共和国证券法》及证监会《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司信息披露管理办法》等明确出具估值报告同样会承担行政处罚和民事连带赔偿责任。估值报告与评估报告在依据、程序、内容、方法等方面的监管没有明显区别，监管部门更关注估值报告的结论公允性、依据资料的充分性、披露内容的真实性和完整性。因此评估报告与估值报告承担的法律

无明显差异。

综上，行业实践中，评估和估值业务都需要充分理解监管要求和市场需求。需要特别强调的是，估值报告既不是评估报告的替代品也不是逃避监管的避风港，更不是法外之地。监管部门允许估值并不意味着监管放松和要求降低，而是对资产评估机构和资产评估专业人员的专业能力提出了更高要求。

### 直面监管挑战 推动协同配套

**汪宁：**本次沙龙围绕“三类报告定位”这一核心议题，从监管、法律和评估专业视角进行了深入探讨，初步明晰了边界、澄清了误区、凝聚了共识。不论出具哪一种类型的报告，都要以维护国有资产安全和公众利益为己任，发挥好资产评估“价值标尺”的作用。但三类报告边界模糊，既影响执业效率，也给监管带来挑战。

我建议协会相关专门（专业）委员会继续抓好以下两项工作：一是针对三类报告的“法律地位、责任划分”开展专项研究，梳理现有监管规定的衔接点、交叉点、空白点，适时向政策制定部门建言献策，推动行业准则与法律法规的“协同配套”；二是立足法律法规，贴合执业实际，适时发布三类报告适用场景指引或问题解答，帮助评估机构精准匹配业务类型。



## 话题嘉宾

**阮咏华：**北京资产评估协会专业技术委员会主任委员

北京中企华资产评估有限责任公司高级副总裁兼首席评估师

**赵 强：**北京资产评估协会行业发展战略委员会副主任委员

北京中同华资产评估有限公司高级顾问

**赵 林：**北京资产评估协会政务服务委员会委员

北京中同华资产评估有限公司合伙人、技术总监

**汪 宁：**北京资产评估协会副会长、深改办主任

## 主持人

**翟新利：**北京资产评估协会行业发展战略委员会主任委员

中通诚资产评估有限公司首席评估师

**李 翔：**北京资产评估协会行业发展战略委员会委员

联合中和土地房地产资产评估有限公司北京分公司管理合伙人



**中企华公司**

**地 址：**北京市朝阳区工体东路18号中复大厦三层

**电 话：**86-10-65881818

**传 真：**86-10-65882651

**邮 编：**100020

**投稿邮箱：**yfb@chinacea.com

**CHINA ENTERPRISE APPRAISALS**

**Add:** F3, Zhongfu Building, No.18 Gongti East Road, Chaoyang District, Beijing, China

**Tel:** 86-10-65881818

**Fax:** 86-10-65882651

**Zip Code:** 100020

**www.chinacea.com**

**yfb@chinacea.com**



微信



官网