新视野

研发部主办

2026年第3期
VOL.47



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

2026年第3期
总第47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

评估准则.....1

- 中评协修订印发《资产评估执业准则——资产评估程序》
- 中评协修订印发《资产评估机构业务质量控制指南》
- 中评协修订印发《资产评估职业道德准则》

知识产权.....5

- 国务院修订公布《集成电路布图设计保护条例》
- 国家知识产权局修订公布《集成电路布图设计保护条例实施细则》

自然资源.....6

- 中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于完善自然资源资产管理制度体系的意见》

资本市场.....7

- 中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》

Ⅱ 市场追踪.....9

- 2026年三季度A股指数情况概述
- 2026年三季度A股发行股票并上市情况概述
- 2026年三季度并购重组项目审核情况
- 2026年三季度新三板情况概述

Ⅲ 行业聚焦.....26

- 医药制造业

Ⅳ 专业研讨.....36

- 对赌的股权性质、价值调整内涵和评估分配研究/高文忠 王进江 张维军
- 数据资产评估中成本法的适用性分析/刘德运 陈钰 周生岩
- 营运资金中外差异及匹配分析和预测模型研究/王进江 孙钰
- 重整投资人视角的评估思路和关注点/高文忠 王进江



评估准则

中评协修订印发《资产评估执业准则——资产评估程序》

2026 年 7 月 15 日，为进一步规范资产评估执业行为，防范执业风险，中国资产评估协会修订并发布《资产评估执业准则——资产评估程序》（中评协〔2026〕5 号，以下简称《资产评估程序准则》），自 2027 年 1 月 1 日起施行。中国资产评估协会于 2018 年 10 月 29 日发布的《关于印发〈资产评估执业准则——资产评估程序〉的通知》（中评协〔2018〕36 号）同时废止。

《资产评估程序准则》延续“总则、基本遵循、实施要求、附则”四章 28 条的整体架构，主要修订内容如下。

一是资产评估基本程序环节细化与新增。新增核查验证、内部审核、业务报备等核心工作，基本程序从原 8 大程序扩展为 9 大程序。

二是新增评估程序受限处理要求。新增告知、记录、披露三个环节，要求及时告知委托人相关限制与风险；在工作底稿中记录限制情形、已采取的弥补措施及影响分析；经采取措施弥补程序缺失，且未对评估结论产生重大影响的，在资产评估报告中披露；对评估结论产生重大影响或无法判断其影响程度的，不得出具资产评估报告。

三是对业务承接的决策过程和评估计划的执行提出更明确的要求。将“专业能力”明确为“专业胜任能力”，并要求将分析评价过程“形成书面记录”；新增合理确定评估服务费的细化要求；评估计划与项目实际实施情况存在重大差异时应当及时调整。

四是对现场调查、收集资料与核查验证要求进一步细化。明确根据评估对象的特点和评估目的确定现场调查、核查验证

的具体方式；要求对抽样方法、抽样比例和样本代表性等进行分析说明，确保抽样有效性；如果相关人员拒绝确认其提供的资料，评估人员应按程序受限的条款处理；新增执行涉密项目时的要求，包括配备具备相应能力的保密人员，必要时使用专用保密设备、设立独立保密场所开展工作。

五是明确报告分级审核与调整再审核的要求。明确要求对资产评估报告进行分级审核，并对审核过程和结果进行详细记录；如果对报告进行了调整，应当对调整后的资产评估报告进行再次审核；强调对评估结论有重大影响的特别事项，应当予以关注、并在资产评估报告中进行充分披露。

六是报告出具与归档。新增业务报备作为出具报告的前置条件，要求机构在编制形成正式资产评估报告后，出具资产评估报告前，应当先完成资产评估业务报备，且出具的报告必须与报备系统中的报告保持一致；强化档案管理及时性要求，涉密项目的档案必须同时满足《中华人民共和国保守国家秘密法》相关规定。

（采编来源：中国资产评估协会官网）

准则链接：中国资产评估协会

中评协修订印发《资产评估机构业务质量控制指南》

2026 年 7 月 15 日，为推动资产评估机构进一步提升执业质量、健全质控体系，中国资产评估协会修订并发布《资产评估机构业务质量控制指南》（中评协〔2026〕6 号，以下简称《质量控制指南》），自 2027 年 1 月 1 日起施行。中国资产评估协会于 2017 年 9 月 8 日发布的《关于印发〈资产评估机构业务质量控制指南〉的通知》（中评协〔2017〕46 号）同时废止。

《质量控制指南》共 11 章 56 条，取消证券、非证券评估机构分层适用规则，填补数字化执业、风险分级管控等制度空白，构建起适配行业新兴业务、数字化转型与统一监管要求的质控新框架，为资产评估行业高质量发展划定清晰执业标尺。主要修订内容如下。

一是质量控制体系要求升级。适用范围明确为所有资产评估机构，取消了证券、非证券评估机构分层适用规则；新增“数据与信息技术控制”专章作为第九个核心要素；将“内部审核”从业务实施中单列，与报告出具并列。

二是对各层级人员的质量控制责任进行了更明确的界定和强化。最高管理层的职责要求由原则性规定向统筹管理、目标落地、一体化管理强化；明确首席评估师专门负责执业质量控制；项目负责人职责由 9 项扩充至 12 项，同时，明确其在报告上作为第一签字人签名；其他人员新增财务人员、印章管理人员和保密管理人员。

三是职业道德与独立性控制趋严。独

立性管理新增分析和判断是否存在影响独立性的情形、核实独立性信息、要求承诺并形成书面记录、排除干扰并形成书面记录等具体要求；保密管理新增个人隐私保护，删除对可依法获取秘密主体的具体列举。

四是人力资源管理扩展。人力资源制度和程序新增劳动关系管理；专家工作成果使用由“合理利用”升级为全过程质量责任和留痕管理，须核实专业能力与独立性、核查验证工作成果并合理使用，资质、独立性声明、底稿等应归档，机构及专业人员不因聘请专家而减轻或免除法律责任。

五是业务承接风险审查强化。业务承接新增经济行为合法合规性判断、业务风险综合分析评价、专业胜任能力与独立性判断的考虑因素；新增公开途径获取的重大特殊事项、潜在业务风险和利益冲突的关注要求；承接决策增加独立性审查；风险来源新增宏观经济、行业政策、市场环境带来的风险和评估目的对应的风险，要求建立业务风险分级标准并进行差异化管理。

六是资产评估计划编制要求更新。新增批准人员、节点负责人等责任主体；新增使用算法模型、人工智能工具等自动化技术须提交技术路径说明书并经签批。

七是业务实施控制重大扩充。新增法定评估业务不得以估值报告、价值咨询报告等替代资产评估报告；评估业务实施和出具报告环节由八项扩充为十项。

八是内部审核升级为分级审核制度。要求设置专门部门或者专门岗位实施资产评估业务的内部审核，并根据业务重要程度、复杂程度、风险高低合理确定审核层级，实行分级审核，保证项目执业质量。证券评估业务应当执行至少三级审核程序，其中二级、三级项目审核人员应当独立于项目团队之外，不得签署本人审核的资产评估报告，不得参与本人审核的相关项目。强调对设立的分支机构实行统一管理、报告统一审核把关。

九是报告签发与纠错机制具体化。明确已经向委托人出具的报告存在瑕疵、错误等问题，评估机构应当采取书面告知、更换报告、立即停用、作废重评等处置措施，及时消除不良影响。

十是质量控制记录新增留痕事项。新增人工智能或相关技术工具的使用情况及质量控制措施、独立性审查记录。

（采编来源：中国资产评估协会官网）

准则链接：中国资产评估协会

中评协修订印发《资产评估职业道德准则》

2026 年 7 月 15 日，为进一步筑牢职业道德底线，提升资产评估行业公信力，中国资产评估协会修订并发布《资产评估职业道德准则》（中评协〔2026〕7 号，以下简称《职业道德准则》），自 2027 年

1 月 1 日起施行。中国资产评估协会于 2017 年 9 月 13 日发布的《关于印发〈资产评估职业道德准则〉的通知》（中评协〔2017〕30 号）同时废止。

《职业道德准则》共 7 章 28 条，相比 2017 版实现全方位迭代升级，构建起覆盖执业全链条的道德管控体系，主要修订内容如下。

一是总则部分，强化制定目标与法律依据。新增“增强行业公信力”的制定目标，新增《资产评估法》作为制定依据。

二是基本遵循部分，强化政治引领与职业怀疑、固化职业道德培训与内部自查。新增贯彻落实党和国家路线方针政策、决策部署，维护公共利益的要求；新增保持应有的职业怀疑，认真、全面、及时完成委托业务；新增机构应定期开展职业道德专题培训与内部自查工作。

三是专业能力部分，进一步细化。新增通过教育、培训和执业实践提高专业能力的要求，并要求机构对继续教育完成情况审核把关；明确禁止夸大、虚假和误导性宣传，包括执业案例、执业质量、客户情况、相关评价、曾获荣誉、机构规模及收入等。

四是独立性方面，相关要求全面升级。新增不得因任何利害关系损害执业客观性与公正性的要求；明确独立性适用人员包括项目团队所有成员及直接影响业务结果的相关人员；扩大亲属范围，新增兄弟姐妹、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女及配偶父母、子女配偶等亲属；经济利益关联新增委托人或者其他相关当事人拥有评估机构股权、资产评估服务以外产生的债权及债务等情形；人员关联新增委托人上级单位、被评估单位；业务关联新增受同一实际控制人控制的不同公司从事的不同业务；新增“实质重于形式”兜底条款；新增机构应建立独立性审查机制并留存复核记录；利益冲突条款新增经双方协商一致共同委托的除外。

五是与委托人和其他相关当事人的关系方面，强化公平竞争、严禁“或有收费”。新增强化公平竞争意识，禁止低于合理成本报价竞标或串通投标；新增禁止或有收费条款，评估服务费不得与评估结论、交易金额、融资额度等挂钩，不得以经济行为实现为前提或与后续承接相关业务收费挂钩，涉及法院委托无账面价值项目除外；保密条款新增不得利用涉密信息谋取不正当利益，新增涉密机构应具备保密管理能力并遵守保密法。

六是与其他资产评估机构及资产评估专业人员的关系方面，同行关系新增执业规范。新增资产评估专业人员不得将职业资格登记在其他机构、只能在一个机构执业；细化禁止贬损诋毁同行的规定，新增不得编造、传播虚假或误导性信息损害竞争对手商业信誉，执业行为应维护公共利益和行业声誉。

七是附则方面，扩展适用范围。新增其他实际参与人员应遵守本准则；新增评估咨询、估值等其他相关业务参照执行。

（采编来源：中国资产评估协会官网）

准则链接：中国资产评估协会



知识产权

国务院修订公布《集成电路布图设计保护条例》

2026 年 7 月 23 日，国务院第 91 次常务会议公布新修订的《集成电路布图设计保护条例》（中华人民共和国国务院令第 842 号，以下简称《条例》），自 2026 年 10 月 15 日起施行。《条例》共 6 章 54 条，旨在保护集成电路布图设计专有权，鼓励集成电路技术创新，促进科学技术发展。主要修订内容如下。

一是明确总体要求。规定集成电路布图设计保护工作应当贯彻党和国家知识产权战略部署，扩展保护范围，强调诚实信用。

二是完善申请、审查程序。规制虚假申请，细化材料要求，完善驳回、撤销程序，增加权利恢复程序。

三是加强专有权保护。明确权利范围界定标准，加大侵权赔偿力度。

四是促进布图设计运用。加强公共服务，明确奖酬措施，完善转让、许可、出质要求，规范共有人权利行使。

其中，第十一条规定，布图设计权利人享有下列专有权：（一）对受保护的布图设计的全部或者其中任何具有独创性的部分进行复制；（二）将受保护的布图设计、含有该布图设计的集成电路或者含有该集成电路的物品投入商业利用。

第十二条规定，布图设计专有权经国务院知识产权行政部门登记产生。未经登记的布图设计不受本条例保护。

第十七条规定，布图设计专有权的保护期为 10 年，自布图设计登记申请之日或者在世界任何地方首次投入商业利用之日起计算，以较前日期为准。但是，无论是否登记或者投入商业利用，布图设计自创作完成之日起 15 年后，不再受本条例保护。

第三十五条规定，布图设计权利人可以将其专有权转让或者许可他人使用其布图设计。

（采编来源：中国政府网）

原文链接：中华人民共和国国务院令（第 842 号） 集成电路布图设计保护条例 2026 年第 23 号国务院公报 中国政府网

国家知识产权局修订公布《集成电路布图设计保护条例实施细则》

2026 年 9 月 30 日，为保障修订后的《集成电路布图设计保护条例》（中华人民共和国国务院令第 842 号）的施行，同时将实践中的成熟做法予以固化，国家知识产权局公布新修订的《集成电路布图设计保护条例实施细则》（国家知识产权局令第八十六号，以下简称《实施细则》），《实施细则》自 2026 年 10 月 30 日起施行。国家知识产权局 2001 年 9 月 18 日公布的《集成电路布图设计保护条例实施细则》（国家知识产权局令第十一号）同时废止。《实施细则》共 7 章 56 条，主要修订内容如下。

一是优化登记申请及相关程序，规范业务办理流程手续。完善登记申请手续；细化申请文件的要求；优化登记审查程序；明确布图设计专有权自登记日起生效，完善布图设计登记证书的相关事项；规范著录项目变更程序；明确行使布图设计专有权的手续；完善申请布图设计登记和办理其他手续时有关缴费的规定；完善布图设计登记簿的内容，明确公众可查阅和复制的内容。

二是完善复审和撤销制度，提高登记确权质量效率。落实党和国家机构改革精神，将复审和撤销机构由“国家知识产权局专利复审委员会”统一修改为“国家知识产权局”；优化复审制度，完善不予受理复审请求的情形，明确撤销原驳回决定后的审查程序；完善撤销制度，细化依请求撤销的提出、受理、撤回等相关规定，增加口头审理和指定期限不得延长的规定。

三是加强布图设计专有权保护，促进布图设计运用。完善纠纷解决方式；完善侵权纠纷案件的审查范围；完善行政裁决程序中止的规定，明确国家知识产权局认为当事人提出的中止理由明显不能成立的，可以不中止有关程序；细化非自愿许可制度。

（采编来源：国家知识产权局官网）

原文链接：国家知识产权局 公告 集成电路布图设计保护条例实施细则（局令 86 号）



自然资源

中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于完善自然资源资产管理制度体系的意见》

2026 年 7 月 4 日，为完善自然资源资产管理制度体系，促进自然资源安全、高效、永续利用和资产保值增值，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于完善自然资源资产管理制度体系的意见》（以

下简称《意见》）。《意见》围绕“家底—产权—保护—配置—监督”五维一体的逻辑主线，以健全自然资源资产产权制度为核心，部署了十一项重点任务主要内容，主要内容如下。

一是摸清自然资源资产家底。完善自然资源统一调查监测评价制度；健全自然资源资产清查统计核算制度。

二是健全自然资源资产产权制度。健全自然资源资产用益物权等权利体系；全面推进自然资源和不动产统一确权登记。

三是强化自然资源整体保护。促进自然资源资产保值增值；优化自然资源资产储备管护机制。

四是促进自然资源资产高效配置。完善自然资源资产市场制度和规则；构建自然资源资产配置新模式新路径。

五是完善自然资源资产监督考核。加强自然资源资产收益管理；强化自然资源资产管理监督。

其中，《意见》强调，要完善自然资源资产市场制度和规则。深化自然资源资产有偿使用制度改革，依法依规建立健全自然资源资产划拨、出让、租赁、作价出资（入股）、联营和承包经营等配置规则，完善相关自然资源资产配置合同，明确各方权利义务责任并实施全生命周期管理。探索建立国有农用地有偿使用制度。全面推进矿业权竞争性出让，严格控制协议出让。逐步提高海域使用权市场化配置比例。培育和规范用水权交易市场。依法依规制定自然资源资产分等定级估价规则，健全自然资源资产价格体系。完善自然资源资产交易机制，加强市场动态监测监管，建立市场信用体系，维护自然资源资产市场秩序。

（采编来源：中国政府网官网）

原文链接：中共中央办公厅 国务院办公厅关于完善自然资源资产管理制度体系的意见_最新政策_中国政府网



资本市场

中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》

2026 年 8 月 28 日，为加快构建与房地产发展新模式相匹配的资本市场服务体系，促进金融与房地产良性循环，中国证监会发布了《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》（以下简称《意见》）。《意见》共四部分 12 条意见，主要包括以下内容。

一是总体要求。改革房地产开发融资方式，推动从依赖主体信用向基于项目情

况转变，一视同仁满足不同所有制房地产开发企业合理融资需求。强化房地产领域准入、信息披露、资金监管，稳妥防范化解处置房地产相关风险，促进房地产高质量发展。

二是支持合理融资。支持上市房地产开发企业再融资以及综合运用发行股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产。加大债券融资支持力度，支持房地产开发企业发行公司债券用于符合政策要求的房地产项目，鼓励发行商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、不动产资产支持证券（ABS）。支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行不动产投资信托基金（REITs）或作为 REITs 扩募资产，稳慎推进商业不动产 REITs 发展。支持符合规定的私募基金管理人设立不动产私募投资基金。

三是优化监管。优化对房地产开发企业发行证券的准入监管，突出“基于项目”融资特点；优化信息披露监管，重点关注执行会计准则情况；严格募集资金持续监管和穿透式监管；严防严打发行人欺诈发行、信息披露造假、挪用募集资金等违法违规行为，加大对系统性、团伙性造假的惩戒力度。

四是防范化解风险。落实“四早”要求，建立健全房地产领域涉资本市场风险预研预判机制，加强股债基监管联动。平稳有序做好上市房地产开发企业退市监管，畅通多元化退市渠道。配合地方政府推动房地产违约债券处置出清，丰富多元化房地产债券风险处置机制。

其中，《意见》明确，发行股份、定向可转债购买涉房资产的，重点关注标的资产业务开展是否合法合规、估值定价是否合理公允，以及本次重组是否有利于提高上市公司质量等。

（采编来源：中国证监会官网）

原文链接：关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见_中国证券监督管理委员会



【PART Ⅰ 2026 年三季度 A 股指数情况概述】

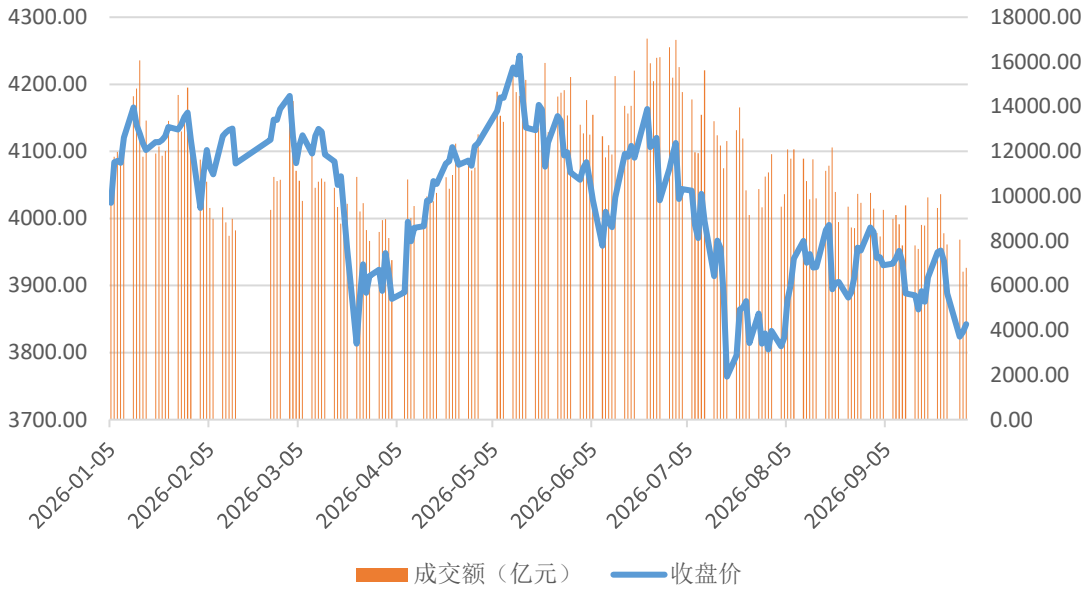
一、收盘价情况

证券代码	证券简称	收盘价/元 交易日期: 2026-01-01	收盘价/元 交易日期: 2026-09-30	区间涨跌 区间首日:2026-01-01 区间尾日:2026-09-30	区间涨跌幅/% 区间首日:2026-01-01 区间尾日:2026-09-30
000001.SH	上证指数	3,968.84	3,842.19	-126.65	-3.19
399001.SZ	深证成指	13,525.02	12,887.62	-637.40	-4.71
399006.SZ	创业板指	3,203.17	3,135.28	-67.90	-2.12
000688.SH	科创 50	1,344.20	1,530.01	185.81	13.82
899050.BJ	北证 50	1,440.43	1,039.61	-400.82	-27.83

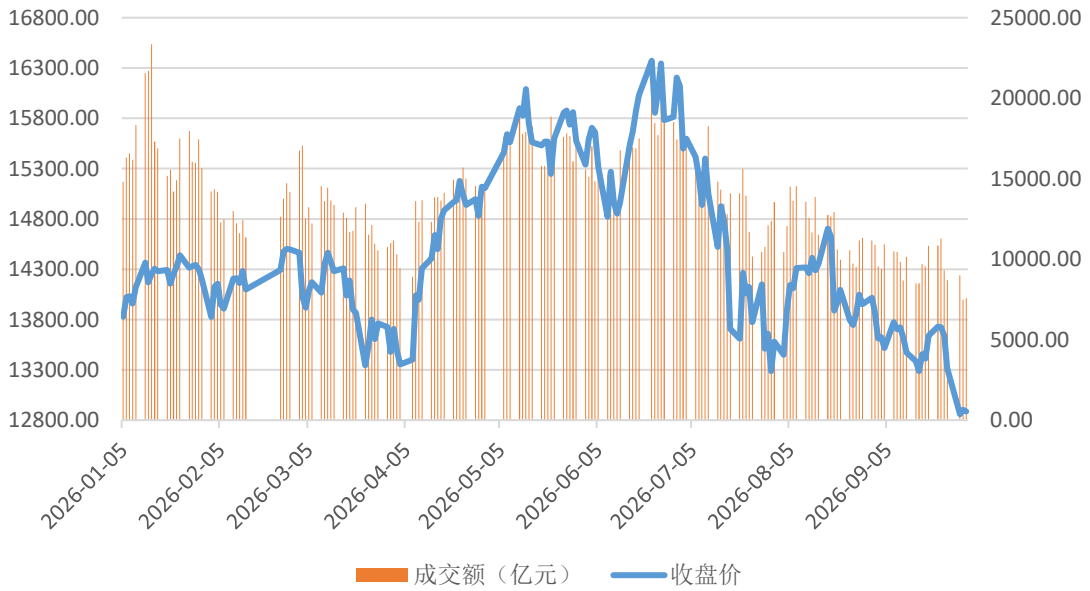
二、日均交易额情况

证券代码	证券简称	区间日均成交额/亿元 区间首日:2026-01-01 区间尾日:2026-09-30	区间日均成交额/亿元 区间首日: 2025-01-01 区间尾日: 2025-09-30	同比变动/%
000001.SH	上证指数	11,500.90	6,670.69	72.41
399001.SZ	深证成指	14,016.52	9,537.69	46.96
399006.SZ	创业板指	6,606.75	4,543.79	45.40
000688.SH	科创 50	1,166.39	438.02	166.29
899050.BJ	北证 50	199.77	289.98	-31.11

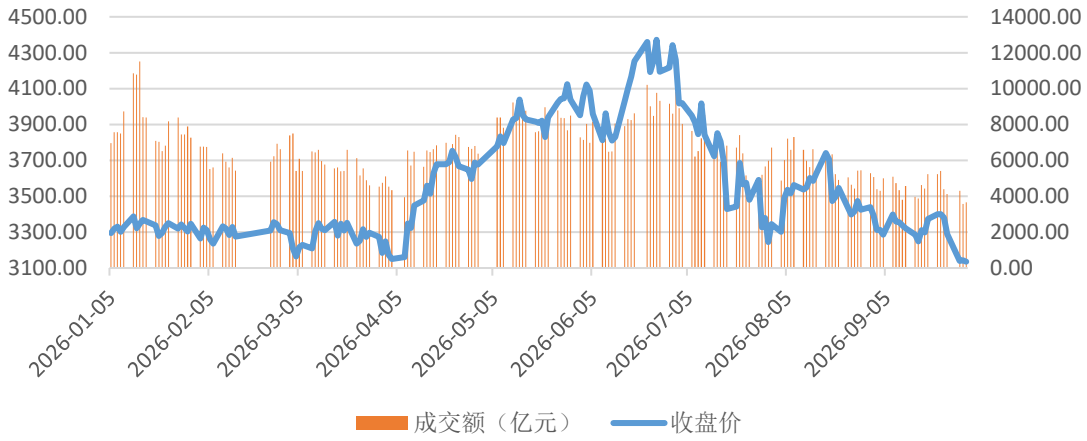
上证指数


4300.00
4200.00
4100.00
4000.00
3900.00
3800.00
3700.00
18000.00
16000.00
14000.00
12000.00
10000.00
8000.00
6000.00
4000.00
2000.00
0.00
2026-01-05
2026-02-05
2026-03-05
2026-04-05
2026-05-05
2026-06-05
2026-07-05
2026-08-05
2026-09-05
成交额（亿元）
收盘价

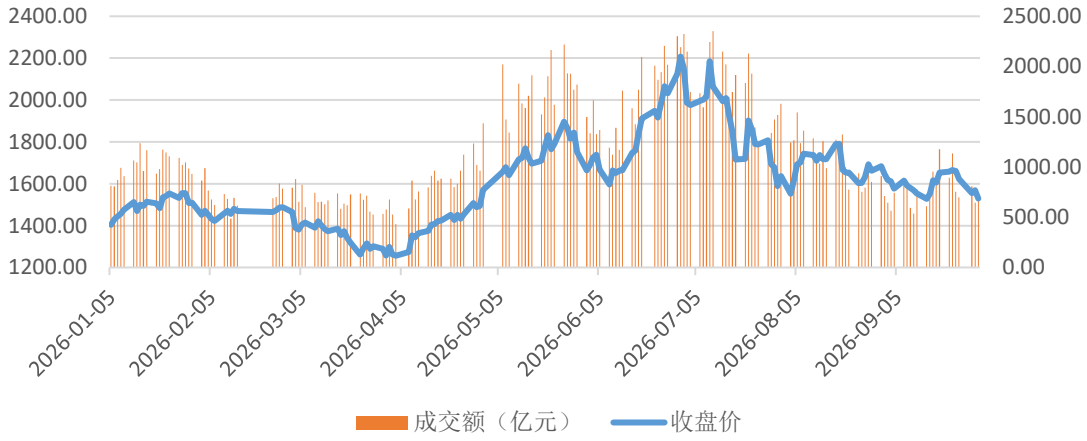
深证成指


16800.00
16300.00
15800.00
15300.00
14800.00
14300.00
13800.00
13300.00
12800.00
25000.00
20000.00
15000.00
10000.00
5000.00
0.00
2026-01-05
2026-02-05
2026-03-05
2026-04-05
2026-05-05
2026-06-05
2026-07-05
2026-08-05
2026-09-05
成交额（亿元）
收盘价

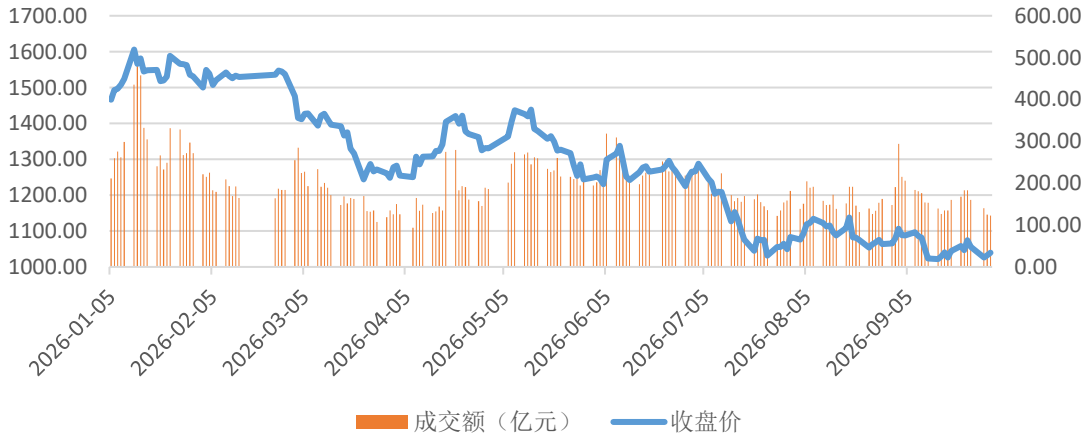
创业板指



科创50



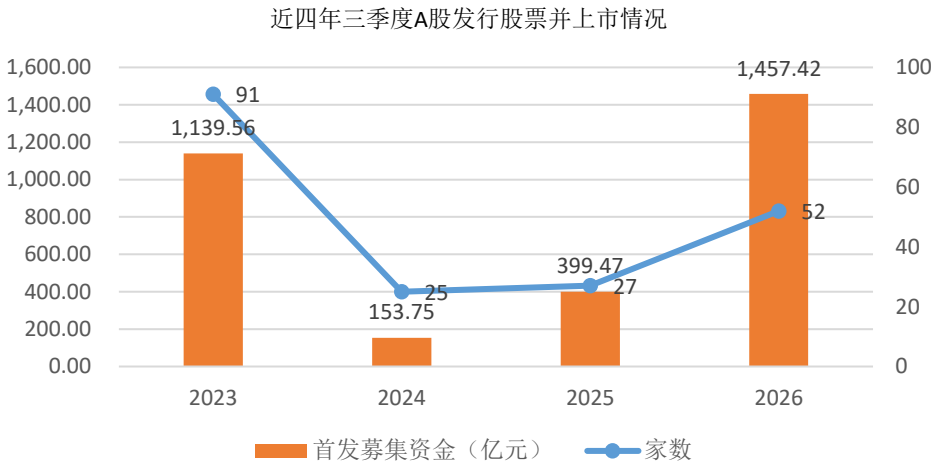
北证50



【PART Ⅱ　2026 年三季度 A 股发行股票并上市情况概述】

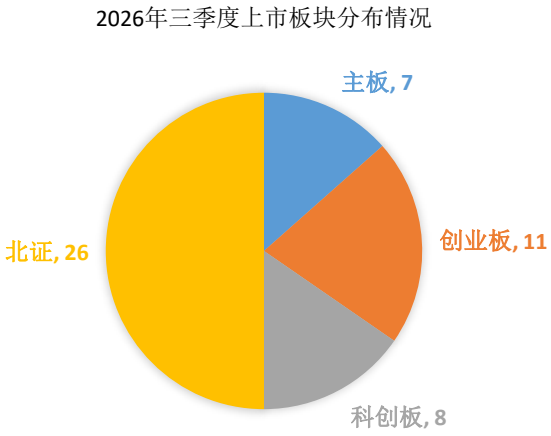
一、概况

2026 年三季度共有 52 家发行股票并上市，较 2025 年三季度的 27 家增加 25 家。首发募集资金 1,457.42 亿元，较 2025 年同期的 399.47 亿元，增加约 264.84%。



二、上市板块分布情况

2026 年三季度，7 家企业在主板市场 IPO，占比达到总数的 13.46%，比去年同期减少 1 家；科创板 IPO 总数为 8 家，比去年同期增加 7 家；创业板 IPO 总数为 11 家，比去年同期增加 2 家，26 家企业在北交所向不特定合格投资者公开发行股票并上市，占比达到发行股票并上市总数的 50%。



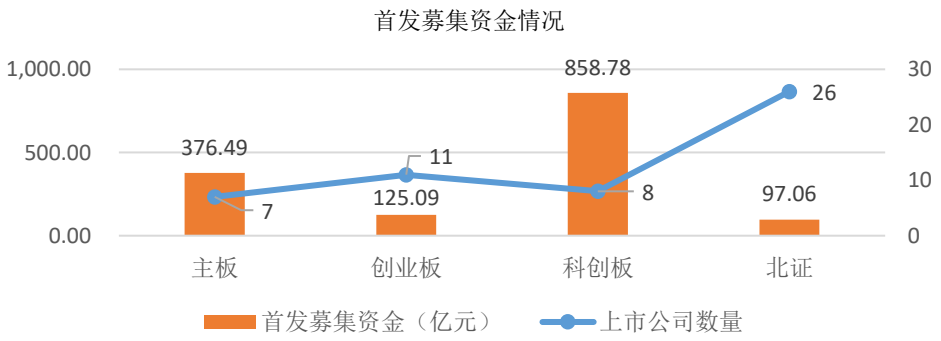
三、行业分布情况

2026 年三季度发行股票并上市企业所属行业集中于制造业，其中：有 47 家企业所属行业为制造业，占总数 90%。

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	8	1	4	2	1
2	化学原料和化学制品制造业	8	-	2	-	6
3	汽车制造业	7	1	1	-	5
4	专用设备制造业	6	-	-	1	5
5	通用设备制造业	5	1	2	1	1
6	医药制造业	4	-	-	2	2
7	信息传输、软件和信息技术服务业	2	-	-	1	1
8	仪器仪表制造业	2	-	1	1	-
9	有色金属冶炼和压延加工业	2	1	-	-	1
10	金属制品业	2	-	1	-	1
11	采矿业	1	1	-	-	-
12	造纸和纸制品业	1	-	-	-	1
13	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1	1	-	-	-
14	批发和零售业	1	-	-	-	1
15	电气机械和器材制造业	1	-	-	-	1
16	电力、热力、燃气及水生产和供应业	1	1	-	-	-
合计		**52**	**7**	**11**	**8**	**26**

四、募集资金情况

2026 年三季度发行股票并上市企业首发募集资金共计 1,457.42 亿元，按板块分类明细如下：



2026 年三季度，按募集资金总额排名前五的金额之和占比为 74.12%。

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	688825.SH	长鑫科技	666.07	制造业
2	001248.SZ	华润新能源	245.00	电力、热力、燃气及水生产和供应业
3	688801.SH	燧原科技-U	61.19	信息传输、软件和信息技术服务业
4	688836.SH	宇树科技-W	60.99	制造业
5	001232.SZ	嘉立创	46.93	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
001246.SZ	C 力勤	2026/09/30	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	华友钴业、盛屯矿业、中信金属
301716.SZ	C 鸿富诚	2026/09/29	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	飞荣达、中石科技、苏州天脉、隆扬电子、德邦科技、阿莱德
920202.BJ	安达股份	2026/09/29	制造业-汽车制造业	爱柯迪、晋拓股份、旭升集团、文灿股份、嵘泰股份、广东鸿图、泉峰汽车、鸿特科技
920201.BJ	百瑞吉	2026/09/24	制造业-医药制造业	昊海生科、赛克赛斯、正海生物、贝泰妮、敷尔佳
920025.BJ	凯达重工	2026/09/23	制造业-专用设备制造业	合力科技、凤形股份、华冶股份、腾升科技、中原辊轴
301686.SZ	中塑股份	2026/09/22	制造业-化学原料和化学制品制造业	金发科技、会通股份、江苏博云、奇德新材、天健新材
920229.BJ	世纪数码	2026/09/22	制造业-专用设备制造业	宏华数科、润天智
601091.SH	沈鼓集团	2026/09/17	制造业-通用设备制造业	陕鼓动力、山东章鼓、东方电气、佳电股份
688837.SH	信诺维	2026/09/16	制造业-医药制造业	百利天恒、荣昌生物、迪哲医药、诺诚健华、信达生物、科伦博泰、乐普生物
920298.BJ	腾信精密	2026/09/16	制造业-通用设备制造业	富创精密、先锋精科、应流股份、怡合达
688801.SH	燧原科技-U	2026/09/11	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	寒武纪、摩尔线程、沐曦股份、壁仞科技、天数智芯
301689.SZ	电科思仪	2026/09/10	制造业-仪器仪表制造业	普源精电、鼎阳科技、坤恒顺维

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
301699.SZ	洛轴股份	2026/09/09	制造业-通用设备制造业	万向钱潮、新强联、瓦轴 B、襄阳轴承、国机精工、长盛轴承、人本股份
920268.BJ	百迈科	2026/09/09	制造业-医药制造业	迈普医学、康拓医疗、大博医疗、丹娜生物、佰仁医疗、正海生物、海圣医疗、百瑞吉
603448.SH	天博智能	2026/09/07	制造业-汽车制造业	东风科技、英国 TMS、三花智控、拓普集团、安培龙、华工科技、开特股份、上声电子
920269.BJ	杰锋动力	2026/09/07	制造业-汽车制造业	富临精工、威孚高科
920289.BJ	华汇智能	2026/09/04	制造业-专用设备制造业	先导智能、利元亨、灵鸽科技、龙鑫智能、宏工科技
920071.BJ	金钛股份	2026/09/03	制造业-有色金属冶炼和压延加工业	宝钛股份、龙佰集团
301688.SZ	格林生物	2026/09/02	制造业-化学原料和化学制品制造业	新化股份、华业香料、科思股份、爱普股份、亚香股份、新和成、中草香料
301697.SZ	贝特利	2026/09/01	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	建邦高科
601123.SH	马矿股份	2026/09/01	采矿业-黑色金属矿采选业	大中矿业、金岭矿业、宝地矿业、广东明珠、海南矿业
920288.BJ	华大海天	2026/08/28	制造业-造纸和纸制品业	冠豪高新、仙鹤股份、五洲特纸、恒达新材、蓝宇股份、杭华股份、长联科技、天威新材
688835.SH	高凯技术	2026/08/25	制造业-专用设备制造业	富创精密、先锋精科、珂玛科技、恒运昌、Horiba、MKS、安达智能、Nordson、Graco
920093.BJ	信胜科技	2026/08/21	制造业-专用设备制造业	杰克科技、上工申贝、标准股份、中捷资源
301655.SZ	绿控传动	2026/08/20	制造业-汽车制造业	精进电动、大洋电机、联合动力、巨一科技、方正电机、朗高科技
688836.SH	宇树科技-W	2026/08/19	制造业-通用设备制造业	优必选、越疆、云深处、乐聚智能
920059.BJ	双英集团	2026/08/19	制造业-汽车制造业	继峰股份、天成自控、新泉股份、常熟汽饰
688826.SH	频准激光	2026/08/18	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	锐科激光、英诺激光、杰普特
920107.BJ	恒兴股份	2026/08/17	制造业-化学原料和化学制品制造业	飞凯材料、广信材料、松井股份

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
920138.BJ	杰理科技	2026/08/12	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业	恒玄科技、中科蓝讯、博通集成、炬芯科技、泰凌微
301717.SZ	超纯应材	2026/08/11	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	珂玛科技、先锋精科、富创精密、臻宝科技
688828.SH	国仪公司-U	2026/08/11	制造业-仪器仪表制造业	莱伯泰科、禾信仪器、皖仪科技、国盾量子
920165.BJ	珈凯生物	2026/08/11	制造业-化学原料和化学制品制造业	锦波生物、华熙生物、科思股份、辉文生物、创健医疗、维琪科技
301707.SZ	展芯股份	2026/08/07	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	臻镭科技、振华风光、成都华微、铖昌科技
603468.SH	津富士达	2026/08/06	制造业-铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	巨大机械、美利达、久祺股份、上海凤凰、中路股份
920038.BJ	森合高科	2026/08/05	制造业-化学原料和化学制品制造业	东来技术、呈和科技、康普化学、曙光集团、天宝翔
001232.SZ	嘉立创	2026/08/04	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	兴森科技、金百泽、迅捷兴、四会富仕、强达电路、云汉芯城、电子网
920258.BJ	聚仁新材	2026/08/03	制造业-化学原料和化学制品制造业	瑞华泰、中研股份、海正生材、汇得科技、长华化学、一诺威
301677.SZ	欣兴工具	2026/07/30	制造业-金属制品业	恒锋工具、华锐精密、欧科亿、沃尔德
920065.BJ	千岸科技	2026/07/29	批发和零售业-零售业	赛维时代、三态股份、致欧科技
688825.SH	长鑫科技	2026/07/27	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	三星电子、SK 海力士、美光科技、南亚科技、台积电、中芯国际、华润微
920176.BJ	维琪科技	2026/07/27	制造业-化学原料和化学制品制造业	湃肽生物、锦波生物、珈凯生物、芭薇股份、创健医疗
920238.BJ	长鹰硬科	2026/07/24	制造业-金属制品业	中钨高新、厦门钨业、翔鹭钨业、章源钨业、欧科亿、新锐股份、河源富马、肯特合金
920079.BJ	乔路铭	2026/07/22	制造业-汽车制造业	宁波华翔、新泉股份、模塑科技、常熟汽饰、峰璟股份、神通科技、一彬科技
688806.SH	泰诺麦博-U	2026/07/21	制造业-医药制造业	智翔金泰、百克生物、神州细胞
920117.BJ	龙鑫智能	2026/07/16	制造业-专用设备制造业	宏工科技、纳科诺尔、华汇智能、灵鸽科技、金银河、先锋智能
301583.SZ	托伦斯	2026/07/10	制造业-通用设备制造业	富创精密、先锋精科 、珂玛科技 、Ferrotec、京鼎精密、超科林 、臻宝科技

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
920081.BJ	欧伦电气	2026/07/10	制造业-电气机械和器材制造业	德业股份、欧圣电气、美的集团、海信家电、格力电器
920136.BJ	永励精密	2026/07/09	制造业-汽车制造业	立万精工、华纬科技、凯众股份
920189.BJ	康美特	2026/07/08	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业	华海诚科、德邦科技、世华科技、安集科技、会通股份、南京聚隆、银禧科技
001248.SZ	华润新能源	2026/07/02	电力、热力、燃气及水生产和供应业-电力、热力生产和供应业	华电新能、龙源电力、三峡能源、节能风电、太阳能
920193.BJ	吉和昌	2026/07/02	制造业-化学原料和化学制品制造业	三孚新科、领湃科技、华盛锂电、皇马科技



【PARTⅢ 2026 年三季度并购重组项目审核情况】

一、概述

2026 年三季度，上交所并购重组委共召开 9 次审议会议，完成 9 单并购重组项目审核。深交所并购重组委召开 7 次审议会议，完成 6 单并购重组项目审核（创业黑马一次暂缓审议）。北交所召开 1 次审议会议，完成 1 单并购重组项目审核。明细如下：

上交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题&需进一步落实事项
1	渤海汽车系统股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表结合可比市场公允价格、关联方与其他交易方的价格等，说明关联交易的公允性，是否影响上市公司的经营独立性，以及未来规范关联交易的具体措施。请独立财务顾问代表、会计师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合标的公司报告期、业绩承诺期及以后年度收入、毛利率等预测数据变动趋势的差异，说明收益法评估核心数据来源的依据及合理性、业绩预测的可实现性。请独立财务顾问代表、评估师代表发表明确意见。
2	上海芯导电子科技股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合标的公司产品应用领域、技术先进性、竞争优势，以及 Fab-lite 模式下自制产品工序和产能利用率情况，说明上市公司与标的公司生产协同的可操作性，本次交易是否有利于增强上市公司“硬科技”属性。请独立财务顾问代表发表明确意见。
3	中化装备科技（青岛）股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表结合橡胶机械业务的委托管理安排、业务定位、产品及客户结构等，说明报告期上市公司橡胶机械业务、桂林橡机与益阳橡机业绩存在差异的原因，以及本次交易对上市公司持续经营能力的影响。请独立财务顾问代表、会计师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合标的公司产品定制化特征、销售合同条款、同行业可比公司收入确认依据等，说明标的公司以客户签收作为收入确认依据是否符合企业会计准则的规定。请独立财务顾问代表、会计师代表发表明确意见。
4	狮头科技发展股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表结合上市公司规范运作情况、前次收购整合效果、与标的公司业务领域差异、标的公司实控人和核心团队竞业期限及相关安排等，说明上市公司能否对标的公司实施有效的整合管控，相关风险提示是否充分。请独立财务顾问代表、律师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合标的公司业务模式、技术先进性、在手订单和执行周期、预期可获取订单等情况，说明标的公司

			新兴业务领域的竞争优势和业务拓展的可持续性，经营业绩预测的可实现性以及是否存在下滑风险。请独立财务顾问代表、会计师代表、评估师代表发表明确意见。
5	科达制造股份有限公司	不符合重组条件和信息披露要求	1.请上市公司代表：（1）结合标的公司股权结构、核心管理人员任职安排，说明上市公司是否具有对标的公司的控制权；（2）说明森大集团向标的公司转移销售渠道资源的商业合理性，是否与本次交易构成一揽子交易，本次交易作价是否公允；（3）说明本次交易对上市公司控制权的影响，是否有利于上市公司保持独立性。请独立财务顾问代表、律师代表、评估师代表发表明确意见。 2.请上市公司代表结合报告期内非洲国家本地产能、当地需求、竞争状况、标的公司产品售价与竞品比较情况、经销商特点及管控情况，说明报告期内标的公司营业收入增长的合理性。请独立财务顾问代表、会计师代表发表明确意见。
6	国投中鲁果汁股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	无
7	山东威高血液净化制品股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合标的公司产品分类及属性，可比公司、上市公司和威高股份期间费用率水平等情况，说明标的公司报告期期间费用率与上述公司相比存在差异的原因，以及预测期取值的合理性。请独立财务顾问代表、会计师代表、评估师代表发表明确意见。
8	中国国际金融股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合吸并各方的业务规模和收入结构差异、风险控制指标、合规管理风险以及诉讼仲裁风险，说明存续公司在业务条线、组织架构、客户资源等方面的整合管控措施，以及本次交易是否有利于提高上市公司资产质量。请独立财务顾问代表、会计师代表和律师代表发表明确意见。
9	广州禾信仪器股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	重组委会议现场问询的主要问题： 请上市公司代表结合上市公司和标的公司的产品功能、应用领域、客户和供应商、技术差异及融合需求，以及上市公司加速产品迭代所需的关键技术、后续经营发展战略和业务管理模式等，说明本次交易是否符合“拟购买资产所属行业应当与科创板上市公司处于同行业或者上下游，且与科创板上市公司主营业务具有协同效应”的规定。请独立财务顾问代表、律师代表发表明确意见。 需进一步落实事项： 请上市公司补充说明并披露拟购买资产与上市公司处于同行业，且与主营业务具有协同效应，以及后续经营发展战略和和应对措施。请独立财务顾问业务管理模式，可能面临的风险核查并发表明确意见。

深交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题&需进一步落实事项
1	重庆新铝时代科技股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合行业发展趋势、市场竞争格局、原材料价格变动、客户结构及其需求变化等情况，说明标的公司经营业绩预测的可实现性，相关评估参数选取是否合理、谨慎。请独立财务顾问代表、评估师代表发表明确意见。
2	TCL 科技集团股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合行业发展趋势、市场竞争格局、核心竞争力等情况，说明标的资产经营业绩的可持续性。请独立财务顾问代表发表明确意见。
3	创业黑马科技集团股份有限公司	暂缓审议	重组委会议现场问询的主要问题： 请上市公司代表：（1）结合标的公司所属行业相关法律法规、行业发展趋势、竞争优劣势、与应用分发平台合作稳定性、与上市公司的协同性等情况，说明标的公司经营业绩可持续性。（2）结合标的公司第一大客户历史沿革、双方业务往来及人员重叠等情况，说明其与标的公司及其关联方是否存在关联关系及利益输送，相关信息披露是否真实、准确、完整。请独立财务顾问代表、会计师代表、律师代表发表明确意见。 需进一步落实事项： 请上市公司结合标的公司第一大客户历史沿革、双方业务往来及人员重叠等情况，进一步说明其与标的公司及其关联方是否存在关联关系及利益输送，相关信息披露是否真实、准确、完整。请独立财务顾问、会计师、律师发表明确意见。
4	创业黑马科技集团股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表：（1）结合行业竞争状况、竞争优劣势、稳定客户举措，说明标的资产未来业务的稳定性和经营业绩的可持续性，本次交易评估定价是否谨慎合理；（2）结合标的资产报告期上下游返利波动情况，说明是否存在通过返利跨期调节利润的情形。请独立财务顾问代表、会计师代表、评估师代表发表明确意见。
5	天水华天科技股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合标的资产行业周期性、技术先进性、主要原材料价格变动趋势以及同行业可比公司等情况，说明标的资产报告期综合毛利率波动的原因及合理性，毛利率水平是否与行业地位、技术水平匹配，经营业绩是否具有可持续性。请独立财务顾问代表、会计师代表发表明确意见。
6	深圳爱克莱特科技股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表结合标的资产所处行业发展周期、竞争优劣势及技术储备、原材料价格传导、负债及同行业可比公司情况、整合管控安排等，说明经营业绩的可持续性，相关评估参数选取是否合理、谨慎，商誉风险应对措施。请独立财务顾问代表、会计师代表、评估师代表发表明确意见。

7	杭州天元宠物用品股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	请上市公司代表：（1）结合行业竞争状况、竞争优劣势、稳定客户举措，说明标的资产未来业务的稳定性和经营业绩的可持续性，本次交易评估定价是否谨慎合理；（2）结合标的资产报告期上下游返利波动情况，说明是否存在通过返利跨期调节利润的情形。请独立财务顾问代表、会计师代表、评估师代表发表明确意见。
北交所			
序号	项目名称	审议结果	现场问询主要问题&需进一步落实事项
1	创远信科（上海）技术股份有限公司	符合重组条件和信息披露要求	关于标的公司核心技术来源的合法合规性。请上市公司说明标的公司初代技术来源的合法合规性、专利是否涉及技术人员原单位的职务发明、知识产权权属是否清晰，相关信息披露是否充分。请独立财务顾问、法律顾问核查并发表明确意见。

二、上会标的资产评估情况

16 宗并购重组项目全部为发行股份购买资产项目，15 宗出具了资产评估报告，采用了市场价值类型；1 宗出具了估值报告（中金公司换股吸收合并东兴证券、信达证券）。

（一）评估方法选用

15 宗并购重组项目共涉及 19 项标的资产，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
计算机、通信和其他电子设备制造业	5	2	1	1	1
汽车制造业	3	3	-	-	-
专用设备制造业	3	3	-	-	-
仪器仪表制造业	2	1	1	-	-
非金属矿物制品业	1	-	1	-	-
专业技术服务业	1	1	-	-	-
医药制造业	1	1	-	-	-
电气机械和器材制造业	1	1	-	-	-
零售业	1	-	1	-	-
软件和信息技术服务业	1	1	-	-	-
合计	**19**	**13**	**4**	**1**	**1**

（二）评估结论

所涉及的 19 项评估对象中，有 3 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论，15 项采用收益法的评估结果作为评估结论，1 项采用市场法的评估结果作为评估结论。

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
计算机、通信和其他电子设备制造业	5	2	1146.13%	2	268.48%	1	166.17%
汽车制造业	3			3	779.53%		
专用设备制造业	3	1	444.27%	2	201.65%		
仪器仪表制造业	2			2	459.71%		
非金属矿物制品业	1			1	219.51%		
专业技术服务业	1			1	147.40%		
医药制造业	1			1	192.90%		
电气机械和器材制造业	1			1	139.79%		
零售业	1			1	23.56%		
软件和信息技术服务业	1			1	456.78%		
合计	**19**	**3**		**15**		**1**	

（三）收益法折现率各项参数指标统计表

在采用收益法评估的 17 项评估对象中，均采用企业自由现金流折现模型，折现率参数平均值如下：

行业分类	评估对象	加权平均资本成本	无风险报酬率	市场风险溢价	个别风险
计算机、通信和其他电子设备制造业	3	10.36%	1.98%	6.83%	1.83%
汽车制造业	3	10.20%	1.72%	6.71%	2.00%
专用设备制造业	3	10.11%	1.64%	6.96%	2.00%
仪器仪表制造业	2	11.49%	2.15%	6.38%	2.25%
非金属矿物制品业	1	14.00%	4.15%	11.95%	1.00%
专业技术服务业	1	11.17%	1.65%	6.52%	2.00%
医药制造业	1	11.06%	1.86%	7.73%	2.50%
电气机械和器材制造业	1	10.60%	1.85%	6.38%	2.60%
零售业	1	10.56%	1.80%	6.67%	3.00%
软件和信息技术服务业	1	12.17%	1.68%	5.98%	3.70%

（四）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	控股权溢价
计算机、通信和其他电子设备制造业	2	上市公司比较法	P/B、EV/S	34.62%	17.49%/-
非金属矿物制品业	1	上市公司比较法	EV/EBITDA	37.29%	-
零售业	1	交易案例比较法	P/E	不适用	-
仪器仪表制造业	1	上市公司比较法	P/E	28.70%	-

（五）标的资产市盈率、市净率、市销率

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	市销率	行业细分
301613.SZ	新铝时代	宏联电子100%股权	12.88	3.66	-	显示器支架及底座、精密冲压件及结构件产品的研发、生产及销售
600960.SH	渤海汽车	北汽模塑51%股权	6.67	2.99	-	塑化汽车装饰件的研发、制造与销售
600960.SH	渤海汽车	廊坊安道拓51%股权	3.49	1.98	-	汽车座椅骨架及配件的研发、制造与销售
600960.SH	渤海汽车	廊坊莱尼线束50%股权	6.58	5.87	-	汽车线束的研发、制造与销售
688230.SH	芯导科技	瞬雷科技100%股权	10.77	3.71	1.99	瞬雷科技主要从事功率器件的研发、生产和销售；吉瞬科技交易标的直接持有瞬雷科技 82.85%的股权，仅为瞬雷科技持股主体
688230.SH	芯导科技	吉瞬科技100%股权	-	-	-	直接持有瞬雷科技 82.85%的股权，仅为瞬雷科技持股主体
600579.SH	中化装备	益阳橡胶塑料机械集团有限公司100%股权	8.21	3.34	-	橡胶机械制造
600579.SH	中化装备	蓝星（北京）化工机械有限公司100%股权	27.47	2.11	-	氯碱电解装置、熔盐储能装置、特种阀门等
000100.SZ	TCL科技	广州华星半导体45.00%股权	-	1.07	-	液晶面板的研发、生产和销售

证券代码	证券简称	标的资产名称	市盈率	市净率	市销率	行业细分
600539.SH	狮头股份	杭州利珀科技股份有限公司97.4399%股份	20.51	3.96	1.66	机器视觉相关技术产品的研发、生产与销售
600499.SH	科达制造	特福国际51.55%股权	3.20	9.71	-	建筑陶瓷、玻璃、洁具等产品的生产和销售
600962.SH	国投中鲁	电子院 100%股份	25.32	1.88	-	工程总承包及专项承包、设计咨询与项目管理、工程技术服务与销售
603014.SH	威高血净	威高普瑞100%股权	14.66	-	-	预灌封给药系统及自动安全给药系统等医药包材的研发、生产与销售
002185.SZ	华天科技	华羿微电100%股份	-	-	2.17	高性能功率器件研发、设计、封装测试、销售
300889.SZ	爱克股份	东莞硅翔100.00%股权	10.71	2.38	-	电芯信号采集及热管理相关产品的研发、设计、制造及销售
920961.BJ	创远信科	微宇天导100%股权	24.68	2.75	-	标的公司系专注于卫星导航测试技术革新的企业，其下属子公司为湖南省专精特新中小企业，围绕定位导航授时（PNT）仿真测试、导航电磁环境测试两大业务方向，研发自主可控的卫星导航仿真测试仪器并拥有一系列核心专利技术，为客户提供卫星导航模拟器、低轨卫星模拟器、卫星信号采集回放仪、干扰信号发生器等系列产品和卫星定位、导航、授时等测试系统解决方案。
301335.SZ	天元宠物	淘通科技89.7145%股权	10.47	1.24		电商销售服务，为客户提供一站式综合电商销售及运营服务；全域数字营销，为客户提供基于大数据分析的全域营销服务
300688.SZ	创业黑马	版信通 100%股权	9.26	5.54	5.26	主要从事软件著作权电子版权认证服务
688622.SH	禾信仪器	量羲技术56.00%的股权	13.33		4.50	极低温极微弱信号测量调控设备的研发、生产与销售

【PARTⅣ 2026 年三季度新三板情况概述】

一、新三板挂牌情况

截至 2026 年 9 月底，新三板共有挂牌企业 5,789 家，其中创新层企业 2,281 家，基础层企业 3,508 家，有 5,622 家企业采取集合竞价交易方式，167 家企业采取做市交易方式。

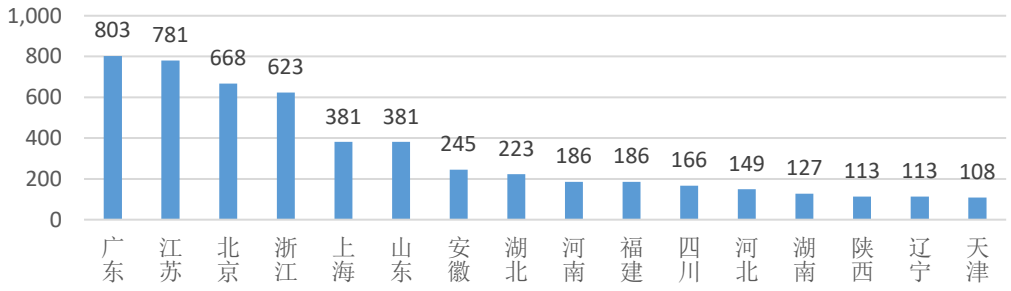
2026 年三季度净退 74 家。其中做市转让净退 14 家，竞价转让净退 60 家。

二、新三板挂牌公司地域、行业分布情况

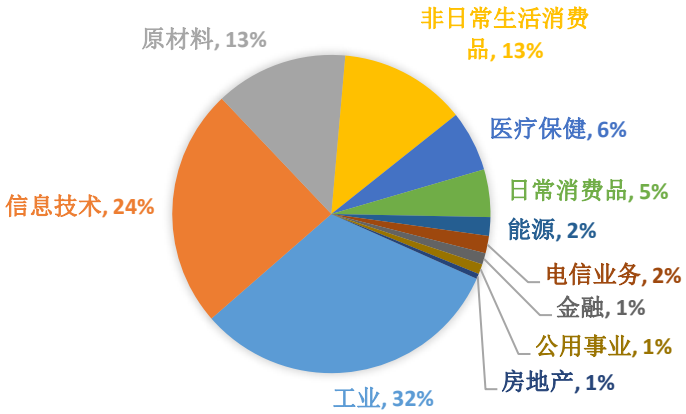
截至 2026 年 9 月底，新三板挂牌公司数量超过 100 家的地域共计 16 个，广东是挂牌公司最多的地域，挂牌公司数量占总数的 13.87%。其次是江苏，挂牌公司数量占比为 13.49%。

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 31.92%，其次为信息技术行业，占比 24.32%。

总挂牌超百家地域分布



总挂牌家数按行业分布



【热点行业聚焦——医药制造业】

本期聚焦医药制造业，以 2022 年至 2026 年 9 月 30 日并购重组的交易案例为样本，基于上市公司披露的并购重组报告书、问询函及评估报告等文件资料，对相关交易的信息进行了梳理。

一、并购重组案例概述

2022 年至 2026 年 9 月 30 日披露的并购重组案例中，交易标的属于医药制造业且披露问询函的共 7 宗，涉及 7 家上市公司、10 个交易标的。其中，从并购交易方式看，4 宗采用发行股份购买资产，3 宗为协议收购；从完成进度看，5 宗已完成，2 宗失败；从是否涉及重大重组看，6 宗涉及重大重组，1 宗不涉及。

（一）并购案例情况

序号	股票代码	股票名称	交易事件	并购交易方式	最新披露日	进度	是否涉及重大重组
1	300381.SZ	溢多利	溢多利出售新合新 74.8057%股权，科益新 100%股权及利华制药 100%股权	协议收购	2022/04/26	完成	是
2	688488.SH	艾迪药业	艾迪药业收购南大药业 31.161%股权	协议收购	2024/09/24	完成	是
3	300765.SZ	石药创新	新诺威定增收购石药百克 100%股权	发行股份购买资产	2025/04/28	失败	是
4	301281.SZ	科源制药	科源制药定增收购宏济堂 99.42%股权	发行股份购买资产	2025/11/28	失败	是
5	600479.SH	千金药业	千金药业定增收购千金湘江药业 28.92%股权及千金协力药业 68.00%股权	发行股份购买资产	2025/10/28	完成	否
6	688293.SH	奥浦迈	奥浦迈定增收购澎立生物 100%股权	发行股份购买资产	2026/02/09	完成	是
7	300289.SZ	利德曼	利德曼收购先声祥瑞 61.5%股权	协议收购	2026/07/17	完成	是

（二）交易标的情况

序号	股票代码	股票名称	交易标的	交易标的所属行业	标的主营业务
1	300381.SZ	溢多利	新合新 74.8057%股权	医药制造业	生物医药产品的研究、生物原料的生产销售及进出口业务
2			科益新 100%股权	医药制造业	生物医药产品的技术开发、甾体激素类药物、生物制品、原料药、中间体的研发、生产、销售及进出口业务
3			利华制药 100%股权	医药制造业	生产、销售原料药（凭《药品生产许可证》销售）
4	688488.SH	艾迪药业	南大药业 31.161%股权	医药制造业	主要从事生化药品原料药、制剂的研发、生产和销售，主要产品包括注射用尿激酶制剂和低分子量肝素钠原料药
5	300765.SZ	石药创新	石药百克 100%股权	医药制造业	长效蛋白药物等创新生物药品的研发和商业化
6	301281.SZ	科源制药	宏济堂 99.42%股权	医药制造业	中成药及健康产品、麝香酮等产品的研发、生产和销售
7	600479.SH	千金药业	千金湘江药业 28.92%股权	医药制造业	西药生产、销售
8			千金协力药业 68.00%股权	医药制造业	中西药生产、销售
9	688293.SH	奥浦迈	澎立生物 100%股权	医药制造业	主要从事生物医药研发临床前 CRO 服务
10	300289.SZ	利德曼	先声祥瑞 61.5%股权	医药制造业	生物制品（体内诊断试剂、疫苗）及体外诊断试剂的研发、生产和销售

二、标的资产评估情况

（一）评估方法

7 宗并购重组项目，包括 7 家上市公司和 10 项交易标的，均出具了资产评估报告。其中，9 项标的选用 2 种评估方法，1 项标的选用仅选用了一种评估方法。

评论结论方面，有 2 项采用资产基础法的评估结果作为评估结论，8 项采用收益法的评估结果作为评估结论。

股票代码	股票名称	交易标的	选用评估方法	最后采用评估方法	增值率%
300381.SZ	溢多利	新合新 74.8057%股权	资产基础法 收益法	收益法	141.72
		科益新 100%股权	资产基础法	资产基础法	42.97
		利华制药 100%股权	资产基础法 收益法	收益法	23.95
688488.SH	艾迪药业	南大药业 31.161%股权	市场法 收益法	收益法	379.47
300765.SZ	石药创新	石药百克 100%股权	市场法 收益法	收益法	78.25
301281.SZ	科源制药	宏济堂 99.42%股权	资产基础法 收益法	资产基础法	60.54
600479.SH	千金药业	千金湘江药业 28.92%股权	资产基础法 收益法	收益法	87.77
		千金协力药业 68.00%股权	资产基础法 收益法	收益法	73.28
688293.SH	奥浦迈	澎立生物 100%股权	市场法 收益法	收益法	56.62
300289.SZ	利德曼	先声祥瑞 61.5%股权	市场法 收益法	收益法	139.52

（二）交易标的市盈率、市净率和市销率

股票代码	股票名称	交易标的	评估基准日	PE	PB
300381.SZ	溢多利	新合新 74.8057%股权	2021/09/30	44.2	1.84
		科益新 100%股权		-2.8	1.43
		利华制药 100%股权		25.7	1.24
688488.SH	艾迪药业	南大药业 31.161%股权	2023/12/31	14.16	-
300765.SZ	石药创新	石药百克 100%股权	2024/06/30	9.68	1.78
301281.SZ	科源制药	宏济堂 99.42%股权	2024/12/31	33.29	1.61
600479.SH	千金药业	千金湘江药业 28.92%股权	2024/09/30	11.85	1.88
		千金协力药业 68.00%股权		9.88	1.73
688293.SH	奥浦迈	澎立生物 100%股权	2024/12/31	32.15	1.57
300289.SZ	利德曼	先声祥瑞 61.5%股权	2025/12/31	12.56	2.4

三、问询函整理

本文对上述并购重组案例的问询函问题进行系统梳理与分类归纳，并在附件中列示其访问链接。此处仅作信息索引，不展开赘述，读者如有需要，可自行通过链接查阅完整的问询与回复内容。

（一）股权变动的估值差异及合理性

公司简称	问题	链接
溢多利	请说明本次科益新评估结果明显低于前次的原因。	巨潮资讯网
艾迪药业	结合南大药业 2021 年以来主要财务指标、主营业务发展等情况，并对比本次收益法估值与 2021 年末收益法估值的重要假设、参数及依据，说明本次估值结果与 2021 年收益法估值结果存在显著差异的合理性。	巨潮资讯网
千金药业	本次交易采用的评估方法及评估结论与同行业交易案例是否可比，并结合行业特点及标的公司经营情况，分析以收益法作为最终评估结论的合理性。	巨潮资讯网
千金药业	本次评估与千金协力药业商誉减值测试过程中选用的关键参数的差异情况及合理性。	巨潮资讯网
科源制药	结合标的资产报告期内盈利波动情况、未来年度业绩稳定的可行性、所处行业周期及终端需求变动预期、行业竞争格局及技术更替等情况，说明在资产基础法评估值高于收益法评估值的情况下，标的资产是否存在经营性资产减值的风险，本次评估定价是否公允。	巨潮资讯网
科源制药	市场法评估下关键参数选取的合理性；收益法和市场法评估差异的原因，采用收益法作为最终评估结论的原因及合理性；本次交易作价与评估值存在差异的原因。	巨潮资讯网
科源制药	最近三年内标的公司增资对价与本次交易评估值存在较大差异的原因及合理性。	巨潮资讯网
千金药业	本次评估与千金协力药业商誉减值测试过程中选用的关键参数的差异情况及合理性。	巨潮资讯网

（二）收益法（收入、成本费用等预测）

公司简称	问题	链接
溢多利	结合你公司 2018 年 8 月 22 日披露的《公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告（修订稿）》中对科益新“年产 1200 吨甾体药物及中间体项目”收入、成本、利润的预测说明你公司认为科益新本次评估“产品成本难以可靠预测”不适合采用收益法估值的合理性。	巨潮资讯网
溢多利	请结合报告书修订稿中新合新估值情况，说明新合新预测期第三年及以后收入增长率明显低于以前期间的原因及预测依据，	巨潮资讯网

公司简称	问题	链接
	以及呼吸和免疫系统用药原料药预测期间单价低于历史期间的原因。	
艾迪药业	结合尿激酶制剂的市场容量、竞争格局、近年销量波动、集采中标执行情况等，补充披露收益法评估中尿激酶制剂销量增长率的预测依据，说明预测期销量持续增长的合理性及可实现性。	巨潮资讯网
艾迪药业	结合低分子肝素钠原料药下游制剂的售价和销量波动，标的公司原料药的售价和销量波动，主要客户变动及在手订单等，补充披露收益法评估中该产品的销量和单价预测依据。	巨潮资讯网
艾迪药业	结合标的公司近三年原料采购价格波动、供应商稳定性、可比产品单位成本变动等，说明预测期内营业成本持续大幅低于报告期营业成本的合理性。	巨潮资讯网
石药创新	截至回函披露日，标的资产 2024 年实际实现的收入、成本、费用等业绩情况，与预测数据是否存在差异，如是，披露原因及对评估结果的影响。	巨潮资讯网
石药创新	结合报告期内在售产品津优力®的销售单价及数量的变化情况、药品生命周期销量和价格的变化特点和趋势、纳入省级联盟集采对标的资产及同类药品的影响、集采期限、未来中标和续标的可能性、专利保护期、G-CSF 药物市场适应症、目标患者人群、患病率、现有治疗方案、产品市场空间、竞争格局和市场化程度、津优力®的市场竞争力及可替代性、持续研发能力、同行业可比公司在研和上市产品可比管线在安全性、有效性、可及性方面的对比情况等，披露未来是否存在销量或单价下滑的风险，预测期内津优力®销售单价及数量的预测依据，预测收入保持稳定的合理性。	巨潮资讯网
石药创新	创新药和仿制药从研发到可量产销售阶段需经历的流程、关键时间节点以及各节点之间时间间隔，结合我国创新药优先审批制度、仿制药一致性评价制度的相关规定，标的资产在研产品 TG103-减肥、TG103-降糖、司美格鲁肽-减肥及司美格鲁肽-降糖所处临床阶段，以及未来需经过的流程、时间及截至回函披露日的最新进展，是否与预期一致，披露上述四个在研产品预计 2027 年上市的依据及充分性，以及在标的资产对其单一产品存在依赖且 2024 年上半年收入下滑的情况下，如新药上市审批进度不及预期对标的资产持续经营能力的影响。	巨潮资讯网
石药创新	结合我国已上市 GLP-1 受体激动剂目前市场竞争格局、在研 GLP-1 受体激动剂创新药和仿制药数量及产品特点、GLP-1 受体激动剂未来市场空间及竞争程度、标的资产四个在研产品的研发能力和未来竞争力水平、新产品的定价机制、未来上市推广能力等，披露可实现量产后，新药收入的预测依据及可实现性。	巨潮资讯网
石药创新	分别披露预测期内津优力®、TG103-减肥、TG103-降糖、司美格鲁肽-减肥及司美格鲁肽-降糖的毛利率情况，并结合报告期内的毛利率水平、成本的具体构成、原材料的采购单价及变化情况、	巨潮资讯网

公司简称	问题	链接
	市场竞争程度、标的资产的议价能力及预计纳入医保或集采的安排、同行业可比公司可比产品情况等，进一步披露上述产品毛利率的预测依据及合理性。	
石药创新	结合标的资产的销售及市场推广模式、津优力®上市推广的费用水平及占比、在研产品上市推广的具体安排及同行业可比公司情况，披露标的资产预测期内销售费用的预测依据，在新产品上市的情况下销售费用率下降的原因及合理性。	巨潮资讯网
千金药业	结合历史期间收入、细分领域市场需求、市场竞争格局、行业政策、在手订单等变动情况，分析标的公司预测期内主要产品收入增幅的确定依据及合理性，千金湘江药业 2024 年 10-12 月收入增幅较高的原因及合理性；标的公司报告期后主要产品分月度收入实现情况，与收入预测数据是否存在较大差异；结合前述情况进一步分析收入预测的审慎性和可实现性。	巨潮资讯网
千金药业	标的公司预测期内主要产品销售单价的确定依据，报告期后主要产品分月度实际销售单价、同类产品市场价格走势，与销售单价预测数据是否存在较大差异；结合前述情况以及历史期间销售单价变动、药品价格调控政策影响、同行业可比公司情况、原材料价格变动等，进一步分析预测期内销售单价保持不变的合理性。	巨潮资讯网
千金药业	标的公司预测期内主要产品折扣返利的确定依据及合理性，千金协力药业收入预测过程中未扣减折扣返利的原因及其审慎性。	巨潮资讯网
千金药业	结合历史期间毛利率水平、市场竞争程度、市场供需变化、药品集采影响等，分析标的公司预测期内主要产品毛利率的确定依据及合理性；预计阿卡波糖片毛利率大幅下滑的原因及合理性，其他产品是否存在类似情况。	巨潮资讯网
千金药业	标的公司预测期内期间费用率的确定依据及合理性，与历史期间费用率水平及变动趋势存在差异的原因及合理性，千金湘江药业 2024 年 10-12 月期间费用率较低的原因，千金协力药业在研发费用率预计逐期下滑的情况下如何保持其竞争地位并支持其收入增长；结合前述情况进一步分析期间费用预测是否审慎。	巨潮资讯网
千金药业	结合前述情况进一步分析标的公司预测期内净利润水平及变动趋势与历史期间的差异情况及合理性。	巨潮资讯网
千金药业	报告期后标的公司总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况，以及主要产品价格、销量、收入、毛利率与评估预测的差异情况及原因分析，并进一步分析业绩预测的审慎性和可实现性。	巨潮资讯网
千金药业	标的公司期末计提销售费用的方法、依据及会计处理的准确性，期末计提金额与期后实际发放是否一致，计提方法和比例与同行业可比公司是否存在明显差异；千金湘江药业和千金协力药业的计提方法是否存在差异，如是请分析原因及合理性，并模拟测算按照统一方法对标的公司经营业绩和评估价值的影响。	巨潮资讯网

公司简称	问题	链接
千金药业	重组报告书中主要产品销量预测数与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数不一致的原因。	巨潮资讯网
千金药业	最低现金保有量的测算依据与同行业交易案例是否可比。	巨潮资讯网
科源制药	收益法评估中预测期间费用的过程及依据，低于 2024 年的合理性，是否存在低估期间费用以抬高估值的情形。收益法评估结果是否公允。	巨潮资讯网
奥浦迈	收益法评估过程中，对 CRO 行业发展前景的预测是否合理，药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据；结合细分行业发展、市场竞争、可比公司对应业务收入增速、标的公司历史经营及在手订单等情况，分析各类细分业务收入预测的审慎性及可实现性。	巨潮资讯网
奥浦迈	预测期主要成本及费用与报告期的对比情况，产品或服务毛利率、期间费用率与同行业可比公司的比较情况，并分析营业成本及期间费用预测的完整性。	巨潮资讯网
奥浦迈	2025 年 1-6 月，标的公司实现业绩对预测期的覆盖情况及差异原因；本次预测净利润复合增长率与同行业的比较情况；结合历史经营年度主营业务收入、成本、期间费用、净利润复合增长率以及毛利率等关键指标与评估预测期的对比情况，分析本次评估预测的合理性。	巨潮资讯网
利德曼	请你公司结合标的公司所处结核病体外诊断的行业趋势、市场容量及变化趋势、竞争对手业务发展情况、行业政策、产能利用率、产销率等，说明在 2024 年业绩下滑的背景下，收益法评估中预测 2025 年及以后年度业绩增长的依据及合理性，进而说明本次交易作价的公允性。	巨潮资讯网
艾迪药业	补充披露标的公司历史上长期亏损的具体原因，并说明标的公司扭亏为盈的具体时点，以及相关亏损因素是否已消除，会否对标的公司持续经营能力产生影响。	巨潮资讯网
艾迪药业	结合标的公司报告期内业绩下降、预测期内业绩先降后增的情况，补充说明标的公司盈利能力较 2022 年 7 月有所提升的具体表现。	巨潮资讯网

（三）收益法（研发费用）

公司简称	问题	链接
艾迪药业	结合公司对于尿激酶制剂新适应症申请、临床应用范围拓宽、开发人源蛋白药物制剂的后续规划，说明研发费用预测是否已考虑相关规划及原因。	巨潮资讯网
千金药业	报告期内标的公司委外研发费用大幅增加的原因及合理性，未来变动趋势及依据；标的公司对研发费用资本化时点进行会计估计变更的原因及合理性、变更时点的选择依据，是否符合标的公司实际情况及企业会计准则的相关规定，是否与同行业可比	巨潮资讯网

公司简称	问题	链接
	公司会计政策一致，并分析前述会计估计变更对标的公司经营业绩以及评估价值的影响。	
石药创新	结合药品研发的具体过程、在研产品所处临床阶段、标的资产具体研发模式、药品上市销售后的研究安排、同行业可比公司研发水平等，披露标的资产预测期内研发费用的预测依据、自 2027 年研发费用率下降的合理性，是否足以支撑标的资产新产品的市场竞争力。	巨潮资讯网

（四）收益法（折旧摊销、资本性支出及营运资金）

公司简称	问题	链接
艾迪药业	补充披露预测期首年营运资金较 2023 年营运资金大幅增加的测算依据及过程。	巨潮资讯网
奥浦迈	未来年度资本性支出、营运资金的测算假设和过程，相关预测的合理性。	巨潮资讯网
奥浦迈	将溢余资产作为营运资金回流处理的原因及对估值产生的影响，是否符合行业惯例；非经营性资产的划分依据及估值合理性。	巨潮资讯网
千金药业	标的公司永续期折旧摊销、资本性支出的确定依据及过程，永续期折旧摊销大于资本性支出的合理性以及对评估价值的影响。	巨潮资讯网

（五）收益法（折现率及其他）

公司简称	问题	链接
艾迪药业	补充披露本次收益法估值的折现率计算具体过程，包括折现率各参数的预测依据、具体取值及其合理性。	巨潮资讯网
千金药业	在确定折现率时剔除其余 6 家可比公司的原因及合理性；以可比公司资本结构均值作为目标资本结构的合理性，是否符合标的公司实际情况；最终确定的折现率与同行业可比交易案例是否存在明显差异。	巨潮资讯网
奥浦迈	折现率计算过程中主要参数的确认依据，与可比交易案例的对比情况。	巨潮资讯网

（六）市场法

公司简称	问题	链接
石药创新	申请文件中可比交易案例的选取依据及标准，最终选取的用于比较的交易案例是否具备代表性、可比性。	巨潮资讯网
科源制药	北京联馨与同仁堂等上市公司生产规模、经营状况、利润水平是否存在重大差异，评估中修正后价值乘数、缺乏流动性折扣率的	巨潮资讯网

公司简称	问题	链接
	确定依据，与可比案例是否存在重大差异，评估增值的原因及合理性。	
奥浦迈	选取的上市公司及交易案例是否具有可比性，可比交易案例所采用的评估方法；结合标的公司市盈率、市销率、评估增值率等指标与上市公司及可比交易案例的对比情况，分析本次评估的公允性。	巨潮资讯网
利德曼	请你公司结合标的公司主要竞争对手、可比公司选取原则等，说明选取疫苗行业而非体外诊断行业上市公司作为可比公司的原因及合理性，如主要竞争对手存在上市公司，说明未选为可比公司的原因及合理性。	巨潮资讯网
溢多利	请详细说明新合新、利华制药本次评估静态市盈率明显低于行业平均数及可比上市公司平均数的原因。	巨潮资讯网
溢多利	你公司并购新合新、利华制药时该两家公司的市盈率对比，说明新合新、利华制药估值的合理性。	巨潮资讯网

（七）资产基础法

公司简称	问题	链接
千金药业	千金湘江药业抵押房产的用途及原因，标的公司部分不动产权属瑕疵对评估结果的具体影响。	巨潮资讯网
科源制药	结合发出商品退回及调回情况，存货评估参数的选取依据及珍贵特殊存货的评估过程，说明存货评估增值率较高的原因及合理性。	巨潮资讯网

（八）无形资产

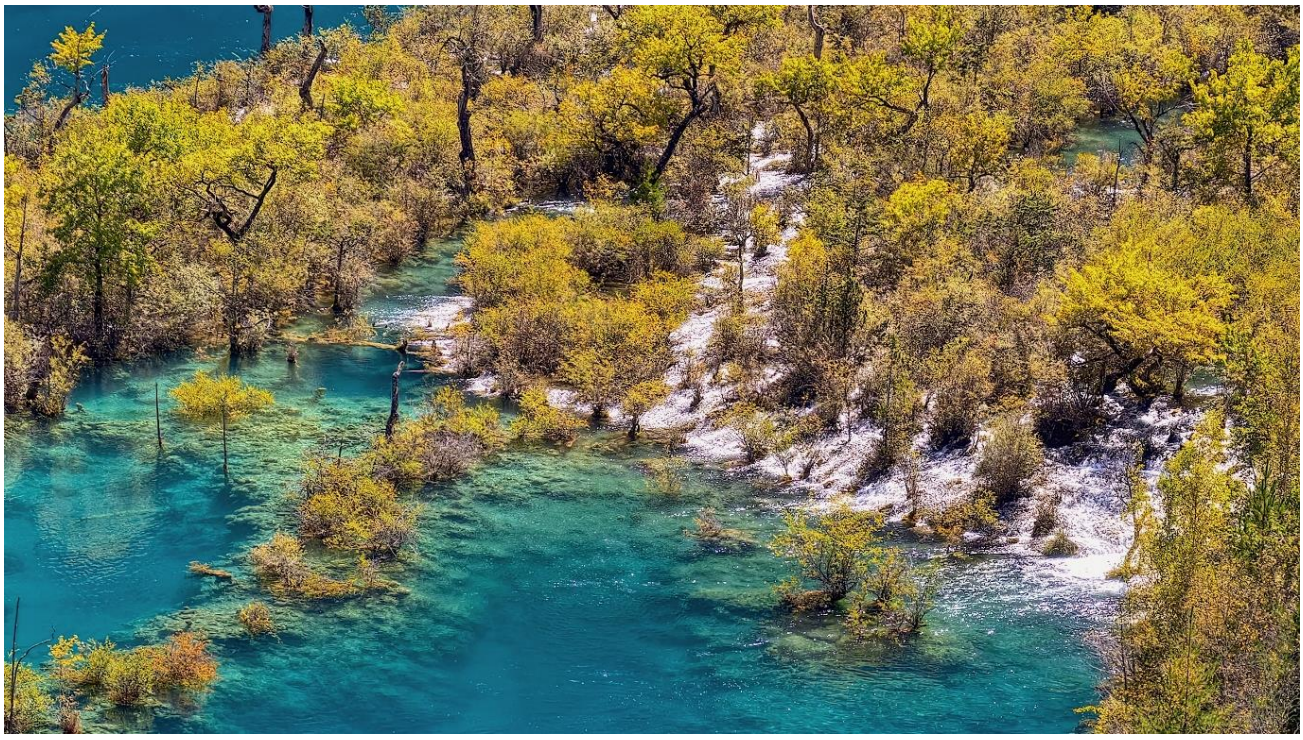
公司简称	问题	链接
千金药业	标的公司药品生产专有技术的评估方法、评估增值占比以及关键评估参数与同行业可比交易案例是否可比。	巨潮资讯网
科源制药	结合对麝香酮无形资产组预期收益法评估过程，包括但不限于未来收益额、技术收入分成率、技术衰减率等主要参数取值依据、风险报酬率取值等，说明专利权无形资产组的评估依据及合理性。	巨潮资讯网

（九）其他

公司简称	问题	链接
千金药业	薛峰、王雪洪被代持股份实际转让价格及支付情况，价格调整条款是否触发，价格调整条款是否影响代持解除及股份归属；转让价格与评估价值是否存在差异，若存在差异请说明原因。	巨潮资讯网

公司简称	问题	链接
利德曼	结合前期 mRNA 业务投资情况、研发成果等，以及海南先为发展情况与经营业绩等，补充披露在筹划本次交易后剥离前述资产的原因。	巨潮资讯网
利德曼	结合剥离资产产生的投资收益及具体计算过程等，说明前述资产定价依据及公允性。	巨潮资讯网
利德曼	测算如保留剥离资产对本次交易评估的影响，说明剥离相关资产是否有利于保护上市公司及中小股东利益。	巨潮资讯网
科源制药	力诺投资、力诺集团做出收入承诺、收回应收账款承诺、无其他退货原因导致的退货承诺、收入承诺资产减值承诺、市场法评估资产减值承诺。	巨潮资讯网
科源制药	对未达承诺收入、市场法评估资产减值对应的补偿金额计算公式，同《监管规则适用指引-上市类第 1 号》的相关原则不一致。	巨潮资讯网

欢迎各位读者扫码填写问卷，选出下期你想了解的行业。



对赌的股权性质、价值调整内涵和评估分配研究*

文/高文忠　王进江　张维军

【摘要】股权融资中的对赌协议具有期权特征，且对赌股权是股权而非债权性质，对赌股权相对于其他股权具有优先权，债权相对于股权具有优先权。未来盈利的不确定性应由股东共担，对赌股权的价值调整内涵是投资人预期估值与协议价格间的差额，基于此，本文分析了存在的瑕疵问题。或有对价属于对赌的价值调整值，对赌股权价值等于协议价格乘以投资比例加/减或有对价，本文分析了或有对价的评估风险及主要支付结构。本文依据对赌特征扩展了实物期权(BS)模型的参数含义，依据二叉树提出了经营情景概率的确定思路。本文认为对赌标的是被投资的标的企业，而债权标的是资金，价值分配机制要依据标的企业自身价值而不宜超出，价值分配工具应是股权价值分配模型，并对这个模型的内在逻辑和含对赌股权评估应用操作架构进行搭建。最后通过业绩对赌案例对股权价值分配进行了解析。

【关键词】权利与价值匹配　对赌的股权性质　价值调整内涵　或有对价评估　股权价值分配模型

*本文已发表在2026.07《国有资产管理》。

一、股东权利与企业价值匹配关系的底层逻辑分析

企业因股东出资而成立，之后发展需要资金支持，其融资方式或渠道可分为两类：权益性融资和债务性融资。权益性融资是融资企业向投资者出售所有权并以红利形式取得利润，债务性融资是资金拥有者向融资企业让渡使用权并按期偿还约定本息。处在不同发展阶段，公司需要资金的紧迫程度和数量不同，经权益性融资后形成相应股权结构，即公司股东持有的股份比例和股东之间的权利关系。刘文（2021）指出，股权架构类型需要根据公司具体类型而定，常见的主要有三种：一元、二元、4×4 股权架构。其中，4×4 架构将公司股东分为原始创始人、联合创始人、投资人、员工等多种类型，再根据各类主体对公司发展的贡献来设计股权分配方案。新修订的《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）共有 8 类股东权利，包括表决权（投票权）、投资收益权（分红权、剩余资产分配权、股份/股票增值权）、知情权、优先认股权、提案权、质询权、诉权、退股权。其中，表决权的特别安排包括可表决权不按照股权比例行使的 AB 股，优先股有优先取得股息和分得剩余财产的权利，但其一般没有表决权，除非没有支付股息等，如第一百四十四条允许股份有限公司发行与普通股权利不同的类别股（同股不同权）。股权结构中不同类别以及同类不同贡献或约定的股东，其权利集合也不尽相同。

武汉大学研究中心（2012）认为，传统的公司金融理论主要关注市场环境、企业的特征和治理结构对投融资决策的影响，但大量实证研究和现实证据都表明，即使是这些因素完全相似的企业，在进行投资、并购以及融资决策时也会作出差异很大的选择，康珀、石井和迈特里克（2003）发现股东权利的差异会显著影响公司的价值、利润以及成长性。企业是创造财富的载体，企业在这个过程中获得收益，股东通过行使投资收益权等实现权益的增加，股东权益最大化是企业财务管理的核心目标。又如，股权中的投票权，达摩达兰（2010）认为没有投票权或投票权很少的股票比拥有较多投票权的股票价值更低，而两者之间的价格差额就是由控制权的期望价值决定的，拥有投票权的股本溢价取决于公司管理转变的概率以及转变管理的价值。笔者认为，股东各项权利在行使后对权益的影响，有的较为直接，如投资收益权、表决权特别安排中的优先股权利；有的较为间接，如表决权（除优先股）、知情权、提案权、质询权、诉权、优先认股权、退股权，即通过行使结果间接影响权益。

企业价值分配是资源重新配置的过程，包括分配股权和薪酬等资源。若企业控制人（如原始创始人）对企业价值的理解只停留在资产甚至现金流层面，则很容易出

现分配不均导致股东与股东、股东与员工、员工与员工间出现问题，从而可能影响运营而减损股东权益。王美江（2024）认为，企业中的每一个体，不管是股东、管理者还是普通员工，形成了以收益为中心而串联的系统。笔者认为，股东权利与股权价值间匹配关系的底层逻辑，是遵循合理前提下的收益贡献分配机制，股东间权利不同则其对企业的收益贡献也应是不同的。

二、对赌协议的期权特征及主要类型和股权性质

刘文（2021）指出，股权融资协议中一些重要的条款包括交易结构条款、先决条件条款、保证条款、公司治理条款（投票条款）、反稀释条款、出售权条款、估值调整条款、清算优先权条款等，其中的估值调整条款是投融资双方的一种对赌条款。融资阶段的“对赌”情况在国际资本市场很常见，我国最高人民法院于 2019 年 11 月 14 日发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《纪要》）中，也首次对“对赌协议”效力及履行进行了司法解释。

（一）对赌的含义及期权特征

国务院国资委课题组（2016）指出，对赌即估值调整机制，是法律人设计的一种交易结构，指投资人与股权融资人对于企业未来某些事项的不确定性“暂不争议”，并约定在一定时期的运营情况后调整企业的估值，从而重新划定双方的利润边界。如果约定的条件出现，投资方可以行使一种权利；如果约定的条件不出现，股权融资方则行使另一种权利。笔者认为，股权融资协议中的对赌条款不同于其他条款，其他条款是投融资双方基于确定事实签订的具有明确性、单一执行方向的条款，而对赌条款则具有期权特征，即表现为未来结果具有不确定性，进而执行方向并非单一。

从字面上来看，“期”是未来的意思，“权”是权利的意思，期权又称为选择权，包括依附于股票等的金融期权和附着于企业整体或单项资产上的实物期权。齐安甜（2007）指出，实物期权的类型包括延迟期权、分阶段投资期权、规模变动期权、放弃期权、转换期权、增长期权、相关期权；中评协《实物期权评估指导意见》准则，规范了增长期权和退出期权。

（二）对赌协议的主要类型和条款指标

法盛金融投资（2024）指出，对赌协议 6 种典型类型有股权对赌型、现金补偿型、股权稀释型、股权回购型、股权激励型、股权优先型，对赌协议中常见的 18 种条款包括财务业绩、上市时间、非财务业绩、关联交易、债权和债务、竞业限制、股权转让限制、引进新投资者限制、反稀释权、优先分红权、优先购股权、优先清算权、共同售股权、强卖权、一票否决权、管理层对赌、回购承诺、违约责任。笔者认

为，对赌协议的类型表现形式虽不同，但执行的衡量标准应是完成或未完成部分的内在价值；对赌协议条款可分为财务指标、非财务指标，财务指标如财务业绩、优先分红权和清算权、回购承诺等在行使后对权益的影响较为直接，非财务指标较为间接。

（三）对赌股权是股权性质而非债权

对于对赌股权，虽具有债权的某些特征，如约定的投资分红率和投资本金保障等，但既然是以股权融资方式进入的，对赌股权就具有了股权属性，而非债权属性。股东股权是与股东权益紧密相关的，股东权益又称净资产，是指公司总资产中扣除债务所余下的部分，而法律规定债权享有优先原则，即除非债权人全额受偿，否则出资人就不能保留任何实体权利，如新《公司法》第二百三十六条等规定。而且，投资于债权和投资于股权的权利也是不同的，如金融债权人只能得到固定回报，而股权投资人的回报则是公司息税前收益扣除债权人固定回报后的全部税后净收益。笔者认为，债权相对于全体股权具有优先权，而对赌股权仅是相对于其他股权具有优先权，对赌股权股东与非对赌股权的其他股东之间只是因各自股东权利集不同才出现各自的收益贡献分配机制不同，即收益分配先后顺序和权限分配等不同而已。

三、对赌股权的价值调整机制内涵及瑕疵事项分析

股权融资协议中交易结构条款是协议最基本的条款，包括投融资双方达成交易的具体方式（增资或转让）和股权的价格、数量、付款方式、登记方式等，其中价格又是该条款的核心。根据中评协《企业价值》准则，企业价值的评估方法选取顺位是收益法、市场法、资产基础法，收益法是第一顺位，也是较能反映对赌条款影响投融资价格程度的评估方法，基本公式为：

$$V=\sum_{t-1}^{n}\frac{I_{t-1}\times(1+g_t)\times(1-y_t)\times(1-T)\times(1-M_t)}{(1+r)^t} \quad (1)$$

其中，V为收益法评估值（现金流折现值）；$I_{(t-1)}$为第 t-1 年收入；g_t为第 t 年收入增长率；y_t为第 t 年收入/EBIT 率；T 为所得税率；M_t为第 t 年再投资率，M 等于再投资除以税后息税前利润，再投资等于资本性支出减折旧与摊销加营运资金净增加；r 为折现率；n 为收益年限。

（一）影响收益法估值的主要不确定性参数

影响收益法估值的主要不确定参数有以下五个维度：一是未来收入增长率 g：g 值高低直接影响收益法分子现金流的大小，进而影响折现值高低；二是未来收入/EBIT 率 y：y 值的高低直接影响收益法分子现金流大小；三是未来再投资率 M：M 高低与分子现金流、折现值成反比；四是未来折现率 r：r 高低代表标的企业未来经营面临的风险大小，r 高低与折现值成反比；五是

投融资双方对标的企业估值存在差异，其一是投融资双方掌握标的企业的信息不一致（融资方相对投资方更多一些），其二是标的企业对投融资双方的收益贡献不同（投融资双方估值时考虑的贡献维度和期望不同），其三是投融资双方对标的企业估值的心理预期差异（融资方是高估值心理，即想多融资或高价退出；投资方是低估值心理，即想低价进入）。

（二）评估视角理解的对赌股权价值调整机制内涵

未来不确定性是客观存在的，评估准则建议评估结论尽可能采用区间值并给出一个最大可能值进行敏感性分析，敏感性分析是测算模型输入参数变化对输出结果影响程度的不确定性分析技术。国务院国资委课题组（2016）指出，双方对股权价值的判断以及最后能否在价格上达成一致，取决于各种因素，其中核心因素是对目标公司未来盈利的判断，这是影响目标公司股权价值的最重要因素之一。基于目标公司持续经营假设，投融资双方协议价格谈判通常以目标公司未来持续经营收益的折现值，即收益法评估值作为基础，而这个基础评估值是双方为把交易进行下去的暂定价值，投资方是按协议价格、投资比例或份额支付投资款的，对赌条款是对协议价格的调整。

笔者认为，目标公司未来盈利的不确定性应由全体股东共同承担，而不是全部由除对赌股权外的其他股权股东承担。任何对外投资都是有风险的，对赌股权的股权性质决定其股东亦应承担经营风险义务，对赌股权的价值调整机制内涵应是投资方对目标公司的预期估值与投融资协议价格间的差额，且收益贡献分配以经评估的目标公司股东全部权益价值为基础。

（三）评估视角认为的对赌协议相关瑕疵事项分析

《纪要》对于投资方与目标公司的股东或实际控制人订立的“对赌协议”，认定有效并支持实际履行；对于投资方与目标公司订立的“对赌协议”，规定一是股权回购满足股东没有实施抽逃出资等损害公司权益的行为，并符合《公司法》规定的有限公司回购股份的各种情形；二是现金补偿的融资公司有可补偿的现金—利润，否则驳回诉求或部分支持，如果今后融资公司有利润时可另行主张。笔者对前述《纪要》的对赌协议效力及解释，至少在三个维度有以下理解。

1.合同属性问题。《纪要》认为对赌协议符合《中华人民共和国民法典》中合同编规定，应该具有法律效力。笔者认为，若将对赌协议认定为一般合同，则有将对赌股权视为债权而非股权的瑕疵。

2.执行范围问题。《纪要》依据主体不同有不同适用，笔者认为，无论承诺人是谁，对赌协议条款的价值调整内涵都是基于目标公司未来的不确定性盈利，不宜超

出目标公司范围。

3.执行期限问题。《纪要》规定，如果今后融资公司有利润时，投资人可另行主张，笔者认为，无追诉期限规定与价值调整内涵不尽一致，对赌协议触发执行不宜超出协议约定期限。

四、对赌股权构成与或有对价评估风险及支付结构

北京注册会计师协会（2018）指出，在企业合并过程中，购买方为消除合并双方对企业价值认定产生的差异，往往需要根据未来一项或多项或有事项的发生，追加合并对价或者要求被购买方返还之前已经支付的对价，即或有对价。企业并购中合并成本包括购买方为企业合并支付的现金、付出的非现金资产的公允价值、发行或者承担债务的公允价值、发生的直接相关费用、源于对赌协议的或有对价，或有对价是合并成本构成部分、属于对赌的价值调整值，对赌股权价值构成公式如下：

对赌股权价值＝协议价格×投资比例±或有对价　　（2）

（一）或有对价的评估风险与财务及经营风险

2019 年 2 月 14 日，美国评估促进会发布第四个财报目的估值指南——《或有对价估值指南》，旨在规范、引导财报目的估值业务的发展。或有对价评估存在三方面的风险，分别为计量基础风险、支付结构风险和支付方信用风险。或有对价对应的计量基础不同（如业绩对赌指标等），其对应的风险也不同，如股权现金流对应的风险与 EBITDA 相比主要差异是财务杠杆造成的财务风险，见公式（3），营业收入对应的风险与 EBITDA（息税折旧摊销前收益）相比主要差异是企业经营杠杆造成的经营风险等，见公式（4）；支付结构风险就是不同的或有对价支付方式中隐含的风险，不同支付结构隐含的风险不同，需要采用的估算方式也不同；支付方信用风险指在或有对价支付或回收中，支付方可以按约定按时足额支付对价的风险。

$$\beta_{EBITDA} = \frac{\beta_{Equity}}{1+\frac{D}{E}(1-t)} \qquad (3)$$

其中，β 为 EBITDA 或股权对应的风险系数；D 为付息债务；E 为权益；t 为所得税率。

$$\beta_{REVENUE} = \frac{\beta_{EBITDA}}{1+\frac{固定成本}{变动成本}} \qquad (4)$$

（二）或有对价的支付结构及风险分析

美国评估促进会（2019）认为，或有对价的支付结构有 9 种主要方式，分别为固定数额、里程碑、线性对价、看涨期权、带有门槛的线性、封顶、分层级的差额、分层级的差额封顶、或有对价的收回。其中，固定数额方式其实质是延缓支付时间，线性对价方式是按计量基础的一个固定方式支付，没有支付结构风险；看涨期权、或有对价收回方式的支付结构是典型的买

入（看涨）期权、卖出（看跌）期权，里程碑方式是固定值，其他 4 种方式是典型期权等的某种组合。

1.看涨期权方式。当计量基础达到某个门槛值后，按照超过这个门槛值的差额计算或有对价，就是一个典型的买入（看涨）布莱克-舒尔斯模型（BS），基本公式如下：

$$C = S_0N(d_1) - Xe^{-rT}N(d_2) \qquad (5)$$

其中，S(0)为标的资产现实价格；X 为期权执行价；r 为连续复利的无风险收益率；T 为期权限制时间；N()为标准正态密度函数；d(1)、d(2)为 BS 模型 2 个参数。

$$d_1 = \frac{\ln(\frac{S_0}{X}) + (r + \frac{\sigma^2}{2})T}{\sigma\sqrt{T}} \qquad (6)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} \qquad (7)$$

其中，σ 为标的资产波动率。

2.或有对价的收回方式。标的企业未能完成事先约定的经营指标，按约定的计量基础和比例，标的资产的卖方需要返还给买方的或有对价，典型的卖出（看跌）期权基本公式如下：

$$P = Xe^{-rT}N(-d_2) - S_0N(-d_1) \qquad (8)$$

3.里程碑方式。以一个事件是否发生为里程碑引发或有对价，建立在财务指标计量基础上，里程碑方式的支付结构实际是一个支付值固定的期权，公式如下：

$$C = Xe^{-rT}N(d_2) \qquad (9)$$

五、或有对价的评估模型修正与情景概率确定思路

王少豪（2021）认为，由于或有对价本身的特点，基本上不适合采用市场法或资产基础法进行评估，因为这些方法不考虑未来的现金流。另外，或有对价很少进行交易且没有重置成本。或有对价一般可以采用两种具体评估方法，包括情景分析方法、期权定价方法，其都属于收益法范畴。其中，情景分析方法就是分析多种情景以及在各种情景下的评估结果，估算各种情景发生的概率，计算得出一个各种情景评估结果的概率期望值，再采用一个恰当的折现率将该期望值折现为现值；常用的期权估价模型包括布莱克—舒尔斯（BS）模型、二叉树模型、蒙特卡罗模拟法、有限差分方法等，最常用的是 BS 和二叉树模型，有的将蒙特卡罗模拟等归为第三种方法，即模拟仿真法。BS 模型适合于将财务指标（包括系统性和不可转移风险）作为计量基础的评估，并且支付结构为非线性的或有对价的评估；仿真方法或二叉树方法一般用于比较复杂的或有对价支付结构，或者是前后期或有对价之间存在关联关系。

（一）或有对价评估模型的修正和扩展

期权分为金融期权和实物期权，金融期权如股票、债券、货币等有市场定价的金融资产，其增长率必须与其风险及预期回报率始终一致，即交易价格与期望值相

联系；实物期权如机器设备、不动产、知识产权等，预期增长率可以随时间的不同是任意值，或任意类型。

1. 实物期权 BS 模型的修正。实物期权所采用的布莱克-舒尔斯(BS)模型的缺陷是必须先求出风险中性的期望值，然后再折现，于是有人就想出把实物期权评估的 BS 模型修正为直观解析方程的形式：

$$C = Se^{gt}N(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2) \quad (10)$$

$$P = Xe^{-rt}N(-d_2) - Se^{gt}N(-d_1) \quad (11)$$

$$d_1 = \frac{\ln（\frac{S}{X}）+(r+g+\frac{\sigma^2}{2})T}{\sigma\sqrt{T}}、$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}g = \mu - R_s \quad (12)$$

其中，g 为增长率；μ 为实物资产在现实世界的期望增长率；R_s为实物资产所需回报率。

2.公式（10 至 12）参数的含义扩展。实物期权（BS）模型公式（10 至 12）中的 S、X 是标的资产现时价格（如标的企业权益价值）、期权执行价（如对赌股权回购金额），而对赌协议中大多为承诺期当年的财务指标，王进江和孙建忠（2021）依据对赌特征，将公式（10 至 12）中参数的含义扩展如下：

S=标的资产的基准日价格或业绩对赌首年的前一年度的收益 （13）

X=期权执行价或业绩承诺收益 （14）

σ=标的资产价格年化波动率或预期收益标准差 （15）

μ=实物资产在现实世界的期望增长率或收益的预期增长率 （16）

（二）对赌标的经营情景概率的确定思路

或有对价的支付结构中收回方式是针对没有完成的情景，其他方式均是可以完成的情景，但标的企业未来经营存在不确定性。笔者认为，经营完成与否的情景概率在或有对价价值的评估中应予以考虑，概率的确定思路可借鉴实物期权（二叉树）中上升概率公式：

$$完成概率=\frac{e^{r(T/n)}-e^{-\sigma\sqrt{T/n}}}{e^{\sigma\sqrt{T/n}}-e^{-\sigma\sqrt{T/n}}} \quad (17)$$

其中，n 为二叉树期数，如对赌承诺期数；T/n 为每一期时间长度，如 1 年。

六、价值分配机制与含对赌的股权价值分配模型

涉及投资对赌股权的对赌协议，对赌的标的是被投资的标的企业自身，投资人要承担一定的（基于股东拥有的权利）投资决策带来的风险，对赌协议调整的内涵是缴纳出资依据的协议价格与投资人期望间的差异，标的企业若未来经营达到或超过协议价格依据的评估预测值则验证评估

预测值是合理的且双方均获益的，若未达到预期则投资人可获得一定的（基于标的企业的价值）补偿，从而减少投资损失；与债权投资不同，债权投资的标的是资金，二者的标的是不同的。标的企业的股权价值分配机制是针对标的企业的股东全部价值，如何实现其在全体股东间进行合理分配的机制，合理分配的基础是股东对标的企业拥有权利的大小及收益贡献的大小，各类股东若权利不同，其权益单位价值也应是不同的，全体股东权益分配合计应以标的企业权益价值为限，如对赌股权回购额超过退出时标的企业权益价值是不合理的，企业价值分配的工具应是股权价值分配模型。

（一）股权价值分配模型及内在逻辑

基于公司层面，分配一个公司包括普通股和不同系列优先股等不同类别股权价值的完整且准确的方法称为股权价值分配模型。高文忠和王进江（2025）指出，该模型运用的步骤大体可分为四步：一是采用收益法或市场法，再或资产基础法等适宜方法确定被投资目标公司在当前时点的股权整体价值；二是在梳理各类股份享有的权利基础上，基于看涨期权定价模型（OPM），进行权利分配拐点处的行使价值确定和期权差额计算；三是基于分配权限，进行各类股份权限百分比分配；四是在确定赎回、清算、同股同权等情形概率基础上，加权汇总确定各类股权价值。笔者认为，含对赌股权的标的企业价值分配模型内在逻辑如下：标的企业在基准日的权益价值（现行价格 S）是价值分配对象，价值分配机制是先分配给按约定在普通股发行前应予分配的股东，若 S 小于等于按协议应分配给这部分股东的价值则分配给普通股东的金额为 0，只有 S 大于这部分才能使普通股的分配额逐步增加。

（二）含对赌股权的价值分配模型应用操作架构

1.计算标的企业基准日的权益价值（S）：依据资料采用收益法等适宜方法评估标的企业基准日价值，对承诺期间基准日现金流预测应关注实际完成情况。浙江省会计师协会（2021）认为，预测期后未来现金流量的第一年情况是可以直接以期后企业实际经营情况进行验证的，若源自原先预测的不合理，则需要结合期后实际经营数据作及时的调整修正。基于实际完成，合理调整对赌投资时的预测。

2.确定价值分配中各拐点的价值（X）：拐点价值是依据股东权利不同导致分配机制前后不同的临界点处价值，其中，应分配对赌股权拐点处价值增量公式为：

$$\triangle X_{对赌股权拐点处}=完成概率\times看涨期权价值-未完成概率\times看跌期权 \quad （18）$$

3.确定各类股东在各拐点处的权限分配比例：依据标的企业历次的投融资协议及对赌等补充协议中对投资人股东权限的

约定，结合实际执行情况和相关访谈等，比较、分析后确定。

4.确定赎回、清算、同股同权等情形概率：若投资协议没有清算优先权，则清算情形概率为 0；反之，在公式（17）经营情景概率基础上，确定赎回、清算、同股同权等情形概率。

七、涉及对赌股权的价值分配评估案例

A 公司于 2018 年 12 月 31 日（出资日）以股权转让方式获得 B 公司 20%股权，投资了 1.1 亿元（B 公司 2018 年 9 月 30 日全部权益收益法评估值 5.51 亿元），B 公司注册资本 2000 万股（60%为普通股、40%为对赌股权），对赌条款：赎回基础为投资本金，B 公司承诺 2019 年至 2022 年净利润分别不低于收益法评估预测值，业绩补偿期内若各期实现净利润数低于各期承诺净利润数，B 公司按投资比例补偿 A 公司；A 公司承诺 2019 年至 2022 年 EBITDA 分别超过收益法评估预测值后，按 EBITDA 超过部分追加支付对价，假设无优先清算权且或有对价没有支付的信用风险并在当年末支付，预测值见表 1，该案例金额单位为亿元。本次评估目的为基于财报目的的对赌股权公允价值评估，基准日为 2019 年 12 月 31 日。B 公司 2018 年 10～12 月、2019 年实际完成的净利润为 0.20、0.45 亿元，EBITDA 为 0.25 亿元、0.52 亿元。

1.B 公司权益价值评估：2018 年 10～12 月、2019 年的净利润、EBITDA 实际完成数均大于 A 投资目的的收益法评估预测值，经分析，原利润总额预测值向上调整 5%，2024 年向上调整 2%；基准日无风险收益率、股权风险溢价、Beta、资本结构、债务成本等有变化，经计算折现率为 12.84%；基准日 B 公司权益价值评估值为 5.78 亿元，相关指标预测值见表 2。

2.拐点处价值增量确定：对赌的或有对价支付结构为收回方式和看涨期权方式，剩余业绩对赌期为 3 年，净利润、EBITDA 的预期收益标准差 σ 分别为 17.88%、18.75%，净利润、EBITDA 的预期增长率（离散）μ 分别为 17.30%、18.17%，依据公式（17）计算的 2020 年至 2022 年完成概率分别为 47.81%、49.72%、52.59%，折现率 CAPM 为 13.31%，公式（10）、公式（11）中的增长率 g、无风险收益法 r 采用连续复利形式，按公式（18）计算的拐点处价值增量见表 3。

3.拐点价值及增加期权价值确定：拐点起点为对赌股权投资本金，即 B 公司 40%对赌股权，出资本金合计 2.2 亿元；2019 年拐点处价值增量按实际完成情况，依据对赌条款计算为 0.02 亿元，2020 年至 2022 年拐点处价值增量见表 3；看涨期权参数对应的是资产（权益）价格，其中，r、T、σ 分别为 3 年期连续复利、3 年、47.61%（可比公司股票波动率），结果见表 4。

4.分配权限及权限价值确定：价值分

配机制是先分配对赌股权等应先分配的部分，故对赌股权的分配权限为 100%；在对赌期后，接下来分配的是普通股，普通股的分配权限为 100%；在普通股后，接下来分配的是全体股本，全体股东的分配权限为各自持股比例。分配权限乘以各自对应的增加期权价值，为相应分配权限的权限价值，不同种类股权各拐点的期权价值汇总金额等于不同种类股权的总期权价值，不同种类股权合计等于全部权益评估值。

5.情形概率及加权平均结果：在没有清算优先权的情形下，判断情形概率的大多是赎回情形与同股同权情形或 IPO 情形。经分析，B 公司经营情况相对稳定，故确定两情形概率各 50%；经加权平均，对赌股权每股价值为 31.03 元，普通股权每股价值为 27.48 元。

表 1　B 公司收益法预测简表　　单位：亿元

项目	2018 年 10～12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年至永续年
预测：营业收入	1.22	3.41	4.09	4.87	5.37	5.64	5.64
净利润	0.17	0.43	0.52	0.63	0.69	0.72	0.72
EBITDA	0.22	0.50	0.61	0.75	0.81	0.85	0.85

表 2　B 公司收益法预测简表　　单位：亿元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年至永续年
预测：净利润	0.55	0.67	0.73	0.76	0.77	0.77
EBITDA	0.63	0.78	0.85	0.89	0.91	0.91

表 3　B 公司价值分配的拐点处价值增量结果　　单位：亿元

项目	2020 年	2021 年	2022 年
拐点处价值增量	-0.02	-0.06	-0.06

表 4　B 公司价值分配的增加期权价值结果　　单位：亿元

项目	对赌股权	普通股	全部股本	合计
增加期权价值	1.81	1.86	2.11	5.78

【参考文献】

[1] 刘文. 一本书读懂股权架构与股权激励[M]. 北京：中国铁道出版社，2021：29-30.

[2] 武汉大学中国高校哲学社会科学发展与评价研究中心. 海外人文社会科学发展年度报告（2012）[M]. 武汉：武汉大学出版社，2013：370.

[3] [美]艾斯沃斯·达摩达兰. 达摩达兰论估价：面向投资和公司理财的证券分析（第 2 版）[M]. 罗菲，主译. 大连：东北财经大学出版社，2010：443-444.

[4] 王美江. 股权激励与分配机制实战：薪酬绩效+激励方案+合伙人裂变+股权管理[M]. 北京：人民邮电出版社，2024：5.

[5] 国资委产权管理局投资价值评估课题组. 投资价值评估[M]. 北京：中国市场出版社，2016：231.

[6] 齐安甜. 企业并购中的实物期权与博弈分析[M]. 北京：中国金融出版社，2007：83.

[7] 法盛金融投资. 对赌协议常见的 6 种类型和 18 个条款[EB/OL]. (2024-03-27)[2024-12-30]. http://www.govgw.com/article/36870.html.

[8] 北京注册会计师协会专业技术委员会. 专家提示〔2018〕第 13 号—涉及业绩承诺或有对价的相关关注[S]. 2018-12-29.

[9] 王少豪. 或有对价评估方法与案例[J]. 中国资产评估，2021（1）.

[10] 王少豪. 或有补偿价值评估的期权定价模型[J]. 中国资产评估，2014（8）.

[11] 王进江，孙建忠. 企业并购成交价格与市场价值的数量关系研究[J]. 中国资产评估，2021（7）.

[12] 高文忠，王进江. 约定回购条款价值衡量和设计思路[N]. 中国会计报，2025-8-22.

[13] 浙江省注册会计师协会专业技术委员会. 专家提示第 6 号—如何利用管理层聘请的商誉减值评估专家出具的评估报告的有关建议[S]. 2021-2-3.

[14] The Appraisal Foundation. Financial Reporting Valuation Advisory for Contingent Consideration[S]. 2019-2-14.

数据资产评估中成本法的适用性分析*

文/刘德运[1] 陈钰[1] 周生岩[2]

（1.山东财经大学资产评估研究中心；2.北京中企华资产评估有限责任公司山东分公司）

【摘要】数据资产入表自 2024 年正式进入实操阶段，评估方法选择将直接影响数据要素流通效率。市场法与收益法因交易基础薄弱、收益归属模糊而适用受限，成本法因此被默认采用，但这一选择的适用前提值得商榷。本文从技术前提与价值属性双重视角分析发现：成本法在历史成本归集、重置成本估算与调整系数设计上面临技术链条断裂；数据资产的场景依赖、权属分置、法律合规不确定性、价值与成本弱相关及动态增值等特征，又与成本法的价值唯一性、静态线性计量逻辑存在根本冲突。基于此，成本法不宜作为数据资产评估的首选方法，应重新定位为辅助参考。

【关键词】数据资产 成本法 适用性 价值多元性 数据资产入表

*本文已发表在2026年第7期《中国资产评估》。

一、引言

数字经济以算力、算法和数据为三大支柱，数据已从辅助角色成长为独立的核心生产要素。2019 年党的十九届四中全会首次将数据增列为生产要素，2022 年《中共中央、国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（以下简称《数据二十条》）确立了数据资源持有权、加工使用权与产品经营权分置的制度框架。随着财政部《企业数据资源相关会计处理暂行规定》（以下简称《暂行规定》）在 2024 年正式施行，数据资产入表从制度构想进入会计实操。与传统资产不同，数据资产具有非竞争性，同一组数据可被多个主体同时使用而边际成本趋近于零，其价值深度依赖应用场景，权利结构也因三权分置而趋于复杂。这些特征决定了估值不能简单套用传统方法，估值结果既要衡量企业数字化成效，也要为数据流通和交易定价提供依据。

数据资产价值波动大且标准不统一，传统评估方法面临适用困难。市场法需要活跃的交易市场和充足的可比案例，当前数据交易市场尚在培育；收益法要求把数据资产的收益从企业整体收益中精准剥离，实务中很难操作。两种方法受阻后，成本法成了多数项目的默认选项，但这个选择本身存在问题。成本法的使用前提是投入成本与价值强相关、资产贬值可以可靠计量、权利边界清晰且排他，传统评估中成本法对房屋和设备行之有效，成本与价值的相关性有实践支撑。数据资产不适用这一经验，其价值不由历史投入沉淀而来，而是嵌入于应用场景、权利配置与未来预期之中，非竞争性、场景依赖性和权属复杂性动摇了成本法的基本假设。前提不成立而强行采用，反映的并非方法选择失误，而是适用前提的系统性缺失。已有研究注意到价值时变、场景差异和成本价值脱钩等现象，但这些讨论分散于各类研究议题，没有将历史成本追溯困难、重置成本无法估算、调整系数主观性强三大痛点贯通论证，也没有从数据资产价值属性角度探讨成本法是否继续适用。本文从技术前提和价值属性两个角度分析成本法在数据资产评估中的适用困境。

二、文献综述

（一）数据资产价值特征

评估数据资产，首先需要厘清其价值来源与表现形态。朱扬勇、叶雅珍[1]将数据资产界定为拥有权属、有价值、可计量、可读取的网络空间数据资源，并指出其价值取决于挖掘与使用信息的主体，具有显著的场景嵌入性。刘悦欣、夏杰长[2]认为数据价值产生于与社会经济活动结合的过程，具有非竞争性、易复制性、外部性和时效性等特点。申卫星[3]在权利维度提出三权分置确权法，揭示了数据资源持有权、加工使用权与产品经营权在确权路径和行使方式上的分置逻辑。赵治纲等[4]从经济、

技术和财务维度指出，数据资产具有非消耗性与易复制性，价值复杂多元且动态多变。汪小龙[5]同样指出，非竞争性与非排他性导致权属界定困难，加之交易市场与定价机制尚不成熟，使价值评估面临多重挑战。

（二）数据资产评估中的成本法困境

当市场法与收益法因前提受限而难以操作时，成本法常被推至评估实践的前台，学界对其适用边界的讨论也随之增多。关会娟等[6]尝试以数据质量、稀缺性与开发应用等指数构建调整系数，对成本法进行修正，并指出当前数据要素市场化程度较低，大多数数据以自产自用为主。高华等[7]强调，数据资产价值因应用场景不同而呈现显著差异，按场景分类估值更为合理。值得注意的是，罗玫等[8]主张现阶段应以调整成本法作为数据资产会计计量的主要方式，而李永红等[9]则从交换视角强调价值并非由成本单一决定，这一分歧提示学界对成本法的定位尚未形成共识；后者关于价值在交换中体现的判断，以及前者对价值高度时变性的揭示，实际上已从价值属性层面暗示了成本法历史成本锚定逻辑的适用困境。

（三）数据资产入表与成本缺失

成本法的应用以历史成本的可追溯为基础，而数据资产入表制度的设计直接决定了这一基础能否在会计实务中落地。刘峰等[10]指出，《暂行规定》在理想与现实间取得一定平衡，但现阶段数据资产入表仍面临较多理论挑战，决策有用性作为愿景目标难以直接指导实务。程小可[11]借鉴IFRS 概念框架分析认为，数据资产确认要求成本或价值能够可靠计量，但自行开发的数据往往与业务活动高度结合，成本难以明确归集与区分，可靠计量存在困难。张俊瑞、危雁麟[12]进一步指出，《暂行规定》沿用了无形资产和存货准则框架，在会计处理规范上仍有待完善。胡伟[13]从会计学视角指出，数据资源资产化需满足资产确认的成本约束条件，并梳理了数据从原始数据到数据资产的多阶段形态演进与价值转化路径。仇晓洁等[14]同样指出，数据资产计量基于历史成本原则，但不同应用场景下的评估方法存在显著差异。这些文献表明，入表制度在确认条件、归集方法与成本追溯层面均存在现实障碍。

（四）文献述评

现有研究对价值属性、成本法适用及入表障碍的讨论互不贯通。价值属性研究停留在特征列举，未触及计量前提；成本法困境的批评散见于各议题，缺乏系统论证；入表障碍的讨论多限于会计技术层面，未充分触及制度约束层面的深层机理。本文将其贯通，从技术前提与价值属性双重视角分析成本法适用困境，揭示其不仅是技术瑕疵，更是适用前提的系统性缺失。

三、成本法在数据资产评估中的技术困境

成本法的操作逻辑本质上是一条从成本到价值的技术链条，依次经过成本信息获取、重置成本估算和价值调整三个环节。在房屋、设备等传统资产评估中，这一链条运转顺畅，成本凭证完整可查，重置路径清晰可行，贬值判断亦有成熟标准。数据资产的境况截然不同，成本信息因会计制度断层而难以归集，重置路径因情境绑定与法规限制而难以走通，价值调整因缺乏量化规程而难以客观。三个环节相继受阻，构成成本法在技术操作层面的适用困境。

（一）成本核算记录的系统性缺失

制度层面的多重约束，使大量数据资源的成本信息游离于会计体系之外。财政部 2023 年出台的《暂行规定》虽允许数据资源自 2024 年 1 月 1 日起纳入会计核算，但明确禁止追溯调整，2024 年之前长期费用化处理的投入已永久沉淀于表外。与此同时，数据资源的会计外延界定与产权登记规则长期滞后，导致企业对资本化与费用化的边界认知模糊，许多具备经济价值的数据资源因外延不清而被混同于无形资产或期间费用，未能确认为独立资产成本。

操作层面的现实同样不容乐观。如表 1 所示，自 2024 年《暂行规定》实施以来，A 股入表企业从 17 家增至 134 家，但占上市公司总数比重不足 3%，入表金额 38.60 亿元相对于上市公司百万亿级总资产规模几乎可以忽略；非上市公司虽有 375 家披露，但多数仅进行 1 至 2 单尝试，整体处于探索期。这一现状表明，大量数据资源的成本信息仍未被完整纳入会计记录，成本核算的基础在短期内依然薄弱。企业核算能力与认知不足的局限亦构成制约，部分财务部门对数据资产属性认识不清，对入表存在抵触，习惯将支出视为信息技术部门运营费用，缺乏独立归集动力。

数据资产的自身属性也给成本核算带来特殊困难。企业内部大量数据属于业务伴生数据，按照会计核算原则，其相关支出往往作为费用或进入其他资产成本，无法单独归集为数据资源的独立成本。即使完成入表，企业对外披露的成本构成也往往过于笼统，未能区分外购、采集、治理等不同形成环节，账面记录对于重置成本确定的参考价值较低。当然，对于外购取得且成本凭证完整、应用场景单一的标准化数据资源，上述归集困难相对缓和，但这类情形在实务中占比有限，不足以支撑成本法作为普遍适用的主导方法。在此情形下，成本核算记录的系统性缺失已严重削弱成本法的适用基础。

表 1　数据资源入表进展与成本核算基础状况（2024—2025 年）

统计时点	A 股入表家数	占 A 股总数比重	A 股入表金额（亿元）	非上市披露家数	非上市入表/融资金额（亿元）
2024 年第一季度	17	0.32%	0.79	-	-
2024 年半年报	40	0.75%	13.61	-	-
2024 年三季报	54	1.02%	15.07	330	14.17
2024 年年报	100	1.89%	21.64	375	18.99
2025 年半年报	109	2.06%	26.40	-	-
2025 年年报	134	2.53%	38.60	-	-

数据来源：证券时报·数据宝（2026-05-12）、上海交通大学上海高级金融学院《中国企业数据资产入表情况跟踪报告》（2024—2025）、新华财经（2025-01-08）。A 股总数按 5300 家计算。

注：非上市数据为公开披露的数据资源入表或融资统计；港股、美股中概股因适用不同会计准则，未纳入统计。

（二）重置成本估算的系统性障碍

数据资产的形成链条复杂，成本边界难以清晰拆分。外购、采集、治理等多个环节相互嵌套，各环节支出的归属本就难以厘清；公共数据免费授权与付费采购混杂并存，进一步模糊了成本边界。时间、人力等投入在流转中持续累积，又缺乏量化标准，无法货币化计量。各环节支出归属不清、时间人力投入无法量化，评估师按重置逻辑拆解费用时难以落实，重置成本因此无从确定。

场景差异导致重置成本估算口径不统一。同一数据集在内部运营、外部交易等不同场景下的加工深度各异，简单调用可能仅需清洗治理，深度应用则需复杂的分析建模与质量校验，投入成本显著不同。重置时以哪种场景的成本为基准，标准难以确定，重置成本因此无法统一计量。

更为根本的是，法规限制与历史情境的不可复制性阻断了重置路径。部分核心数据因隐私法规限制或原始数据源关闭而无法重新获取；既往可免费取得的数据，现时获取成本亦可能大幅攀升。数据资产的生成与特定历史情境深度绑定，特定时期的宏观经济数据、特定用户群体的行为轨迹，均依托对应历史场景生成，错过采集时点便不可再现，这种不可复制性是数据资产的本质属性，而非技术障碍。法规限制与不可复制性相叠加，传统成本法中重新购置或建造的逻辑前提受到根本性挑战，即便企业后续采集到相似数据，也只是在新情境下创造了新资产，而非对原有资产的重置。三重障碍叠加，重置成本估算的可行基础已严重削弱。

（三）价值调整系数的客观性困境

调整系数的制度供给停留在原则层面，操作层面缺乏量化依据。《数据资产评估指导意见》虽列示了质量、场景、风险等调整维度，但仅作原则性指引，未配套可复现的量化规程。数据质量如何分解为可

测度指标、应用场景如何分级赋权、风险状况如何量化评分，均无行业共识与技术手册。评估师缺乏明确路径，只能依赖个人经验与定性判断，而不同团队对同一资产操作时，因风险偏好各异，可能给出差异显著的系数组合。

主观赋权的操作差异，使成本法的修正通道最终失效。质量维度应占多大权重、场景溢价如何折算、风险折减如何量化，均取决于评估师的主观裁量，同一资产在不同团队手中可能得出截然不同的价值判断。制度空白与操作差异相叠加，调整系数未能提供从成本金额通向真实价值的可行路径，成本法在技术链条的修正环节失去依托。

综上，技术层面的三重障碍分别瓦解了成本法操作链条的三个环节，核算记录缺失使其起点无据，重置估算障碍使其中段失准，调整系数的主观性使其终点失真，三重断裂环环相扣，成本法在技术操作层面的适用困境已成定局。然而操作层面的障碍并非问题的全部，即便技术链条得以贯通，成本投入本身能否映射数据资产的真实价值，仍需在价值逻辑层面加以审视。

四、成本静态唯一性与数据资产价值多元性的内在冲突

成本法建立在成本与价值一一对应的前提之上，传统资产评估中成本与价值的相关性稳定、权利边界清晰，这一前提因此成立。而对于数据资产而言，同一组数据嵌入不同场景价值各异，权属分置下价值分化，成本投入未必换取相应收益，合规环境变化可能让价值瞬间归零，非线性变动更是常态。成本唯一性与价值多元性无法对应，构成成本法在价值逻辑层面的适用困境。

（一）场景依赖与非竞争性复用

数据资产的价值不内在于数据本身，而取决于其嵌入的业务场景。脱离具体应用场景，数据价值无从判定，例如同一组企业经营数据，在运营效率优化场景中体现为内部运营价值，在对外交易服务场景中则转化为外部交易价值，二者在量级与形态上均可能存在显著差异。数据资产的潜在应用场景还具有开放性特征，企业今日仅将其用于内部运营，明日即可拓展至外部交易或跨界融合，潜在价值空间难以在评估时点被完整识别与穷尽。数据资产的价值空间本质上是多维且动态扩展的，而非一个可被单一数值锚定的静态常量。

数据的非竞争性复用特征，与成本法单一成本对应单一价值的计量逻辑存在深层适用错配。成本法以历史投入或重置成本为基准，通过线性扣减得出唯一评估值，其隐含假设是资产价值与成本投入之间存在一一对应关系，但数据的非竞争性意味着其可被多主体同时使用而不损耗价值，数据资产的一次性加工投入无法覆盖其在多场景、多主体并行使用中持续产生的复合收益。成本法以单一金额锁定资产价值，

而同一组数据在同一时点上并行释放多种场景收益，一维数值与多维价值无法匹配。场景依赖使价值空间多维且不可穷尽，非竞争性复用又使单一投入无法覆盖复合收益，成本法单一成本对应单一价值的计量逻辑的适用基础在此受到削弱。

（二）三权分置与权属复杂性

数据资产的权利配置已从单一所有权转向三权分置，价值形态随之趋于多元分化。传统产权理论强调所有权的整体性，占有、使用、收益、处分四项权能原则上统归于同一主体；权能分离虽被承认，但多被视为所有权人意志的暂时让渡，独立且永久分割的权利单元在传统框架下缺乏充分展开空间。然而，依循霍菲尔德（Hohfeld）[15]的权利束理论，产权并非不可分割的单一权利，而是一组可相互分离的法律关系。我国《数据二十条》确立的数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权三权分置架构，正是这一理论在数字经济中的制度投射。持有权、使用权与经营权的分离，使同一组数据在持有、使用、交易等不同状态下分别对应不同的价值量级：在持有权层面，数据仅体现为静态的保管与登记价值；在使用权层面，当数据被用于客户画像或运营决策优化时，其价值随应用场景拓展而显著提升；在经营权层面，若数据作为标的进入数据交易所挂牌交易或对外授权运营，则产生独立于使用价值的交易溢价。由此，同一组数据资产因权利配置不同而呈现多元价值形态，单一资产对应多重价值成为常态。

成本法处理权利分割资产，须以成本边界清晰拆分为前提。例如在房地产评估中，土地使用权与建筑物所有权可分别评估，正是因为土地取得成本与建筑安装成本各自归集、各自重置，边界清晰。而数据资产的三权分置之所以构成特殊困境，在于持有权、使用权与经营权对应的成本边界无法拆分，数据采集、清洗、加工等投入同时服务于三种权利状态，同一笔费用难以按权利维度进行成本分解。三权分置不仅是多元价值问题，更是成本不可分问题，在此结构下，成本法以单一成本金额映射持有、使用、经营三种并行存在的权利价值，计量维度与产权维度之间存在深层冲突。

（三）价值与成本的弱相关性

数据资产的价值由未来驱动，与历史投入之间关联微弱。传统资产评估中，房屋设备的建造成本可在一定程度上解释其当前价值，历史投入与未来收益之间存在可验证的相关路径。数据资产截然不同，一组客户消费数据今日的价值不取决于三年前采集时的存储加工成本，而取决于未来算法能否从中识别新的消费趋势、未来业务系统能否持续调用并产生决策收益、未来市场是否存在对该类数据的有效需求。历史投入锚定于过去，价值生成却指向未来，二者在时间维度上关联性较弱。

价值的动态波动与成本的静态锚定之间难以匹配。数据价值具有突变性和易变性，技术进步可使数据集价值骤降，政策导向变化也可使其价值跃升，而投入成本却相对稳定。静态成本与动态价值之间不存在稳定的对应关系，成本法以投入成本为基准的估值逻辑在此失去解释力。

当期投入的对象归属不清，成本与价值难以精准挂钩。成本法要求明确区分资本化支出与费用化支出，但数据资产的当期投入往往具有双重性质，企业今日对客户数据集的投入，究竟是对原有数据的维护更新以保持时效性，还是通过叠加新字段、新标签、新维度创造了具有独立价值的新资产，边界在持续操作中不断模糊。投入性质难以清晰判定，成本归集缺乏标准，成本法试图以投入成本解释资产价值的逻辑前提在此受到削弱。

（四）合规不确定性与确权成本

确权制度的模糊性，使合规成本既难以计量，又难以对应价值增量。我国数据产权登记尚处试点阶段，登记步骤、材料要求与费用标准均未统一，确权成本在发生时间、金额与归属对象上均难以确定。更为关键的是，登记并非数据交易的法定前置条件，企业完成登记后仍需通过合规审查、质量评估等多重门槛方可进入流通，登记行为本身并不自动打开价值实现通道。进一步而言，登记仅完成权属确认这一程序性事项，并不改变数据的内在质量、应用场景或市场需求，本质上属于制度性合规成本，而非直接创造经济利益的资本性投入。因此，确权成本投入与价值增量之间缺乏稳定传导路径，成本法以投入决定价值的逻辑在此难以成立。

合规风险具有跳跃式特征，成本法的线性贬值模型对此无从应对。隐私法规、跨境流动限制等约束一旦收紧，数据资产价值可能在极短时间内大幅贬损甚至归零，触发时点与影响幅度在评估前均难以预判。成本法以历史成本为静态锚点，依线性模型逐步扣减价值，隐含假设是资产价值随时间均匀递减。但合规风险并非渐进损耗，而是在特定事件触发下的突然断裂，线性模型的平缓递减路径无法覆盖这种断崖式变动。评估师在评估时点难以将潜在合规风险纳入价值调整，往往只能被动等待损失发生后进行追溯处理。

（五）价值变动与成本法计量基础的冲突

数据资产不因使用而贬值，反而在流通中沉淀价值，价值变动方向与成本法递减假设相悖。传统资产遵循越用越旧、价值递减的规律，成本法据此建立线性折旧模型。但数据资产的非竞争性特征使其可被多主体并行使用而不损耗，每一次调用和分析都可能沉淀新洞察、提升匹配精度，使用频率越高，价值积累越厚。成本法假设资产随使用逐步贬值，数据资产却表现为越用越有价值，价值生成逻辑与价值递

减模型之间存在方向性冲突。

数据资产的贬损源于时效性丧失，呈跳跃式特征，价值衰减方式与成本法线性模型不符。固定资产的价值衰减相对均匀，可预测、可分段计量。数据资产则不同，技术迭代可能使数据集瞬间失去分析价值，信息过时可能使客户画像数据骤然失效，贬损不是渐进磨损而是断崖式断裂。成本法以线性模型逐步扣减价值，而这种渐进式折旧与数据资产突发性失效之间，本质上是计量逻辑与价值规律的根本错配。

融合复用带来的动态增值，使成本法的静态工具属性难以适配。零散数据集经有机结合与关联分析，可能释放超出单一数据集总和的商业洞察，即 1+1>2 的协同效应；同一份数据反复应用于不同场景，边际成本趋近于零而复合收益持续累积。成本法作为单项、静态的评估工具，基于单一资产在评估时点的成本投入进行估值，无法捕捉跨资产协同与时序复用带来的动态增值。

综上，成本法以单一数值锚定资产价值，隐含前提是成本与价值之间存在稳定的一一对应关系。但数据资产的价值随场景嵌入而多元分化，随权属配置而并行演化，随未来预期而动态变化，随外部约束而跳跃波动，随融合复用而持续增值。成本投入是唯一的、静态的、确定的，价值表现却是多元的、动态的、开放的，一维锚点与多维价值之间不存在稳定映射。这种错位不是技术环节的局部缺陷，而是价值逻辑层面的结构性冲突，成本法在数据资产领域的适用基础由此全面动摇。

五、结语

本文从技术前提与价值属性两个维度展开分析，发现成本法在数据资产评估中面临双重困境。在技术维度上，成本核算记录存在制度断层，重置成本估算缺乏可行基础，调整系数设计又难以保证客观性，三个环节相互叠加，成本法的评估逻辑已无法自洽。在价值维度上，数据资产的场景依赖、三权分置、法律合规不确定性、价值与成本的弱相关性以及非线性变动等特征，与成本法静态、线性的唯一性计量逻辑形成深层冲突。这些困境并非方法层面的技术瑕疵，而是成本法适用前提与数据资产价值属性之间的根本性错位。

基于上述判断，成本法不宜作为数据资产评估的首选或主导方法，应重新定位为辅助参考，仅在收益法、市场法严重受限时提供价值底线参照，或用于交叉验证其他方法的合理性。当然，上述分析主要针对成本法作为主导方法的普遍适用性，对于外购取得、成本边界清晰且应用场景单一的标准化数据资源，成本法仍可作为初始计量或底线参照，但其主导地位应予让渡。这一调整并非否定成本法在传统资产评估中的价值，而是承认数据资产的价值嵌入于应用场景、权利配置与未来预期之中，而非沉淀于历史投入，若继续以成

本主导估值，势必导致方法论误用。

成本法由主导评估方法转为辅助参考工具，意味着评估逻辑需从成本锚定向价值发现转换。短期应着力完善收益法的收益剥离技术与市场法的案例基础建设，长期则需探索适应数据非竞争性、场景依赖与权属分置特性的新型计量路径，以回应数字经济对资产评估理论的深层挑战。

【参考文献】

[1] 朱扬勇，叶雅珍. 从数据的属性看数据资产[J]. 大数据，2018，4(06)：65-76.

[2] 刘悦欣，夏杰长. 数据资产价值创造、估值挑战与应对策略[J]. 江西社会科学，2022，42(03)：76-86.

[3] 申卫星. 论数据产权制度的层级性：“三三制”数据确权法[J]. 中国法学，2023，(04)：26-48.

[4] 赵治纲，曾家瑜，刘奕忻. 企业数据资产价值特征和属性的系统探究[J]. 会计之友，2024，(20)：128-134.

[5] 汪小龙. 确权、估值与入表：我国企业数据资产化及其实践成效[J]. 深圳大学学报（人文社会科学版），2024，41(06)：82-92.

[6] 关会娟，许宪春，陈丹丹. 数据资产核算范围、核算方法与统计调查方案研究[J]. 统计研究，2025，42(03)：3-15.

[7] 高华，姜超凡. 应用场景视角下的数据资产价值评估[J]. 财会月刊，2022，(17)：99-104.

[8] 罗玫，李金璞，汤珂. 企业数据资产化：会计确认与价值评估[J]. 清华大学学报（哲学社会科学版），2023，38(05)：195-209+226.

[9] 李永红，张淑雯. 数据资产价值评估模型构建[J]. 财会月刊，2018，(09)：30-35.

[10] 刘峰，袁红，苏雅拉巴特尔，等. 再论财务报告的目标——兼评《企业数据资源相关会计处理暂行规定》[J]. 会计研究，2023，(04)：3-15.

[11] 程小可. 数据资产入表问题探讨：基于国际财务报告概念框架的分析[J]. 科学决策，2023，(11)：67-75.

[12] 张俊瑞，危雁麟. 数据资产会计：现状、规制与展望[J]. 财会月刊，2023，44(12)：3-11.

[13] 胡伟. 企业数据资源资产化：理论机制、实践基础与政策选择[J]. 财会通讯，2024，(03)：13-19+157.

[14] 仇晓洁，周欣怡. 企业数据资产化：机理、路径与挑战[J]. 会计之友，2025，(02)：18-24.

[15] Hohfeld W N. Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning[J]. Yale Law Journal, 1913, 23(1): 16-59.

营运资金中外差异及匹配分析和预测模型研究*

文/王进江　孙钰

【摘要】净营运资金变动是收益法中现金流量的构成要素，中外评估对营运资金构成及处理不尽相同，并对各自观点进行了分析。营运资金实质是经营业务在一定风险下所需必要周转资金，其预测前需进行必要的调整，且其预测表是资产负债表和现金流量表间的桥梁。营运资金与价值类型、假设前提等要素间应匹配一致，并指出了评估实务中营运资金预测存在的若干瑕疵。保有现金内涵是经营对现金的日常即时需求，建立了保有现金预测模型。

【关键词】收益法现金流构成　营运资金中外差异　营运资金匹配瑕疵　保有现金预测模型

*本文已发表在2026年第7期《中国资产评估》。

一、收益法现金流构成及营运资金中外差异和观点

现金流量是收益法中预期收益常采用的口径，净营运资金变动是现金流量的重要构成要素，不论是企业自由现金流量（公式 1-1）还是权益自由现金流量（公式 1-2）或是国际上常使用的再投资额（公式 1-3）指标。

用的再投资额（公式 1-3）指标。

FCFF=EBIT×（1-t）+DA-CE-NC （1-1）

FCFE=NI+ND+DA-CE-NC （1-2）

再投资额=（CE-DA）+NC （1-3）

式中：FCFF—企业自由现金流量；FCFE—权益自由现金流量；DA—折旧摊销；CE—资本性支出；NC—净营运资金增加额；NI—净利润；ND—净付息债务增加额。

（一）营运资金构成的中外差异

我国企业价值评估中，营运资金通常含有保有现金，如王秀和罗丽（2020）[1]指出营运资金包括最佳现金持有量。国际企业价值评估中，营运资金通常不含保有现金，如达摩达兰（2010）[2]指出“无论公众公司还是私人公司，其账面都会有被视为非营业资产的资产，这类资产的第一种，也是这类资产最明显的例子就是现金和准现金投资”，又如实用投融资分析师教材（2011）[3]指出“营运流动资金（OWC），是指经营性流动资产减去经营性流动负债，与通常财务分析中的营运资金概念不同，财务模型中的营运流动资金不包括货币资金和交易性金融资产等与公司主营业务无关的流动资产，也不包括短期借款和应付股利等与融资活动相关的流动负债，通常营运流动资金包括存货、应收款项、预付款项、应付款项和预收款项等”。中外对于营运资金构成的差异主要在于是否含保有现金。

（二）现金的持有动机及两种分类和低效观点

不同的公司尤其是不同类型的公司以及同一公司基于不同目的在不同的时间内，持有现金的数量和比例不尽相同甚至差异较大。达摩达兰（2010）[2]指出公司持有现金的动机有经营（交易）动机、预防动机、未来的资本投资、战略性现金持有和管理层兴趣，其中预防动机的变量有经济波动性、经营波动性等。

达摩达兰（2010）[2]指出由于现金持有的动机不同，实务中最常见的分类方法是将现金余额分为经营性现金余额与超额现金；从估价的角度看，更有用的分类方法是，按照现金被投资于何处，将现金分为损耗现金与非损耗现金。损耗现金即被投资于低于市场利率如国债收益率的现金，反之为非损耗现金；损耗现金被视为营运资本一部分，但国际财务模型中营运流动资金（OWC）通常不含现金。

（三）现金的两种处理方法与贡献观点

达摩达兰（2010）[2]指出在折现现金流估价法中有两种方法可以将现金及交易证券纳入考虑范围之内，一个是将其并入公司经营性资产中（合并估价法），另一个是分别对经营性资产和现金及交易证券进行估价（分别估价法），通过分析我们认为，后一种方法是更可靠的，导致错误的可能性更小。我们认为合并估价法的处理会导致错误的理由源于，现金获取的收益率小于公司经营性资产适当的权益成本，经折现后现金的价值将大打折扣，而一般情况下认为，现金不应该折价。

作者认为，保有现金相对于经营性资产运营实现的现金流，属于贡献资产，即保有现金对现金流是有贡献的，若经营性资产组中没有保有现金，与现金流相对应的经营性资产组是不完整的，是不能独立产生现金流的，虽然保有现金是低效的，但不能孤立看待现金，含保有现金的经营性资产组才是有机并独立的整体。

二、营运资金实质及调整内容和财报衔接关系

营运资金净增加额是企业价值收益法评估采用现金流折现模型中减项，营运资金又称循环资金，常表述为企业用于日常经营活动资金或所需资金或占用的全部周转资金，定义为流动资产减去流动负债净额，其中流动负债不含融资借款等。

（一）营运资金的实质和预测前调整内容

企业日常业务包括预期或相对持续经营业务、临时或偶发等非持续或非经营业务，现金流折现模型通常应用于经营尤其是持续经营业务，笔者认为，将营运资金表述为对应业务在一定风险下日常经营所需必要周转资金更能体现出营运资金实质，不同风险的折现率及对应营运资金应不尽一致。必要营运资金源于从当期生产或劳务到现金流入周期内所需现金流出金额，因对于不同行业及模式业务来说这个周期不尽一致，故对应营运资金占用水平也不尽一致。

为准确、合理地预测与经营业务相匹配的必要营运资金占用水平，在营运资金预测前，应对资产负债表、利润表、现金流量表三张财报进行与营运资金相关的必要调整，因被评估企业以往和基准日账面及报表反映的营运资金可能不一定是该企业相应期间必要营运资金占用的实际水平，故调整内容至少两个方面，一是对与预期经营业务现金流形成无关的其它经营及非经营业务相关资产负债和相关损益的调整，如对临时或偶发或非经营性业务配置资产负债和损益的剥离；二是对超过正常经营周转所需资产负债和损益的调整，如账面上较高的应收款项和存货占用额可能有一部分是没有参与相应期间正常周转的历史遗留款项和超储积压库存，又如相应期间按正常商业信用应付但由于资金短缺等原因而拖欠的相应款项。上述调整应在清查

核实及企业访谈和相应财务报表分析基础上结合评估要素等后综合确定，同时笔者认为，调整应有借贷平衡分录和衔接匹配记录，这有利于规避可能的遗漏和重复。

（二）营运资金预测表与财务报表间的衔接关系

营运资金依赖于资产负债表中的流动资产与流动负债，资产负债表反映在报表日的时点存量，利润表是基于权责发生制反映企业经营状况，现金流量口径是基于收付实现制反映企业经营状况，各财务报表间是衔接匹配的，营运资金预测表是预期资产负债表科目和预期现金流量表科目之间的桥梁。现金流量表主表包括经营活动、投资活动、筹资活动等三部分产生的现金流量，从净利润调节到经营活动现金流量是现金流量间接法的编制，其中净营运资金增加额是重要构成，如经营性应收项目的减少额和存货的减少额以及经营性应付项目的增加额表示现金流量流入，反之则表示现金流量流出。对一般企业，营运资金公式通常为：

$$WC=MH+OWC \quad (2\text{-}1)$$

$$OWC=（LA-BC-NA）-（BD-FI-ND） \quad (2\text{-}2)$$

$$FCFF=MC-CE \quad (2\text{-}3)$$

$$NC=CI+RI+GI-PB \quad (2\text{-}4)$$

式中：WC—营运资金；MH—保有现金；OWC—非现金营运资金；LA—流动资产；BC—货币资金；NA—非经等流动资产调减；BD—流动负债；FI—融资借款；ND—非经等流动负债调减；MC—经营活动现金流净额；CI—保有现金增加额；RI—经营性应收项目增加额；GI—存货增加额；PB—经营性应付项目增加额。

三、营运资金及与价值类型等匹配及实务瑕疵

评估目的、评估对象、价值类型、评估基准日、评估假设、评估方法是影响评估结论的六大要素，尤其是价值类型。国际评估准则理事会（2024）[4]发布的《国际评估准则》提出，价值类型描述了报告中价值所依据的基础假设或要求，其可能影响或决定评估师对于方法、输入和假设的选择，以及最终价值。根据前述准则内涵，笔者认为，不同价值类型下对应的营运资金预测金额应是不尽一致的。

（一）营运资金预测与价值类型间的衔接匹配

企业业务持续运营下，我国评估准则中市场价值、投资价值、在用价值是较常采用的，以下就三种价值类型与营运资金预测数据间如何衔接匹配进行分析。

市场价值：市场价值是自愿买方和自愿卖方在各自理性行事、适当的市场营销的公开交易市场上谈判达成的、反映最佳用途的价格，相关的参数输入值应是市场参与者总体的共同认知即平均水平，包括营运资金预测的占用水平。

投资价值：投资价值是明确的交易双

方基于特定目的、考虑协同效应和投资回报水平的情况下标的资产具有的，相关的参数输入值应是针对特定交易者所具有或期望的，不同投资者的输入值不尽相同，营运资金预测应与之衔接匹配。

在用价值：在用价值是将标的资产按其正在使用方式和程度及其对所属企业、资产组的贡献价值，预计现金流现值相当于在用价值，相关的参数输入值应是所属企业、资产组自身水平，营运资金预测应基于这个自身水平。

（二）营运资金预测中的实务瑕疵

1.保有现金确定存在两个瑕疵。一是保有现金大多简单按期间付现成本的 1 个月或以上月数或货币全额确定；二是年度付现成本简单按照成本费用减折旧与摊销或成本费用减折旧与摊销减全部原材料成本等确定。

2.营运资金必要调整不足。营运资金预测前的调整大多仅为非经部分，如关联往来、留抵进项税等，对相关资产或负债经勘察出的超额占用的必要调整、营运资金的清查核实与评定估算间衔接匹配和营运资金实质反映不足。

3.预测期周转率简单不变。营运资金相关科目周转率代表对应资产或负债的运营效率，随管理假设、计划措施、经营阶段和规模大小等差异而不尽一致，预测期周转率简单按照历史期平均或基准日等某期并保持不变是有较大瑕疵的。

4.营运资金缺少与现金流量表的关联。营运资金相关科目或变动是现金流量表间接或直接法的构成部分，目前在营运资金预测后，有部分会链接并形成预测期资产负债表，但较少有链接并形成预测期现金流量表，这对清楚解释很重要。

5.价值类型对营运资金预测影响欠考虑。如收购目的的市场价值与投资价值间、与财报目的的可收回金额间，对各自营运资金预测数据的影响考虑是欠缺的。

四、非现金营运资金归并与综合量化预测模型

对于一般企业，不含货币资金的经营性流动资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产等，不含融资借款的经营性流动负债包括应付票据、应付账款、预收款项、合同负债、应付职工薪酬、应交税费等，经营性营运资金还包括在其他应收款、其他流动资产、其他应付款、其他流动负债中与经营性业务相关的内容。笔者认为，非现金营运资金预测时，应基于其本质遵循重要性原则，对非重要的内容根据其性质进行必要的归并可能更为合理。

（一）营运资金（OWC）的预测途径

王秀和罗丽（2020）[1]指出目前在企业价值评估实务中营运资金的预测一般有两种途径，综合分析途径和分项预测途径，综合分析途径是基于营运资金与营业收入之间的比例关系来预测营运资金，这种方

法的前提是营运资金与营业收入高度相关；分项预测途径是分别对经营性流动资产和经营性流动负债的各组成项目进行预测，进而预测营运资金的途径。

（二）营运资金（OWC）的综合分析途径

国家金融监督管理总局（2024）[7]《流动资金贷款管理办法》明确，流动资金贷款需求量应基于借款人日常经营周转所需营运资金与现有流动资金的差额（即流动资金缺口）确定，营运资金需要量的公式为：

$$WCQ=S_0\times(1-SI_0)\times(1+g)/WCT \quad (4\text{-}1)$$

$$WCT=360/(Iy+Ry-Ay+Py-Dy) \quad (4\text{-}2)$$

式中：WCQ—营运资金量；S_0—上年度销售收入；SI_0—上年度销售利润率；g—预计销售收入年增长率；WCT—营运资金周转次数；Iy、Ry、Ay、Py、Dy—存货、应收账款、应付账款、预付账款、预收账款周转天数。

五、现金持有影响及付现成本和保有现金预测模型

现金持有量的影响因素包括折现模型考虑、季节性考虑、赊销政策考虑、行业类型特点、交易规模考虑、波动性考虑等。折现模型如陈瑶云等（2023）[5]指出付现成本中利息支出是否应与现金流测算模型口径一致；行业类型如零售业、制造业等，其现金导向或信用导向不尽相同；交易规模如达摩达兰（2010）[2]指出如果公司的收入大部分是由大量小额交易带来的，那么与利用少量大额交易产生收入的公司相比会更需要现金。达摩达兰（2010）[2]指出确定经营性现金持有量是很困难的，通常可以按照一般规则、行业平均、跨行业回归分析等 3 种方法进行估计，其中一般规则即经营性现金是销售收入 2%，与我国目前常按一个月付现成本估计类似。笔者认为，对于不同行业和模式企业其保有现金占用水平应是不尽一致的，1 个月付现成本等或销售收入 2%的客观依据都不充分。

（一）年度付现成本的计算

企业的年度成本费用最终都是要付现的，只是付现的时间和付现的方式不同而已，包括在业务发生时支付、因赊购而跨期支付、先资本性支出然后摊折等，故年度付现成本与赊购状况及摊折费用紧密相关，营运资金中保有现金内涵是经营对现金的日常即时需求。对于应付账款等应付款项（注：在此还包括应付票据、合同负债、应付职工薪酬、应交税费等），年末小于年初的金额表示现金支出的净增加，反之表示现金支出的净减少。年度付现成本在年度成本费用合计基础上，除折旧与摊销调整外，还应考虑预付赊购等净变动调整，企业现金流下：

T=营业成本+税金及附加+销售费用+

管理费用+研发费用+财务费用-折旧与摊销+预付账款等净增加额-应付款项等净增加额 （5-1）

式中：T—年度日常经营性付现成本；财务费用—对于企业现金流，除利息收支外的其它财务费用，对于权益现金流则应考虑利息支出。

（二）最佳现金持有量的量化模型

最佳现金持有量的模式主要有存货模式、随机模式、成本分析模式及现金周转模式，其中存货模型应用了存货经济订货量模型的原理，现金持有量是使机会成本与短缺成本（注：可替换为交易成本）组成的总成本最低；程翔（2015）[6]指出随机模型是在现金需求量难以预知的情况下进行持有量控制的方法，根据历史经验和现实需要测算出一个现金持有量的上限和下限；成本分析模式是根据现金有关成本分析其总成本最低时现金持有量，一般考虑企业持有现金的机会成本、管理成本和短缺成本，类似于存货模型；现金周转模式是按现金周转期来确定最佳现金余额，现金周转期指现金从投入生产经营开始到最终转化为现金所排序要的时间。公式如下（注：5-2 为存货模型、5-3 至 5-5 为随机模型、5-6 至 5-8 为现金周转模式）：

$$R^2=(2\times T\times F)/K \quad (5\text{-}2)$$

$$R=\sqrt[3]{\frac{3b\delta^2}{4r}}+L \quad (5\text{-}3)$$

$$H=3R-2L \quad (5\text{-}4)$$

$$\delta=\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(x_i-\mu)^2}{n}} \quad (5\text{-}5)$$

现金周转天数=Iy+Ry-Ay+Py-Dy （5-6）

CCC=360/现金周转天数 （5-7）

最佳现金持有量=年度现金需求量/CCC （5-8）

式中：R—最佳现金持有量；T—一定期间内的现金需求量；F—每次出售有价证券的交易成本（注：每次的量为 T/R）；K—持有现金的机会成本率；b—每次出售有价证券的交易成本；δ—预期每日现金余额变化的标准差；r—有价证券的日利息率；L—最低现金持有量；H—最高现金持有量；x_i—第 i 期的现金余额；μ—总体均值（注：即 x 的均值）；n—数据总量（注：即 x 的数量）；CCC—现金周转次数。

（三）营运资金中保有现金预测模型

企业实际经营中的最佳现金持有量不同于收益法现金流构成中营运资金的保有现金，企业实际经营中的最佳现金持有量包括对资本性支出的需求等，营运资金中的保有现金是特指日常经营性的最佳现金持有量。笔者认为，最佳现金持有量的存货模式、随机模式、成本分析模式可应用于企业实际经营中，这三个模型在一般企业的收益法现金流评估模型中因通常将交易性金融资产等有价证券作为非经营性资产处理而不宜直接采用，基于现金周转模式假设整个经营均采用信用方式故营运资

金中的保有现金宜以现金周转模式为基础确定。基于保有现金除了一定天数的付现成本外还应包括用于开具应付票据、信用证等所需的必要保证金等，故保有现金的确定模型采用公式（5-3）的形式，其中公式（5-3）的第一部分根据现金周转模式确定、公式（5-3）的第二部分 L 根据企业每日的 T、必要保证金等因素确定，其中第一部分的 CCC 考虑日常经营性付现成本波动率。

MH=T/CCC+L=T/CCC+T/360+SD

（5-9）

式中：SD—必要保证金等。

六、营运资金预测结果的合理验证及与财务报表衔接

营运资金预测初步完成后，应进行营运资金预测结果合理与否的验证，合理性验证包括三个方面，一是比较营运资金相关科目预期占用水平与可比上市公司、财政部企业绩效评价的相应指标差异，分析差异合理性；二是与企业历史比较，分析趋势合理性；三是与财务报表衔接，通过财务报表预测与配平，分析结果合理性。若验证后存在不合理，需根据匹配要求和影响因素进行相应调整。前两个方面的验证宜于理解和操作，以下就第三个方面验证方法和逻辑进行阐述。

（一）使用间接法编制现金流量表

资产负债表有平衡关系，而利润表和现金流量表自身没有平衡关系，但配平资产负债表最常用的方法是采用间接法编制现金流量表，根据现金流量表的计算结果来平衡资产负债表。实用投融资分析师教材（2011）[3] 指出现金流量表体现的是非现金资产、负债和股东权益变化引起的现金流入或者流出，间接法是根据资产负债表中资产（不包括货币资金）、负债和股东权益的变化来编制。其中：

净现金流量增加（资产）=期初资产-期末资产

（6-1）

净现金流量增加（负债或权益）=期末负债或权益-期初负债或权益

（6-2）

间接法编制现金流量表的三步骤，第一步根据资产负债表写下所有科目（除货币资金）变动，并注意某科目变动是导致现金流入还是流出；第二步对上步变动项目合并或拆分，以满足间接法编制现金流量表需要；第三步根据经营活动、投资活动和融资活动（未考虑当年新增融资缺口）现金流量对上步项目归类，其中：

MC=NI+DA+（PB-RI-GI）+长期经营性负债增加

（6-3）

融资缺口前期末现金=当年净现金流+期初现金=（MC+投资活动现金流净额+融资活动现金流净额）+期初现金　　（6-4）

（二）货币资金及融资缺口计算和配平资产负债表

根据现金流量表计算结果，若融资缺

口前期末现金大于所需现金（保有现金），则多出部分记为多余现金（溢余资金），否则记为融资缺口。实用投融资分析师教材（2011）[3]指出年底现金有三种常用的计算方法，第一种是用融资缺口前期末现金加融资缺口，第二种是用所需现金加多余现金，第三种是融资缺口前期末现金与所需现金二者中的较大值，三种方式的计算结果是完全相同的。

利用年底现金（货币资金）和融资缺口（负债科目）来配平资产负债表，在预期某年期末的货币资金和融资缺口科目处引用与之对应的数据，同时在资产负债表最后加平衡测试行，平衡测试行的数据等于资产总计减负债及权益总计，若预期某年期末的平衡测试行不为 0 则迭代循环。实用投融资分析师教材（2011）[3]指出循环引用产生的过程：期末的现金余额和融资缺口影响当期的利息收入和利息费用计算结果，从而影响当期的净利润，而净利润作为现金流量表中计算经营活动现金流的基础影响当期净现金流，最后影响期末的现金余额或融资缺口。

在配平的预期资产负债表后，形成了企业包括资产负债表、现金流量表和利润表等较完整的预期财务报表，可进行一些重要财务指标的合理性分析。实用投融资分析师教材（2011）[3]指出财务结果分析有两个作用：一是可以对公司的经营状况有一目了然的认识；二是从中发现一些不合理的结果，根据该结果追本溯源，找到不合理的假设数字甚至是不合理的模型结构，从而对模型进行调整。笔者认为，合理与否分析还包括对当年新增融资缺口的融资能力可行性分析。

七、某企业的保有现金及营运资金预测案例

收购目的涉及对 A 企业的股东全部权益价值进行评估，评估基准日 2022 年 6 月 30 日，价值类型市场价值，本案例为收益法评估中的现金保有量及营运资金预测，近三年 1 期的流动资产及流动负债见表 1。

表 1　A 公司基准日流动资产及流动负债一览表（单位：万元）

项目	编号	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30
一、流动资产合计	B	136 038.39	150 670.29	164 230.97	179 333.32
货币资金	B1	27 964.10	39 872.86	28 612.82	37 161.14
交易性金融资产	B2	500.00			200.00
应收票据	B3	14 250.63	19 685.98	16 132.87	11 561.53
应收账款净额	B4	41 160.47	41 779.88	52 134.52	55 610.66
预付账款	B5	1 401.50	2 506.60	1 667.98	3 351.18
其他应收款净额	B6	30 267.45	18 275.07	28 464.90	28 997.33

项目	编号	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30
存货净额	B7	18 662.34	26 615.04	36 460.37	42 334.21
其他流动资产	B8	1 831.91	1 934.87	757.52	117.27
二、流动负债合计	C	217 100.01	157 473.11	178 016.28	183 508.31
短期借款	C1	17 000.00	32 040.63	37 035.50	46 148.85
应付票据	C2	9 397.14	9 508.27	15 800.59	19 258.98
应付账款	C3	55 740.54	53 194.61	52 383.49	56 287.31
预收账款	C4	334.50	220.90		
合同负债	C5		904.39	1 578.99	1 957.44
应付职工薪酬	C6	3 634.71	4 586.32	5 344.70	3 604.25
应交税费	C7	2 373.82	4 008.07	2 167.50	2 443.66
其他应付款	C8	128 619.30	49 185.54	38 491.49	39 412.63
一年到期的非流动负债	C9			20 005.14	9 471.15
其他流动负债	C10		3 824.38	5 209.89	4 924.04

（一）财报调整及归并和经营性非现金营运资金占用

财务报表与非现金营运资金剔除调整为资产负债表中交易性金融资产、其他应收款和其他应付款的关联往来等、其他流动资产和其他流动负债的溢余税费等，利润表中其他收益、投资收益、资产减值和信用资产减值损失、资产处置收益以及与调整相关的利息费用和利息收入，现金流量表中与资产负债表、利润表调整相关部分，调整后非现金营运资金项目按重要性归并简表见表 2。

根据表 2 计算的经营性非现金营运资金周转次数见表 3，其中 2019 年的非现金营运资金相关科目为当年期末数据、2020 年 12 月—2022 年 6 月为期初期末平均数据，2022 年主营业务收入、主营业务成本为根据 1—6 月线性外推的全年数据。

A 近三年 1 期经营性非现金营运资金周转次数的离散系数均小于 30%，其中 B7 和 C2 近三年 1 期的周转次数是趋势下降的，且这二项的离散系数也是最大的。

（二）非现金营运资金的预测

本项目的非现金营运资金预测采用分项预测途径，周转次数取值以表 3 的历史数据为基础，其中 B3、B4、C3、C4 的预测周转次数取值为平均值，B7 取值为近 1 年 1 期均值 3.99 次，C2 取值为近 1 年 1 期均值 10.12 次，预测结果见表 4。

（三）保有现金的预测

根据表 3 计算的近三年一期现金周转天数分别为（-）12.85 天、（-）17.74 天、6.47 天、18.11 天，其中评估基准日当期是根据 1-6 月线性外推的全年数据计算存在一定的瑕疵，通过与行业可比数据对比分析，笔者认为在 2021 年 6.47 天基础上考

虑一定的波动性取值为 10 天来进行预测相对稳妥。经对近一年 1 期各月日常经营现金支出的波动性分析其波动率约为 30%，根据公式（5-1）预测的现金成本、根据公式（5-9）预测的保有现金见表 5。

（四）结果差异的分析

该案例原评估结果为 31.46 亿元，非现金营运资金、日常经营性保有现金按照本文参数、模型调整后后评估结果为 31.27 亿元，调减了 0.59%，看似差异不大，实质上是几个不同方向调整相抵后的结果。一是付现成本的调整，原付现成本在减折旧与摊销外将生产成本中的原材料全额减除，笔者认为在减折旧与摊销外调整的应是预付、应付款项的年度变动净额；二是原周转保有现金是按照 1 个月付现成本，笔者在对该企业现金周转天数分析后认为是 11 天的付现成本；三是原存货、应付票据是按照近三年 1 期平均值取值预测的，笔者分析趋势后认为近一年 1 期平均值取值预测更为合理。

表 2　A 公司经营性非现金营运资金简表（单位：万元）

项目	编号	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30
应收票据	B3	14 250.63	19 685.98	16 132.87	11 561.53
应收款项净额	B4	20 063.83	29 121.64	38 128.35	45 685.39
存货净额及预付	B7	18 662.34	26 615.04	36 460.37	42 334.21
应付票据	C2	9 397.14	9 508.27	15 800.59	19 258.98
应付款项	C3	55 740.54	53 194.61	52 383.49	56 287.31
预收账款及其他	C4	6 343.03	8 815.29	7 512.20	6 047.94

表 3　A 公司经营性非现金营运资金周转次数表

项目	单位	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31	2022-6-30	平均值	离散系数
应收票据	次	12.01	10.75	11.14	14.05	11.99	12.28%
应收款项净额	次	4.16	4.32	4.13	3.55	4.04	8.36%
存货净额及预付	次	6.98	5.30	4.45	3.52	5.06	29.06%
应付票据	次	14.90	13.80	11.83	8.41	12.24	23.29%
应付款项	次	2.51	2.23	2.42	2.31	2.37	5.24%
预收账款及其他	次	26.97	24.06	24.45	28.70	26.04	8.40%

表 4　A 公司非现金营运资金预测表（单位：万元）

项目	2022-7-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
应收票据	20 638.24	27 733.73	31 195.20	35 880.89	39 725.01	41 813.70
应收款项净额	61 260.02	82 321.41	92 595.99	106 504.42	117 914.83	124 114.67

项目	2022-7-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31	2027-12-31
存货净额及预付	47 433.15	64 029.04	73 596.60	83 949.75	93 341.78	98 718.77
应付票据	18 701.41	25 244.89	29 016.84	33 098.77	36 801.75	38 921.73
应付款项	79 858.72	107 800.66	123 907.64	141 338.26	157 150.74	166 203.47
预收账款及其它	9 489.73	12 764.43	14 357.57	16 514.15	18 283.41	19 244.73

表 5　A 公司日常经营性保有现金预测表（单位：万元）

项目	2022.7-12	2023.1-12	2024.1-12	2025.1-12	2026.1-12	2027.1-12
年度付现成本	114 520.56	246 384.25	303 218.69	353 573.72	402 677.04	436 034.99
现金周转次数	18	36	36	36	36	36
周转保有现金	6 362.25	6 844.01	8 422.74	9 821.49	11 185.47	12 112.08
每日付现成本	636.23	684.40	842.27	982.15	1 118.55	1 211.21
应付票据保证金	4 918.95	6 640.04	7 832.16	8 705.81	9 679.79	10 237.40
保有现金	11 917.42	14 168.45	16 897.18	19 509.45	21 983.81	23 560.91

【参考文献】

[1] 王秀，罗丽. 关于采用收益法进行资产组商誉减值测试中营运资金测算方法的探讨[J]. 中国资产评估，2020(12)：23-27.

[2] [美]艾斯沃斯·达摩达兰. 达摩达兰论估价：面向投资和公司理财的证券分析（第 2 版）[M]. 罗菲，主译. 大连：东北财经大学出版社，2010：95-99、303-339.

[3] 实用投融资分析师认证考试教材编写组. 估值建模[M]. 北京：中国金融出版社，2011：96-237.

[4] 国际评估准则理事会. 国际评估准则（2025 年 1 月 31 日生效）[M]. 中国资产评估协会，译. 北京：中国财政经济出版社，2024：18-32.

[5] 陈瑶云，白植亮，周越. 关于收益法营运资金若干问题的思考[J]. 中国资产评估，2023(12)：46-53.

[6] 程翔. 财务决策模型：应用场景与 EXCEL 实现[M]. 北京：清华大学出版社，2015：392-519.

[7] 国家金融监督管理总局. 流动资金贷款管理办法：2024 年第 2 号[A]. 2024 年 1 月 30 日.

重整投资人视角的评估思路和关注点*

文/高文忠　王进江

重整针对的是可能或已经具备破产条件但仍具备重整价值和再生希望的企业，兼具债务清理与企业拯救两大核心功能。从债务清偿维度来看，债权清偿率是所有利益相关方核心关注指标，也是衡量困境企业是否具备重整价值的重要依据。从企业拯救维度来看，顺利引入重整投资人、落地增量资金是盘活困境企业的核心。文中重整包括庭内破产重整和庭外困境重组两种类型。

企业陷入经营困境的成因复杂多元，尤其对于大中型企业而言，业务的盲目扩张和资产的低效配置是其主要原因之一。

重整计划的本质是多方协议的重整方案，通常包括基本情况、引入战略投资者、出资人权益调整方案、债权分类及调整方案、债权清偿方案、经营方案、重整计划的执行等，可归纳为有效资产的现时价值、债权人的债权清偿、出资人的权益调整及引战、重整之后的经营方案四个主要方面。

*本文已于2026年9月11日发表在《中国会计报》。

一、业务梳理是客观估算有效资产的前提

处于重整阶段的企业，对现有业务进行梳理、优化和调整是重整工作的必要环节，也是科学制定重整方案的重要基础。若重整完成后，企业仍沿用原有经营模式和组织结构，将大概率再次陷入经营困境。在破产财产清查核实工作中，评估机构可通过其特有的专业性，在核实破产财产权属、存量、质量的基础上，同步完成企业业务体系梳理，为管理人优化重整业务重组方案、出具具备事实依据的专业建议提供核心支撑。

目前，在重整企业破产财产的市场价值、清算价值、偿债能力的评估实务中，仍存在多处规范性瑕疵。

一是市场价值评估同质化问题突出。现有评估体系中重整企业破产财产的估值逻辑，与正常经营企业资产的评估标准无明显区分。重整企业属于“带病经营”主体，区别于优质正常企业，破产财产的市场价值应考虑企业违约风险等带来的资产贬值影响。

二是清算价值评估缺乏差异化考量。当前，估值大多依托市场价值乘以变现率，未结合资产配置效率区分价值差异。实际上，低效资产处置变现率偏低，优质高效资产采用适宜方法处置，其变现率可能较高。评估需针对资产属性差异化判定变现率。

三是偿债能力分析维度单一。实务中仅依托清算价值测算债权变现率，无法覆盖多元场景。

债权清偿的资金来源为企业有效资产变现的现金，主要分为两部分：一是通过业务梳理剥离低效资产，通过对外处置变现获取一次性现金流。此类资产不再纳入企业后续存续经营体系。二是保留优质高效资产并完成业务优化升级，依托存续资产的收益能力，通过招募重整投资人、引入外部投资资金获取增量现金流。评估机构可通过业务梳理识别并分类判定低效资产、待优化资产与高效资产，结合各类资产的核心特性开展差异化评估，客观核定各类破产财产的内在价值。

二、债权实际清偿率是公平的衡量标准

效率与公平是重整制度的永恒追求，贯穿重整工作全流程。其中，债权实际清偿率是直观体现重整公平性的关键指标。清偿率分为名义清偿率和实际清偿率。当前，多数重整方案仅披露名义清偿率，未反映真实清偿状态，甚至掩盖重整过程中的利益分配不公问题，建议重整工作中以实际清偿率作为核心判定指标。

计算实际清偿率依托两大核心基础。一是对破产财产的客观估值。重整的相关各方对评估工作的干预导致资产高估、低估，以及未按资产分类开展差异化估值的不规范操作，都会直接影响债权实际清偿

率的估算精准度。二是统一价值折现时点。实际清偿率计算需严格遵循时点原则。

重整管理人制定重整方案时，需兼顾效率与公平原则，坚守实际清偿率的公平判定标准。评估机构可依托其专业性，为重整程序提供专业化服务，助力提升重整方案的公平性与公信力。

三、投资人视角估算投资价值是成功的关键

投资人视角下，困境企业的破产财产具备潜在投资价值。投资价值是指投资人获取破产财产后可实现的预期综合收益，高于其取得财产所付出的综合成本。投资人参与企业重整本质是市场化投资行为。

重整管理人招募重整投资人是一个利益博弈的过程。最终双方若达成利益博弈的过程，最终双方若达成利益上的均衡，即可实现战略投资落地。双方在博弈前，重整企业会保留价为一低值，低于该价格则不予处置；投资人设定最高投资底价，高于该价格则不予投资，最终双方在价格区间内达成市场化均衡交易价格。

当前实务中，评估机构受管理人委托出具的破产财产清算价值，实质为双方博弈的最低价格底线。但行业内针对投资人视角的资产投资价值专项评估较少。该项评估对重整工作至关重要，不仅能够精准匹配投资人的投资预期，大幅提升投资人招募成功率，还能丰富重整方案的设计维度与选择空间。

四、经营方案可行性是重生的核心支撑

重整方案中的经营方案是实现企业拯救、助力企业重生的核心载体。开展经营方案可行性评估，既能全面提升重整方案的质量，也能有效降低企业重整后二次陷入困境的风险。而可行性评估正是资产评估的核心专业服务范畴。

评估机构开展经营方案可行性评价，主要遵循三大核心步骤。

一是深入了解经营方案完整内容，厘清方案核心模块的编制依据、数据来源与测算逻辑。针对资料短缺、相关方决策处于变动中的情况，评估机构可通过提供专业咨询服务，协助提供多情景的模拟数据，供相关方参考。

二是进行存续业务所属行业外部政策、环境、市场、需求、竞争等的分析，包括可比公司相关数据及其比率，以及存续业务自身历年尤其是正常年份相关数据及其比率。

三是采用收益法对经营方案的预期现金流折现进行估值估算，相关参数参照行业可比和存续业务本身，考虑由目前困境恢复到正常水平所需信用修复等磨合恢复期，并根据估算结果进一步赋能重整方案。



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

图片：姚青思/摄