

非上市公司股权估值指引（2025 年修订）

（经协会第七届理事会第三十二次会议审议通过，2025 年 4 月 25 日

发布，自 2025 年 6 月 1 日起施行）

（中证协发〔2025〕86 号）

第一章 总则

第一条【宗旨和目标】

为规范以公允价值计量的非上市公司股权投资的估值方法，制定本指引。

第二条【适用范围】

本指引适用于证券公司持有的非上市公司股权的估值，既包括普通股投资，也包括包含特殊权益的股权投资（例如优先清算权，赎回权等），但不包括固定收益属性的投资。

第二章 非上市公司股权的估值原则

第三条【估值原则】

非上市公司股权的估值应遵循实质重于形式的原则，综合考虑被评估企业所处的发展阶段、项目退出路径及估值数据的可获取性等因素，并在整体股权价值的基础上，考虑持股比例并结合股权结构、投资协议条款、流动性折扣等因素最终确认。

第四条【主要估值技术概述】

非上市公司股权的常用估值技术包括市场法、收益法和

成本法。

证券公司应根据被评估企业实际情况、市场交易情况及其他可获得的信息，采用一种或多种估值技术，对非上市公司股权进行恰当评估。

第五条【估值技术的选择】

证券公司应当运用职业判断，确定恰当的估值技术。选择估值技术时，至少应当考虑以下因素：

1) 根据可获得的市场数据和其他信息，选取的估值技术是否比其他估值技术更恰当；

2) 选取的估值技术所使用的输入值是否更容易在市场上观察到或者只需作更少的调整；

3) 充分考虑潜在的退出方式，选取的估值技术是否与退出方式匹配；

4) 选取的估值技术得到的估值结果区间是否在其他估值技术的估值结果区间内；

5) 当存在多种估值技术，但估值结果存在较大差异时，应进一步分析存在较大差异的原因，例如其中一种估值技术可能使用不当，或者其中一种估值技术所使用的输入值可能不恰当等；

6) 相同或相似项目的估值技术原则上应保持一致，不得随意变更，但变更估值技术能使计量结果更能代表公允价值的情况除外。

第六条【估值频率及估值数据的获取】

证券公司应至少每半年对非上市公司股权进行估值。

非上市公司股权的估值数据主要包括公司财务数据、近期交易数据、行业行情数据等。证券公司应切实做好投后管理，及时掌握非上市公司经营情况，定期获取估值数据。

估值数据应采用估值日时点能够获取的来源可信、质量可靠的数据，原则上距评估基准日应不超过一年。确实无法获取一年内估值数据的，应审慎评估非上市公司在宏观环境、主营业务、核心技术、经营业绩、市场估值水平等方面的变化，并在充分论证的基础上对估值结果做出相应调整。

第三章 非上市公司股权的估值方法

第七条 【市场法定义】

市场法是利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格以及其他相关市场交易信息进行估值的技术，常用方法包括最近融资价格法、市场乘数法、行业指标法等。

第八条 【最近融资价格法定义及适用范围】

最近融资价格法是以企业最近一期融资价格为基础评估公允价值的方法。采用最近融资价格法评估非上市公司股权公允价值时，应充分考虑时间因素。非上市股权本身是在一年内取得，且交易日后未发生影响公允价值计量的重大事件的，其投资成本原则上可作为公允价值的最佳估计。如果被投资单位近期进行过新一轮融资的，应优先以最近融资价格作为非上市公司股权估值。但以下情况可能导致最近融资

价格不能代表公允价值：

- 1) 新投资与已有投资附带的权利或义务不同；
- 2) 被投资单位的关联方或其他第三方为新投资人提供各种形式的投资回报担保；
- 3) 新投资带来不成比例的稀释；
- 4) 新投资的价格明显低于市场公允价格，例如强迫交易、“救援措施”、员工激励或显失公允的关联交易等；
- 5) 融资价格中包括了新投资人可实现的特定协同效应，或新投资人除现金出资外还投入了其他有形或无形的资源；
- 6) 新投资较上一轮融资时间间隔较短但价格波动较大，或同行业多家上市公司出现新股破发的情况；
- 7) 新投资融资金额过低，或发行对象有限，发行价格不足以代表市场公允价格；
- 8) 近期宏观经济情况、企业相关政策、市场环境及整体估值水平发生重大变化；
- 9) 企业自身发生影响其公允价值的重大事件，例如主营业务发生变化、经营业绩与预期偏离较大、企业发生欺诈或诉讼事件、资不抵债、管理层或核心技术人员发生变动、企业对技术性壁垒的突破等。

若估值日距最近融资日间隔较远，市场环境及企业自身运营情况等已发生较大变化，最近融资价格不宜作为公允价值的最佳估计。评估人员在估值时可依据最能反映企业价值的业务指标自最近融资日至估值日的变化情况，对最近融资

价格进行调整。

若企业或同行业类似企业的老股转让价格与同时期融资价格存在差异，应充分分析其原因并运用到估值中。

第九条【市场乘数法定义及适用范围】

市场乘数法是利用可比公司市场交易数据估计公允价值的方法，包括市盈率法、市净率法、企业价值倍数法等。

市场乘数法适用于存在多家上市公司与被评估企业在业务性质与构成、企业规模、企业所处经营阶段、盈利水平等方面相似，或同行业近期存在类似交易案例的情形；评估人员应获取被评估企业与可比公司价值乘数的相关数据，用于计算估值结果。

第十条【市场乘数法操作步骤】

在使用市场乘数法评估企业价值时，应考虑与计量相关的定性和定量因素，选择恰当的价值乘数，具体操作步骤如下：

第一步：选取可比公司或交易案例。选择可比公司时应考虑业务性质与构成、企业规模、企业所处经营阶段、发展预期和盈利水平等因素；选择交易案例时应选择与评估对象在同一行业或受同一经济因素影响的交易，交易的发生时间与估值日接近。原则上可比公司应大于或等于三家，可比公司确不足三家的，可在充分评估影响的基础上适当放宽选取标准，或在充分评估可比公司数量较少对估值的影响后谨慎使用。

第二步：对所选择可比公司的业务和财务情况进行分析，与评估对象的情况进行比较。

第三步：从市盈率（P/E）、市销率（P/S）、市净率（P/B）及企业价值倍数（EV/EBITDA、EV/EBIT、EV/Sales）等价值比率中选取适合的乘数，并采用可比公司乘数的平均数、中位数等方式计算其数值。价值乘数的选取应依据评估对象所在行业、盈利情况、所处经营阶段等因素确定，并进行必要的调整，调整应考虑的因素包括企业规模和抗风险能力、利润增速、财务杠杆水平等，对高成长性的公司可考虑通过股价平均法或修正平均法调整价值乘数。价值乘数的计算方式（平均数、中位数或其他）的选取应考虑可比公司的数量、可比公司乘数的分布等。

第四步：将价值乘数运用到评估对象所对应的近期财务数据，得到企业股权价值或企业价值（EV）。结果为企业价值的，还应扣除融资性债务，并考虑是否存在非运营资产/负债，得到企业股权价值。

第五步：在企业股权价值的基础上，考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素得出非上市公司股权公允价值。对存在多个业务板块的集团性企业，可拆分不同的业务板块分别进行评估。

第十一条【行业指标法的定义及适用】

行业指标法是指某些行业中存在特定的与公允价值直接相关的行业指标，此指标可作为被投资企业公允价值的参

考依据。

行业指标法适用于行业发展比较成熟及行业内各企业差别较小的情况，一般被用于检验其他估值方法得出的估值结论是否相对合理，而不作为主要的估值方法单独运用。

第十二条【收益法定义】

收益法是将未来预期收益转换成现值的估值技术，常用方法包括自由现金流折现法、股利折现法等。

第十三条【收益法操作步骤】

使用收益法评估企业价值时，应考虑与计量相关的定性和定量因素，预测未来收益，确定折现率，具体操作步骤如下：

第一步：分析历史财务报表。对历史财务报表进行分析，了解评估对象各项收入、费用、资产、负债的构成状况，判断影响评估对象历史收益的各类因素及其影响方式和影响程度，同时对评估对象历史财务报表进行必要的调整。

第二步：预测未来收益。根据评估对象特征，结合宏观政策、行业周期及其他可比企业进入稳定期的所需时间，合理确定预测期。根据评估对象的经营状况、历史经营业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，结合其他相关资料合理预测未来收益。

第三步：确定折现率。综合考虑估值日无风险利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、估值对象的特定风险等因素，测算并确定折现率。

第四步：计算评估对象经营性资产及负债价值。经营性资产及负债价值 = 预测期收益现值 + 永续期收益现值

第五步：如果被评估企业在评估基准日拥有非经营性资产、非经营性负债和溢余资产，评估专业人员应恰当考虑这些项目的影响，并采用合适的方法单独予以评估。在评估模型测算出被评估企业的经营性资产及负债价值后，加上单独评估的非经营性资产、溢余资产的价值，扣除非经营性负债的价值，得出股东全部权益价值或企业整体价值。

第六步：根据上述步骤计算得出企业整体价值后，减去企业融资性债务价值得到企业股权价值。

第七步：在企业股权价值的基础上，考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素得出非上市公司股权公允价值。

第十四条【自由现金流折现法的定义、适用范围及计算公式】

自由现金流折现法是对企业未来的现金流量及其风险进行预期，选择合理的折现率，把企业未来特定期间内的预期现金流量折合成现值的估值方法，通常包括企业自由现金流（FCFF）折现模型和权益自由现金流（FCFE）折现模型。

自由现金流折现法适用于被评估企业经营稳定、未来期间有持续的现金流流入，且能够对未来现金流做出合理预测的情形；评估人员应了解被评估企业未来经营发展，且能合理预测企业的经营情况和发展速度。原则上仅适用于已进入

成熟期或近三年经营性现金流量净额稳定的非上市公司估值，或在谨慎评估运用自由现金流折现法的估值风险后使用。

1) 企业自由现金流 (FCFF) 折现模型

$$\text{企业价值} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + R_{\text{WACC}})^t} + \frac{P_T}{(1 + R_{\text{WACC}})^T}$$

$$P_T = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{R_{\text{WACC}} - g}$$

其中：

FCFF_t : 企业自由现金流

$$= \text{EBIT} \times (1 - T_c) + \text{D\&A} - \text{CAPX} -$$

NWC

EBIT: 息税前利润

T_c : 公司所得税率

D&A: 折旧与摊销

CAPX: 资本性支出

NWC: 净营运资金变动

T: 预测期

R_{WACC} : 加权平均资本成本

P_T : 终值

g: 永续增长率 (现金流长期稳定增长率)

2) 权益自由现金流 (FCFE) 折现模型

$$\text{股东全部权益价值} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + R_E)^t} + \frac{P_T}{(1 + R_E)^T}$$

$$P_T = \frac{\text{FCFE}_{T+1}}{R_E - g}$$

其中：

$FCFE_t$ ： 权益自由现金流
= $FCFF_t - \text{利息费用} \times (1 - T_c) + \text{新增债务} - \text{偿还债务}$

T_c ： 公司所得税率

T ： 预测期

R_E ： 权益资本成本

P_T ： 终值

g ： 永续增长率（现金流长期稳定增长率）

第十五条【股利折现法的定义、适用范围及计算公式】

股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的估值方法。股利折现法根据股利增长的不同情景，可细分为戈登永续增长模型、二阶段股利增长模型及三阶段股利增长模型。

股利折现法适用于被投资企业平稳发展、股利分配政策较为稳定，且能够对股利进行合理预测的情形。原则上仅适用于已进入成熟期或近三年分红政策稳定的非上市公司估值。

以戈登永续增长模型为例，假设股利增长率固定，即股利以一个稳定的增长率永续增长，将未来期间所有股利现金流折现到基准时点并加总，得到评估对象的价值：

$$\text{企业价值} = \frac{D \times (1 + g)}{R - g}$$

其中：

D: 标的公司基准时点年度分红

g: 永续增长率（股利长期稳定增长率）

R: 折现率，可使用权益资本成本（实际操作中常用资本资产定价模型计算确定）

当股利增长率分阶段变化时，可以采用二阶段股利增长模型及三阶段股利增长模型。

第十六条【成本法的定义】

成本法是以估值日可获取的评估对象最新的资产负债表为基础，合理估计表内及表外各项资产和负债价值，确定估值对象价值的估值方法，常用方法主要为净资产法。

第十七条【净资产法的定义及适用范围】

净资产法是依据资产负债表分别估计被投资企业的各项资产和负债的公允价值，从而得到企业股权价值的估值方法。如果被评估企业在评估基准日拥有非经营性资产、非经营性负债、或有事项，或资产存在减值迹象，评估人员应恰当考虑这些项目的影响，并采用合适的方法单独予以评估。

在股东全部权益价值的基础上，进一步考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异等因素得出非上市公司股权公允价值。

净资产法适用于企业价值主要来源于其资产的情形，也可用于经营情况不佳、可能面临清算的企业。

第十八条【净资产法操作步骤】

使用净资产法评估企业价值的具体操作步骤如下：

第一步：获得被评估企业的资产负债表。若获取的资产负债表并非评估基准日的，应判断是否需要进行调整。

第二步：确定需要调整的表内资产与负债，对其流动性、减值迹象等方面进行评估，确定调整方法。

第三步：确定表外资产、表外或有负债。对于存在未予判决的经济诉讼、所得税等方面的争议或环境治理要求等情形的企业，应评估或有负债对企业经营风险的影响。

第四步：根据重新评估后的资产负债数据得到企业股权价值。

第五步：在企业股权价值的基础上，考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素得出非上市公司股权公允价值。

第十九条【其他估值技术】

除上述估值技术以外，若能合理估计非上市公司股权公允价值的，也可采取其他估值技术。

常见的其他估值技术主要为回购价格法。当出现非上市公司业绩未达预期或未在规定时间内完成合格 IPO 等情形，并触发回购条款时，可采用回购价格对非上市公司股权进行估值，估值应充分考虑投资人的回购意愿及回购方的回购时点、回购能力。

第四章 流动性折扣的分析方法

第二十条【流动性折扣的常用分析方法】

股权流动性折扣通常可参考看跌期权法的分析结果确定，或参考第三方机构的统计分析数据，结合行业经验确定。

第二十一条【看跌期权法】

采用看跌期权法评估非上市公司股权的流通受限因素是利用看跌期权定价模型衡量因流通受限导致的股权价值折损，并以此作为非上市公司股权与上市股票间流动性差异的参考。常用的期权模型有欧式看跌期权以及亚式看跌期权。

1) 欧式期权模型公式如下所示：

$$P = Xe^{-rT}N(-d_2) - Se^{-qT}N(-d_1)$$

$$\text{流动性折扣} = \frac{P}{S}$$

其中：

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

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$$

S：资产的现行价

X：期权的执行价格，与资产的现行价格相同

T：期权有效期（年），自估值日至可退出日

r：无风险利率

q：预期年化股息率

σ ：股票在有效期内的股价的预期年化波动率（实践中，可使用可比公司的波动率或指数波动率）

N：标准正态分布的累积分布函数

2) 亚式期权模型公式如下所示：

$$P = Se^{-qT} \left[N\left(\frac{v\sqrt{T}}{2}\right) - N\left(-\frac{v\sqrt{T}}{2}\right) \right]$$

$$\text{流动性折扣} = \frac{P}{S}$$

其中：

$$v\sqrt{T} = \{ \sigma^2 T + \ln [2 (e^{\sigma^2 T} - \sigma^2 T - 1)] - 2 \ln (e^{\sigma^2 T} - 1) \}^{\frac{1}{2}}$$

S：资产的现行价格

T：期权有效期（年），自估值日至可退出日

q：预期年化股息率

σ：股票在有效期内的股价的预期年化波动率（实践中，可使用可比公司的波动率或指数波动率）

N：标准正态分布的累积分布函数

第二十二条【其他流动性折扣分析方法】

除上述分析方法以外，若能合理估计流动性折扣的，也可采取其他分析技术。

第五章 自律管理

第二十三条 中国证券业协会（以下简称“协会”）依据本指引对证券公司非上市公司股权估值工作实施自律管理，督促证券公司提升非上市公司股权估值质量。

第二十四条 协会可以对证券公司非上市公司股权估值工作执行情况进行评估和检查，证券公司应予以配合。

第二十五条 协会在自律管理中发现证券公司未按本指引要求开展非上市公司股权估值工作，以及估值不审慎、通过非上市公司股权估值调节利润、财务指标等情况的，依据

《中国证券业协会自律措施实施办法》对公司及责任人采取自律管理措施或纪律处分。

第六章 附则

第二十六条 本指引由协会负责解释、修订。

第二十七条 证券公司境内子公司会员应参照本指引执行。

第二十八条 本指引自 2025 年 6 月 1 日起施行。

非上市公司股权估值方法及案例

非上市公司股权通常采用市场法、收益法和成本法等估值技术，结合股权结构、投资协议条款约定的各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素评估公允价值。

1. 市场法

市场法是利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格以及其他相关市场交易信息进行估值的技术，常用方法包括市场乘数法、最近融资价格法、行业指标法等。

1.1 最近融资价格法概述

最近融资价格法是以企业最近一期融资价格为基础评估公允价值的方法。

1.1.1 最近融资价格法案例

背景介绍

甲公司 20X0 年支付 1,000 万元购买 C 公司(非上市公司，主营动力电池生产及销售业务)10 万股普通股，获得 10%表决权。20X2 年，C 公司向其他投资者增发普通股 10 万股，共 1,200 万元。同时，该轮次老股东向新股东转让 10 万股，转让金额共 1,100 万元。

甲公司于 20X2 年 12 月 31 日(估值日)编制年度财务报表，需评估对 C 公司的非控股股权的公允价值。

估值方法选取

C 公司由于存在近期融资交易，交易发生距离评估时点不足一年且期间行业与市场情况未发生显著变化，甲公司与 C 公司的其他投资者享有的权利与义务一致，经评估人员分析，最近融资价格法适用于 C 公司估值。

估值实施

甲公司分析新股、老股的融资价格公允性差异。**权利义务方面**，甲公司分析认为老股转让股权与甲公司所持股权具有相对接近的合同条款与权利义务；**流动性处置方面**，考虑到 C 公司距离上市仍有相当距离，短期内无法通过二级市场处置卖出所持股权，老股转让价格更能够体现当前甲公司所持股权价值；**交易性质方面**，经访谈，老股东出售主要原因是出于财务、投资效率的考虑优化资产配置，属市场化的交易，而新股投资方包含多家政策性基金，交易存在产业扶持相关目的。综上，甲公司分析认为老股转让价格(10 万股，1,100 万元)更具公允性。在此基础上，评估人员发现 C 公司的营业收入由于行业景气度下降、竞争激烈、供需失衡等因素的影响相对最近融资时点有 20% 的下降，且短时间内无法修复，因此确定 20X2 年 12 月 31 日(估值日)该股权的公允价值=1,100*(1-20%)=880 万元。

1.2 市场乘数法概述

市场乘数法是利用可比公司市场交易数据估计公允价值的方法，在运用市场乘数法计算得出股权价值以后，需就股权的流动性折扣等其他因素进行调整。下文以市盈率法和企业价值倍数法为例，评估目标企业价值，市净率法可参考市盈率法的计算方法。

1.2.1 市盈率法概述

市盈率法是利用可比市盈率评估企业价值的方法,运用市盈率估值的模型如下:

$$\text{目标企业每股价值} = \text{可比企业市盈率} * \text{目标企业的每股收益}$$

1.2.1.1 市盈率法案例

背景介绍

A 公司是一个制造业企业,主营光伏设备及元器件制造。A 公司经营稳定,市场占有率连续 3 年超 5%并不断增长,毛利率因成本控制能力不断增强而增加,但同业竞争压力较大。A 公司市场占有率排名稳定在行业前 10,细分行业下已有数家公司成功上市科创板,公司上市可行性较高。A 公司在评估时点的归母净利润为 5,000 万元。

估值方法选取

A 公司所处行业发展相对成熟,已形成充分竞争市场。从数据可获取方面来看,A 公司财务数据披露完善,存在多家上市可比公司,市场行情数据与财务数据等估值基础数据可获取性强;从退出路径方面来看,A 公司上市退出可行性较高,宜用市场法进行估值;从关键参数的可观察性来看,市场法核心参数均可通过公开渠道查询。综合以上考虑,评估人员选择市场法作为估值方法。

关键参数选取

市场乘数选取方面,经过评估人员分析同时参考附表《市场乘数法估值常用的价值乘数》,认为市盈率倍数可以反映目标公司的情况。

可比公司方面,评估人员首先对 A 公司主营业务与经营模式进行分析,A 公司主要从事单晶硅棒、硅片、电池和组件的研发、生产和销售,以及光伏电站开发、建设及运营业务,其中单晶硅棒/硅片和单晶电池/组件业务

是公司的核心制造业务与收入主要来源，形成了完整的产业链。光伏行业发展过程中存在着“专业化”和“垂直一体化”两种不同经营模式。其中，“专业化”厂商专注于产业链的某个环节，通过形成较强的竞争优势并获得高于行业平均水平的盈利能力，“垂直一体化”厂商多由“专业化”厂商转化而成，基于单环节优势逐步向产业链上下游延伸。A 公司即属于“垂直一体化厂商”，评估人员分析当前境内上市的“垂直一体化”光伏公司主要包括甲、乙、丙、丁、戊共 5 家公司。

在此基础上，评估人员获取该 5 家公司的财务数据、业务数据，丁公司主要业务包括太阳能电池片、组件、新材料、光伏电站及储能、智能灯具、新能源金融服务等，非主营业务占比较高，毛利率与其他可比公司存在较大差异，盈利构成与 A 公司可比性低；戊公司主营括光伏及半导体设备、新能源发电、单晶硅棒及硅片和节能环保等，为行业的头部公司，202X 年度，公司实现营业收入 22.38 亿元，归属于母公司股东的净利润 6.99 亿元，显著高于 A 公司，规模与 A 公司可比性低。

评估人员分析甲、乙、丙三家公司与 A 公司具有较高的可比性，本期的市盈率如下表：

企业名称	本期市盈率
甲	24.3
乙	32.1
丙	33.3
平均数	29.9

市场乘数计算方面，考虑到可比公司数目较少且市盈率相对接近，选取可比公司市盈率平均值作为市场乘数。

流动性折扣方面，在已选取可比公司的基础上，评估人员采用欧式看跌期权法评估流动性折扣，经与业务部门、A 公司高管沟通预计投资退出期限

为 5 年，并选取了相应期限对应的银行间市场利率、A 公司股息率作为流动性折扣计算的无风险利率与股息率，根据欧式看跌期权法计算流动性折扣为 20%。

其他方面，本次投资完成后持股比例 1%，投资条款及股东权力与 A 公司前几轮无实质差异，评估人员分析无需对市场法估值结果进一步调整。

估值实施

A 公司股权价值（未考虑流动性折扣）=可比企业市盈率 × 目标公司归母净利润=29.9 × 5,000=149,500（万元）

A 公司股权价值=未考虑流动性折扣的股权价值 × （1-流动性折扣）
=149,500 × （1-20%）=119,600（万元）

1.2.2 企业价值倍数法概述

企业价值倍数法是利用可比企业价值倍数评估企业价值的方法。运用企业价值倍数估值的模型如下：

$$\text{目标企业价值} = \text{可比企业价值倍数} * \text{目标企业息税前利润}$$

在运用企业价值倍数法计算得出目标企业价值，扣减净负债并对非经营性资产和负债以及少数股东权益进行调整得出企业全部股权价值后，按照持股比例计算股权价值，再综合考虑股权流动性折扣等因素，得出非上市公司股权价值。

1.2.2.1 企业价值倍数法案例

背景介绍

目标公司 B 是铲运机械、路面机械的开发、制造与销售一体的专业公司，需要评估其于 20X7 年 12 月 31 日的股权的公允价值。B 公司在行业内具有

较高知名度，工程机械产品远销海外，盈利能力较强，现金流稳定。B 公司所处行业存在较多国内主板、港股上市公司，市场多元化程度高，信息披露及时，行业整体无重大政策风险。

估值方法选取

B 公司所处行业发展成熟，已形成充分竞争市场，存在多家细分领域的行业龙头。从数据可获取方面来看，B 公司财务数据披露完善，存在较多上市可比公司，市场行情数据与财务数据等估值基础数据可获取性强；从退出路径方面来看，B 公司经营良好，持续经营的能力强，上市退出可行性较高，宜用市场法进行估值；从关键参数的可观察性来看，市场法核心参数均可通过公开渠道查询。综合以上考虑，评估人员选择市场法作为估值方法。

关键参数选取

市场乘数选取方面，由于目标公司 B 从事机械制造行业，固定资产和折旧摊销费用相对较大，经过评估人员分析同时参考附表《市场乘数法估值常用的价值乘数》，选取企业价值/息税前利润乘数（“EV/EBITDA”）作为价值乘数。

可比公司方面，评估人员首先对同行业已上市的各家公司进行分析，着重选取了各细分领域的龙头公司，虽然各公司的细分领域不同，面对客群有一定差异，财务状况各异，但评估人员从实质重于形式的原则出发，选取了机械制造行业最具代表性，且与 B 公司相对具有可比性的 8 家公司，分析认为从平均意义来看该可比公司的组合适用于 B 公司的估值。

其他方面，本次投资完成后持股比例 2%，投资条款及股东权力与 B 公司近几轮无实质差异，但相比较早轮次缺少回购权力与优先购买权，且清算顺

序上相对劣后，评估人员通过权益分析法计算得出应在市场法估值结果的基础上增加 5%的额外折扣。

流动性折扣方面，经欧式看跌期权法评估，B 公司的流动性折扣为 25%。

估值实施

在运用市场法评估分析的过程中，评估人员主要选用过去 12 个月的企业价值/息税前利润乘数（“EV/EBITDA”）。

以下8家可比公司过去12个月EV/EBITDA								
序号	1	2	3	4	5	6	7	8
EV/EBITDA	9.4X	22.5X	6.7X	21.1X	15.6X	17X	12.9X	18.6X

选用上述企业 EV/EBITDA 乘数的平均值 15.5X，最高值为 22.5X。考虑到 B 公司为机械制造行业龙头，市场占有率、毛利率、盈利能力也处于行业前端，经评估选用可比公司市场乘数的 25%高位值（19.23X）计算公允价值。

去年 EBITDA 值（已剔除政府补助等非经营性项目的影响）为 8,684 万元，故企业价值= EBITDA × 企业价值倍数=8,684 × 19.23=166,993 万元。

假设 B 公司有息债务公允价值为 58,000 万元，非经营性资产 2,000 万元，B 企业股权价值=B 企业价值+B 企业非经营性资产-B 企业债务价值=166,993 万元+2,000 万元-58,000 万元=110,993 万元。

假设某证券公司下属子公司持有 B 公司 2%的股份，该股份价值=B 企业股权价值 × 持股比例 × （1-流动性折扣）× （1-其他折扣）
=110,993*2%*(1-25%)*(1-5%)=1,582（万元）

2. 收益法

2.1 收益法概述

收益法是将未来预期收益转换成现值的估值技术，它的基本思想是增量现金流量原则和时间价值原则，也就是任何资产的价值是其产生的未来现金流量按照含有风险的折现率计算的现值。在利用收益法计算得出企业股权价值以后，需考虑股权流动性折扣、控制权溢价或少数股东权益折价等因素的影响。

一般认为企业自由现金流和股权自由现金流都已包含控制权因素，非控股股东需考虑少数股东权益折价的影响；若现金流未包含控制权因素，控股股东需考虑控制权溢价的影响。

2.2 折现率的选择

折现率是将未来预期收益折算成现值的比率，是与企业未来收益风险程度相对应的期望报酬率，折现率的选取需与相应收益的口径相匹配。

收益口径	匹配的折现率	对收益折现得出的价值内涵
对权益投资形成的税后收益，如净利润、股权自由现金流量	税后的权益回报率	股东全部权益价值
全部投资形成的税后收益，如企业自由现金流量	根据税后权益回报率和税后债务回报率计算的加权平均资本成本	企业整体价值
权益投资形成的税前收益，如利润总额	税前的权益回报率	股东全部权益价值
全部投资形成的税前收益，如息税前利润	根据税前权益回报率和税前债务回报率计算的加权平均资本成本	企业整体价值

2.3 折现率的计算

在计算非上市公司股权时，通常采用加权平均资本成本（ R_{WACC} ）作为企业自由现金流折现法的折现率。加权平均资本成本，是指企业以各种资本在企业全部资本中所占的比重为权重，对各种长期资金的资本成本加权平均计算得出的资本总成本：

$$R_{WACC} = E / (E + D) \times R_E + D / (E + D) \times R_D$$

其中，D 为目标企业负债的市场价值，E 为目标企业权益的市场价值。

R_D 为债务资本成本，因债务利息支出可以抵扣所得税，所以债务成本（ R_d ）应该在“税后”的基础上进行计算。

$$R_d = R_D \times (1 - T_c)$$

股权资本成本（ R_E ）可根据资本资产定价模型（CAPM）计算

$$R_E = r_f + \beta_l \times (r_m - r_f)$$

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - T) \times (D / E)]$$

其中 r_f 为无风险收益率， r_m 为资本市场平均收益率， $(r_m - r_f)$ 为市场风险溢价， β 为企业风险系数，指相对于市场报酬率的敏感度， β_l 为考虑负债因素的 β 系数， β_u 为不考虑负债的 β 系数。

2.4 收益法案例

背景介绍

目标公司 D 是一家位于上海的软件服务咨询公司，需要评估其于 20X4 年 12 月 31 日的公允价值。

估值方法选取

鉴于目标集团的历史期业务性质、经营表现以及管理层对于未来的预期及展望，评估人员以收益法作为目标公司的股权公允价值评估的主要分析方法。

关键参数选取与估值实施

评估人员获取了目标公司 D 未来五年的财务预测，分析考虑了预期未来收入、成本、费用、所得税等，并对资本性支出、折旧摊销、净营运资金进行了调整，得到了企业自由现金流。

在此基础上，评估人员进一步考虑货币的时间价值、通货膨胀、以及被评估资产的有关风险，选取了合适的折现率，得到目标公司的股权的公允价值。

人民币万元	20X5年预测数据	20X6年预测数据	20X7年预测数据	20X8年预测数据	20X9年预测数据	永续期
主营业务收入	87,260	95,986	115,183	133,613	146,974	151,383
主营业务成本	-62,463	-67,460	-73,531	-82,355	-88,944	-91,612
主营业务税金及附加	-80	-113	-151	195	-223	-230
主营业务利润	24,717	28,413	41,501	51,453	57,807	59,541
营业费用	-8,212	-8,787	-9,490	-10,534	-11,376	-11,945
管理费用	-11,206	-12,102	-13,192	-14,511	-15,672	-16,612
营业外收入	1,388	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
息税前利润	6,687	9,124	20,419	28,008	32,359	32,584
所得税	-1,672	-2,281	-5,105	-7,002	-8,090	-8,146
净利润	5,015	6,843	15,314	21,006	24,269	24,438
资本性支出	-1,381	-2,038	-2,127	-2,301	-2,363	-2,534
折旧与摊销	1,381	2,038	2,127	2,301	2,363	2,534
运营资金减少/增加	-7,567	-8,155	-13,525	-15,490	-12,730	-11,520
自由现金流	-2,552	-1,312	1,789	5,516	11,539	12,918
折现期间	1	2	3	4	5	
折现因子	0.86	0.74	0.63	0.54	0.47	
自由现金流折现值	-2,195	-971	1,127	2,979	5,423	

预测自由现金流净值	6,363	永续自由现金流	12,918
永续期现金价值	45,074	永续期折现率	16.47%
企业价值	51,437	永续期增长率	3.00%
		资本化利率	13.47%
		永续期现金流总和	95,902
		折现因子	0.47
		永续期现金流价值	45,074

假设目标企业所处行业上市公司的平均债务与普通股东权益比率为 1: 2，税前债务资本成本 5%，企业所得税率 25%，市场无风险收益率 3.61%，资本市场平均收益率 15.33%。

1) 计算加权平均资本成本

$$R_d = R_D \times (1 - T_c) = 5\% \times (1 - 25\%) = 3.75\%$$

评估人员在 A 股市场上查找同类型公司的有关数据。

可比公司名称	Beta	总债务与普通股东权益比率 (%)	有效税率 (%)	去杠杆系数	去杠杆后Beta
可比公司1	1.66	94.91	22.47	0.58	0.95
可比公司2	1.33	27.62	25.73	0.83	1.10
可比公司3	1.61	22.09	5.82	0.83	1.33
可比公司4	1.15	48.80	35.77	0.76	0.87
可比公司5	1.47	25.87	36.06	0.86	1.26
可比公司6	1.88	28.37	39.70	0.85	1.60
平均值	1.51	41.27	27.59	0.78	1.19

考虑各公司的有效税率、财务杠杆、带杠杆的 β 值，计算出去杠杆的 β 值后，取平均数得到去杠杆的 Beta (β_u) 值为 1.19，计算得到 D 公司带杠杆的 Beta 值 (β_l) = $1.19 \times [1 + (1 - 25\%) \times (1/2)] = 1.64$

$$R_E = r_f + \beta_l \times (r_m - r_f) = 3.61\% + 1.64 \times (15.33\% - 3.61\%) = 22.83\%$$

$$R_{WACC} = E / (E + D) \times R_E + D / (E + D) \times R_d$$

$$= 2 / (2 + 1) \times 22.83\% + 1 / (2 + 1) \times 3.75\% = 16.47\%$$

2) 计算企业股权价值

预测自由现金流现值 = Σ 未来 5 年自由现金流现值 = 6,363 (万元)

永续期现金流价值 = $\frac{\text{永续自由现金流}}{\text{加权平均资本成本} - \text{永续增长率}} \times \text{折现因子} = 45,074$ (万元)

企业价值 = 预测自由现金流现值 + 永续期现金流现值 = 6,363 + 45,074 = 51,437 (万元)

目标企业债务的公允价值为 60,000 万元，非经营性资产的公允价值为 10,000 万元，

企业股权价值 = 企业价值 + 非经营资产价值 - 企业债务价值
= 51,437 + 10,000 - 60,000 = 1,437 万元

3) 计算持有的股权价值

假设某证券公司下属子公司持有 D 公司 2% 的股份，专家评估少数股东权益折价为 20%，且软件服务咨询行业非上市公司股权的流动性折扣平均为 25%，该子公司持有 D 公司股票价值 = D 企业股权价值 * 持股比例 * (1 - 少数股东权益折价) * (1 - 流动性折扣) = 1,437 * 2% * (1 - 20%) * (1 - 25%) = 17 (万元)

2.5 股利折现法案例

背景介绍

目标公司 E 是一家位于武汉的高速公路公司，需要评估其于 20X3 年 6 月 30 日的公允价值。E 公司经营武汉市周围的数条已进入运营期的高速公路，

从近五年分红记录来看分红政策稳定，每年年底会将几乎全部净利润全部用于分红。

估值方法选取

E 公司已进入成熟期且历史分红政策稳定，其年分红金额主要由地方高速公路通行量、收费政策决定，同时经评估人员与 E 公司管理层沟通，公司近年将持续执行当前的分红政策，分红可预测性高，适用于股利折现法。

关键参数选取

评估人员获取了目标公司近 5 年的分红记录、财务数据及所经营公路的经营数据。经评估，E 公司经营稳定，分红的增长速度与高速公路通行量的增长速度高度相关。评估人员通过行业分析与量化分析得到未来高速公路通行量的增长预测，进一步预测分红金额将按照年 5% 的水平增长。该预测结果与 E 公司高管预测结果相近。

假设 E 公司最近一期分红 3000 万元，权益资本成本为 15%，经评估高速公路行业平均流动性折扣为 10%，E 公司股票价值=最近一期分红*（1+分红增长率）/（权益资本成本-分红增长率）*（1-流动性折扣）=3000*（1+5%）/（15%-5%）*（1-10%）=28,350（万元）

3. 成本法

3.1 成本法概述

成本法是以评估对象估值日的资产负债表为基础，合理估计表内及表外各项资产和负债价值，确定估值对象价值的估值方法，常用方法为净资产法。净资产法通过重建成本或相似效用替换成本来衡量企业或资产的价值。用于评估企业的股权价值时，净资产法衡量股权价值的方法是将总资产价值

减去总负债价值，两者差额即为该企业的全部权益的价值。利用净资产法计算得出企业股权价值以后，需考虑控制权溢价或少数股东权益折价等因素的影响。

3.2 净资产法案例

背景介绍

某证券公司下属子公司持有目标公司 E 公司 20%的股权，目标公司 E 专注于中国市场的工程机械行业，主要经销相关机械产品。由于受到日益激烈的市场竞争，供过于求，目标公司 E 自 20X4 年起已连续亏损 3 年，无扭亏为盈的趋势。

估值方法选取

经评估人员分析，公司已不具备持续经营能力，无持续经营价值，有较大可能进入到破产程序中，净资产法适用于 E 公司估值。

估值实施

评估人员在综合考虑了目标公司 E 的实际运营风险和资产的最佳最高利用原则后，按净资产法确认了目标公司 20%股权于评估基准日的公允价值。

评估人员通过与管理层的访谈，了解到目标公司 E 无重大实物资产，资产及负债的账面值基本能反映其公允价值，但应收账款多为关联方交易，预计回收的可能性低，但 E 公司根据其会计政策并未对此部分资产充分计提减值，据此通过独立评估对 E 公司净资产价值进行调整，调整后净资产账面值为 4,050 万元。

由于该证券公司对 E 公司持股比例为 20%且占有一席董事，对 E 公司具有一定的影响能力，无需考虑少数股东权益折价，计算可得：

该子公司持有 E 公司股权价值=D 企业股权价值*持股比例=4,050*20%=810
(万元)

4 回购价格法案例

背景介绍

某证券公司下属子公司持有目标公司 F 公司 3%的股权，F 公司主营人工智能相关业务，经营稳定但近期实控人发生变更，短期不具备上市申报资格。触发了证券公司与 F 公司所签订投资协议中的回购条款。证券公司经内部审议，向目标公司发出回购函。

估值方法选取

经评估人员分析，公司仍具备持续经营能力，财务状况良好，业务经营稳定，考虑到持股比例较小且公司回购能力较强，回购价格法适用于 F 公司估值。

估值实施

按照投资合同约定，目标公司 F 将在投资成本 1,000 万元的基础上按照 8%的年化收益率确定回购款，同时经评估人员与业务人员、F 公司高管确认，证券公司对该项目公司投资 3 年，F 公司将在收到回购函后 3 年后完成回购款支付，假设 F 公司的 WACC 为 15%：

F 公司股权价值=回购价格=1,000* (1+8%)⁶ / (1+15%)³=1,043.40 (万元)

附表 市场乘数法估值常用的价值乘数

行业大类	行业小类	通常选用的价值乘数
农、林、牧、渔业		EV/S、P/S、EV/EBITDA
金融业	银行	P/B、P/E、EV/EBITDA
	保险	财险：P/B
		寿险：P/EV
	证券	经纪：P/E、EV/EBITDA 自营：P/B
		自营：P/B
	基金	P/AUM（管理资产规模）
采掘业		EV/Reserve、EV/Resource、EV/Annual
住宿和餐饮业		P/E、EV/EBITDA、P/S、EV/S
房地产业		P/NAV（净资产价值）、P/FCFE
建筑业		P/B、EV/EBITDA
制造业	钢铁行业	P/B、EV/钢铁量
	消费品制造业	P/E、EV/EBITDA
	机械制造业	P/E、EV/EBITDA
	生物制药业	EV/EBITDA、PEG
	新材料制造业	EV/S、P/S、P/E、PEG、EV/EBITDA
基础建设业		P/B、EV/EBITDA
贸易业	批发	P/E、EV/EBITDA
	零售	EV/S
交通运输业		EV/S、P/S、P/B、EV/EBITDA
信息技术业		初创阶段：EV/S、P/B
		成长阶段：P/E、PEG、EV/EBITDA
		成熟阶段：P/E、EV/EBITDA