

非流通（私募）基金份额评估——实务与挑战

2025年11月14日





概 览

01 非上市公司股权估值研究

02 基金份额层面估值研究

03 实务中的挑战

04 总结



1

非上市公司股权估值研究

IFS
国际金融中心

《非上市公司股权估值指引》修订

非上市公司股权估值指引（2025 年修订）

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。

- 中证协于2025年4月发布了全面修订后的《非上市公司股权估值指引》。
- 《指引》首次发布于2018年9月，原《指引》共5章23条。本次《指引》修订稿共6章28条。
- 本次修订采取问题导向原则，重点补充了估值数据获取的基本原则，完善了估值技术的选取依据，明确了各估值技术关键参数的设置标准并补充了案例，引导行业提升非上市公司股权估值能力与管理能力。

《非上市公司股权估值指引》背景与意义

中证协于2025年4月发布了全面修订后的《非上市公司股权估值指引》。

01

监管需求响应

随着非上市公司股权交易的活跃，统一、规范的估值标准成为监管与市场共识，指引应运而生，旨在提升估值透明度与公允性。

02

市场秩序维护

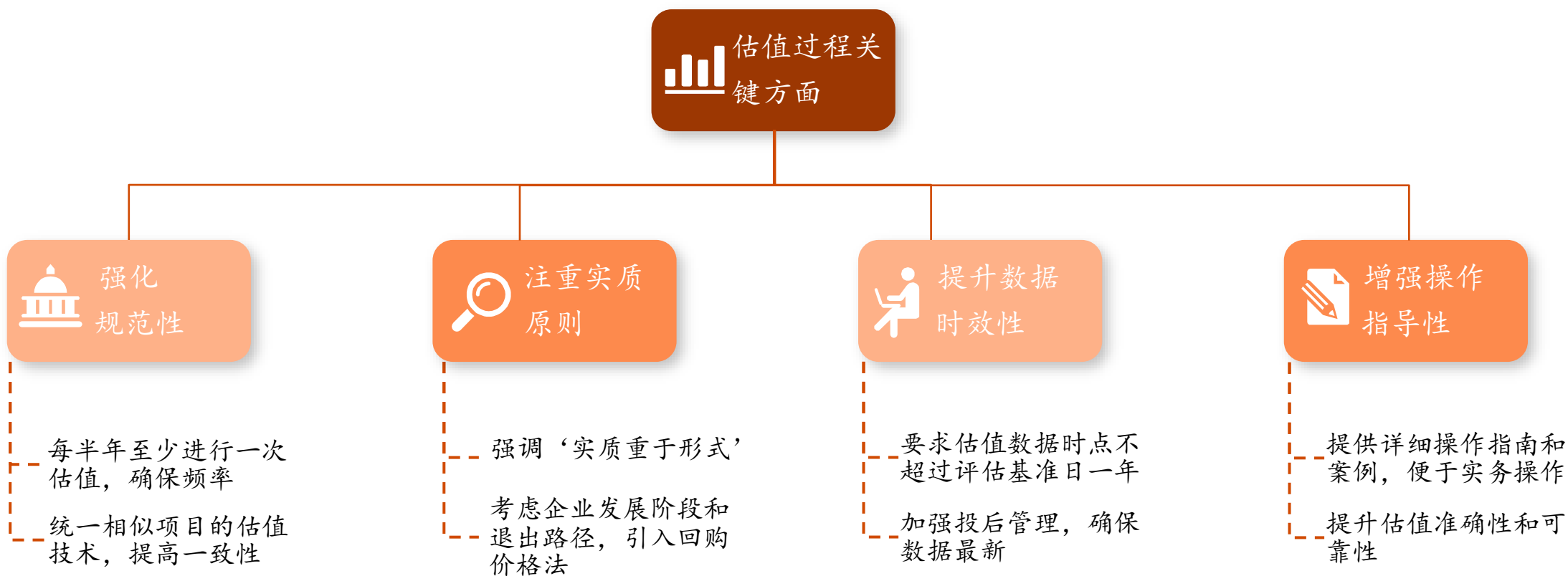
指引的发布有助于建立公平、公正的市场环境，防止估值操纵，保护投资者利益，促进非上市公司股权市场的健康发展。

03

行业标准确立

明确的估值原则与方法填补了行业空白，为证券公司提供了操作指南，推动行业标准化、规范化进程，增强市场信心。

修订的主要思路和目标



不同阶段投资项目投后评估采用的常用方法与参数

	 初创期 (种子轮、A轮)	 年幼成长期 (A轮、B轮、C轮)	 成熟成长期 (C轮、D轮)	 成熟/IPO
评估技术选择	<ul style="list-style-type: none"> • 市场法 - 近期投资价格 • 成本法 - 净资产法 	<ul style="list-style-type: none"> • 市场法 - 近期投资价格 • 市场法 - 上市公司比较法 • 成本法 - 净资产法 	<ul style="list-style-type: none"> • 市场法 - 近期投资价格 • 市场法 - 上市公司比较法 • 成本法 - 净资产法 	<ul style="list-style-type: none"> • 市场法 - 直接市价法 ($P*Q$) • 市场法 - 上市公司比较法
财务数据问题	<ul style="list-style-type: none"> • 无收入 • 少量费用 • 负资产 	<ul style="list-style-type: none"> • 低收入、高增长 • 高研发投入 • 负利润 	<ul style="list-style-type: none"> • 高收入、增长率仍较高 • 负利润/盈亏平衡/盈利 	<ul style="list-style-type: none"> • 收入增长趋缓 • 负利润/盈亏平衡/盈利
评估要素	<ul style="list-style-type: none"> • 概念、创始人及团队、研发实力、技术先进性和商业亮点 	<ul style="list-style-type: none"> • 研发进展、技术测试、产品调试、通过技术/服务实现收入的能力、潜在市场、风险资本的偏好 	<ul style="list-style-type: none"> • 收入增幅、市场培育 • 目标利润率 • 投资回报率 	<ul style="list-style-type: none"> • 当期利润 • 效率型增长变化的资本成本

估值技术选择与应用的更新要点

技术选择灵活性增强

修订版强调根据企业实际情况灵活选择估值技术，鼓励证券公司运用职业判断，考虑更多市场数据和信息，提高估值的合理性与准确性。

强化退出路径考量

更新要点中特别强调了在选择估值技术时应充分考虑潜在的退出方式，要求估值技术与退出方式相匹配，增强了估值的前瞻性和实用性。

案例指导更加明确

新版提供了更具体的案例分析，如市场乘数法、收益法等应用场景与操作要点，帮助证券公司更好地理解和应用估值技术。

说明选择估值技术需考虑的因素



数据可获得性和时效性
根据可获得数据，选取更恰当的估值技术。



输入值易观察
选取输入值更易观察或调整较少的估值技术。



匹配退出方式
估值技术与潜在的退出方式相匹配。



结果区间一致
需考量不同估值技得出的结果的区间，差异大需分析原因。



项目技术一致
相同或相似项目估值技术原则上保持一致

估值技术的选择

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

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。

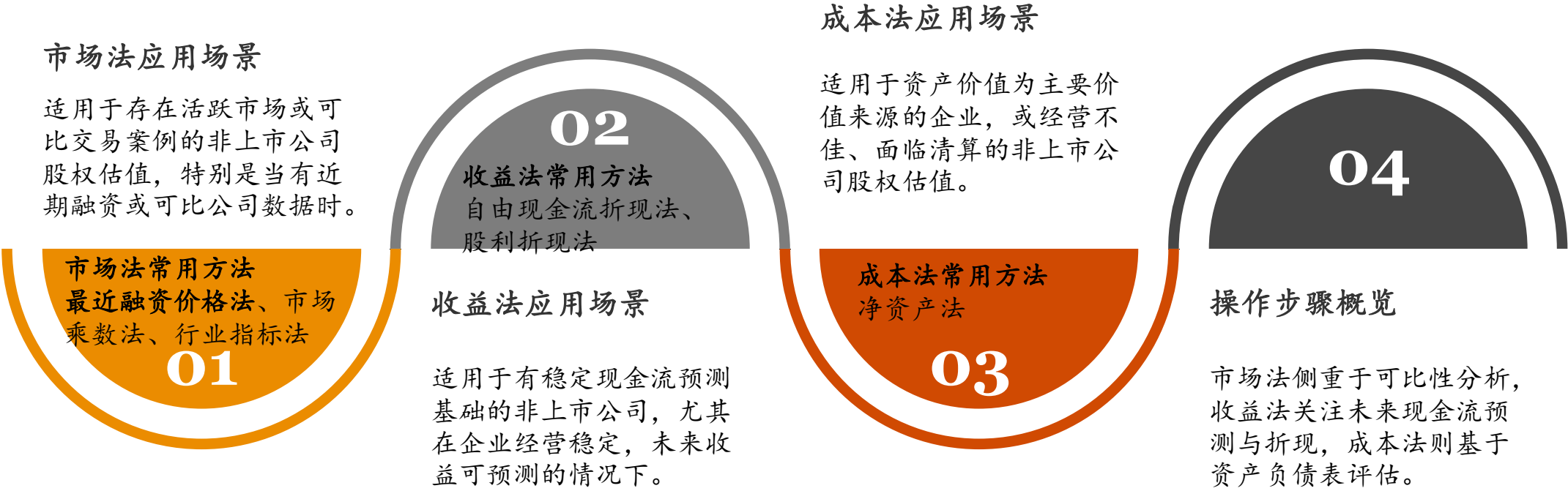
非上市公司股权的估值数据主要包括公司财务数据、近期交易数据、行业行情数据等。证券公司应切实做好投后管

2

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。

市场法、收益法、成本法的应用场景与操作步骤



最近融资价格法

01 | 强调应充分考虑时间因素

02 | 细化新一轮融资价格不公允的情形

03 | 老股新股价格出现差异情形下的分析

方法定义

以企业最近一期融资价格为基础评估公允价值的方法

适用情形

非上市股权近期取得且未发生影响公允价值事件时适用

最近融资价格法定义及适用范围

调整因素

估值日距最近融资日远且变化大时，可调整最近融资价格

最近融资价格法

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。

最近融资价格法

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。

回购价格法

应用前提

触发回购条款
考虑回购意愿
考虑回购时点，回购能力

持股比例

回购价格法更适用于持股比例较小的情况

计算基础

基于回购价格对非上市公司
股权进行估值

基础信息

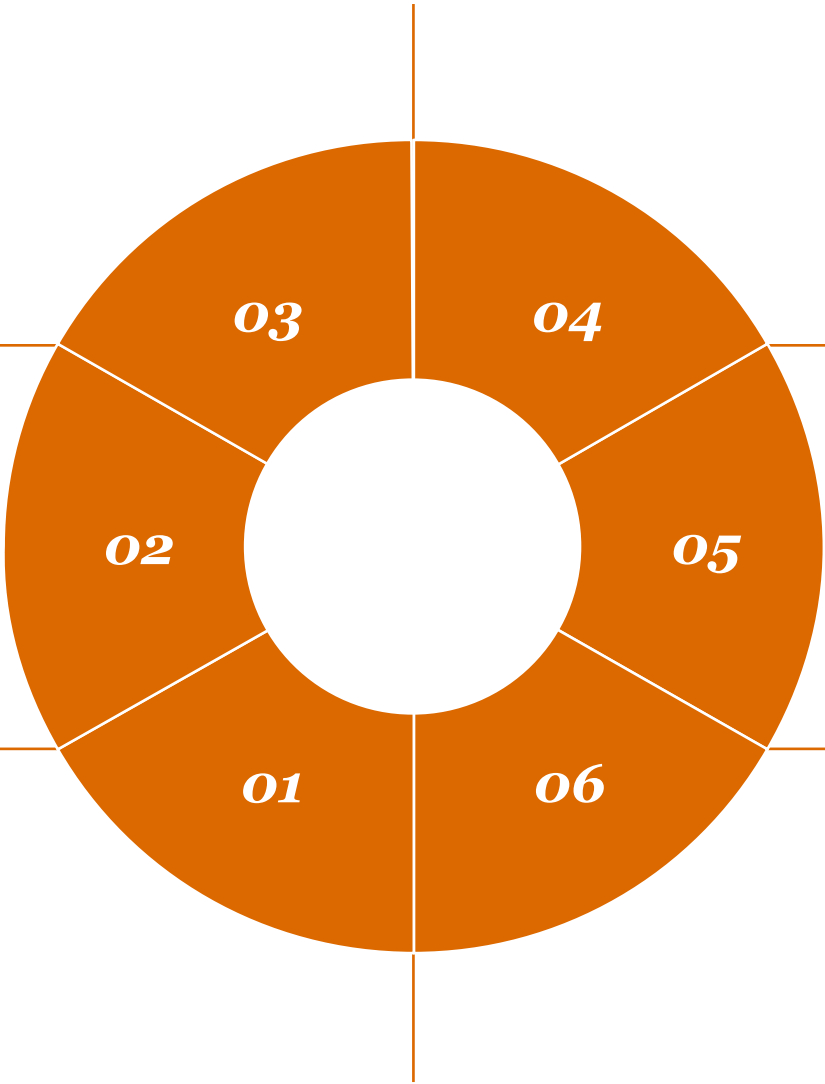
回购条款清晰明确，包括回
购条件、时间及方式等细节

适用对象

回购价格法适用于非上市公
司，特别是在触发回购条款
时进行股权估值

估值考虑

回购时点和能力有对应的基础
信息进行分析
需考虑匹配的折现率



常用市场倍数

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

流动性折扣分析方法



流动性折扣概念

流动性折扣反映非上市公司股权因缺乏即时变现能力而产生的价值折损。



看跌期权法应用

利用欧式或亚式看跌期权模型，评估非上市公司股权的流通受限因素，确定流动性折扣。



第三方数据参考

结合第三方机构统计数据与行业经验，辅助确定流动性折扣的合理范围。



案例分析

通过具体案例，演示如何运用看跌期权法计算流动性折扣，调整非上市公司股权估值。

2

案例分享



指引中的案例——

市场法 - 最近融资价格法（含新股老股同时交易）（1/2）

仅供示例

步骤1：公司基本情况分析

步骤2：估值方法选取分析

步骤3：估值实施

1

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 公司向其他投资者发行普通股 10 万股，共 1,200 万元。
- 同时，甲公司同轮次老股东向新股东转让 10 万股普通股，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。

2

分析：

- 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。

结论：

- 经评估人员分析，最近融资价格法适用于 C 公司估值。

指引中的案例——

市场法 - 最近融资价格法（含新股老股同时交易）（1/2）

仅供示例

步骤1：公司基本情况分析

步骤2：估值方法选取分析

步骤3：估值实施

3

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。

综上，甲公司分析认为老股转让价格(10 万股，1,100 万元) 更具参考性。

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。

回购价格法（1/2）

仅供示例

步骤1：公司基本情况分析

步骤2：估值方法选取分析

步骤3：估值实施

1

背景介绍：

- 20X4年8月，证券公司下属子公司投资G公司，协议中约定一年后根据G公司业绩（即2025年EBITDA）判断是否继续持有：如EBITDA未达到6,000万元人民币，则触发回购，分3年3次返还成本及每年10%年利（单利）。
- 证券公司下属子公司投资后，G公司不存在新一轮融资。2021-2024年，公司EBITDA稳定在约5,000万元人民币。
- 20X5年12月，基金收取财报及经营简报，查看G公司全年EBITDA仅4,000万，该情况触发了证券公司与 G 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G公司发出回购函。
- 基准日：20X5年12月31日

2

分析：

- 投资方已明确表达回购意愿
- G公司仍具备持续经营能力，具有稳定EBITDA，但2025年EBITDA无法达到对赌条款
- 回购条款清晰无争议

结论：

- 经评估人员分析，考虑到G公司具有一定回购能力，回购价格法适用于 G 公司估值。

回购价格法（2/2）

仅供示例

步骤1：公司基本情况分析

步骤2：估值方法选取分析

步骤3：估值实施

3

估值分析：

- 按照投资合同约定，G公司将分3年3次返还投资成本及每年10%单利年利，以此确定回购款；
- 经评估人员与业务人员、G公司高管确认，G公司将在收到回购函后3年后完成回购款支付；

估值计算

- 按上述计算每年回购款，并考虑折现率折现值至基准日，得到持有的G公司的股权的价值。



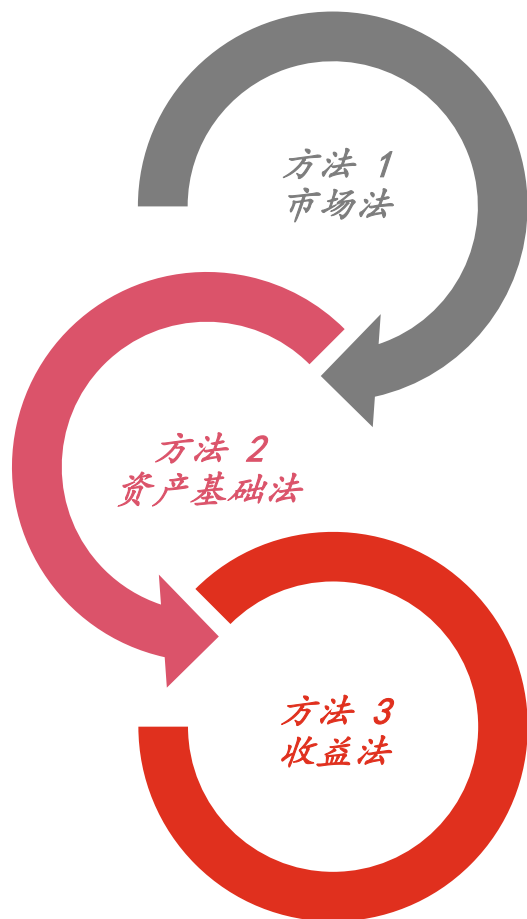
3

基金份额估值和研究



IFS
国际金融中心

基金份额评估方法的选择

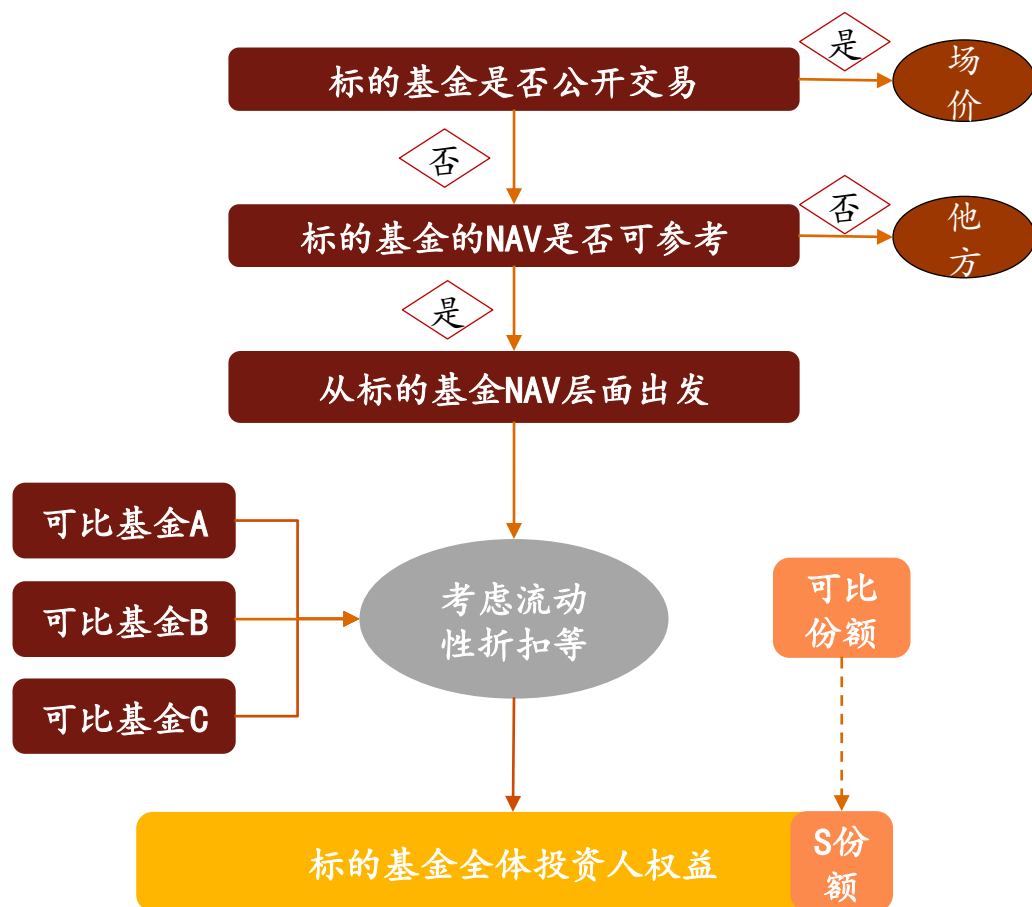


- 市场法使用的基础是需要找到市场上相同或类似资产的近期交易价格
- 私募基金一般并无向市场公开的信息。受限于市场公开信息的可获得性，对非公开交易的基金份额而言，市场法的适用性有较大局限

- 在适用且可行的情况下，如果能对底层资产/项目进行评估/估值，将其价值加总，再考虑标的基金层面其他的资产负债等调整，扣除相关的基金管理人绩效报酬增加额，即可得到标的基金全体投资人权益的价值
- 根据具体的LPA中的分配安排，在其LP和GP之间进行分配，得到全体/个体LP的权益价值
- 之后根据交易份额的大小，得到此份额的评估结果

- 由于标的基金的盈利预期与资本市场密切相关，具有一定程度的不可预见性，因此基于基金本身进行财务预测的难度较大
- 此外，收益法的运用需要和标的基金管理层/前台业务部门进行大量深度访谈，效果不见得好且不能满足交易速度的要求

基金份额评估方法－市场法



1) 对标市场交易价格 - 主要限制:

- 绝大多数情况下标的基金非公开交易

2) 对标可比基金 - 主要限制:

- 未考虑资产个体差异

市场法下较难考虑资产的个体差异，不同基金的架构、资产组合、风险偏好、内控质量、存续阶段不同

- 判断主观性

不同基金GP的评估的方法有所不同

- 流动性折扣量化依据

3) 对标标的基金自身份额交易（如有） - 主要限制:

- 交易信息可获取性
- 交易时间、交易份额、条款差异、交易背景、是否关联方

4) 其他限制:

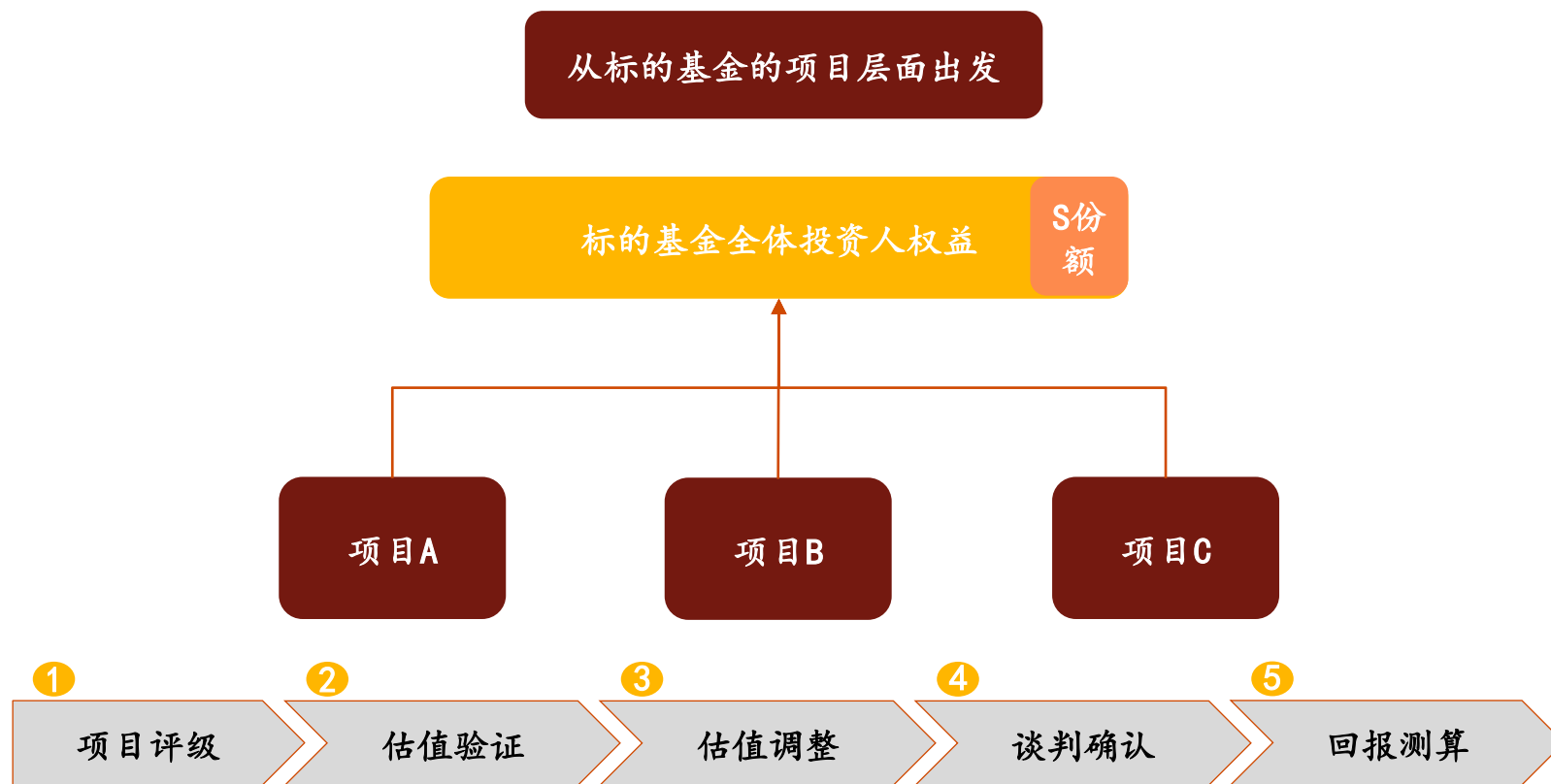
- 资产净值 (NAV) 迟滞性/True-up

NAV本身可能滞后于市场变化/企业经营变化，并不能第一时间反映出市场情况/投资组合价值

NAV的报告日至评估时点，基金可能做出额外投资或获得变现

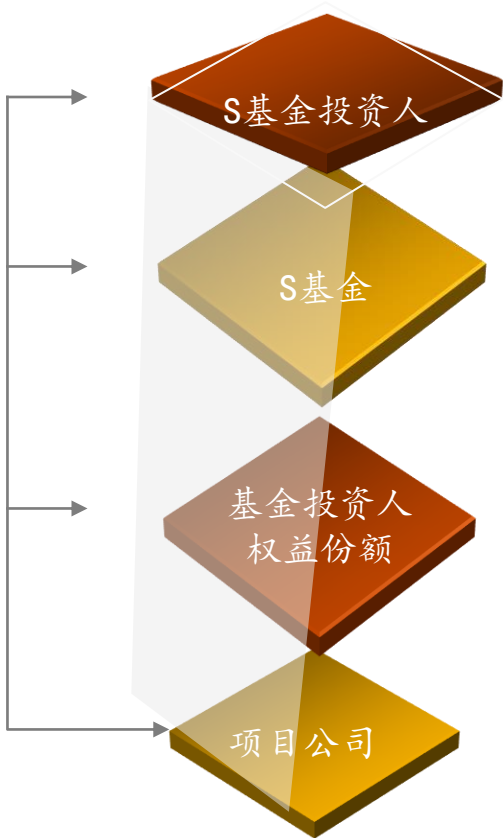
基金份额评估方法－资产基础法

（自下而上法 / Bottom-up approach）



*假设无carry

基金份额 – 投资架构及评估逻辑（自下而上法）



第一层面 S基金投资人权益份额

在计算S基金所持有的S份额加总后，扣除相关的基金管理人绩效报酬增加额，然后乘以所占S基金份额比例

第二层面 S基金层面

需要逐一计算S基金所持有的各S份额或者直接持有的项目的公允价值，结合S基金层面的其他资产和负债，计算得到S基金全体投资人权益的公允价值

第三层面 基金投资人权益份额（或称S份额）层面

在第四层面的基础上，考虑标的基金层面其他资产和负债的调整后得到标的基金全体投资人权益的公允价值，并得到相应S份额的价值

第四层面 标的基金持有的投资项目的权益层面

选取适当的评估方法对目前标的基金投资的项目的价值进行评估，得出每个投资项目于基准日的价值
基金投资的项目包括股权、债券、金融工具、信托等，需根据不同的投资标的分别选取适当的评估方法

自下而上法计算基金份额的两种方式

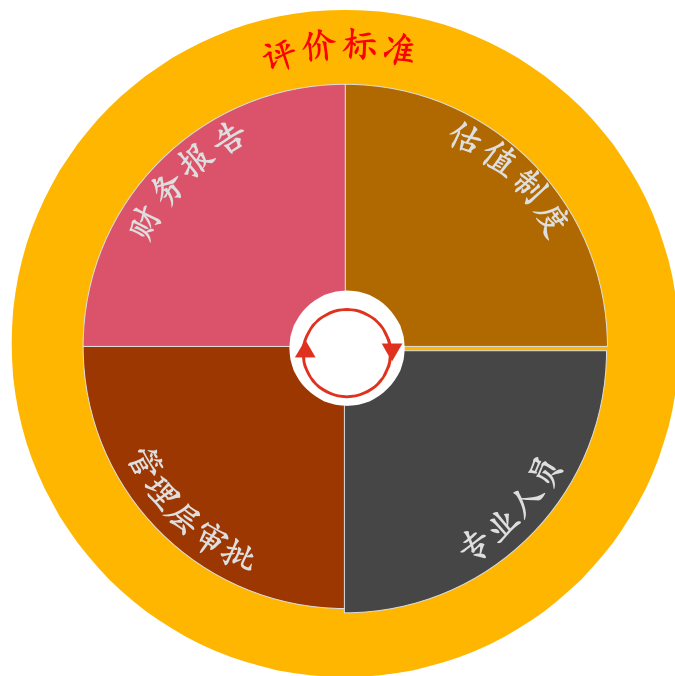
动态估值法

通过底层项目及未实缴部分预期的未来现金流入扣除基金费用支出，计算存续期内基金所有现金流；再根据瀑布分配法则获得整支基金给LP带来的现金流，采用预期的收益率进行折现，并根据LP份额比例获得基金份额价值；在可行的情况下，该方法在交易作价场景中较为常用。

静态估值法

直接对底层项目于基准日的情况进行价值分析，结合调整基金层面其他资产/负债价值，根据瀑布分配法则获得基金份额价值；该方法在管理机构的投后管理及财务入账场景中较为常用。

子基金 - 估值体系的评估标准



标准一 估值制度

子基金是否建立了公允价值评估的制度

标准二 专业人员

子基金是否设有专职负责投资项目公允价值评估的岗位

标准三 管理层审批

子基金的估值结果需经过适当的管理层审批

标准四 财务报告

子基金的财务报告是否以公允价值列示其项目投资

私募股权基金常见分配规则


常见的瀑布式收益分配模式主要分为两种，一种为欧洲模式（By Fund，按基金整体退出分配）；另一种为美国模式（By Deal，按项目分配）。

按基金整体退出分配 (By Fund)

基本形式为项目收益优先返还基金投资者所有投入本金，超额收益部分按照协议约定在基金管理人（GP）和基金合伙人（LP）之间分配。

按项目退出分配 (By Deal)

可就基金每个投资项目退出的投资收益在合伙人之间进行分配，若符合约定条件，GP 可在该项目退出收益中收取超额收益（Carry）。



4

实务中的挑战



IFS
国际金融中心

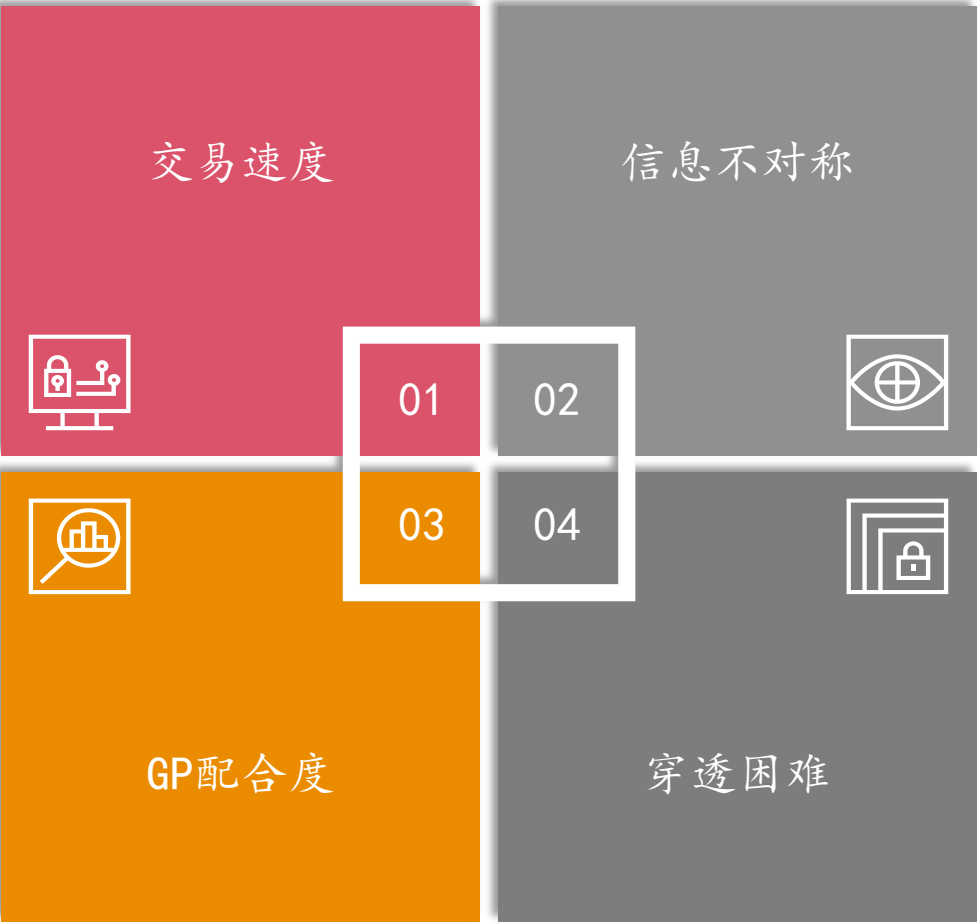
少数股权评估中的特别问题

—基金份额评估/估值下亦成立



- 不同企业类型下，少数股权股东实际被赋予的权利，应充分关注企业组织架构以及投资人/股东之间的协议、章程等文件中的约定
- 国内评估执业中，少数股权运用市场法（关于可比交易法下对近期融资价格进行参考的缺失）和资产基础法（适用前提）受到的限制
- 以列示“特定假设”的方式解决？
- 客观限制 vs 主观约束
- 评估执业人员不应承担不当/过度的执业风险

基金份额交易情景下的评估/估值难点



01

- 个体流动性需求驱动
 - 市场追求快速变现，交易时间紧迫
- vs
- 具有国资背景的买方，如无特别设置安排，尽调要求高、交易流程长

02

- 交易对手方信息不对称
- 买卖双方诉求差异太大
- 买家对底层资产不熟悉
- 关键信息涉及商业机密
- 无法提供评估支持信息，评估的基准缺乏一致性

03

- 标的基金管理人在资料提供和尽调方面的配合度不一
- 前台部门选择性汇报，后台部门较被动

04

- 标的基金披露信息完整度/精度不足
- 底层资产具体评估过程不易得知
- 复杂资产包的评估存在操作困难
- 投资组合分散或赛道多样化将增加工作量和专业性要求
- 基金如有未实缴部分，将增加评估复杂度

基金份额交易过程限制及难点

01

交易限制

- 有限合伙财产份额限制或禁止转让的风险：受让份额未依照有限合伙协议约定、不符合投资者要求等都可能导致交易失败；
- 嵌套风险：应避免因“嵌套”层数过多而可能触发的禁止性监管行为；
- 国资背景基金份额转让时的合规风险：拟受让的基金份额属于国有资产或权益，应依据相关法律法规进行评估、进场交易等程序。

02

信息不对称

- 投资人对标的公司及底层资产了解片面，交易双方信息不对称。

03

折扣/溢价确定

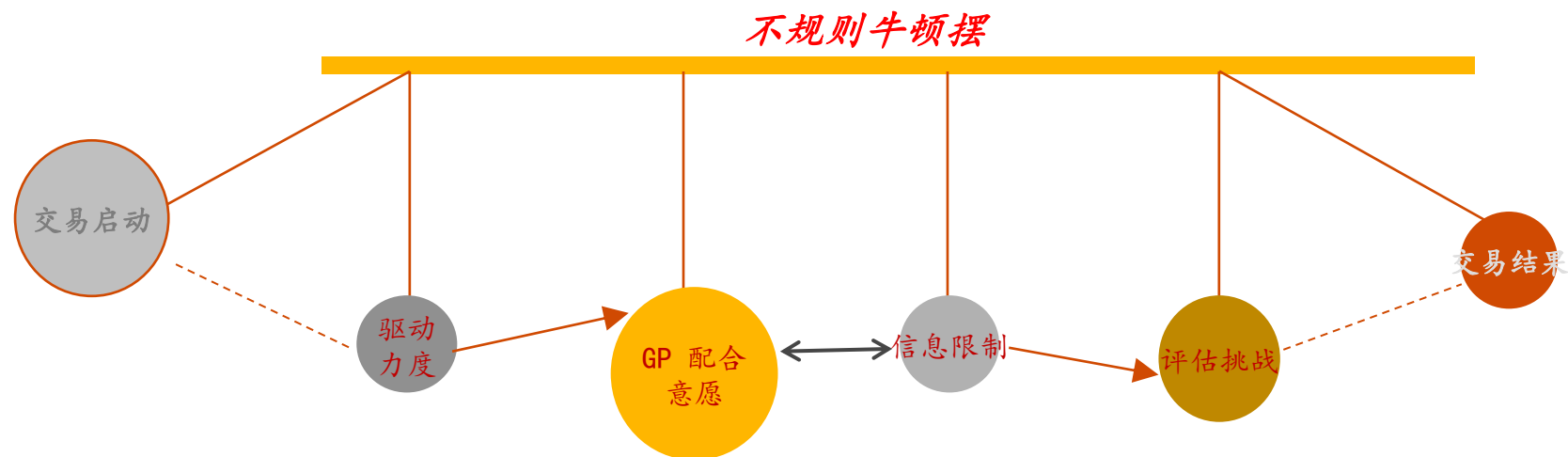
- 信息不对称导致卖方有虚抬价格或隐瞒定价因素的可能，导致标的基金份额价值大幅下降，损害资产价值；
- 为减少此类风险保护买方，可考虑在基金份额转让协议中就交易执行方面设置保护措施（包括过渡期条款及陈述和保证、承诺条款）。
















04

审批/备案合规性

- 份额转让涉及基金合同的修订，需在中国证券投资基金业协会备案系统重新上传新的基金合同和修改基金合同的相关决议。

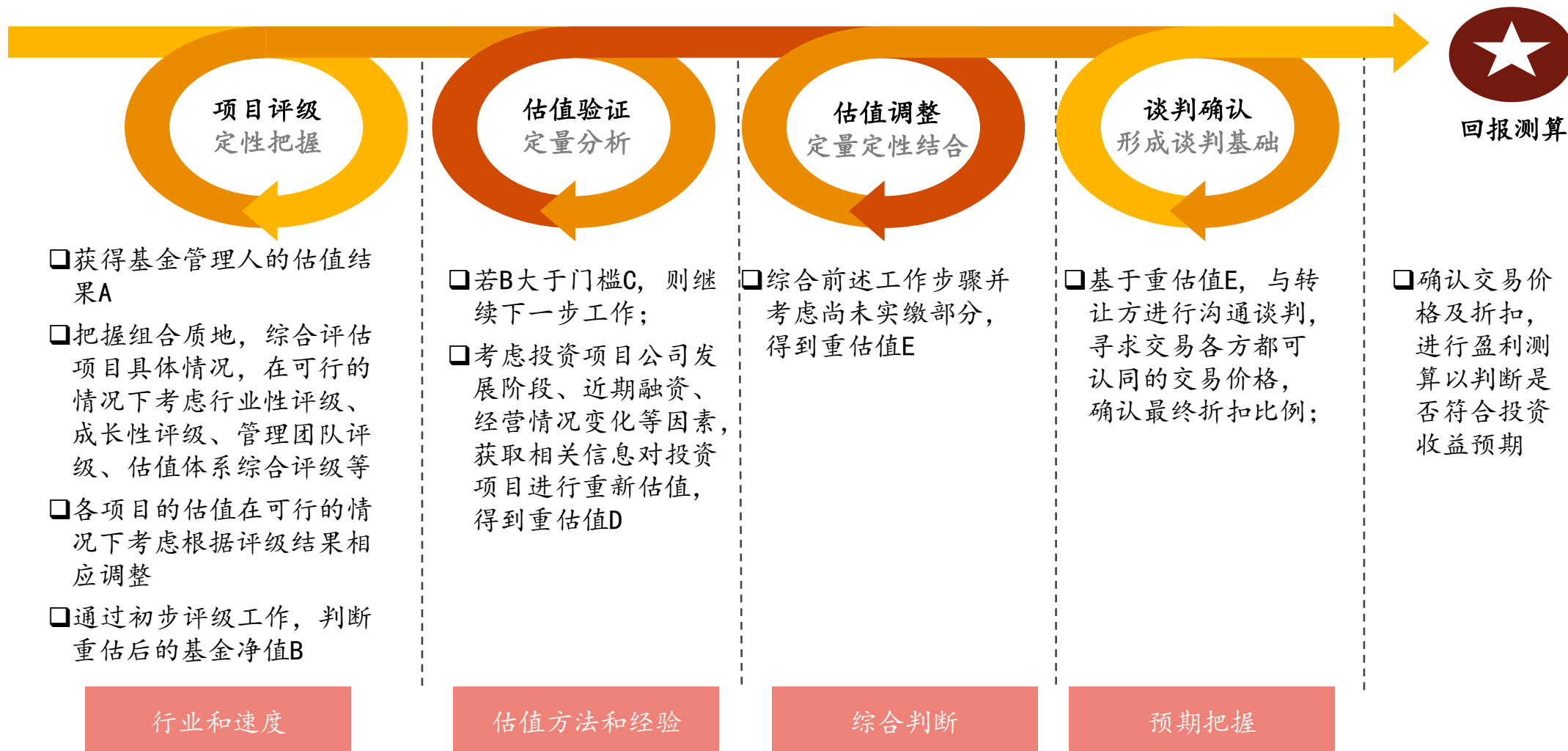
基金份额达成交易的挑战



	驱动力度	GP 配合意愿	信息限制	评估挑战	占交易总量比例
早期资产	 <ul style="list-style-type: none">合规要求无法认缴	 <ul style="list-style-type: none">类似募资	 <ul style="list-style-type: none">与GP配合度成反比	 <ul style="list-style-type: none">资产数量少为新投项目	
中期资产	 <ul style="list-style-type: none">流动性危机多种原因	 <ul style="list-style-type: none">无动力低意愿保密性	 <ul style="list-style-type: none">与GP配合度成反比	 <ul style="list-style-type: none">体量大赛道多阶段异穿透困难，时间急迫	
尾盘资产	 <ul style="list-style-type: none">GP主导型接续基金	 <ul style="list-style-type: none">高意愿	 <ul style="list-style-type: none">与GP配合度成反比	 <ul style="list-style-type: none">资产数量少状态确定交易结构复杂	

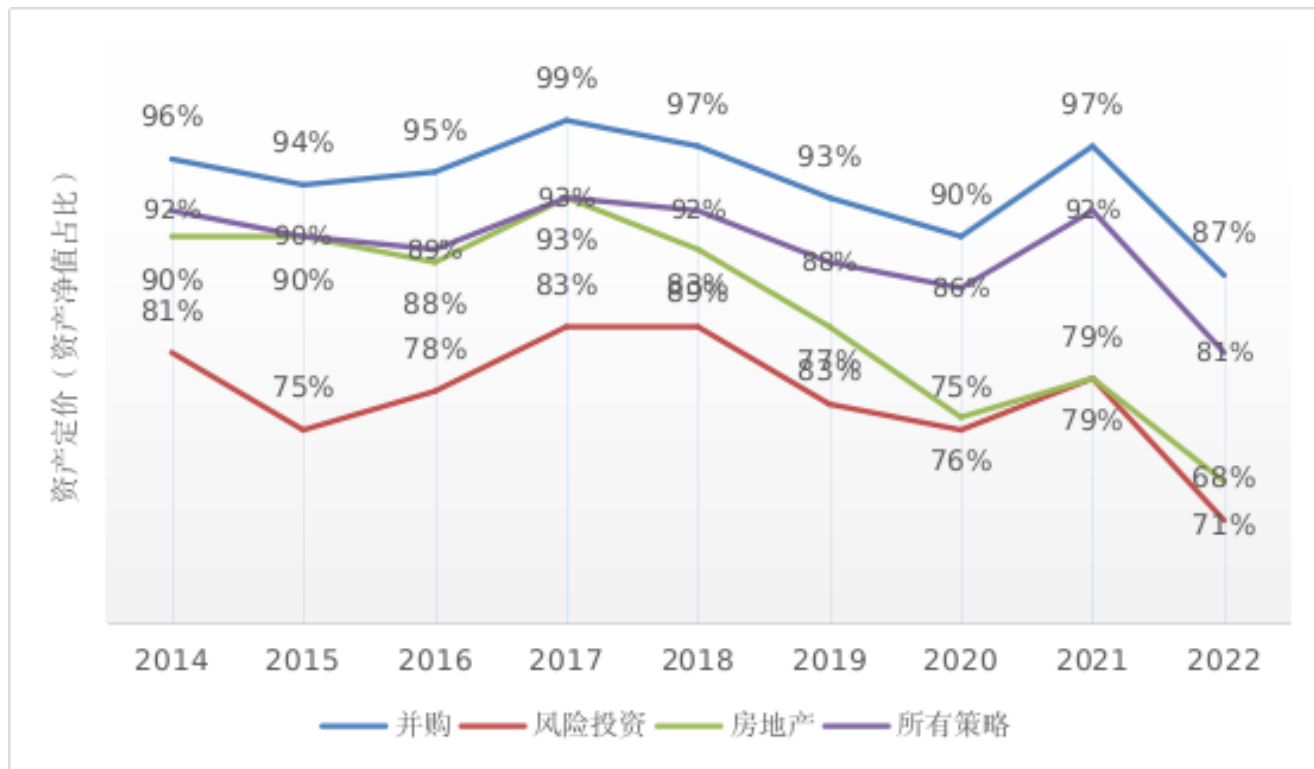


基金份额交易评估实务 - 买方视角的快速价值分析



基金份额交易实务 - 基于NAV的交易折扣率

—全球市场历史数据



数据来源：Jefferies

私募股权二级市场存在交易定价悬殊的差异，回顾全球过往近十年的二级市场交易数据，大多数基金的二手份额在交易时存在一定折价。

根据Jefferies统计的历史数据，越靠近中后期的并购类基金折扣幅度越小；越偏向早期的风险投资类基金因现金流较难预计，风险系数较高而折扣越高，历史交易价格水平在资产净值的70%-80%。

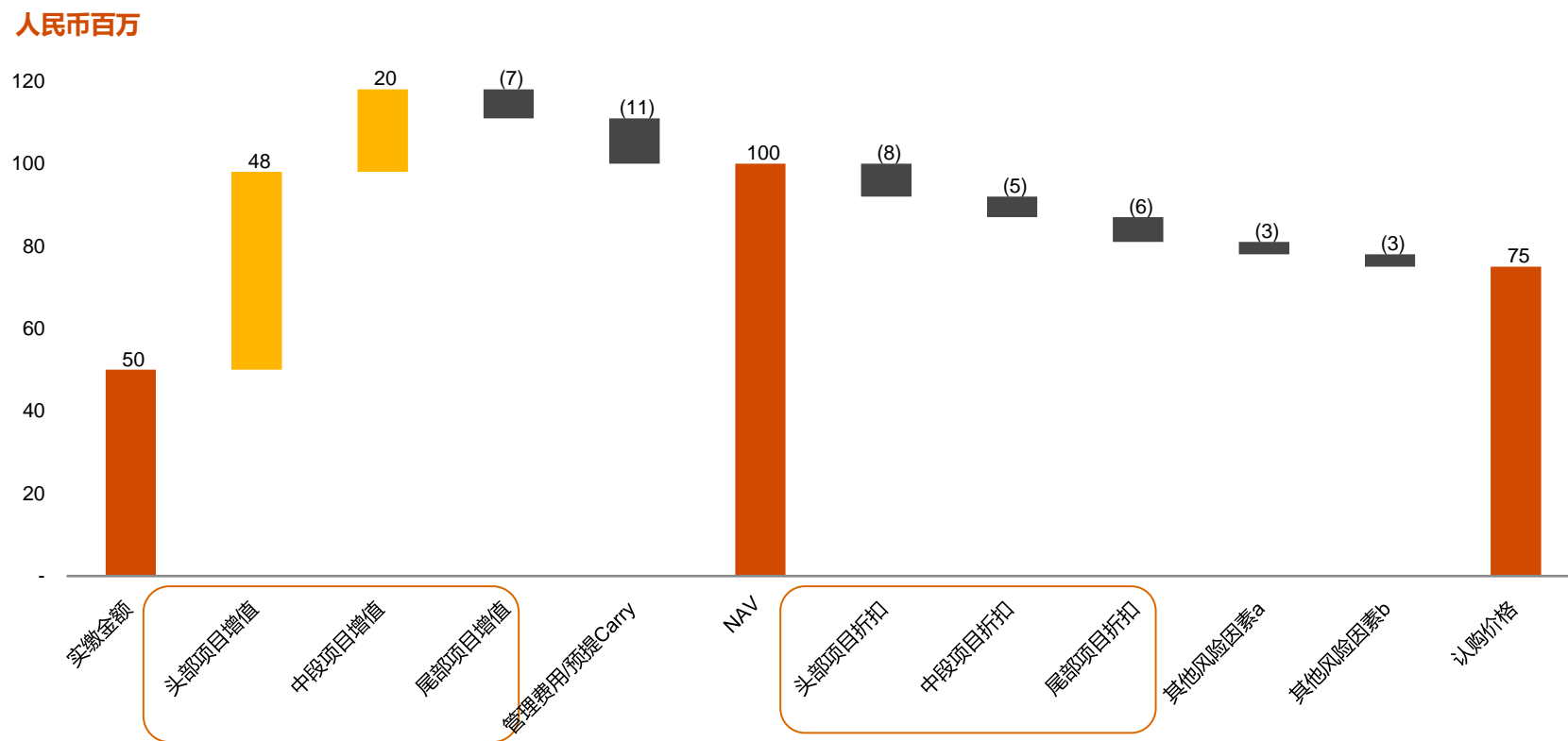
基金份额交易实务 - 基于NAV的交易折扣率



基金份额交易实务 - 基于NAV的交易折扣率

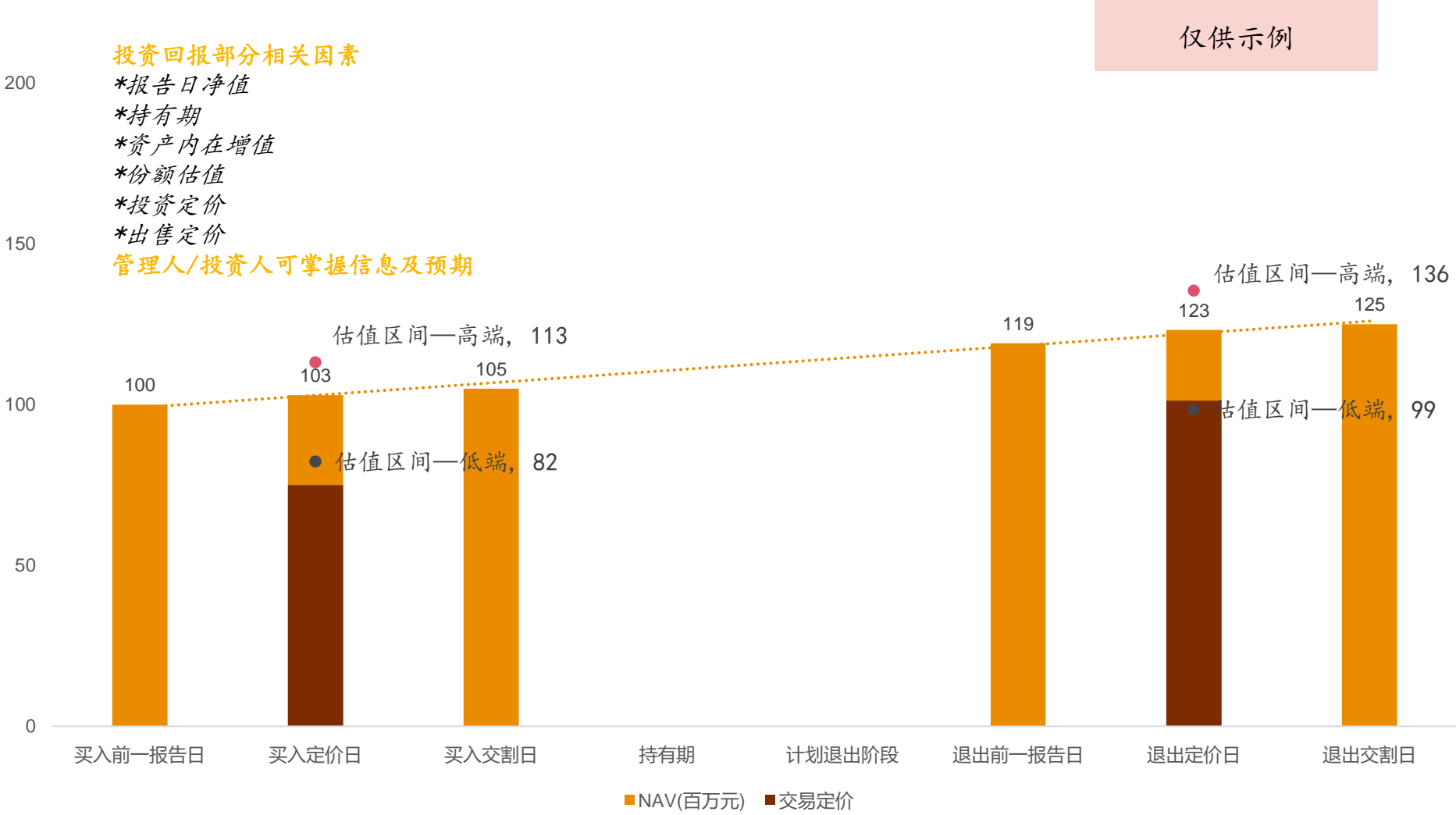
— 基于买方视角

仅供示例

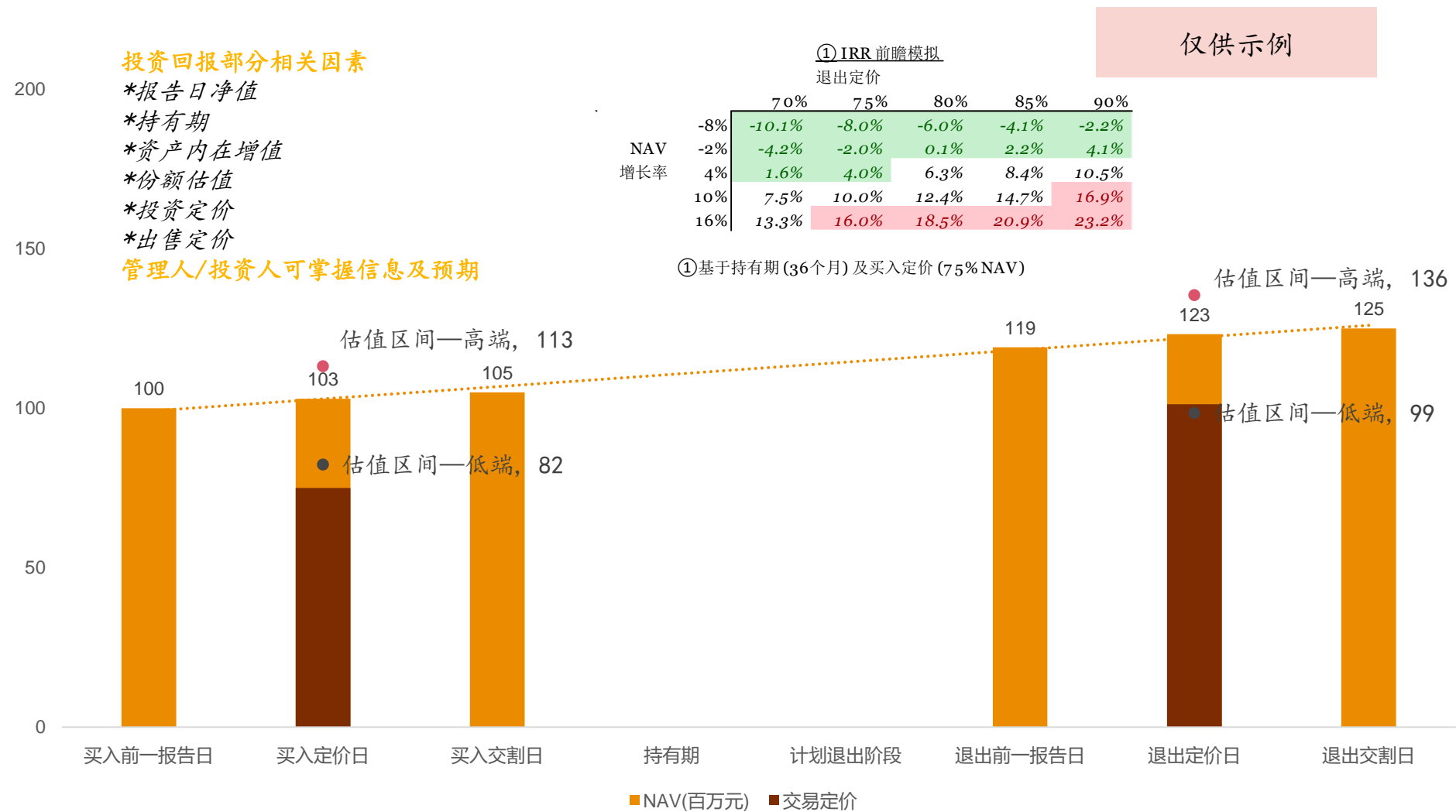


*金额仅为展示目的

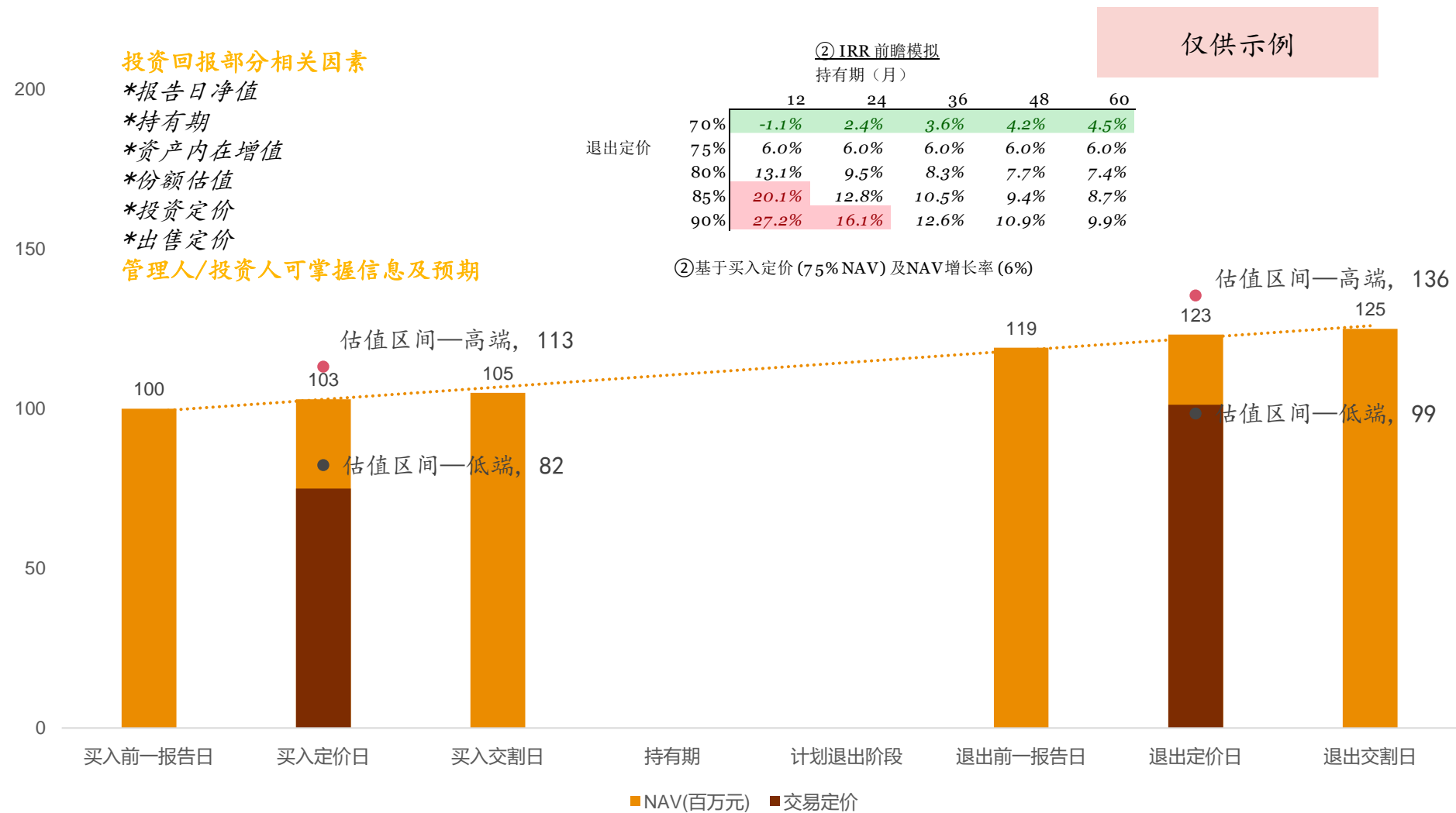
基金份额交易实务 - 交易回报率测算示例（1/4）



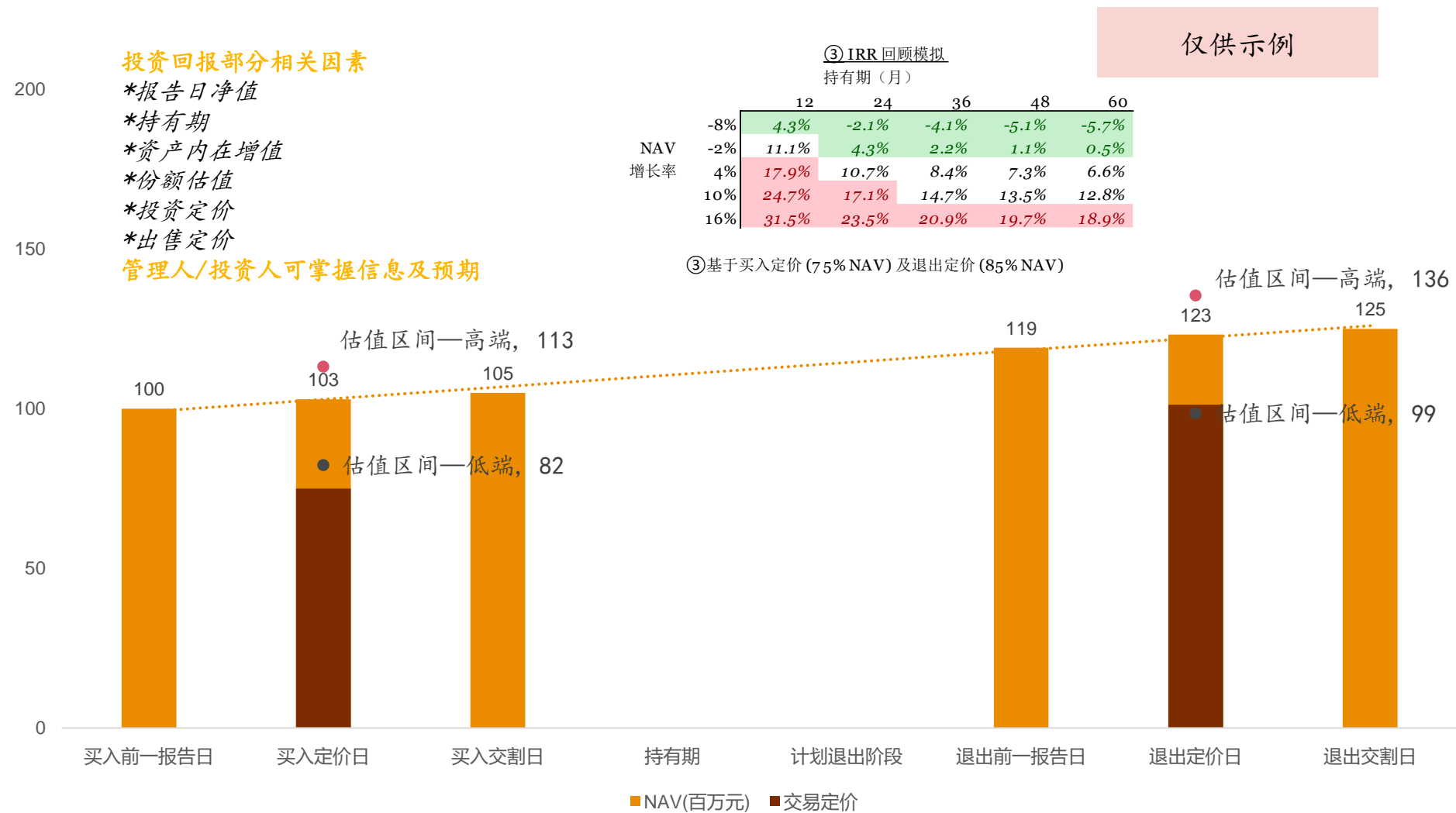
基金份额交易实务 - 交易回报率测算示例（2/4）



基金份额交易实务 - 交易回报率测算示例（3/4）



基金份额交易实务 - 交易回报率测算示例（4/4）



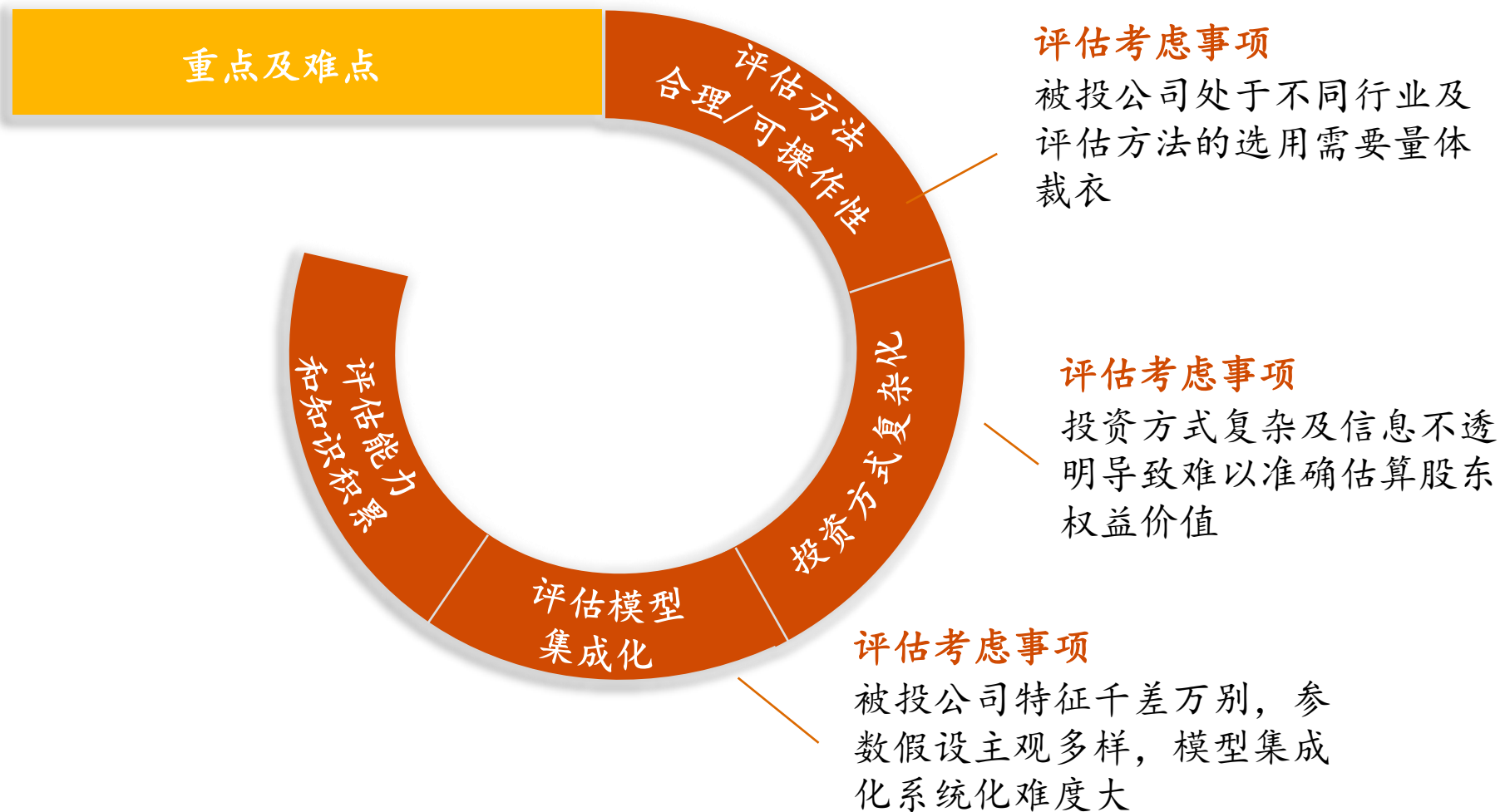
5



总结

IFS
国际金融中心

总结



谢谢！

pwc.com

© 2025 PwC. All rights reserved. Not for further distribution without the permission of PwC. “PwC” refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm’s professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.