

2025年03月12日

联美控股 (600167.SH)

投资评级：增持（首次）

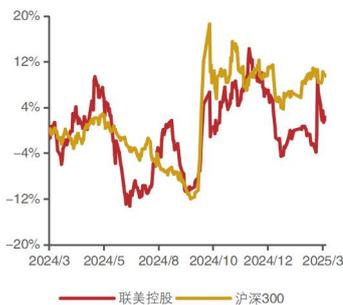
——供热传媒双主业运行 打造精致现金牛资产

证券分析师

刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年03月10日

收盘价(元)	5.68
一年内最高/最低(元)	6.59/4.95
总市值(百万元)	12,852.93
流通市值(百万元)	12,852.93
总股本(百万股)	2,262.84
资产负债率(%)	29.32
每股净资产(元/股)	4.76

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司为联美集团旗下核心上市公司，业务呈现供热和传媒双主业格局，均为运营类现金牛资产。公司为联美集团旗下核心上市公司，联美集团产业包括综合能源、地产运营、大消费、科创、新能源及产融服务。公司本体业务围绕清洁供热，主要分布在三个全资子公司中，分别为沈阳浑南热力、沈阳新北热电和国惠环保新能源（中水源热泵），三个子公司全部位于沈阳，为居民和工商业提供清洁热能。除此之外，公司还逐步拓展沈阳以外项目，包括菏泽工业蒸汽供热项目、泰州生物质热电联产项目以及上海天然气分布式冷热电联产项目。
- 公司传媒业务为2018年收购的兆讯传媒，兆讯传媒2022年单独登陆创业板，公司目前持股75%。兆讯传媒主业高铁传媒，目前布局全国31个省级行政区，在售铁路客运站点509个，5310块高清数字媒体，致力于建立覆盖全国的媒体资源网络。
- 与同城的惠天热电相比，公司毛利率与最终业绩表现显著突出，体现公司更强的运行效率与成本管控能力。惠天热电为与公司同在沈阳的供热公司，近年来毛利率持续为负，业绩深度亏损。2023年归母净利润转正主要为收到大额政府补助。惠天热电长期亏损的最主要原因为沈阳居民供热价格较低，在“十三五”后期煤价持续上涨的背景下，成本传导不畅导致业绩亏损。而联美控股通过更强的成本管控能力以及更新的管网设施，具备更强的盈利能力。作为同属一个城市的两个供热公司，我们分析惠天热电的业绩对沈阳供热价格提供支撑。
- 对于公司而言，无论是供热业务还是高铁传媒业务，本质都类似于一次性投资，陆续收回成本收益的现金牛业务。由于营业成本中折旧占比较高，公司经营性现金流量净额远高于净利润，加之公司利息支出很少，因此经营性现金流量净额基本可以等价于再投资之前的权益现金流。近年来随着公司供热管网趋于成熟，新增建设放缓，投资性现金流量净额持续减少，使得公司自由现金流大幅改善。
- 从货币现金来看，公司2024年9月底在手货币现金66.08亿元，有息负债仅约16亿元，扣除有息负债后的净现金高达50亿元。通过利息收入倒算的存款利率长年在3%以上（使用期初期末现金余额均值计算，2024年为年化数值），证明公司大额存款的可能性较高。由此计算，截至2025年3月10日收盘价，公司市值为129亿元，扣除上述计算的净现金50亿元后，公司经营资产的权益估值为79亿元，仅相当于公司5-6年的经营性现金流量净额。公司2022-2024年分红比例维持在50%以上，预计公司自有现金流改善后，仍有提升空间。
- 盈利预测与估值：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.58、8.20和8.72亿元，当前股价对应PE 17、16、15倍。供热领域可比公司较少，我们选取物产环能（业务包括煤炭流通业务和热电联产业务）以及协鑫能科（清洁能源运营以及综合能源服务），可比公司平均PE为11、9和8倍。虽然公司相较可比公司PE更高，但是考虑到公司更多的账面现金，公司整体估值合理，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：煤价波动超预期；热价政策存在一定不确定性；高铁传媒业务受客流量影响。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,450	3,412	3,430	3,443	3,463
同比增长率（%）	-0.51%	-1.12%	0.54%	0.39%	0.56%
归母净利润（百万元）	944	859	758	820	872
同比增长率（%）	-9.77%	-9.00%	-11.75%	8.11%	6.34%
每股收益（元/股）	0.42	0.38	0.34	0.36	0.39
ROE（%）	8.93%	7.78%	6.64%	6.93%	7.11%
市盈率（P/E）	13.62	14.96	16.95	15.68	14.75

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 7.58、8.20 和 8.72 亿元，当前股价对应 PE 17、16、15 倍。供热领域可比公司较少，我们选取物产环能（业务包括煤炭流通业务和热电联产业务）以及协鑫能科（清洁能源运营以及综合能源服务），可比公司平均 PE 为 11、9 和 8 倍。虽然公司相较可比公司 PE 更高，但是考虑到公司更多的账面现金，公司整体估值合理，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

我们预计公司 2024–2026 年供暖及蒸汽业务营业收入每年同比增长 1.5%、1.0% 和 1.0%，高铁传媒业务营业收入每年同比增长 5%、5% 和 5%。燃料总成本 2024–2026 年每年同比下降 4%、3% 和 3%。

投资逻辑要点

对于公司而言，无论是供热业务还是高铁传媒业务，本质都类似于一次性投资，陆续收回成本收益的现金牛业务。公司 2024 年 9 月底在手货币现金 66.08 亿元，有息负债仅约 16 亿元，扣除有息负债后的净现金高达 50 亿元。截至 2025 年 3 月 10 日收盘价，公司市值为 129 亿元，扣除上述计算的净现金 50 亿元后，公司经营资产的权益估值为 79 亿元，仅相当于公司 5–6 年的经营性现金流量净额。

核心风险提示

煤价波动超预期；供热价格受地方政府监管，政策存在一定不确定性；高铁传媒业务受客流量、广告投放量等因素影响。

内容目录

1. 供热传媒双主业 均为运营类现金牛资产	5
2. 自由现金流有望持续改善 关注公司现金流价值	7
3. 盈利预测与估值	8
4. 风险提示	9

图表目录

图表 1: 联美控股供热业务版图分布	5
图表 2: 联美控股供热业务主要子公司净利润情况 (亿元)	5
图表 3: 惠天热电毛利率情况	6
图表 4: 惠天热电归母净利润情况 (亿元)	6
图表 5: 兆讯传媒业务布局情况	6
图表 6: 兆讯传媒营业收入情况 (亿元)	7
图表 7: 兆讯传媒归母净利润情况 (亿元)	7
图表 8: 公司现金流与净利润情况 (亿元)	7
图表 9: 公司货币现金情况 (亿元)	8
图表 10: 公司历年分红情况	8
图表 11: 营业收入预测相关假设 (百万元)	8
图表 12: 可比公司估值表 (元, 元/股)	9

1. 供热传媒双主业 均为运营类现金牛资产

公司为联美集团旗下核心上市公司。根据集团官网介绍，联美集团产业包括综合能源、地产运营、大消费、科创、新能源及产融服务，核心成员企业包括联美控股（600167.SH，即本公司）、联美地产、贵州安酒、天芮中国、兆讯传媒（301102.SZ）、螳螂慧视、巴特瑞科技、正拓能源科技以及国源矿业等。其中，兆讯传媒为公司控股子公司，截至2024年9月底公司持有兆讯传媒75%股份。

至此，公司业务呈现供热和传媒双主业格局，均为运营类现金牛资产。公司本体业务围绕清洁供热，主要分布在三个全资子公司中，分别为沈阳浑南热力、沈阳新北热电和国惠环保新能源（中水源热泵），三个子公司全部位于沈阳，拥有热源和管网，为居民和工商业提供清洁热能。除此之外，公司还逐步拓展沈阳以外项目，包括菏泽工业蒸汽供热项目、泰州生物质热电联产项目以及上海天然气分布式冷热电联产项目，现阶段盈利占比相对有限。

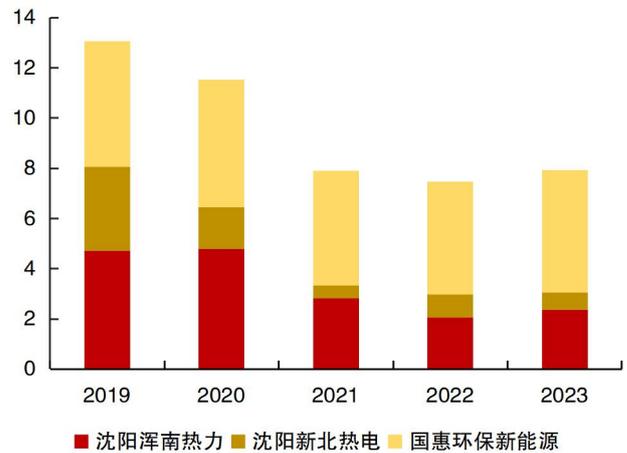
从业绩来看，目前国惠新能源是公司供热板块最主要的盈利来源，2023年贡献净利润4.9亿元，从趋势上看近年来保持平稳，为公司提供业绩支撑，主要系国惠新能源为中水源热泵项目，而沈阳新北和浑南热力为褐煤供热项目，受煤价影响较大。2020年之后我国煤价大幅上涨，而下游居民供热顺价不畅，对沈阳新北和浑南热力盈利能力形成一定压制。

图表 1：联美控股供热业务版图分布



资料来源：公司官网，华源证券研究所。本图片仅为示意图，并非完整的中国地图

图表 2：联美控股供热业务主要子公司净利润情况（亿元）



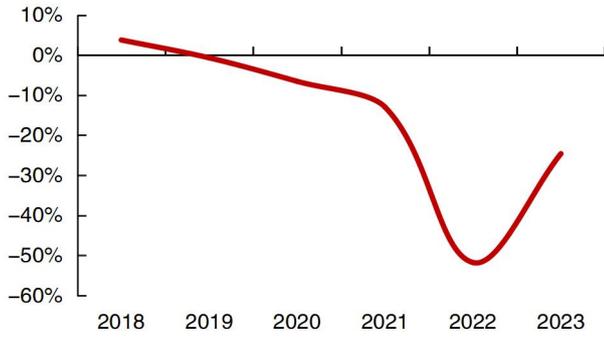
资料来源：公司公告，华源证券研究所

与同城的惠天热电相比，公司毛利率与最终业绩表现显著突出，体现公司更强的运行效率与成本管控能力，一定程度上，惠天热电为公司提供盈利支撑。惠天热电为与公司同在沈阳的供热公司，近年来毛利率持续为负，业绩深度亏损。2023年归母净利润转正主要为收到大额政府补助。惠天热电长期亏损的最主要原因为沈阳居民供热价格较低，在“十三五”后

期煤价持续上涨的背景下，成本传导不畅导致业绩亏损。而联美控股通过更强的成本管控能力以及更新的管网设施，具备更强的盈利能力。

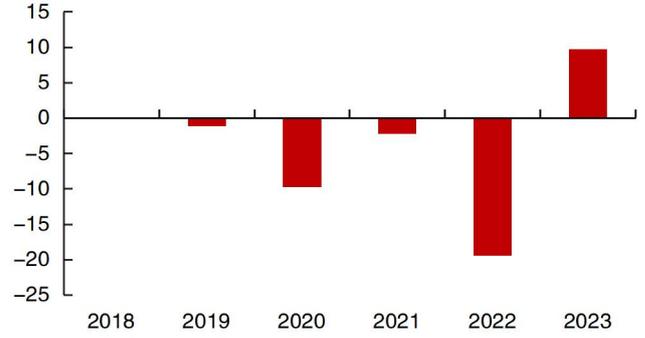
作为同属一个城市的两个供热公司，我们分析惠天热电的业绩对沈阳供热价格提供支撑。

图表 3：惠天热电毛利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：惠天热电归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

公司传媒业务为 2018 年收购的兆讯传媒，兆讯传媒 2022 年单独登陆创业板，公司目前持股 75%。兆讯传媒主业高铁传媒，目前布局全国 31 个省级行政区，在售铁路客运站点 509 个，5310 块高清数字媒体，致力于建立覆盖全国的媒体资源网络。

图表 5：兆讯传媒业务布局情况

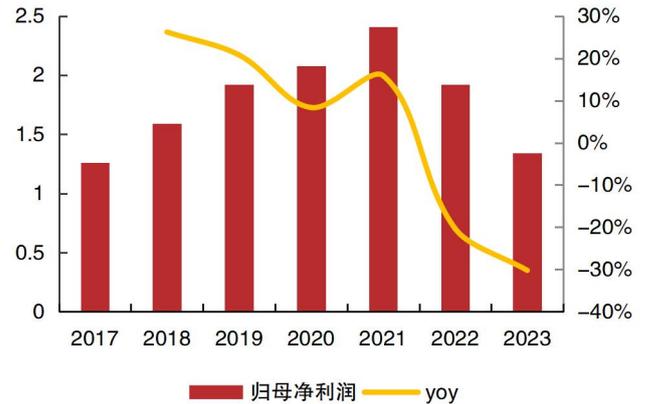


资料来源：兆讯传媒官网，华源证券研究所。本图片仅为示意图，并非完整的中国地图

兆讯传媒近年来营业收入稳步增长，归母净利润 2022 年后一定程度承压。2023 年利润下滑主要系高铁媒体、户外大屏媒体资源成本增加，换言之，即营业收入增速不及营业成本增速，主要与媒体业务成本前置有关。兆讯传媒近年来大力拓展户外裸眼 3D 大屏，预计随着户外 3D 大屏陆续建成，业绩增长有望恢复。

图表 6：兆讯传媒营业收入情况（亿元）


资料来源：兆讯传媒公告，华源证券研究所

图表 7：兆讯传媒归母净利润情况（亿元）


资料来源：兆讯传媒公告，华源证券研究所

2. 自由现金流有望持续改善 关注公司现金流价值

对于公司而言，无论是供热业务还是高铁传媒业务，本质都类似于一次性投资，陆续收回成本收益的现金牛业务。由于营业成本中折旧占比较高，公司经营性现金流量净额情况远高于净利润，加之公司利息支出很少，因此经营性现金流量净额基本可以等价于再投资之前的权益现金流。近年来随着公司供热管网趋于成熟，新增建设放缓，投资性现金流量净额持续减少，使得公司自由现金流大幅改善。

图表 8：公司现金流与净利润情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	14.38	9.27	17.00	14.44	15.07
投资活动产生的现金流量净额	-7.21	-6.18	-6.72	-6.00	-3.17
净利润	16.45	17.28	10.74	9.99	9.09
固定资产折旧	3.17	2.86	3.07	3.32	3.62
使用权资产折旧			1.86	2.16	2.94

资料来源：wind，华源证券研究所

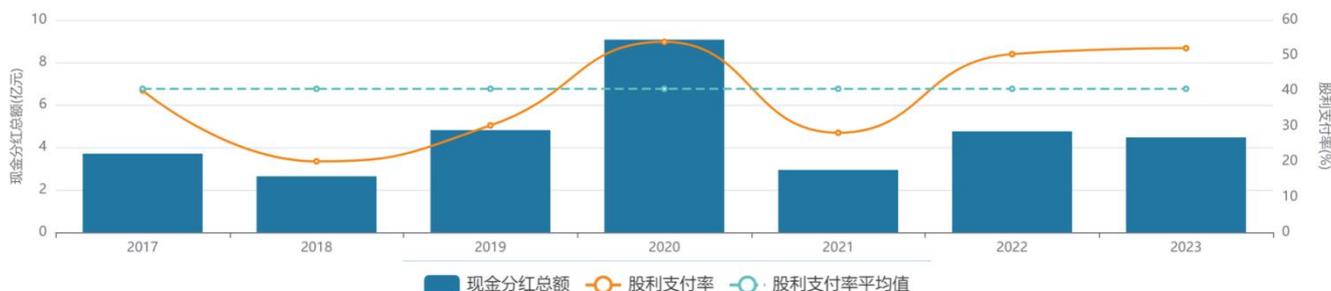
从货币现金来看，公司 2024 年 9 月底在手货币现金 66.08 亿元，有息负债仅约 16 亿元，扣除有息负债后的净现金高达 50 亿元。通过利息收入倒算的存款利率长年在 3% 以上（使用期初期末现金余额均值计算，2024 年为年化数值），证明公司大额存款的可能性很高。

图表 9：公司货币现金情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 年 9 月
货币资金	43.43	50.70	60.48	54.62	79.03	79.99	66.08
利息收入	2.18	1.81	1.81	1.86	2.59	2.80	1.78
倒算存款利率		3.85%	3.26%	3.23%	3.88%	3.52%	3.25%

资料来源：wind，华源证券研究所

由此计算，截至 2025 年 3 月 10 日收盘价，公司市值为 129 亿元，扣除上述计算的净现金 50 亿元后，公司经营资产的权益估值为 79 亿元，仅相当于公司 5-6 年的经营性现金流量净额。公司 2022-2024 分红比例维持在 50% 以上，预计公司自有现金流改善后，仍有提升空间。

图表 10：公司历年分红情况


资料来源：wind，华源证券研究所

3. 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年供暖及蒸汽业务营业收入每年同比增长 1.5%、1.0% 和 1.0%，高铁传媒业务营业收入每年同比增长 5%、5% 和 5%，其余营收假设见下表。燃料总成本 2024-2026 年每年同比下降 4%、3% 和 3%。

图表 11：营业收入预测相关假设（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	------	-------	-------	-------

供暖及蒸汽	2047.1	2158.9	2186.9	2219.7	2241.9	2264.3
yoy	2.34%	5.46%	1.30%	1.50%	1.00%	1.00%
发电	157.1	129.6	133.0	135.0	136.3	137.7
yoy	-17.6%	-17.5%	2.6%	1.5%	1.0%	1.0%
工程	234.2	239.5	191.1	172.0	154.8	139.3
yoy	-38.5%	2.2%	-20.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
接网	343.8	313.3	270.5	243.4	219.1	197.2
yoy	-22.0%	-8.9%	-13.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
广告发布	619.8	577.3	598.0	627.9	659.3	692.3
yoy	27.0%	-6.9%	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%
物业、多种经营	31.9	29.5	30.6	30.6	30.6	30.6
其他	6.6	2.4	1.4	1.4	1.4	1.4

资料来源：wind，华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 7.58、8.20 和 8.72 亿元，当前股价对应 PE 17、16、15 倍。供热领域可比公司较少，我们选取物产环能（业务包括煤炭流通业务和热电联产业务）以及协鑫能科（清洁能源运营以及综合能源服务），可比公司平均 PE 为 11、9 和 8 倍。虽然公司相较可比公司 PE 更高，但是考虑到公司更多的账面现金，公司整体估值合理，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 12：可比公司估值表（元，元/股）

板块	简称	收盘价			EPS			PE			PB (lf)
		2025/03/10	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
	物产环能	12.47	1.4	1.63	1.69	9	8	7	1.31		
供热	协鑫能科	7.58	0.62	0.74	0.85	12	10	9	1.05		
	平均					11	9	8	1.18		
	联美控股	5.68	0.34	0.36	0.39	17	16	15	1.24		

资料来源：wind，华源证券研究所。物产环能和联美控股业绩来自华源证券研究所预测，协鑫能科来自 wind 一致预期

4. 风险提示

- 1) 煤价波动超预期，燃料成本为公司最主要的成本，存在不确定性；
- 2) 供热价格受地方政府监管，政策存在一定不确定性；
- 3) 高铁传媒业务受客流量、广告投放量等因素影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,999	7,889	7,920	7,965
应收票据及账款	867	812	815	819
预付账款	116	109	109	110
其他应收款	134	134	134	135
存货	291	312	308	303
其他流动资产	432	395	396	398
流动资产总计	9,840	9,650	9,682	9,730
长期股权投资	111	118	125	133
固定资产	4,962	4,922	4,848	4,704
在建工程	80	40	0	0
无形资产	646	610	573	537
长期待摊费用	11	5	0	0
其他非流动资产	1,997	1,978	1,960	1,941
非流动资产合计	7,806	7,673	7,507	7,314
资产总计	17,646	17,323	17,188	17,044
短期借款	1,540	1,296	953	570
应付票据及账款	467	426	420	414
其他流动负债	2,026	1,806	1,805	1,806
流动负债合计	4,033	3,528	3,179	2,790
长期借款	1,096	863	629	396
其他非流动负债	623	623	623	623
非流动负债合计	1,719	1,487	1,253	1,019
负债合计	5,753	5,015	4,431	3,810
股本	2,288	2,288	2,263	2,263
资本公积	2,061	2,061	2,087	2,087
留存收益	6,686	7,065	7,475	7,910
归属母公司权益	11,035	11,414	11,824	12,260
少数股东权益	858	894	933	974
股东权益合计	11,893	12,308	12,757	13,234
负债和股东权益合计	17,646	17,323	17,188	17,044

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	909	701	749	803
折旧与摊销	669	640	674	700
财务费用	-176	44	28	10
投资损失	-13	-17	-17	-17
营运资金变动	-237	-181	-8	-8
其他经营现金流	354	111	131	131
经营性现金净流量	1,507	1,299	1,558	1,620
投资性现金净流量	-317	-509	-512	-512
筹资性现金净流量	-1,134	-900	-1,015	-1,063
现金流量净额	56	-110	31	45

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,412	3,430	3,443	3,463
营业成本	2,230	2,209	2,179	2,149
税金及附加	22	25	25	25
销售费用	124	114	114	115
管理费用	149	150	151	152
研发费用	23	22	22	22
财务费用	-176	44	28	10
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-20	-20	-20	-20
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	13	17	17	17
公允价值变动损益	-72	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	103	80	100	100
营业利润	1,065	944	1,021	1,087
营业外收入	26	17	17	17
营业外支出	3	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,088	958	1,036	1,101
所得税	179	164	177	188
净利润	909	794	859	913
少数股东损益	50	36	39	41
归属母公司股东净利润	859	758	820	872
EPS(元)	0.38	0.34	0.36	0.39

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-1.12%	0.54%	0.39%	0.56%
营业利润增长率	-10.92%	-11.39%	8.24%	6.43%
归母净利润增长率	-9.00%	-11.75%	8.11%	6.34%
经营现金流增长率	4.33%	-13.77%	19.89%	3.99%
盈利能力				
毛利率	34.63%	35.59%	36.71%	37.93%
净利率	26.65%	23.15%	24.93%	26.37%
ROE	7.78%	6.64%	6.93%	7.11%
ROA	4.87%	4.38%	4.77%	5.11%
估值倍数				
P/E	14.96	16.95	15.68	14.75
P/S	3.77	3.75	3.73	3.71
P/B	1.16	1.13	1.09	1.05
股息率	3.48%	2.95%	3.19%	3.39%
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。