（上接 76 版）

上海孚邦的主营业务主要分为三大类：仪器类、防护类及电气设备类，均采用“研发设计 + 核心环节自主化 + 全链条服务”的轻资产经营模式，核心是通过技术增值而非贸易获利。主要产品包括多种气体检测设备、复合式气体检测仪、固定式有毒气体检测仪等仪器仪表；正压式氧气呼吸器、防毒面具、化学防护服等应急装备；不间断电源、中、低压配电柜系统集成、智能控制柜等电气设备。

（一）电气业务

1、行业特点

电气设备业务模式：上海孚邦自成立以来形成了丰富的数据资产和稳定的业务模式（采购第三方硬件 + 现场安装调试 + 软件植入 + 客户验收）。在常规电气业务中主导整个服务，通过自研技术实现软硬件的深度集成与性能升级并形成一体化增值产品对外交付。根据《企业会计准则第 14 号 – 收入》的相关规定和业务实际情况，公司在常规电气业务中作为主要责任人，购销业务独立，拥有自主定价权，在客户验收前能够有效控制相关商品并承担存货风险，属于企业自第三方取得商品或其他资产控制权，经过安装调试、软件植入，显著提高产品性能后，再转让给客户的情形，用总额法确认收入，符合企业会计准则规定。受个别项目履约模式差异影响，公司电气业务同时采用总额法与净额法两种方式核算收入：其中安华项目 2025 年度销售金额 7,864.68 万元，按净额法确认收入 1,241.37 万元，占公司 2025 年度收入比例为 3.79%；N 项目（电气类客户 6）由公司总部及上海孚邦联合承接，2025 年度销售金额 6,799.70 万元，按净额法确认收入 83.26 万元，占公司 2025 年度收入比例为 0.25%；安华项目从经销商而非设备原厂采购设备，公司与供应商未签署长期合作协议，合作基础薄弱，且该项目 2025 年度业务模式相较 2024 年度未发生实质变化。综合考量后，基于会计审慎原则，收入确认口径与 2024 年度保持一致，继续采用净额法核算。N 项目属于招标类工程采购项目，一般而言，市场化议价与调价空间较小。基于审慎原则，参考《关于严格执行企业会计准则、切实做好企业 2023 年年报工作的通知》中相关规定，考虑公司对所交易商品价格具有较强决定权的证据充分性有所欠缺，结合年审会计师的专业意见，公司对该项目采用净额法核算收入。采用净额法核算的项目，其业务实质仍归属于电气类主营业务范畴。该类业务公司依托自有知识产权提供软硬件一体化技术增值服务，盈利核心为技术增值收益，和盈利主要依靠购销价差的贸易业务存在本质区别，故不具备贸易业务特征。

2、电气设备业务收入确认方式

电气设备业务收入确认方式采用时点法。在客户取得相关商品或服务控制权时认定销售商品的主要风险与报酬已经转移，收入确认依据为取得客户确认的《发货清单》和《产品调试验收单》《设备安装调试单》或《验收报告》等单据，电气业务收入确认的会计处理符合《企业会计准则》相关规定。

3、2025 年公司电气设备类业务客户情况如下：

上海孚邦 2025 年度电气设备类业务收入为 9,002.00 万元，其中前五大客户销售金额为 8,926.02 万元，占该类业务比例 99.16%。前五大客户的基本情况如下：

序号	电气设备类业务客户名称	2025年销售额（万元）	占同类业务的比例
1	电气类客户 1（W 项目）	2,797.70	31.08%
2	电气类客户 2（W 项目）	1,966.98	21.85%
3	电气类客户 3（W 项目）	1,515.49	16.84%
4	电气类客户 4（实验室项目）	1,404.48	15.60%
5	电气类客户 5（安华项目）	1,241.37	13.79%
合计		8,926.02	99.16%

公司前五大电气设备类业务客户的基本情况如下：

（1）W 项目及电气类客户 1、电气类客户 2 和电气类客户 3 的情况介绍

上海孚邦与 W 公司已建立三年以上的深度战略合作关系，双方合作稳定。2024 年，上海孚邦作为核心供应商深度参与 W 公司海外项目。凭借 2024 年项目执行的优异表现和高质量服务，上海孚邦在 2025 年进一步拓展与 W 公司的合作，成功承揽 W 公司 7 个海外订单和 1 个国内订单：

A、电气类客户 1 作为 W 公司其中一家指定的代理报关公司，负责其中 2 个订单的海外运输、出口报关及出口退税等配套服务。

B、电气类客户 2 作为 W 公司其中一家指定的代理报关公司，负责其中 5 个订单的海外运输、出口报关及出口退税等配套服务。

C、电气类客户 3 是 W 公司在国内的控股子公司，上海孚邦与电气类客户 3 直接签订购销合同，按合同要求将设备直接交付在河北项目现场，上海孚邦电气设备在交付前，均已完成全流程的安装和软硬件调试工作。

以下为相关客户的基本情况：

客户名称	开始合作时间	签订时间	合同签订及执行情况	已确认收入合同产品的交付时间	已发货产品的收入、成本确认时间
电气类客户 1	2024年	2025年 1 月、2025 年 3 月	已全部完成	2025年 2 月、2025 年 4 月 –6 月	2025年 4 月 –6 月
电气类客户 2	2025年	2025年 1 月、2025 年 3 月 –4 月、2025 年 7 月	已全部完成	2025年 3 月 –5 月、2025 年 7 月 –8 月	2025年 4 月 –6 月、2025 年 8 月 –9 月
电气类客户 3	2025年	2025年 3 月	已全部完成	2025年 4 月	2025年 6 月 –7 月

（2）实验室项目及电气类客户 4 介绍

上海孚邦依托长期积累的客户资源，叠加公司领导层的资源协同优势，自 2025 年年中起与实验室项目业主方及电力总包方电气类客户 4 开展商务洽谈。上海孚邦业务团队围绕产品选型、技术参数、供货周期及商务模式等方面，与电气类客户 4 进行了多轮的深入交流。在商谈跟进过程中，上海孚邦工程师一方面协调设备厂商，确保项目设备的质量与交付周期；另一方面针对客户在交付时效、品质管控及安装调试等方面的要求，持续优化报价策略，完善履约保障方案。面对同期市场竞争压力，上海孚邦凭借与电气知名品牌供应商长期稳定的合作基础及过往的成功案例，充分展现了强大的资源整合能力与高效的本地化服务优势。最终成功签订 3 份销售合同及 2 份增补协议。

以下为相关客户的基本情况：

客户名称	开始合作时间	签订时间	合同签订及执行情况	已确认收入合同产品的交付时间	已发货产品的收入、成本确认时间
电气类客户 4	2025年	2025年 8 月 –10 月	已全部完成	2025年 11 月 –12 月	2025年 11 月 –12 月

（3）安华项目及电气类客户 5 介绍

公司领导和业务团队凭借多年的资源积累，于 2024 年成功获取低压柜和不间断电源 2 份订单。截至 2024 年 12 月底有 34 台不间断电源、15 台低压柜未验收；30 台列头柜、2 台中压柜未交货。以上未验收和未交货产品于 25 年完成并确认收入，收入采用净额法核算。

以下为相关客户的基本情况：

客户名称	开始合作时间	签订时间	合同签订及执行情况	已确认收入合同产品的交付时间	已发货产品的收入、成本确认时间
电气类客户 5	2024年	2024年 11 月	已全部完成	2024年 12 月、2025 年 8 月	2025年 1 月、2025 年 8 月

（二）防护类业务

1、行业特点

防护类业务模式：上海孚邦自成立以来形成了自己特有且稳定的服务模式（采购面料或配件 + 组装调试或检测测试 + 整合 + 客户验收）。结合《企业会计准则第 14 号 – 收入》的相关规定和业务的实际情况，上海孚邦在防护类产品销售业务中，购销业务独立，拥有自主定价权，在客户验收前能够控制该商品，承担了存货风险，属于企业自第三方取得商品或其他资产控制权，经过整合、组装、检测等环节确保产品整体性能后，再转让给客户的情形。上海孚邦作为主要责任人，按总额法确认收入的会计处理符合《企业会计准则》的相关规定。

2、防护类业务收入确认方式

防护类业务收入确认方式采用时点法。在客户取得相关商品或服务控制权时认定销售商品的主要风险与报酬已经转移，确认收入。确认依据为客户确认的“发货清单”或“现场服务用户确认函”，防护类业务确认收入的会计处理符合《企业会计准则》的相关规定。

3、2025 年上海孚邦防护类业务客户情况如下：

（1）2025 年度防护类业务销售总额为 758.00 万元，其中前五大销售额合计 413.02 万元，占比 54.49%，均不构成关联交易。防护类业务终端客户大多为化工企业、国有企业及政府部门。历年来我司产品销售后退货较少，仅个别品质问题的退换，且我司在合同条款中明确约定了货物所有权及风险转移的时点和条件，根据所有权转移的时点确认收入符合《企业会计准则》相关规定。具体情况如下：

客户名称	2025年销售额（万元）	开始合作时间	签订时间	合同签订及执行情况	已确认收入合同产品的交付时间	已发货产品的收入、成本确认时间
仪器防护类客户 5	166.11	2018年	2025年 5 月	已全部完成	2025年 7 月	2025年 9 月
仪器防护类客户 2	105.29	2023年	2025年	订单已交货 822 件，金额 105.29 万，未交货 568 件，金额 25.22 万	2025年	2025年
仪器防护类客户 6	65.44	2023年	2025年 7–9 月	已全部完成	2025 年 8 月、2025 年 10 月	2025 年 8 月、2025 年 10 月
仪器防护类客户 7	39.00	2024年	2024年 11 月 –12 月、2025 年 2 月 –3 月、2025 年 5 月	已全部完成	2025年 1 月 –2 月、2025 年 4 月 –5 月	2025年 1 月 –2 月、2025 年 4 月 –5 月
仪器防护类客户 8	37.18	2024年	2024年 11 月、2025 年 5 月	已全部完成	2025 年 1 月、2025 年 8 月	2025 年 1 月、2025 年 8 月
合计	413.02					

（2）除上述前五大客户外，2025 年度防护类业务其他客户共计 48 家，销售总额合计 344.98 万元，占比 45.51%；48 家客户销售额均在 100 万元以下，单个客户销售金额较小且订单分散，均为公司正常生产经营过程中的中小客户。

（三）仪器类业务

1、行业特点

仪器类业务模式：上海孚邦自成立以来形成了自己特有且稳定的服务模式（采购第三方硬件 + 组装调试 + 软件安装 + 客户验收）。在常规仪器类业务中公司主导全流程服务，依托自研技术完成软硬件整合调试与功能优化，打造一体化增值产品对外交付。根据《企业会计准则第 14 号 – 收入》的相关规定和业务实际情况，上海孚邦在常规仪器业务中属于主要责任人，购销业务独立，拥有自主定价权，在客户验收前能够控制该商品，承担存货风险，属于企业自第三方取得商品或其他资产控制权，经过组装调试、软件安装，显著提高产品性能后，再转让给客户的情形，按总额法确认收入符合《企业会计准则》的相关规定。受个别项目履约模式差异影响，公司仪器类业务同时采用总额法与净额法两种方式核算收入。2025 年度净额法项目的销售金额为 2,423.00 万元，按净额法确认收入 975.52 万元，占公司 2025 年度收入比例为 2.98%。净额法业务均为 2025 年新增客户，基于审慎原则，参考《关于严格执行企业会计准则、切实做好企业 2023 年年报工作的通知》中相关规定，考虑公司对所交易商品价格具有较强决定权的证据充分性有所欠缺，结合年审会计师的专业意见，公司对相关业务采用净额法核算收入。采用净额法核算的项目，其业务实质仍归属于仪器类主营业务范畴。该类业务公司依托自有知识产权提供软硬件一体化技术增值服务，盈利核心为技术增值收益，和盈利主要依靠购销价差的贸易业务存在本质区别，故不具备贸易业务特征。

2、仪器类业务收入确认方式

仪器类业务收入确认方式采用时点法。在客户取得相关商品或服务控制权时认定销售商品的主要风险与报酬已经转移，确认收入。确认依据为客户确认的“发货清单”或“现场服务用户确认函”，仪器类业务收入确认方式符合企业会计准则的规定。

3、2025 年上海孚邦仪器类业务客户情况如下：

（1）2025 年度仪器类业务销售总额为 3,077.47 万元，主要面向终端客户，其中前五大销售金额为 1,594.72 万元，占比 51.82%，均不构成关联交易。仪器类业务的终端客户大多为化工企业、国有企业及政府部门。历年来我司产品销售后几乎无退货情况，仅个别品质问题的退换，且我司在合同条款中明确约定了货物所有权及风险转移的时点和条件，根据所有权转移的时点确认收入符合《企业会计准则》相关规定。具体情况如下：

客户名称	2025年销售额（万元）	开始合作时间	签订时间	合同签订及执行情况	已确认收入合同产品的交付时间	已发货产品的收入、成本确认时间
仪器防护类客户 1	904.82	2024年	2024年 12 月、2025 年 2 月 –3 月、2025 年 6 月、2025 年 11 月	已全部完成	2025年 1 月、2025 年 4 月、2025 年 6 月、2025 年 8 月、2025 年 10 月、2025 年 12 月	2025 年 1 月、2025 年 4 月、2025 年 6 月、2025 年 8 月 –10 月、2025 年 12 月
仪器防护类客户 2	244.02	2023年	2025年	订单已交货 1816 件，金额 244.02 万，未交货 57 件，金额 10.37 万	2025年	2025年
仪器防护类客户 3	167.89	2019年	2024年、2025 年 2 月、2025 年 6 月 –7 月、2025 年 9 月	已完成 6763 件，金额 167.89 万元，未完成 207 件，金额 94.59 万元	2025年	2025年
仪器防护类客户 4	157.19	2022年	2025年	已全部完成	2025年	2025年
仪器防护类客户 9	120.8	2024年	2024年	已全部完成	2025年 10 月、2025 年 11 月	2025年 10 月、2025 年 11 月
合计	1,594.72					

（2）除上述前五大客户外，2025 年度仪器类业务其他客户共计 100 家，销售额合计 1,482.75 万元，占比 48.18%；具体销售情况如下：

单家销售额 100 万元以上的客户共 2 家，合计销售额 215.84 万元；单家销售额 100 万元以下的客户共 96 家，合计销售额 1,266.91 万元，单个客户销售金额较小且分散，均为公司正常生产经营过程中的中小客户。

（四）对照《上市公司自律监管指南第 1 号——业务办理（2026 年修订）》第四部分第二节相关规定分析上述各项业务收入

依据《上市公司自律监管指南第 1 号——业务办理（2026 年修订）》第四部分第二节营业收入扣除相关规定，营业收入扣除范围仅为与主营业务无关的收入及不具备商业实质的收入，属于公司核心主业、经营模式稳定、交易真实公允且具备商业实质的收入，均不纳入扣除范围。

上海孚邦自 2023 年起全面布局电气类业务，与仪器仪表、安全防护类业务共同构成公司三大主营业务板块，现已形成稳定经营体系、常态化市场拓展机制及持续创收能力，相关业务均不属于与主业无关、临时偶发业务。

截至目前，公司三大主营业务在手订单充足，存量项目稳定运营，新增客户及大额工程订单持续落地，充分印证各项主业具备稳固经营基础与持续盈利能力，无一次性偶发交易。

综上，公司报告期内电气、仪器仪表、安全防护业务相关收入，均为核心主业正常经营所得，经营模式稳定、交易真实公允、商业实质充足，不存在监管规定中应予扣除的情形，相关收入无需进行营业收入扣除。

（五）2025 年上海孚邦营业收入扣除项目具体扣除情况详见下表：

项目	本年度（万元）	具体扣除情况
营业收入金额	12,873.41	
营业收入扣除项目合计金额	35.94	物业租赁
营业收入扣除项目合计金额占营业收入的比重	0.28%	
一、与主营业务无关的业务收入		
1. 正常经营之外的其他业务收入。如出租固定资产、无形资产、包装物，销售材料，用材料进行非货币性资产交换，经营受托管理业务等实现的收入，以及提计入主营业务收入，但属于上市公司正常经营之外的收入。	35.94	物业租赁
2. 不具备资质的类金融业务收入，如拆出资金利息收入；本会计年度以及上一会计年度新增的类金融业务所产生的收入，如担保、商业保理、小额贷款、融资租赁、典当等业务形成的收入，为销售主营产品而开展的融资租赁业务除外。		
3. 本会计年度以及上一会计年度新增贸易业务所产生的收入。		
4. 与上市公司现有正常经营业务无关的关联交易产生的收入。		
5. 同一控制下企业合并的子公司期初至合并日的收入。		
6. 未形成或难以形成稳定业务模式的业务所产生的收入。		
与主营业务无关的业务收入小计		
二、不具备商业实质的收入		
1. 未显著改变企业未来现金流量的风险、时间分布或金额的交易或事项产生的收入。		
2. 不具有真实业务的交易产生的收入。如以自我交易的方式实现的虚假收入，利用互联网技术手段或其他方法构造交易产生的虚假收入等。		
3. 交易价格显失公允的业务产生的收入。		
4. 本会计年度以显失公允的对价或非交易方式取得的企业合并的子公司或业务产生的收入。		
5. 审计意见中非标准审计意见涉及的收入。		
6. 其他不具有商业合理性的交易或事项产生的收入。		
不具备商业实质的收入小计		
三、与主营业务无关或不具备商业实质的其他收入		
营业收入扣除后金额	12,837.47	扣除以上与主营业务无关项目

四、请结合上海孚邦所处行业竞争状况、历史业绩、经营计划、主要客户稳定性、毛利率变动情况等，说明商誉减值测试的具体过程及结果，包括但不限于资产组的认定、关键假设、预测期增长率、稳定期增长率、利润率、折现率等参数的选取依据及合理性，未计提商誉减值准备的原因及合理性，是否存在商誉减值风险。

截至 2025 年 12 月 31 日，上海孚邦商誉资产组账面值 6,312.29 万元，经预计未来现金流量现值法评估后的可回收金额不低于 8,000.00 万元。可收回金额大于含商誉资产组账面值，故不存在商誉减值，无需计提商誉减值准备，不存在商誉减值风险。具体测算过程如下：

（一）资产组的认定及关键假设

评估机构同审计机构、上市公司对本次商誉减值测试评估的基本事项进行了交流与明确，确定商誉资产组的认定范围为包含商誉的上海孚邦长期资产组，具体包括固定资产、无形资产和商誉。本次含商誉资产组账面值为 63,122,886.14 元，商誉资产组评估范围与历次评估保持一致。

截至本次评估基准日，商誉资产组组成如下：

单位：元

项目	单体报表账面值	公允价值调整	资产组账面价值
固定资产净值	10,370,826.58	3,301,408.30	13,672,234.88
无形资产净值	40,254.61	5,243,854.60	5,284,109.21
资产组对应的 100% 的商誉金额			44,166,542.05
合计			63,122,886.14

商誉资产组主要资产为固定资产、无形资产和商誉。具体分布地点及特点如下：

1、固定资产

评估基准日，列入本次评估范围的固定资产账面原值为 16,300,725.09 元，账面净值为 10,370,826.58 元，包括房屋建筑物、机器设备、车辆和电子设备。根据收购时固定资产的评估值进行合并对价分摊及公允价值调整后，确定的与商誉资产组相关的固定资产价值为 13,672,234.88 元。

列入本次评估范围的固定资产——房屋建筑物主要为松江区新桥镇莘砖公路 518 号 20 幢 501 室和 502 室。

列入本次评估范围的固定资产——机器设备主要为呼吸检测仪、减压器综合检测仪、气密性检测仪、空气呼吸器等。

列入本次评估范围的固定资产——车辆主要为别克、路虎和特斯拉等。

列入本次评估范围的固定资产——电子设备主要为笔记本电脑、打印机等。

2、无形资产

评估基准日，列入本次评估范围的无形资产原始入账价值 46,005.31 元，账面价值 40,254.61 元，主要为 OA 系统、实用新型专利、外观设计专利、软件著作权、商标和域名。根据收购时无形资产的评估值进行合并对价分摊及公允价值调整后，确定的与商誉资产组相关的无形资产价值为 5,284,109.21 元。

3、商誉

截至本次评估基准日，委托人在合并日径报表中归属收购方收购 75% 的商誉为 33,124,906.54 元，对应 100% 的商誉账面价值余额为 44,166,542.05 元，与商誉初始形成的金额一致，未发生过商誉减值的变动情况。

本次评估采用未来现金流量折现法确定资产组的可收回金额。

未来现金流量折现法，是指将预期收益资本化或者折现，确定包含商誉资产组预计未来现金流量现值的评估方法。未来现金流量折现法是从包含商誉资产组的预期获利能力的角度，本着收益还原的思路计算其预计未来现金流量现值。

本次评估选用现金流量折现模型如下：

$$P=\sum_{i=1}^{n}\frac{R_i}{(1+r)^i}+\frac{R_{n+1}}{r\times(1+r)^n}-WC_0$$

式中：

P：资产组未来现金流量的现值；

Ri：第 i 年预计资产未来现金流量；

Rn：预测期后的预计资产未来现金流量；

r：折现率；

n：详细预期期；

WC0：期初营运资金。（铺底营运资金）

包含商誉资产组税前现金流量 P

在收益期限内，包含商誉资产组税前现金流量 = 息税前利润 + 折旧及摊销 – 资本性支出 – 营运资金增加

其中，息税前利润 = 营业收入 – 营业成本 – 税金及附加 – 销售费用 – 管理费用

根据《企业会计准则第 8 号—资产减值》，上述预计资产的未来现金流量，是以资产的当前状况为基础，不包括与将来可能会发生的、尚未作出承诺的重组事项或者与资产改良有关的预计未来现金流量。商誉所在资产组产生的未来现金流量不考虑筹资活动的现金流入或流出以及与所得税收付有关的现金流量。

本次评估取得了商誉相关资产组所在企业管理层最近批准的包含商誉资产组的财务预测数据，并通过访谈企业相关人员、了解企业管理层确定的评估假设内容和依据，结合企业内部、外部经营环境，分析历史财务数据，判断上述企业财务预测数据与包含商誉资产组或资产组组合的账面价值确定基础一致，具有可行性，并用于本次评估测算。

税前折现率 r

（1）税前折现率的模型

由于在预计资产的未来现金流量时均以税前现金流量作为预测基础，本次评估先计算加权平均资本成本模型（WACC），后经过调整转化为税前折现率 r。

$$WACC=K_e\times\frac{E}{E+D}+K_d\times\frac{D\times(1-t)}{E+D}$$

式中：Ke：权益资本成本；

Kd：付息债务资本成本；

E：权益的市场价值；

D：付息债务的市场价值。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算。计算公式如下：

Ke=Rf+ERP × β + ε

其中：Rf：无风险报酬率；

ERP：市场风险溢价；

β：权益的系统风险系数；

ε：特定风险报酬率。

（2）模型中有关参数的选取过程

①无风险报酬率 Rf

无风险收益率 Rf 国投资无风险资产所获得的投资回报率。所谓无风险必须具备没有违约风险，这一条件通常在一个主权国家只有中央政府信用才能保证，因此估算无风险利率采用国债进行计算。

选择 10 年期及以上年限的国债，在年限上与市场风险溢价相匹配。国债投资的目的是持有到期，国债的票面利率可能不等于投资回报率，只有当国债交易的价格是票面价格时，票面利率才有可能等于投资回报率，还有一些国债是没有票面利率的，因此只有选择到期收益率（Yield to Maturate Rate）才能合理估算国债投资收益率。根据央行 2007 年第 200 号文件《中国人民银行关于完善全国银行间债券市场到期收益率到期收益率计算标准有关事项的通知》，采用复利计算国债的到期收益率。

在估算过程中，将以下国债进行剔除：

1）地方政府通过中央政府发行的债券；

2）无国债到期收益率数据的；

3）收益率为负值或者收益率显著高于或低于其他国债到期收益率水平的国债；

4）银行间债券市场交易的国债，因为这些国债仅在金融机构内部交易，交易主体不具有一般性；

5）选择当月存在交易成交量的国债，这样做的目的是尽量保持收益期限与到期收益率的计算时间期限保持一致。

通过上述过程，估算出无风险利率 Rf 为 2.33%。

②市场风险溢价的确定 ERP

将每年沪深 300 指数成分股收益算术平均值或几何平均值计算出来后，需要将 300 个股票收益率计算平均值作为本年算术或几何平均值的计算 ERP 结论，这个平均值我们采用加权平均的方式，权重则选择每个成分股在沪深 300 指数计算中的权重；每年 ERP 的估算分别采用如下方式：

算术平均值法：

ERPi = Ai – Rfi（i=1，2，……，N）

几何平均值法：

ERPi = Ci – Rfi（i=1，2，……，N）

通过估算我们可以分别计算出 2016 至 2025 年每年的市场风险超额收益率 ERPi 如下：

2025年股权市场风险溢价ERP

[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]