



BROAD
Investment & Securities LLC

2026 美國遠大投資證券 中國價值股定義推行與標準框架白皮書

White Paper on Defining, Promoting, and Establishing the
Standards Framework for Chinese Value Stocks (CVS)

BROAD

Investment & Securities LLC

版權聲明

本白皮書由 美國遠大投資證券 研究部撰寫併發布。版權所有 © 2025 Broad Investment Securities. 保留一切權利。

免責聲明

本報告基於獨立研究，旨在提出“中國價值股”（CVS）的分析框架與概念標準。報告內容僅為學術探討與市場觀察，不構成任何投資要約、建議或保證。本報告所載資訊來源於公開資料，美國遠大投資證券力求但不保證其準確性與完整性。文中觀點僅為研究團隊基於特定假設之分析，市場情況可能發生變化。投資者據此做出的任何決策，其風險應自行承擔。

執行摘要

過去二十年，伴隨中國經濟的高速發展與全球化進程，眾多中國企業選擇赴美上市，利用國際資本市場的資金與品牌效應，實現了規模與影響力的快速擴張。這一過程中，“中概股”曾一度成為增長、活力與市場機遇的代名詞，吸引了全球資本的廣泛關注與配置。

然而近年來，這一標籤的內涵發生了顯著變化。在經歷市場波動、監管環境演變及個別公司治理風險事件後，“中概股”在美國資本市場逐漸被一種模糊的、整體性的疑慮所籠罩。其在部分機構投資者眼中的形象，已從“增長故事”滑向被視為潛在具有高風險、低透明度、治理不確定性及可持續性存疑的代名詞。這種認知偏差導致許多優質企業與問題企業被“一視同仁”，承受著與自身基本面脫節的系統性估值折價。

美國遠大投資證券（Broad Investment Securities）基於長期的跨境資本市場實踐觀察到——核心問題並非中國企業缺乏價值創造能力，而在於現有市場框架與認知標籤無法有效識別並區分哪些中國公司真正具備長期投資價值。市場缺乏一套公認的、嚴謹的篩選標準，將治理規範、財務透明、業務可持續的優質企業，從混雜的群體中清晰地標識出來。為此，我們正式提出並定義一個新的、更具辨別力的資產類別——

中國價值股（Chinese Value Stocks, CVS）

中國價值股（CVS）不是對“中概股”一詞簡單的修辭美化或行銷概念重塑，而是旨在建立一套可驗證、可篩選、可約束的制度性標準體系。它通過一系列公開、客觀、嚴格的准入與行為準則，致力於達成以下核心目標：

1. 為美國及全球機構投資者提供一套可長期配置的中國企業篩選框架

幫助投資者超越模糊的“國別標籤”，依據清晰的質化與量化標準，識別出那些治理成熟、業務扎實、增長可持續的投資標的，降低篩選成本與誤判風險。

2. 為優質中國企業提供一個脫離“中概股”整體折價的獨立估值錨

使符合 CVS 標準的企業能夠基於自身的基本面、成長潛力和治理水準獲得獨立定價，其估值不再被動受到群體情緒或個別負面事件的過度牽連，實現價值的真實回歸。

3. 為修復與重建中美資本市場之間的信任探索一條新的可行路徑

通過企業自主承諾遵守高於基礎上市要求的治理與行為準則，並以可被驗證的方式執行，逐步累積市場信譽。CVS 旨在成為信任的“信號機制”，推動資本市場形成基於事實與表現的、更具韌性的新型信任關係。

中國價值股（CVS）概念的提出，標誌著我們從單純探討“如何上市融資”，轉向更深層次地思考“如何在全球資本市場中可持續地贏得尊重與價值認可”。這不僅是投資分類的演進，更是中國企業國際化進程中，關於責任、透明與長期主義的一次理念升級。

目錄

I. 中概股估值失效的真正原因	1
被誤解的“監管敘事”：外生衝擊並非全部真相	1
中概股估值失效的三大內生核心問題	1
美國市場的真實態度：拒絕未知，而非拒絕中國	4
II. 中國價值股（CVS）的正式定義	6
CVS 的核心定義：超越標籤，回歸價值本質	6
CVS 的五大硬性准入標準	7
III. 為什麼“3 億美元市值”是關鍵分水嶺	11
美股機構的現實門檻：規模是參與遊戲的前提	11
小市值的結構性困境：流動性與可信度的惡性循環	12
3-20 億美元：價值重估的“黃金區間”	13
IV. 中國價值股的三類典型商業模式	16
中國製造 + 全球需求：供應鏈深度的全球變現	16
中國技術 + 海外客戶：數字與知識產權的跨境輸出	16
中國品牌 + 國際管道：文化與品質的全球認同	17
V. 公司治理是 CVS 的隱形護城河	19
訴求的轉變：從“追逐增長”到“要求可控”	19
觀念的升維：從“合規成本”到“估值資產”	20
構建護城河：三大關鍵治理原則	21
VI. CVS 資本市場行為準則	23
禁止行為：劃定明確的信任紅線	23
應做行為：建立可預測的回報框架	24
VII. CVS 對投資人的意義	25
VIII. CVS 評估與觀察名單方法論	27
評估框架：量化與定性雙重穿透	27
觀察名單的動態維護	28
方法論的原則與承諾	28

I. 中概股估值失效的真正原因

被誤解的“監管敘事”：外生衝擊並非全部真相

在過去數年，市場評論與投資者討論中，一個盛行且看似合理的解釋框架將中概股面臨的估值壓力，主要甚至完全歸因於外部監管環境的變化：

- **中美監管摩擦**：地緣政治緊張局勢引發的交易限制、技術封鎖與投資審查。
- **審計監管問題**：圍繞會計師事務所審計底稿跨境審查的長期爭議所帶來的退市風險。
- **國內政策不確定性**：中國國內針對互聯網平臺、教育培訓、數據安全等領域出臺的強化監管政策。

然而，將估值折價全然歸咎於監管因素，是一個不完整且具有誤導性的敘事。它雖然解釋了市場情緒的部分波動和特定時期的拋售壓力，但無法充分解釋為何這種折價會如此長期、系統性地存在，並在不同監管週期中持續顯現。事實上，即使在監管對話取得進展、宏觀政策環境趨於穩定時，中概股整體的估值修復依然乏力且不均衡。

核心辨析在於：監管風險是影響所有市場參與者的外生變數，而公司估值本質上是其內在品質與資本市場信譽的內生結果。外生衝擊如同一場風暴，考驗的是船隻自身的結構與舵手的水準。那些結構堅固、運作規範的船隻（企業）在風暴中雖會顛簸，但能保持航向與價值；而結構存在隱患的船隻，則可能在風浪中暴露出更嚴重的問題，甚至沉沒。市場最終懲罰的，並非風暴本身，而是在風暴中顯現出的脆弱性。

中概股估值失效的三大內生核心問題

剝離外部噪音，深入公司肌理與市場行為層面，我們識別出導致估值系統性失效的三個根本性內生問題：

（一）收入與現金流的可驗證性不足

市場對中概股財務資訊可驗證性的擔憂並非空穴來風，而是有長期的、數據支撐的集體記憶。據統計，在 2010 年至 2025 年的十五年間，公開記錄的針對上市公司的做空事件達到 151 起，其中針對中概股的案例佔據了相當比例。特別是在 2018 年之後，做空活動變得更加頻繁。儘管近年來，隨著部分企業品質提升和反做空能力增強，做空報告的即時殺傷力有所下降，但其揭示的收入真實

性、關聯交易、商業模式可持續性等問題，已成為長期縈繞在投資者心中的疑雲。歷史數據同樣顯示，截至 2020 年初，赴美上市的中國公司中有約 30% 已因各種原因退市。這些過往案例共同構成了一種‘有罪推定’的市場氛圍，使得任何財務疑點都可能被迅速放大。信任的基石是資訊。許多中概股面臨的質疑，源於投資人難以穿透性地驗證其財務實質。

問題的核心在於，投資者難以穿透複雜架構驗證業務的真實性。典型案例包括瑞幸咖啡在 2019 年被揭露約 22 億元的收入造假，以及做空機構曾指控部分教育公司 80% 甚至 90% 以上的收入可能存在虛增。這些指控無論最終是否全部坐實，都已嚴重動搖了市場對整個群體財務報告可信度的基礎。更關鍵的是，這種不信任延伸至對其“利潤能否轉化為真實現金流”的質疑。一些案例顯示，公司聲稱的巨額現金餘額與調查證據之間存在巨大差異，而另一些公司則呈現出“有利潤、無現金”的狀態，利潤被高額的資本開支或運營資金持續佔用。當投資者無法確信報表上的現金是可自由支配、可跨境調用的，一切基於現金流的估值模型都將失去根基。

這種可驗證性不足的困境，最終上升為系統性的監管風險。根據《外國公司問責法》(HFCAA)，美國公眾公司會計監督委員會 (PCAOB) 因無法檢查審計底稿，將大量中概股列入“預摘牌名單”。截至 2022 年底，被列入名單的中概股公司累計達 172 家，占當時在美上市中國公司的比例高達 61.6%。儘管中美監管機構在 2022 年達成了合作框架，暫時緩解了退市危機，但這一持續數年的僵局深刻揭示了中概股在審計透明度與國際監管要求之間的潛在錯配。它向所有投資者傳遞了一個明確信號：投資中概股，除了商業風險，還額外附加了一層難以量化的‘資訊與合規可及性風險’，這直接導致了長期的風險溢價和估值折價。

(二) 資本市場行為的長期失序與信任損耗

上市並非終點，而是與資本市場長期共舞的開始。部分中概股上市後的資本運作行為，嚴重侵蝕了投資者特別是長期機構投資者的信任。

中概股的資本市場行為失序，本質上是信任缺失導致的結構性擠出。數據顯示，儘管中概股約占美股總市值的 8%，但其在 2025 年美股增發市場的募資額占比卻低至 0.31%。這種規模的極度不匹配表明，多數中概股已被主流資本排除在常規再融資管道之外。同時，艱難獲得融資的公司也常面臨市場的嚴厲審視，其增發後股價普遍承壓，部分案例中老股東甚至需以近 40% 的折價尋求退出。這些行為共同指向一個深層癥結：市場無法就“公平的資本對價”與大部分中概

股達成共識。

資本市場對中概股再融資行為長期抱有不信任感，這直接體現在市場表現上。例如，部分中概股增發後股價面臨巨大壓力，統計顯示曾出現增發後 30 日內平均下跌 18% 的情況。在極端案例中，老股東在二次上市時以大幅折價售股套現，進一步加劇了外部投資者對利益可能受損的擔憂。這些行為破壞了建立長期、穩定股東基礎的信任基石，使得任何融資動作都可能被市場解讀為負面信號。

中概股的“資本市場行為失序”可解讀為一種系統性的結構性困境：

- **融資機會的“失序”**：多數中概股，尤其是中小市值公司，面臨“再融資難”的問題，而非機會過多。這與部分頭部公司能獲得融資形成兩極分化。
- **定價權的“失序”**：在艱難的市場環境中，融資方（或售股老股東）的議價能力很弱。無論是二次上市的大幅折價，還是增發後的股價壓力，都表明資本市場對其行為給予了顯著的“不信任票”。
- **根源在於“信任赤字”**：市值占比 8% 僅換來 0.31% 的融資占比，這最直觀地說明，問題核心並非工具本身，而是市場對中概股群體在公司治理、資金用途和股東回報承諾等方面存在系統性的不信任。

（三）公司治理的“形式合規”與“實質失效”

儘管在法律和規則層面滿足了上市的最低要求，但在實際運作中，治理的有效性普遍存疑。這種“形實不符”的治理狀態，具體體現在控制權、財務邊界和監督職能三個關鍵層面。

• 實控人權力過度集中：形式合規下的控制權扭曲

創始人或實控人通過超級投票權等方式，在法律形式上合法地集中了控制權，但這常常使董事會和股東大會的制衡機制形同虛設。更深層次的問題在於，為滿足上市地對超級投票權持有人最低經濟利益占比的形式要求，可能引發治理結構的非常規扭曲。

貝殼找房提供了一個典型案例：為符合港股上市規則，公司向 CEO 授予了巨額限制性股票，導致其 2022 年與 2023 年的帳面“年薪”分別高達 4.75 億元與 7.13 億元人民幣。這一操作雖在形式上滿足了監管對“同股不同權”架構中實控人經濟利益的硬性規定，卻以一種極端方式凸顯了控制權（高投票權）與現金流權（低經濟權益）的嚴重分離。公司決策過度依賴個人意志，不僅增加了戰略搖擺風險，也從根本上放大了因控制權與利益索取權不匹配而產生的潛在代理成本。

- **財務與資本運作邊界模糊：規則灰色地帶的利益輸送**

上市公司與實控人旗下其他私人業務之間的財務往來，常在形式合規的掩護下變得模糊不清。蔚來汽車在 2025 年遭遇全球第六大主權財富基金 GIC 的起訴，為此提供了極具代表性的注腳。GIC 的核心指控是，蔚來通過一家持股 19.84%（刻意低於 20% 的並表門檻）的關聯方“武漢蔚能”，一次性出售電池並確認了巨額收入，涉嫌虛增業績。尤為關鍵的是，GIC 指出蔚來通過業務安排與財務擔保，對該關聯方享有約 55% 的實際經濟利益，應進行實質合併。此案例精準揭示了部分企業如何利用會計準則和披露規則的灰色地帶，設計複雜的關聯交易。這種表面合規、實質存疑的運作，使得關聯交易成為利益衝突的潛在通道，嚴重損害了上市公司財務的獨立性與純潔性。

- **獨立董事與關鍵委員會職能虛化：低異議率與高處罰率的反差**

審計、薪酬、提名等關鍵委員會中的獨立董事，其監督職能往往停留在“會議出席”和“議案通過”的形式層面。權威統計數據揭示了這種“橡皮圖章”文化的普遍性：2024 年，A 股上市公司董事會會議議案被否決的比例僅為 1.26%。然而，與這種極低的“異議率”形成尖銳反差的是，同年因未勤勉盡責（如未能有效監督財務真實性、關聯交易公允性）而受到監管處罰的獨立董事多達 85 名。這種“低否決率”與“高處罰率”的並存，是“形式合規、實質失效”最直接的證據。它表明，在許多公司中，獨立董事並未發揮實質的監督與制衡作用，使得內部控制和風險防範的第一道防線名存實亡，而這正是監管機構近年來大力推動獨董制度改革、要求其從“形式獨立”邁向“實質獨立”的根本原因。

公司治理的頑疾並非簡單的“不合規”，而在於“合規”表像下的“失效”。無論是為滿足規則而催生的非常規激勵、利用準則漏洞設計的複雜關聯交易，還是獨立董事的沉默與失語，都指向一個共同的核心：當治理實踐只追求符合規則條文，而放棄維護股東（尤其是中小股東）實質公平的精神時，信任的基石便會崩塌。重建信任，必須從治理的“實質”而非“形式”入手。

美國市場的真實態度：拒絕未知，而非拒絕中國

綜上所述，美國資本市場所表現出的審慎乃至挑剔，其深層邏輯並非源於對中國經濟增長潛力或中國企業創新能力的根本性質疑。恰恰相反，作為一個由長期機構投資者主導的成熟體系，其行為本質是“基於資訊的風險定價”這一核心

本能的理性體現。

市場的核心訴求並非國別標籤，而是“可評估性”與“可信任性”。它並未拒絕中國企業，而是系統性地規避“無法清晰定價的資產”。當一家公司呈現以下特徵時，無論其註冊於何地，都將面臨資本的疏離：

- **業務實質難以穿透驗證**（收入來源是否真實？現金流可否自由支配？）；
- **公司行為難以預測約束**（融資決策是否公平？戰略會否突然轉向？）；
- **治理根基難以寄託信任**（股東權利是否虛置？控制權與利益是否錯配？）。

面對這樣的“未知”與“不確定”，理性資本的選擇高度一致且冷酷：要求極高的風險補償（即估值折價），或直接將其排除在投資範圍之外。當前中概股群體所承受的系統性估值壓力，正是這種彌漫性的“信任赤字”所引發的集體懲罰。它並非針對“中國性”，而是針對一部分企業中存在的、未被有效制度化解的“不透明性”與“不可控性”。

因此，破解困境的關鍵，不應停留在對外部環境的口舌之爭，而必須向內求解，指向企業自身能否進行一場深刻的、系統性的可信度革命。這要求中國企業必須主動超越形式合規，以國際資本市場通行的語言與邏輯，重構其從財務披露、治理架構到資本行為的一整套信任憑證。

這正是我們提出“中國價值股”（CVS）標準體系的根本出發點與歷史使命。CVS旨在構建一套清晰、嚴謹、可驗證的“信任基礎設施”，其本質是幫助企業將內在價值轉化為市場可理解、可驗證、可依賴的公開承諾。它試圖回答美國市場的核心關切：如何從眾多公司中，有效識別出那些真正踐行透明、公平與長期主義，因而其風險可評估、價值可投資的優質企業？

簡言之，美國市場的大門始終向值得信賴的價值創造者敞開。CVS，便是為中國企業鑄造那把開啟這扇大門的、符合國際標準的“信任鑰匙”。

Investment & Securities LLC

II. 中國價值股 (CVS) 的正式定義

CVS 的核心定義：超越標籤，回歸價值本質

中國價值股 (Chinese Value Stocks, CVS) 是一個經過嚴格界定的、旨在標識和聚集一類特定優質企業的概念。它並非一個基於地域或行業的寬泛分類，而是一個融合了規模門檻、核心競爭力來源、市場格局與行為準則四位一體的綜合性標準。其完整定義如下：

中國價值股 (CVS) 是指：那些市值已達到並持續保持在美股主流機構投資者研究與配置門檻之上，其核心競爭力根植於中國市場的獨特運營效率與產業鏈深度，但主要收入來源與增長市場明確面向全球，並且在公司治理結構與資本市場行為上，主動遵循並內化了國際通行（尤其是美式）高標準、透明化紀律的中國背景上市公司。

對這一定義的進一步闡釋，可以分解為四個相互支撐的支柱：

- 1. 規模與流動性的市場准入門檻：** 市值標準是第一個現實篩檢程式。它確保企業已超越初創的脆弱階段，具備了相當的經營規模與抗風險能力，同時其股票流動性足以支持機構投資者的實質性建倉與退出，使其真正進入主流資本的可投資視野。
- 2. 獨特的核心競爭力來源：** CVS 企業承認並利用其“中國根基”。這並非指向地緣標籤，而是指其深刻理解並極致優化了在中國市場環境中形成的、已被驗證的高效運營體系、敏捷供應鏈管理、快速迭代的產品開發能力或對龐大消費者需求的洞察力。這是它們成本優勢、創新速度或服務深度的源頭。
- 3. 全球化導向的收入與市場：** 為了避免被誤讀為單一經濟體風險的載體，CVS 企業必須展示出其業務的內在全球性。這意味著其產品、服務或技術已被國際市場所接受，主要收入顯著來源於中國境外，或其客戶與合作夥伴網路高度國際化。這證明了其競爭力的可移植性和商業模式的普適性。
- 4. 主動承諾的治理與行為準則：** 這是 CVS 區別於傳統“中概股”最核心的維度。它要求企業不僅在形式上滿足上市地的最低合規要求，更要在實質上擁抱以“股東權利保護、董事會獨立有效、資訊披露充分透明、資本運作公平可預期”為核心的美式資本市場哲學，並以此自我約束。

因此，CVS 的核心精髓，不在於其企業的註冊地或主要運營地是否在中國，

而在於其是否構建並公開踐行了一套可被國際資本市場識別與信賴的、關於價值創造與股東回報的承諾體系。簡而言之，CVS 的篩選標準，實現了從“中國”這一地域標籤，向“價值可持續、行為可預測、治理可驗證”這一組實質性品質與信任指標的徹底轉向。它標誌著評估框架的根本性進化：從“這是一家中國公司，因此我需要注意其特殊風險”，轉變為“這是一家符合 CVS 高標準的企業，其品質和可信度可以根據一套清晰的全球準則進行驗證和信賴”。

CVS 的五大硬性准入標準

為確保“中國價值股”（CVS）這一概念的嚴肅性、一致性與投資參考價值，我們建立了一套清晰、可驗證的硬性准入標準。這套標準旨在從市場參與度、業務品質、全球化韌性、治理可靠性及行為可預測性五個維度，對企業進行嚴格篩選。所有標準均為強制性准入條件，申請或候選企業必須同時滿足全部五條標準；任何一條不達標，即被排除在 CVS 體系之外。這體現了 CVS “寧缺毋濫”，致力於構建高質量、高信譽企業集群的決心。

標準 1 市值與流動性標準：進入主流資本視野的基石

此標準確保企業已達到機構投資者進行基本面研究和實質性配置的基本規模與流動性要求，避免因規模過小或交易不暢導致的“邊緣化”定價和流動性折價。

- **市值門檻：當前或上市後市值持續不低於 3 億美元**

這一閾值是美股市場中區分“可投資標的”與“微型股”的關鍵分水嶺，標誌著企業已超越初期，具備了一定的經營穩定性和風險抵禦能力。

- **流動性要求：日均成交額需滿足機構建倉與調整頭寸的需求**

具體而言，需有充足的公眾持股量和活躍的二級市場交易，確保機構投資者能夠在合理時間內、不以顯著衝擊成本的方式完成投資組合的構建與調整。

- **交易品質：流動性不應依賴異常或關聯交易維持**

交易活動應主要來自廣泛、分散的市場參與者，而非少數帳戶的對倒或特定關係方的頻繁操作，以保證價格發現機制的有效性與公允性。

標準 2 收入品質與業務透明度：驗證商業模式的真實性與可持續性

本項標準穿透財務數字，聚焦於企業核心業務的清晰度、穩健性及其與財務表現的邏輯自洽，旨在評估其創造真實、可持續價值的能力。

- **主營業務清晰可解釋：** 公司需有明確且易於理解的核心業務，其收入驅動力、市場定位和競爭優勢能夠被分析師和投資者清晰地闡述與建模。避免業務過於龐雜、敘事模糊或頻繁轉型。
- **收入結構穩定，關聯交易占比極低：** 收入應主要來源於獨立第三方客戶，對關聯方或特殊關係客戶的依賴度必須極低（例如，通常要求關聯交易收入占比低於 5%且完全按公允原則披露）。收入來源的分散性與獨立性是判斷其市場真實需求的關鍵。
- **毛利率與行業及商業模式邏輯匹配：** 毛利率水準需在其所處行業的合理範圍內，並且其變動趨勢與公司宣稱的規模效應、技術升級或產品結構優化等戰略舉措有合乎邏輯的對應關係。異常的、無法合理解釋的毛利率波動或偏離，將引發對收入成本確認真實性的質疑。

標準 3 全球化能力：對沖單一市場風險，證明競爭力的普適性

CVS 企業必須展示其業務已成功跨越國界，不僅是為了增長，更是為了證明其商業模式和核心競爭力具有全球適應性與韌性。

- **海外收入或客戶具備實質占比：** 要求企業來自大中華區以外的收入或客戶貢獻達到顯著比例（例如，連續兩個財年海外收入占比超過 30%），並呈現穩定或增長趨勢。這證明了其產品/服務在國際市場的接受度。
- **關鍵資產與合約具備國際可執行性：** 核心知識產權（專利、商標、軟體著作權）應在主要業務地區擁有合法保護與清晰的權屬。重大商業合同（如長期供應協議、技術許可）需遵循國際商業慣例，其法律效力與執行機制能在國際仲裁或司法體系中得到保障。資金結算管道暢通，無重大跨境流動障礙。
- **不高度依賴單一國家政策環境：** 企業的增長敘事和盈利能力不應建立在單一國家（包括中國）的特定補貼、特許經營或高度傾斜的產業政策之上。其成功應主要源於市場化的競爭力，從而降低因某一地區政策變動而引發的系統性業務風險。

標準 4 公司治理結構：構建內部制衡與專業監管的框架

卓越的治理是長期信任的基石。此標準要求企業在法律形式合規之上，建立並運行一套實質上獨立、專業且能有效制衡的治理機制。

- **董事會具備實質獨立性：** 董事會中獨立董事須占多數，並切實主導審計、

薪酬、提名等關鍵委員會。獨立董事應具備相關的行業、財務或法律專業知識，有足夠的時間和資源履行職責，並能證明其在重大決策中發揮了獨立判斷與監督作用，而非“橡皮圖章”。

- **財務負責人（CFO）具備國際資本市場經驗：** CFO 或同等職位的核心財務負責人，應擁有在成熟國際資本市場（如美股、港股）上市公司工作的資深經驗，深刻理解國際財務報告準則（IFRS/US GAAP）、薩班斯法案（SOX）合規要求以及與全球投資者的溝通範式。
- **實控人與上市公司保持清晰、公允的邊界：** 通過清晰的章程條款、關聯交易管控程式以及充分的披露，確保實際控制人的個人利益、其控制的其他未上市資產與上市公司利益之間不存在實質性衝突。嚴禁資金、客戶、資產的非公允轉移，保障上市主體的獨立性與完整性。

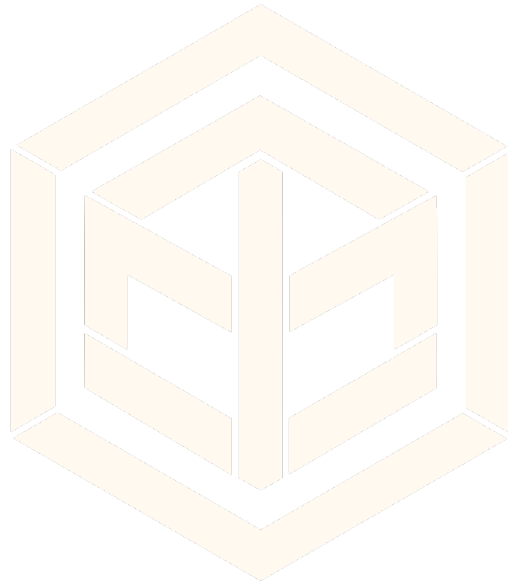
標準 5 資本市場行為約束：承諾長期主義的股東友好政策

此項標準關注企業與資本市場的互動方式，要求其行為具有可預測性，並以尊重和回報股東為核心原則。

- **克制、可解釋的融資策略：** 任何股權融資行為（包括增發、上市後私募投資）應出於明確的、有利於公司長期發展的戰略目的（如重大並購、核心技術投資），並以接近市價的公允條件進行。避免為緩解短期流動性或為特定方輸送利益而進行的高折價、非必要稀釋。
- **明確的股東回報預期與框架：** 公司應建立並溝通其關於股東回報的長期政策框架，例如定期分紅、股份回購計畫，或明確將自由現金流再投資於高回報專案的資本配置策略。這傳遞了管理層重視資本效率和股東價值的信號。
- **主動、持續、前瞻性的資訊披露機制：** 在滿足監管最低披露要求的基礎上，自願提供更詳盡、更及時的運營數據（如關鍵績效指標 KPI）、業務展望和風險討論。建立穩定、暢通的機構投資者溝通管道，在重大事項發生前盡可能給予市場預期引導，減少資訊不對稱引發的猜測與波動。

總結而言，CVS 的五大硬性標準是一個環環相扣的完整體系。它從市場存在感、業務本質、地理分佈、內部機制和外部行為五個方面，為企業繪製了一幅成為“可信賴的長期投資標的”的詳盡路線圖。唯有全部滿足這些標準，企業才能被認定為真正意義上的“中國價值股”，從而與舊有的、充滿疑慮的“中概股”

敘事徹底分離，在全球化資本市場中獲得基於其自身品質的、獨立的估值與尊重。



BROAD

Investment & Securities LLC

III. 為什麼“3 億美元市值”是關鍵分水嶺

將“3 億美元市值”設定為中國價值股（CVS）的強制性准入門檻，並非一個隨意的數字選擇，而是深刻基於美國成熟資本市場的結構性現實、機構投資者的運作邏輯以及價值發現效率而劃定的關鍵分水嶺。這一閾值有效地將具備“可投資性”的企業與仍處“觀察區”的公司區分開來。

美股機構的現實門檻：規模是參與遊戲的前提

對於管理著數十億乃至上百億美元資產的主流共同基金、養老基金、對沖基金及指數基金而言，其投資決策絕非簡單的個股選擇，而是一套受內部嚴格章程、成本效益分析和風控模型約束的體系化流程。3 億美元市值，正是這一體系在實踐中劃出的隱性紅線，主要由三大現實因素決定：

1. 研究成本與資源配置效率

機構內部或外部賣方分析師的研究覆蓋是一種稀缺資源。若一家公司市值過小，其潛在可投資的市值總量也有限。在成熟市場實踐中，市值低於 3 億美元的股票被主流證券服務機構明確定義為“微型市值股票”，並被普遍視為高風險、低流動性的研究類別。這一定義本身就意味著，覆蓋此類公司難以達到研究的“規模經濟性”，它們通常不被納入機構的核心研究範圍，進而被排除在多數主流基金的初始選股池之外。

覆蓋一家公司需要投入固定的時間與人力成本，用於跟蹤財報、調研管理層、進行估值建模。若一家公司市值過小，即便其成長性可觀，其潛在可投資的市值總量也有限。機構在該股票上可能配置的最大資金規模，往往無法覆蓋其投入的研究成本與機會成本。因此，市值門檻確保了研究的“規模經濟性”。

2. 投資組合風控與合規要求

許多大型基金設有明確的投資指引，禁止或嚴格限制對“微型股”或“小盤股”的投資。這種限制不僅是內部規定，也體現在券商的客戶服務政策中。

例如，國際知名線上券商盈透證券就對交易美國“微型市值股票”（其定義為市值在 5000 萬至 3 億美元之間且股價低於 5 美元的股票）設置了嚴格限制，通常只允許資產不低於 500 萬美元的合格客戶進行相關操作，

並要求這類持倉不得超過其帳戶資產的一半。這清晰地表明，對於管理大規模資金的機構而言，投資小市值公司在操作層面就面臨實質性的准入壁壘和合規成本。

3. 退出流動性的剛性需求

機構投資者管理的資金規模龐大，其建倉和減倉行為本身就會對股價產生顯著影響。對於市值低於 3 億美元的公司，其日均交易量通常較低。機構若重倉介入，將面臨“進去容易出來難”的困境。這種對流動性的擔憂，已經直接反映在最新的監管趨勢中。

根據 2025 年底的最新資訊，美國證券交易委員會（SEC）已批准納那斯達克交易所上調 IPO 流動性門檻的方案，新規將於 2026 年 1 月 17 日生效。其中關鍵的一條是，通過 IPO 或反向並購上市的公司，其公眾流通股市值不得低於 2500 萬美元。監管機構從上市源頭提高流動性門檻，正是為了防範因流動性不足導致的市場操縱和劇烈波動風險。這從反面印證，市值過低的企業（即使上市後）其流動性缺陷已成為市場和監管層的共同關切，機構投資者自然會對遠低於 3 億美元市值的公司保持高度謹慎。

因此，3 億美元市值是公司能否進入主流機構投資者“可投資股票池”的實質性門檻。它不僅源於機構內部對研究成本、風險控制和流動性需求的精確計算，也呼應了全球主流券商對“微型市值股票”的嚴格定義與最新監管規則對流動性的硬性要求。低於此線，企業本質上被排除在推動美股長期定價的核心資金力量之外，這正是 CVS 標準將 3 億美元設為硬性准入線的市場結構性依據。

小市值的結構性困境：流動性與可信度的惡性循環

——小市值即處於 3 億美元市值以下的中國企業（乃至所有企業），即便其業務基本面扎實，也往往陷入一個由市場結構導致的惡性循環，我們稱之為“小市值陷阱”

- **易被操縱，定價失真**

低流動性和有限的關注度，使得股價更容易受到少量資金、市場謠言或短期技術性交易的影響。這為某些投機資金或做空機構提供了可乘之機，導致股價波動劇烈且常與基本面脫節，無法反映公司的真實價值。

一個教科書式的案例發生在印度中小企業板塊：上市公司 DU Digital

Global 的股價在 2021 年 8 月至 2022 年 11 月間，在沒有任何基本面支撐的情況下，被 26 個關聯實體通過內部對敲交易人為推高了 2467%。調查發現，在某些階段，超過 90% 的交易日開盤價由這些關聯方操控，近一半的交易量是他們製造的“虛假繁榮”。這個 2025 年底被處罰的最新案例，極端地證明了低流動性股票可以如何徹底與真實價值脫節，淪為操縱工具。

- **難以定價，缺乏共識**

由於缺乏充分的研究覆蓋和流動性，市場難以對小市值公司形成穩定、合理的估值共識，導致其估值往往要麼被嚴重低估，要麼因投機而畸高。以印度市場為例，儘管其小盤股指數在 2025 年表現落後，但其 12 個月遠期市盈率仍高達 25.1 倍，顯著高於 16.7 倍的長期歷史平均水準。這種“盈利與估值錯配”表明，價格並非由扎實的業績預期決定，而是被稀缺的流動性和投機情緒所扭曲。這種高波動性本身就會嚇退尋求定價確定性的機構資金。

- **缺乏機構支持，形成負向回饋**

主流機構因其嚴格的風控和流動性要求，通常會系統性回避小市值股票。這種現象在 A 股市場近期趨勢中尤為明顯：在退市新規等監管壓力下，許多基金公司已主動提高個股“入池”標準，嚴格限制對小盤股的投資。這導致小盤股更容易因資金撤離而出現“流動性危機”。

同時，少數專注該領域的資金極易形成“抱團”，使得交易擁擠度達到歷史高位，這種脆弱的資金結構一旦反轉，就會引發劇烈下跌，進一步強化了機構對其“高風險、不可控”的固有認知，形成“流動性差 → 機構回避 → 流動性更差”的惡性循環。

必須強調，陷入“小市值陷阱”在很大程度上是一個資本市場結構性問題，而非對企業經營能力的最終審判。許多優秀的企業可能因處於特定發展階段、行業週期或僅僅因為未被市場充分理解而暫時停留在這個區間。CVS 標準的目的之一，就是為那些有能力、有意願突破這一陷阱的企業提供一個明確的進階路徑和認證標識。

3-20 億美元：價值重估的“黃金區間”

對於市值跨過 3 億美元門檻，並向上進入 3 億至 20 億美元區間的中國企業

而言，它們正處在一個極具吸引力的“價值重估黃金區間”。這一區間的企業呈現出以下關鍵特徵，使其成為踐行 CVS 理念、實現價值飛躍的理想對象：

1. **已經證明生存與擴張能力：**達到此規模，意味著企業已成功跨越從 0 到 1 的生死考驗，完成了商業模式驗證，並擁有了穩定的客戶群和收入基礎。它們不再是概念型公司，而是擁有實實在在資產和現金流的實體經營者。
2. **尚未被合理定價，存在認知差：**相較於動輒數百億上千億美元的巨頭，這類中等市值公司尚未被市場充分研究和廣泛持有。其成長潛力和獨特的競爭優勢可能被“中概股”整體負面敘事或簡單的“小盤股”標籤所掩蓋，導致估值未能充分反映其基本面和行業地位。這為精明的投資者提供了發現“隱形冠軍”的機會。
3. **最具備“修復型投資”與價值釋放空間：**這正是 CVS 框架能發揮最大效用的領域。通過主動採納並嚴格遵循 CVS 在治理、透明度、資本市場行為等方面的硬性標準，這些企業能夠向市場發出最強烈的“可信度”信號。這種自我規範的承諾，能夠有效打破市場對其的固有偏見，催化一次深刻的“價值重估”。機構投資者將意識到，這不再是一個“難以判斷”的中小盤中國公司，而是一個符合國際高標準、行為可預測的優質投資標的。由此帶來的估值修復和流動性提升，將為企業未來的發展打開更廣闊的資本空間。

“3 億美元市值”絕非一個孤立或武斷的數字，它是由成熟資本市場的基礎設施、機構行為與監管趨勢共同鑄就的一道關鍵分水嶺。這道分水嶺清晰地劃分了兩個截然不同的世界：

分水嶺之下，是“小市值陷阱”的結構性困境。企業即便擁有扎實的業務，也會被困於流動性匱乏、研究覆蓋缺失、機構資金回避的惡性循環中。印度市場股價被操縱飆升超過 2400% 的極端案例，以及全球券商對“微型市值股”的嚴格交易限制，都無情地揭示了這一陷阱的本質：由於市值過低，企業難以獲得有效的定價、可信的監督和可持續的資本支持，其價值發現機制已然失靈。這並非對企業基本面的否定，而是市場結構性缺陷導致的系統性折價。

分水嶺之上，則是通往主流資本殿堂與“價值重估黃金區間”的起點。跨過 3 億美元門檻，意味著企業開始進入全球機構投資者的“可投資視野”。這首先是對其生存能力與商業模式的初步認證。更重要的是，對於市值在 3 億至 20 億美元區間的企業而言，它們站在了一個關鍵的轉捩點上：既已證明自身，又尚

未被充分定價，且最需要通過提升治理透明度與行為可預測性來打破市場偏見。CVS 標準在此刻介入，恰恰是為這批最具潛力的“修復型”企業，提供了一套獲得信任、實現價值重估的標準化操作手冊。

因此，CVS 將 3 億美元設定為強制性准入門檻，其深刻用意在於：引導優質中國企業主動識別並跨越這一由市場結構設定的“生存線”。它不僅僅是一個篩選器，更是一個清晰的戰略路標——指引企業從依賴不確定的題材炒作，轉向擁抱確定的機構邏輯；從被動承受流動性折價，轉向主動構建信任溢價。跨越這條線，是告別邊緣化博弈、步入主流價值定價體系的第一步，也是開啟下一階段高質量國際化資本征程的基石。



BROAD

Investment & Securities LLC

IV. 中國價值股的三類典型商業模式

中國價值股（CVS）的提出，旨在識別那些不僅根植於中國的高效體系，更能將其優勢轉化為全球市場可持續競爭力的企業。通過分析，我們總結出三類最具代表性、也最有可能滿足 CVS 嚴格標準的商業模式。這些模式清晰地闡釋了“中國根基”與“全球價值”如何有機結合，為投資者提供了可循的圖譜。

中國製造 + 全球需求：供應鏈深度的全球變現

此類企業是“世界工廠”升級的典範。其核心在於，將中國無與倫比的完整產業鏈配套、規模製造能力、快速工程化實現與成本控制優勢，與面向全球的剛性或增長性市場需求精準對接。

- **典型領域：**
 - **工業設備與核心部件：**在光伏、鋰電設備、通用機械、汽車零部件等領域，中國企業憑藉技術迭代速度和性價比優勢，已成為全球產業鏈不可或缺的供應商。它們不僅僅是製造商，更是解決方案提供者。
 - **消費電子與智能硬體：**從智能手機、無人機到創新消費電子產品，企業依託珠三角、長三角的高密度電子產業集群，實現從研發、設計到量產的高效閉環，快速回應全球消費趨勢。
 - **專用製造與新材料：**在特定細分領域（如高端玻璃、消費級無人機、微創手術器械、特種化學品），企業通過深耕技術工藝，實現了全球市場份額的領先，其競爭力源於“中國製造”體系下的持續研發與工藝改進能力。
- **CVS 契合點：**這類企業收入高度國際化，現金流往往扎實；其核心競爭力（供應鏈管理、成本控制、交付效率）易於被全球客戶理解和驗證。關鍵在於，它們需展示其技術壁壘和客戶粘性，避免被簡單視為可替代的加工廠，並通過透明的治理證明其定價權和利潤率的可持續性。

中國技術 + 海外客戶：數字與知識產權的跨境輸出

此類企業代表了“中國智造”的軟實力。其商業模式不依賴於物理貨物的跨境流動，而是將在中國龐大市場和技術人才池中錘煉出的軟體產品、技術工具或

專業服務，銷售給全球企業客戶。

- **典型領域：**
 - **SaaS (軟體即服務)：**在跨境電商、企業協作、數字行銷、人力資源等垂直領域，中國 SaaS 公司基於對複雜商業場景的理解，開發出極具競爭力的產品，並成功推向東南亞、歐美等市場。
 - **工具型軟體與開發者服務：**在音視頻處理、雲計算基礎設施、數據智能、設計工具等領域，中國團隊開發的技術工具憑藉卓越性能和友好體驗，獲得全球開發者及企業的廣泛採用。
 - **專業技術服務與解決方案：**包括遊戲外包、建築工程設計、晶片設計服務、雲計算諮詢等，企業利用中國高素質的工程師和專業技術團隊，為全球客戶提供高性價比、高質量的解決方案。
- **CVS 契合點：**該模式天生具有“輕資產、高毛利、可跨境”的特點，收入可預測性強，且易於實現全球標準化。其核心挑戰與 CVS 的關注點高度重合：知識產權清晰且受國際保護、收入確認真實可審計、客戶成功案例可驗證。優秀的治理和透明的數據披露，能有效打消市場對其技術獨立性和數據安全性的疑慮。

中國品牌 + 國際管道：文化與品質的全球認同

此類企業實現了從“中國產品”到“中國品牌”的躍遷。它們將蘊含中國文化元素、獨特設計美學或卓越性價比的品牌理念，通過自建或合作的國際管道網路，直接觸達全球終端消費者或專業用戶。

- **典型領域：**
 - **消費品與時尚：**包括運動服飾、家用電器、消費級機器人、智能家居、國潮設計品牌等。它們通過 DTC (直面消費者) 模式或與海外大型零售管道合作，建立品牌認知和用戶忠誠度。
 - **醫療與健康：**涵蓋創新醫療器械、家用健康設備、中醫藥保健品 (以現代消費品形式) 等。企業需通過國際認證 (如 FDA、CE)，並建立本地化的臨床支持和售後服務網路。
 - **專業服務與體驗：**如高端酒店管理、特色餐飲連鎖、職業培訓認證

等，將在中國市場打磨成熟的服務標準和商業模式進行國際化複製。

- **CVS 契合點：**品牌價值是其最核心的資產，而信任是品牌的基礎。這類企業必須展現出卓越的品牌管理能力、全球供應鏈把控力以及對本地合規與文化差異的深刻理解。在 CVS 框架下，它們需要證明其品牌溢價是真實且可持續的，行銷投入能夠有效轉化為長期客戶價值和市場份額，並且在全球運營中堅持統一的品質與倫理標準。

總結而言，這三類商業模式為“中國價值股”提供了生動的注腳。它們共同描繪了一條清晰路徑：中國企業正從利用成本優勢承接全球需求，升級為憑藉技術、效率和品牌創新去定義和引領全球需求。CVS 標準，正是要從中篩選出那些在這一升級過程中，真正做到了業務全球化、治理國際化、行為規範化的領軍者，使其價值得到資本市場的公允認可和長期陪伴。

BROAD

Investment & Securities LLC

V. 公司治理是 CVS 的隱形護城河

訴求的轉變：從“追逐增長”到“要求可控”

過去十年，美國資本市場對中國企業的核心訴求曾高度聚焦於單一的“增長敘事”——極致的用戶增速、爆發性的收入曲線、以及顛覆傳統市場的巨大潛力，構成了吸引資本的主要光環。在那個階段，高速增長本身足以暫時掩蓋公司在治理、盈利路徑及社會責任等方面的瑕疵，資本願意為“未來的可能性”支付顯著溢價。

然而，隨著宏觀經濟週期轉換、行業競爭格局固化，尤其是接連爆發的公司治理醜聞、環境與社會風險事件，市場的評估框架發生了根本性、結構性的演變。增長故事不再足以獨立支撐長期信任。當下及未來，美國成熟機構投資者的核心訴求，已系統性轉向“可控性”與“可持續性”的深度融合。

這意味著，投資者的評估重心已從“能長多大”，深刻轉向“如何長穩、長好”。他們以同等甚至更高的權重，追問以下問題：

1. **運營與治理風險是否可知、可管理、可制衡？** 這包括財務數據的真實透明、董事會監督的有效性、關聯交易的公允性，以及核心高管決策的可追溯與可問責性。
2. **長期戰略與資本市場行為是否可預測、可監督？** 公司是否具備清晰、連貫的資本配置紀律？是否尊重股東權利，避免機會主義的融資行為？其增長是否建立在牢固的競爭壁壘而非不可持續的補貼或資源消耗之上？
3. **環境與社會風險是否被識別、緩釋並轉化為韌性？** 這直接關聯到 ESG（環境、社會與治理）維度。投資者密切關注：企業的供應鏈是否具備氣候韌性與道德合規性？其商業模式是否符合全球低碳轉型趨勢？人才管理、數據安全、社區關係等社會議題是否得到妥善管理，以避免“黑天鵝”事件對市值的劇烈衝擊？

在這一演變中，ESG 已不再是錦上添花的附加題，而是評估企業“可控性”與“長期生存能力”的核心體檢指標。它系統性地將以往被忽略或外部化的環境與社會風險，內化為影響企業財務基本面、品牌聲譽與運營許可權的關鍵成本與風險因數。一家在 ESG 治理上存在重大缺陷的公司，在投資者眼中，其增長前景的“不可控性”與“不確定性”會急劇升高。

因此，在不確定性加劇的全球環境中，由卓越治理、環境管理和社會責任共同構建的“可控性”與“可持續性”，其所提供的確定性和長期韌性，其價值正

全面超越對不可持續的高增長的單純追逐。資本正在重新定義“價值”：它不僅是財務上的回報，更意味著投資於一家在複雜世界中能夠穩健航行、負責任且可信任的組織。這一訴求的深刻轉變，正是“中國價值股”（CVS）標準體系必須將 ESG 原則深度融入其治理與行為準則的時代背景與根本動因。

觀念的升維：從“合規成本”到“估值資產”

對於志在成為“中國價值股”（CVS）的企業而言，一場根本性的認知革命勢在必行：必須徹底扭轉關於公司治理的傳統觀念，實現從消極負擔到價值源泉的戰略性升維。

傳統的、陳舊的視角將公司治理狹隘地定義為一項被動的“合規成本”。在此框架下，治理是一套為滿足上市地監管底線而不得不應付的繁瑣程式、格式檔與會議組合。它被視為一種純粹防禦性、消耗管理精力與財務資源的“必要之惡”，其核心目標是“避免出錯”而非“創造卓越”。這種觀念下，健全的治理結構常被誤解為對管理層決策效率與業務靈活性的束縛，其價值僅在於規避監管處罰，是一種典型的成本中心思維。

然而，CVS 框架所宣導的，是一種積極的、面向未來的戰略性視角：卓越的公司治理，是一項能夠產生顯著財務回報的“戰略資產”與“估值資產”。它並非成本，而是投資；並非束縛，而是賦能。這種價值創造通過多重關鍵機制實現：

信任資本化：它向資本市場傳遞出可信賴與可預測的強烈信號，系統性降低因資訊不對稱和代理問題導致的“風險溢價”。投資者願意為確定性支付溢價，從而直接提升估值倍數。

資本吸引力重塑：它吸引並鎖定注重長期基本面的“耐心資本”，如全球頂級養老基金、主權基金和 ESG 主題基金。這類資本的參與不僅能降低融資成本，更能穩定股價，減少因短期投機資金流動造成的異常波動。

決策品質與風險緩釋溢價：一個具備實質獨立性的董事會和清晰的制衡機制，能有效優化重大戰略決策，規避非理性的冒險行為，並提前預警運營與合規風險。這種內置的“風險減震器”能力，為企業的長期穩健運營提供了保障，其價值在危機時期尤為凸顯。

ESG 整合與價值發現：強有力的治理是有效管理環境（E）與社會（S）議題的基石。良好的 ESG 表現愈發被證明與更低的資本成本、更強的品牌韌性和更好的長期財務表現相關。卓越的治理能力，正是將 ESG 從報告承諾

轉化為實質競爭優勢的轉換器。

簡而言之，優秀的公司治理本身，就是一道深厚且難以被模仿的“隱形護城河”。它不直接生產產品，卻保護企業免受內耗、失控與信任危機的侵蝕；它不直接創造收入，卻能為企業的盈利能力和增長故事提供可信的背書與堅實的折扣率基礎。這道護城河所守護的，正是企業最核心的無形資產——市場的長期信任，並最終將這種信任兌現為更優異、更可持續的市場估值。對於 CVS 企業，投資於治理，就是最明智的價值投資。

構建護城河：三大關鍵治理原則

要將治理轉化為估值資產，CVS 企業必須在其組織架構與日常運營中，嚴格貫徹以下三大關鍵原則：

原則一：權責清晰——制衡而非集權

- **核心內涵：**建立明確、透明的權力分配與制衡機制，確保沒有任何個人或單一團體能夠不受制約地支配公司。董事會的戰略監督權、管理層的日常經營權、審計與合規機構的監督權必須界限分明。
- **實踐要求：**
 - **董事會有效性：**獨立董事占多數並主導關鍵委員會，他們需具備相關專業背景，並能投入足夠時間進行獨立判斷和挑戰性提問。
 - **明確的授權體系：**公司應有清晰的《授權管理辦法》，規定各級管理人員的決策權限，重大投資、關聯交易、高管薪酬等事項必須經過董事會或專業委員會批准。
 - **股東權利保障：**確保所有股東，特別是少數股東，在重大事項（如章程修改、控制權變更）上擁有公平的話語權和投票權。

原則二：財務獨立——邊界就是底線

- **核心內涵：**上市公司的財務體系必須完全獨立於控股股東、實際控制人及其關聯方。資金往來、資產轉移和利潤分配必須嚴格遵守市場公允原則，並予以充分披露。
- **實踐要求：**
 - **隔離與披露：**建立嚴格的防火牆制度，杜絕未經正當程序和公允定價的資金佔用、資產轉讓或擔保。所有關聯交易必須事先經過獨立董事審查，並以顯著方式持續披露。

- **財務團隊的專業性與權威：**首席財務官（CFO）及其團隊應直接向董事會和 CEO 負責，擁有拒絕不當財務指令的明確授權和管道。財務報告流程應免受業務部門的干預。
- **內部審計的獨立性：**內部審計部門應直接向審計委員會報告，其預算、人事和考核獨立於管理層，以確保其客觀性和威懾力。

原則三：決策可追溯——陽光是最好的防腐劑

- **核心內涵：**公司的重大戰略、投資和運營決策過程應有完整、清晰的記錄，確保其邏輯、依據和責任人可被追溯和審查。這既是對歷史的忠實記錄，也是對未來的有效約束。
- **實踐要求：**
 - **流程的規範化：**建立標準化的決策流程，重要會議（如董事會、投資評審會）必須有詳盡的會議紀要，記錄各項動議的討論、爭議、反對意見及最終表決結果。
 - **資訊的可獲取性：**為決策提供支持的市場分析、財務模型、法律意見等關鍵檔應妥善存檔，並在合規前提下可供董事、審計師及監管方在必要時查閱。
 - **責任的閉環：**重大專案的決策應與後續執行跟蹤和事後評估相掛鉤，建立決策效果的回饋機制，確保權責對等，從機制上減少盲目決策和“拍腦袋”工程。

對 CVS 企業來說，卓越的公司治理不再是裝飾門面的“奢侈品”，而是生存與發展的“必需品”。它通過構建“權責清晰、財務獨立、決策可追溯”的堅實框架，向資本市場傳遞出最強的可信度信號。這道“隱形護城河”無法被技術快速迭代或行銷攻勢所輕易跨越，它守護的是企業最珍貴的資產——投資者的長期信任，並最終將這種信任轉化為更穩定、更優越的估值表現。

VI. CVS 資本市場行為準則

如果說卓越的公司治理是 CVS 的“隱形護城河”，構建了內部的信任基礎，那麼其在資本市場上的公開行為，則是向外界展示其可信度的“信號燈塔”。行為是治理理念的延伸與試金石。一套清晰、公開承諾並嚴格遵守的《資本市場行為準則》，是 CVS 企業區別於過往、贏得長期資本信賴的公開契約。

本準則旨在明確界定 CVS 企業在與資本市場互動中“不得為”與“必須為”的核心行為規範，將“股東利益至上”和“長期主義”從口號轉化為可監督、可驗證的具體行動。

禁止行為：劃定明確的信任紅線

以下行為嚴重侵蝕股東價值與市場信任，CVS 企業必須公開承諾並嚴格遵守“零容忍”政策：

1. 高折價 PIPE（私募股權投資）與增發：

- **內涵：**禁止以顯著低於當前公允市價（例如，折讓超過 10%）的價格，向特定投資者非公開地發行新股。這種行為本質上是對現有股東權益的掠奪性稀釋。
- **準則：**任何股權融資行為，其定價必須基於嚴格的市場化詢價機制，並充分考慮對現有股東的公平性。融資的緊迫性和必要性必須向全體股東做出令人信服的說明。

2. 非市場化、不透明的“關係型”融資：

- **內涵：**禁止融資對象、條款或過程的設定主要基於非商業關係（如關聯方、未經公開遴選的特定方），且缺乏充分的競爭性比選與披露。
- **準則：**所有融資活動應秉持公開、公平原則。若涉及關聯方，必須遵循更嚴格的獨立董事審查、獨立財務顧問出具公允性意見，並以突出方式進行披露。

3. 無清晰戰略解釋的股東稀釋行為：

- **內涵：**禁止出於模糊目的（如“補充流動資金”、“一般企業用途”）而進行的頻繁或大規模的股份增發。缺乏明確資金投向的融資，被視為管理層資本配置能力低下或對股東資本缺乏尊重。
- **準則：**每一次股權融資都必須附帶詳盡的《資金使用計畫》，明確專案、預期回報與時間表，並建立後續資金使用情況的定期披露與

問責機制。

應做行為：建立可預測的回報框架

CVS 企業應主動建立並持續踐行以下積極行為模式，以此構建穩定、可預測的股東回報預期：

1. 明確的股東回報政策與框架：

- **內涵：**制定並公佈清晰的現金分紅和/或股份回購的長期政策框架。該框架應說明其與公司發展階段、自由現金流水平的邏輯關係。
- **準則：**例如，承諾將每年一定比例（如 30-50%）的自由現金流用於回報股東；或設定一個目標股息支付率。這向市場傳遞了管理層重視股東現金回報、追求資本效率的強烈信號。

2. 制度化、高質量的年度投資者溝通機制：

- **內涵：**超越法定的季度財報電話會，建立深度的、戰略層面的年度溝通慣例。
- **準則：**每年舉辦“資本市場日”或類似活動，由核心管理層深入闡述未來 3-5 年的戰略規劃、財務目標、投資重點及風險管控。提供清晰的長期指引，而非僅關注短期季度波動。

3. 主動、持續、前瞻性的重大事項披露機制：

- **內涵：**在法律法規的最低要求之上，自願、及時地向市場披露可能影響其長期價值的重大資訊，包括機遇與風險。
- **準則：**對於重大業務進展、技術突破、關鍵人事變動、潛在收購或主要市場競爭格局變化，應建立主動披露的流程。在面臨負面風險時，應儘早進行透明溝通並闡述應對方案，而非被動回應或隱瞞。

—— CVS 資本市場行為準則的精髓在於“克制”與“透明”。它要求企業克制損害股東價值的短期融資衝動，克制利用資訊不對稱謀利的欲望；同時要求企業透明地對待資本，透明地溝通戰略，透明地面對挑戰。通過公開宣誓並恪守這一準則，CVS 企業將從根本上改變其與資本市場的互動模式——從一種可能對立的、博弈性的關係，轉變為一種基於共同長期利益的、同盟式的關係。這不僅是規則的遵守，更是一種商業哲學的宣告，是 CVS 獲得估值溢價最為堅實的行為基礎。

VII. CVS 對投資人的意義

對於全球，特別是美國的機構投資者而言，參與中國經濟增長的故事始終具有戰略吸引力，但執行層面的“信任赤字”與“篩選困境”長期阻礙了大規模、長期化的資本配置。中國價值股（CVS）框架的提出，正是為了從根本上解決這一矛盾。對投資人而言，CVS 遠不止一個新的概念標籤，它提供的是一個結構化、低摩擦、高可信度的中國資產配置解決方案，其核心價值體現在三個維度：

1. 可配置的中國敞口：從“模糊恐懼”到“清晰可選”

傳統“中概股”範疇的模糊性與內部品質的巨大異質性，使得投資者在配置中國資產時面臨艱難抉擇：要麼承擔巨大的研究與鑒別成本，要麼進行“一籃子”投資從而被動承受整體性風險折價，要麼乾脆選擇回避。

CVS 通過其五大硬性准入標準，為市場提供了一份經過預篩的、高質量的“可投資名單”。它幫助投資者：

- **大幅降低研究與篩選成本：**CVS 標準已經完成了初步的“盡職調查”，將公司治理薄弱、財務不透明、行為不可測的企業排除在外，使投資者能夠聚焦於真正具備長期價值的標的。
- **實現精準的敞口定位：**投資者可以根據 CVS 界定的三類典型商業模式（中國製造+全球需求、中國技術+海外客戶、中國品牌+國際管道），結合自身對行業週期的判斷，進行更精確的行業和主題配置，而非進行國別層面的模糊下注。
- **脫離被動的“敘事綁架”：**投資 CVS 企業，是基於其個體基本面與合規承諾，而非對中國整體政策的宏觀博弈。這使投資者的決策能夠更多回歸公司本身，減少受地緣政治和市場情緒噪音的干擾。

2. 可控制的風險結構：系統性降低“信任風險”溢價

——資本市場對所有風險都會要求補償，而最昂貴的就是無法量化的“不確定性溢價”。傳統中概股投資中，巨大的折價很大程度上正是對“治理風險”、“誠信風險”和“行為風險”的補償。

CVS 框架通過制度性承諾，系統地壓縮了這些難以把控的風險空間：

- **治理與透明度風險可控：**CVS 強制的治理標準（董事會獨立性、財務獨立、決策可追溯）和資訊披露要求，將內部運作“黑箱”轉化為可監督、可驗證的透明體系，極大降低了代理成本與內部人利益輸送的風險。
- **資本市場行為風險可控：**CVS 行為準則明確禁止了損害股東價值的短期融

資行為，並宣導積極的股東回報政策。這使得投資者的資本不會被任意稀釋，且對回報有可預期的框架，減少了資本被濫用的風險。

- **業務與地緣風險分散：**CVS 對“全球化能力”的要求，確保了企業收入來源的多元化，不過度依賴單一市場。這為投資者天然提供了一層對抗區域經濟或政策波動的緩衝，使“中國故事”與“全球現金流”有機結合。

3. 可長期持有的現金流資產：從“交易標的”到“核心持倉”

許多中概股因上述風險，在投資者組合中淪為高波動性的“交易性籌碼”或“投機性配置”，難以進入追求穩定複利的長期核心持倉名單。

CVS 致力於篩選和培育的企業，具備成為“可長期持有的現金流資產”的特質：

- **聚焦可持續價值，而非不可持續的增長：**CVS 標準強調收入品質、盈利轉化能力和全球化韌性，引導企業從追求燃燒現金的規模擴張，轉向創造扎實、可持續的自由現金流。
- **穩定的股東回報預期：**明確的回購或分紅框架，使投資者能夠對投資回報進行長期建模。這吸引了追求穩定現金流的退休基金、保險資金等長期資本，從而進一步穩定股價，形成正向迴圈。
- **構建長期的資本夥伴關係：**通過遵循 CVS 行為準則，企業與管理層向資本市場表明了其尊重股東、著眼長遠的立場。這種立場能夠吸引並鎖定那些具有同樣長期視野的“耐心資本”，形成穩固的股東基礎，減少因短期資金進出造成的市場波動。

對投資人而言，CVS 的價值在於它完成了一次關鍵的“範式轉換”。它將一個充滿不確定性的、難以分析的“中國資產包”，轉化為了一個由清晰規則定義、風險結構可知、且致力於創造長期現金流的“優質資產類別”。它不僅僅是指南，更是一個可信的承諾體系和一種高效的投資語言，使全球資本能夠以更低的心理折扣和更高的配置信心，分享中國下一階段高質量發展的紅利。

Investment & Securities LLC

VIII. CVS 評估與觀察名單方法論

為確保“中國價值股”（CVS）標準的嚴肅性、一致性與長期公信力，使其真正成為值得資本市場信賴的篩選框架，美國遠大投資證券（Broad Investment Securities）將建立並實施一套系統化、透明化且動態化的評估與維護機制。該機制不僅用於初步甄選符合 CVS 標準的企業，更致力於對已入選企業進行持續跟蹤與監督，核心支柱在於“量化評分”、“定性審核”與“持續跟蹤”的三位一體。

評估框架：量化與定性雙重穿透

CVS 評估並非單一維度的判斷，而是一個融合了客觀數據與深度洞察的雙重驗證過程。

1. 量化評分體系（基於公開數據的客觀篩查）

我們將依據“五大硬性准入標準”開發一套詳細的量化評分卡。該卡將對每個標準下的細分指標賦予權重與分值，對企業進行初步的、數據驅動的篩選。例如：

- **市值與流動性**：連續 90 個交易日平均市值、日均成交額、機構持股比例等。
- **收入品質與全球化**：海外收入占比趨勢、前五大客戶集中度、毛利率波動性等。
- **治理與行為**：獨立董事比例、關聯交易規模與披露程度、歷史融資折價率、分紅回購歷史等。

量化評分旨在快速、客觀地識別出明顯不符合硬性門檻的企業，形成初選池。

2. 定性審核委員會（基於專業判斷的深度評估）

通過量化初選的企業，將進入由美國遠大投資證券內部及外聘專家組成的“CVS 定性審核委員會”的深度評估階段。審核重點在於驗證數據背後的真實性與意圖：

- **驗證“實質重於形式”**：審查董事會會議紀要、投資者關係活動記錄、重大決策流程檔，以評估治理原則（權責清晰、財務獨立、決策可追溯）是否在實質運作中得以貫徹。
- **評判管理層理念與誠信**：通過分析管理層歷年言論、戰略一致性以及對既往資本市場承諾的履行情況，評估其是否真正認同並內化了長期主義與股東利益至上的價值觀。

- **研判商業模式的可持續性：**超越財務數據，評估其技術壁壘、品牌護城河、供應鏈韌性及應對地緣政治風險的預案，判斷其“全球化能力”的根基是否牢固。
只有同時通過量化評分門檻與定性審核深度評估的企業，才能被正式納入 CVS 觀察名單。

觀察名單的動態維護

CVS 觀察名單不是一個靜態的榮譽榜單，而是一個需要持續監督、動態更新的“活”的體系。

1. 持續跟蹤與監測

對已入選 CVS 名單的企業，我們將建立常態化的監測機制：

- **定期複評：**每季度進行數據更新與篩查，每年度進行全面深度複評。
- **事件驅動型審查：**針對企業發生的重大事件（如大型並購、再融資、核心高管變動、監管調查、財報重述等），啟動專項審查，評估其行為是否仍符合 CVS 準則。

2. 分級與預警機制

觀察名單將實施分級管理，以清晰傳達我們的持續評估觀點：

- **CVS 核心名單：**持續全面符合所有標準，且表現出色。
- **CVS 觀察名單（需關注）：**基本符合標準，但在個別方面出現輕微波動或值得關注的變化（如某項指標臨近閾值、一次非常規但已合理解釋的關聯交易）。我們將公開提示關注點。
- **移出預警：**當企業出現可能違反關鍵準則的行為或趨勢時（如提出一項高折價 PIPE 方案、治理結構發生不利變化、海外收入占比持續大幅下滑），將發出公開的“移出預警”，給予企業解釋與整改的窗口期。

3. 移出機制

一旦企業經確認已實質性、持續性地違反 CVS 任何一條硬性准入標準或核心行為準則，無論其過往表現如何，都將被立即移出 CVS 觀察名單，並向市場公開說明移出理由。這種“一票否決”的嚴格紀律，是維護 CVS 品牌信譽的生命線。

方法論的原則與承諾

我們承諾，在整個 CVS 評估與觀察名單的動態維護過程中，將始終如一地堅守三項核心原則：獨立性、透明度與一致性。這三項原則是 CVS 體系的生命

線，是我們對市場作出的莊嚴契約，也是確保 CVS 標識長期成為可信賴價值標杆的根本保障。

1. 獨立性：利益隔離，唯標是舉

我們確保評估過程的高度獨立，絕不受任何商業合作關係、利益關聯或市場短期情緒的影響。CVS 評估委員會在組織與決策上享有充分的自治權，其運作與公司其他業務線（如投行、融資服務）之間設有嚴格的制度與資訊防火牆。所有判斷均嚴格依據既定的量化模型與公開披露的客觀資訊（如經審計的財報、交易所公告、法律檔等）作出，杜絕主觀臆斷。我們深信，唯有徹底的獨立性，才能賦予 CVS 名單無可爭議的客觀性與公信力，使其真正成為服務於全體市場參與者的公共品。

2. 透明度：過程可見，決策可溯

我們堅信，信任源於公開，公信立於透明。因此，我們將完整公開 CVS 評估框架的核心維度、指標權重、評分方法與閾值標準。對於每一家企業的納入、列入觀察或移出名單的決定，我們都將提供基於事實和具體準則的詳細解釋報告，闡明關鍵數據依據與核心判斷邏輯。這一做法旨在將“黑箱”轉化為“玻璃箱”，接受市場的共同審視與驗證。我們不僅對結果負責，更對產生結果的完整邏輯鏈負責，以此構建穩定、可預期的市場溝通機制。

3. 一致性：標準統一，公平可比

我們承諾，對所有候選及已入選企業——無論其行業、規模或知名度——均適用同一套公開、穩定、持續的標準體系。評估模型不會為特定公司“量身定制”或臨時變更，確保所有企業在同一把尺規下被衡量。同時，這套標準將在時間維度上保持連貫，其核心原則與主要權重不會隨意變動，以確保 CVS 名單的長期可比性與嚴肅性。一致性原則杜絕了選擇性適用，確保了評估結果的公正與權威，使得 CVS 標識的含金量不隨時間與企業更迭而稀釋。

總結而言，獨立性是根基，確保我們動機純粹；透明度是橋樑，讓市場理解並監督我們的工作；一致性是準繩，保障評估的公正與長期價值。這三項原則共同構成了我們對“中國價值股”這一嚴肅概念的守護誓言，也是我們邀請全球投資者對中國優質資產進行長期價值再發現的基礎設施承諾。

結論與展望

美國遠大投資證券（Broad Investment Securities）構建的這套 CVS 評估與觀察名單方法論，旨在充當資本市場的“可信賴篩檢程式”和“持續監督員”。它不僅回答“誰現在是 CVS”，更通過動態管理機制，持續回答“誰是 CVS”。這一嚴謹的流程本身，就是 CVS 理念最有力的實踐，它向全球投資者鄭重承諾：CVS 標籤背後，是持續的努力、可驗證的標準和毫不妥協的紀律。

中國價值股（CVS）白皮書的撰寫與發佈，其初衷絕非僅僅為了反思或修正過往中概股在資本市場上所遭遇的挫折與誤解。歷史的篇章已經翻過，而我們的眼光必須堅定地投向未來。CVS 的核心使命，在於前瞻性地定義未來十年乃至更長時間內，中國企業如何以更成熟、更可信、更可持續的方式，參與並融入全球資本市場。

它提出了一套超越國別標籤的、以全球通用語言書寫的價值承諾體系。這套體系以“市值與流動性”為入場券，以“收入品質與全球化”為試金石，以“公司治理”為隱形護城河，並以“資本市場行為準則”為公開契約。它清晰地勾勒出，一家致力於成為全球資本市場長期夥伴的中國企業，所應具備的完整畫像。

在這一框架下，估值是可以且必然被重估的。當市場能夠依據清晰、可驗證的標準，將優質企業與不確定性區隔開來，價值的重估將成為一種自發的、理性的市場行為。被錯誤歸因和情緒折價所壓抑的真實價值，終將得以釋放。

然而，比估值重估更為根本、更為艱巨也更為珍貴的，是信任的重建。信任是資本市場上一切長期關係的基石，它無法通過財務技巧或短期敘事購得，只能通過持之以恆的透明行為、恪守承諾的紀律以及對股東利益至上的真誠尊重，一寸一寸地積累而來。CVS 所提供的，正是一條系統性重建信任的可行路徑——將抽象的“可信度”轉化為具體的、可執行、可監督的標準與行動。

因此，CVS 不僅是一套篩選標準，更是一份面向未來的倡議。它呼籲中國企業以更高的自我要求，主動擁抱全球市場的最佳實踐；它也邀請全球投資者，以一種新的、更結構化的視角，發現並投資於那些代表了中國經濟高質量發展新方向的堅實力量。

估值可以重來，信任必須重建。中國價值股（CVS）的征途，正是始於這份對重建信任的堅定承諾，並旨在最終收穫一個更理性、更健康、也更富建設性的全球化資本新生態。這既是我們的研究結論，也是我們對未來的一份期許。