



**BROAD**  
Investment & Securities LLC

# 2026 美国远大证券 中国价值股定义推行与标准框架白皮书

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

**BROAD**

Investment & Securities LLC

## 版权声明

本白皮书由美国远大证券 研究部撰写并发布。版权所有 © 2025 Broad Investment Securities. 保留一切权利。

## 免责声明

本报告基于独立研究，旨在提出“中国价值股”（CVS）的分析框架与概念标准。报告内容仅为学术探讨与市场观察，不构成任何投资要约、建议或保证。本报告所载信息来源于公开资料，美国远大证券力求但不保证其准确性与完整性。文中观点仅为研究团队基于特定假设之分析，市场情况可能发生变化。投资者据此做出的任何决策，其风险应自行承担。

## 执行摘要

过去二十年，伴随中国经济的高速发展与全球化进程，众多中国企业选择赴美上市，利用国际资本市场的资金与品牌效应，实现了规模与影响力的快速扩张。这一过程中，“中概股”曾一度成为增长、活力与市场机遇的代名词，吸引了全球资本的广泛关注与配置。

然而近年来，这一标签的内涵发生了显著变化。在经历市场波动、监管环境演变及个别公司治理风险事件后，“中概股”在美国资本市场逐渐被一种模糊的、整体性的疑虑所笼罩。其在部分机构投资者眼中的形象，已从“增长故事”滑向被视为潜在具有高风险、低透明度、治理不确定性及可持续性存疑的代名词。这种认知偏差导致许多优质企业与问题企业被“一视同仁”，承受着与自身基本面脱节的系统性估值折价。

美国远大证券（Broad Investment Securities）基于长期的跨境资本市场实践观察到——核心问题并非中国企业缺乏价值创造能力，而在于现有市场框架与认知标签无法有效识别并区分哪些中国公司真正具备长期投资价值。市场缺乏一套公认的、严谨的筛选标准，将治理规范、财务透明、业务可持续的优质企业，从混杂的群体中清晰地标识出来。为此，我们正式提出并定义一个新的、更具辨别力的资产类别——

### 中国价值股（Chinese Value Stocks, CVS）

中国价值股（CVS）不是对“中概股”一词简单的修辞美化或营销概念重塑，而是旨在建立一套可验证、可筛选、可约束的制度性标准体系。它通过一系列公开、客观、严格的准入与行为准则，致力于达成以下核心目标：

- 1. 为美国及全球机构投资者提供一套可长期配置的中国企业筛选框架**  
帮助投资者超越模糊的“国别标签”，依据清晰的质化与量化标准，识别出那些治理成熟、业务扎实、增长可持续的投资标的，降低筛选成本与误判风险。
- 2. 为优质中国企业提供一个脱离“中概股”整体折价的独立估值锚**  
使符合 CVS 标准的企业能够基于自身的基本面、成长潜力和治理水平获得独立定价，其估值不再被动受到群体情绪或个别负面事件的过度牵连，实现价值的真实回归。
- 3. 为修复与重建中美资本市场之间的信任探索一条新的可行路径**  
通过企业自主承诺遵守高于基础上市要求的治理与行为准则，并以可被验证的方式执行，逐步累积市场信誉。CVS 旨在成为信任的“信号机制”，推动资本市场形成基于事实与表现的、更具韧性的新型信任关系。

中国价值股（CVS）概念的提出，标志着我们从单纯探讨“如何上市融资”，转向更深层次地思考“如何在全球资本市场中可持续地赢得尊重与价值认可”。这不仅是投资分类的演进，更是中国企业国际化进程中，关于责任、透明与长期主义的一次理念升级。

## 目录

I.中概股估值失效的真正原因.....	1
被误解的“监管叙事”：外生冲击并非全部真相.....	1
中概股估值失效的三大内生核心问题.....	1
美国市场的真实态度：拒绝未知，而非拒绝中国.....	5
II.中国价值股（CVS）的正式定义.....	6
CVS的核心定义：超越标签，回归价值本质.....	6
CVS的五大硬性准入标准.....	7
III.为什么“3亿美元市值”是关键分水岭.....	11
美股机构的现实门槛：规模是参与游戏的前提.....	11
小市值的结构性困境：流动性与可信度的恶性循环.....	12
3-20亿美元：价值重估的“黄金区间”.....	14
IV.中国价值股的三类典型商业模式.....	16
中国制造 + 全球需求：供应链深度的全球变现.....	16
中国技术 + 海外客户：数字与知识产权的跨境输出.....	16
中国品牌 + 国际渠道：文化与品质的全球认同.....	17
V.公司治理是CVS的隐形护城河.....	19
诉求的转变：从“追逐增长”到“要求可控”.....	19
观念的升维：从“合规成本”到“估值资产”.....	20
构建护城河：三大关键治理原则.....	21
VI.CVS资本市场行为准则.....	23
禁止行为：划定明确的信任红线.....	23
应做行为：建立可预测的回报框架.....	24
VII.CVS对投资人的意义.....	25
VIII.CVS评估与观察名单方法论.....	27
评估框架：量化与定性双重穿透.....	27
观察名单的动态维护.....	28
方法论的原则与承诺.....	28

## I. 中概股估值失效的真正原因

### 被误解的“监管叙事”：外生冲击并非全部真相

在过去数年，市场评论与投资者讨论中，一个盛行且看似合理的解释框架将中概股面临的估值压力，主要甚至完全归因于外部监管环境的变化：

- **中美监管摩擦**：地缘政治紧张局势引发的交易限制、技术封锁与投资审查。
- **审计监管问题**：围绕会计师事务所审计底稿跨境审查的长期争议所带来的退市风险。
- **国内政策不确定性**：中国国内针对互联网平台、教育培训、数据安全等领域出台的强化监管政策。

然而，将估值折价全然归咎于监管因素，是一个不完整且具有误导性的叙事。它虽然解释了市场情绪的部分波动和特定时期的抛售压力，但无法充分解释为何这种折价会如此长期、系统性地存在，并在不同监管周期中持续显现。事实上，即使在监管对话取得进展、宏观政策环境趋于稳定时，中概股整体的估值修复依然乏力且不均衡。

核心辨析在于：监管风险是影响所有市场参与者的外生变量，而公司估值本质上是其内在质量与资本市场信誉的内生结果。外生冲击如同一场风暴，考验的是船只自身的结构与舵手的水平。那些结构坚固、运作规范的船只（企业）在风暴中虽会颠簸，但能保持航向与价值；而结构存在隐患的船只，则可能在风浪中暴露出更严重的问题，甚至沉没。市场最终惩罚的，并非风暴本身，而是在风暴中显现出的脆弱性。

### 中概股估值失效的三大内生核心问题

剥离外部噪音，深入公司肌理与市场行为层面，我们识别出导致估值系统性失效的三个根本性内生问题：

#### （一）收入与现金流的可验证性不足

市场对中概股财务信息可验证性的担忧并非空穴来风，而是有长期的、数据支撑的集体记忆。据统计，在 2010 年至 2025 年的十五年间，公开记录的针对上市公司的做空事件达到 151 起，其中针对中概股的案例占据了相当比例。特别是在 2018 年之后，做空活动变得更加频繁。尽管近年来，随着部分企业质量提升和反做空能力增强，做空报告的即时杀伤力有所下降，但其揭示的收

入真实性、关联交易、商业模式可持续性等问题，已成为长期萦绕在投资者心中的疑云。历史数据同样显示，截至 2020 年初，赴美上市的中国公司中有约 30% 已因各种原因退市。这些过往案例共同构成了一种‘有罪推定’的市场氛围，使得任何财务疑点都可能被迅速放大。信任的基石是信息。许多中概股面临的质疑，源于投资人难以穿透性地验证其财务实质。

问题的核心在于，投资者难以穿透复杂架构验证业务的真实性。典型案例包括瑞幸咖啡在 2019 年被揭露约 22 亿元的收入造假，以及做空机构曾指控部分教育公司 80% 甚至 90% 以上的收入可能存在虚增。这些指控无论最终是否全部坐实，都已严重动摇了市场对整个群体财务报告可信度的基础。更关键的是，这种不信任延伸至对其“利润能否转化为真实现金流”的质疑。一些案例显示，公司声称的巨额现金余额与调查证据之间存在巨大差异，而另一些公司则呈现出“有利润、无现金”的状态，利润被高额的资本开支或运营资金持续占用。当投资者无法确信报表上的现金是可自由支配、可跨境调用的，一切基于现金流的估值模型都将失去根基。

这种可验证性不足的困境，最终上升为系统性的监管风险。根据《外国公司问责法》(HFCAA)，美国公众公司会计监督委员会 (PCAOB) 因无法检查审计底稿，将大量中概股列入“预摘牌名单”。截至 2022 年底，被列入名单的中概股公司累计达 172 家，占当时在美上市中国公司的比例高达 61.6%。尽管中美监管机构在 2022 年达成了合作框架，暂时缓解了退市危机，但这一持续数年的僵局深刻揭示了中概股在审计透明度与国际监管要求之间的潜在错配。它向所有投资者传递了一个明确信号：投资中概股，除了商业风险，还额外附加了一层难以量化的‘信息与合规可及性风险’，这直接导致了长期的风险溢价和估值折价。

## (二) 资本市场行为的长期失序与信任损耗

上市并非终点，而是与资本市场长期共舞的开始。部分中概股上市后的资本运作行为，严重侵蚀了投资者特别是长期机构投资者的信任。

中概股的资本市场行为失序，本质上是信任缺失导致的结构性挤出。数据显示，尽管中概股约占美股总市值的 8%，但其在 2025 年美股增发市场的募资额占比却低至 0.31%。这种规模的极度不匹配表明，多数中概股已被主流资本排除在常规再融资渠道之外。同时，艰难获得融资的公司也常面临市场的严厉审视，其增发后股价普遍承压，部分案例中老股东甚至需以近 40% 的折价寻求

退出。这些行为共同指向一个深层症结：市场无法就“公平的资本对价”与大部分中概股达成共识。

资本市场对中概股再融资行为长期抱有不信任感，这直接体现在市场表现上。例如，部分中概股增发后股价面临巨大压力，统计显示曾出现增发后 30 日内平均下跌 18% 的情况。在极端案例中，老股东在二次上市时以大幅折价售股套现，进一步加剧了外部投资者对利益可能受损的担忧。这些行为破坏了建立长期、稳定股东基础的信任基石，使得任何融资动作都可能被市场解读为负面信号。

中概股的“资本市场行为失序”可解读为一种系统性的结构性困境：

- **融资机会的“失序”**：多数中概股，尤其是中小市值公司，面临“再融资难”的问题，而非机会过多。这与部分头部公司能获得融资形成两极分化。
- **定价权的“失序”**：在艰难的市场环境中，融资方（或售股老股东）的议价能力很弱。无论是二次上市的大幅折价，还是增发后的股价压力，都表明资本市场对其行为给予了显著的“不信任票”。
- **根源在于“信任赤字”**：市值占比 8% 仅换来 0.31% 的融资占比，这最直观地说明，问题核心并非工具本身，而是市场对中概股群体在公司治理、资金用途和股东回报承诺等方面存在系统性的不信任。

### （三）公司治理的“形式合规”与“实质失效”

尽管在法律和规则层面满足了上市的最低要求，但在实际运作中，治理的有效性普遍存疑。这种“形实不符”的治理状态，具体体现在控制权、财务边界和监督职能三个关键层面。

- **实控人权力过度集中：形式合规下的控制权扭曲**

创始人或实控人通过超级投票权等方式，在法律形式上合法地集中了控制权，但这常常使董事会和股东大会的制衡机制形同虚设。更深层次的问题在于，为满足上市地对超级投票权持有人最低经济利益占比的形式要求，可能引发治理结构的非常规扭曲。

贝壳找房提供了一个典型案例：为符合港股上市规则，公司向 CEO 授予了巨额限制性股票，导致其 2022 年与 2023 年的账面“年薪”分别高达 4.75 亿元与 7.13 亿元人民币。这一操作虽在形式上满足了监管对“同股不同权”架构中实控人经济利益的硬性规定，却以一种极端方式凸显了控

制权（高投票权）与现金流权（低经济权益）的严重分离。公司决策过度依赖个人意志，不仅增加了战略摇摆风险，也从根本上放大了因控制权与利益索取权不匹配而产生的潜在代理成本。

• **财务与资本运作边界模糊：规则灰色地带的利益输送**

上市公司与实控人旗下其他私人业务之间的财务往来，常在形式合规的掩护下变得模糊不清。蔚来汽车在 2025 年遭遇全球第六大主权财富基金 GIC 的起诉，为此提供了极具代表性的注脚。GIC 的核心指控是，蔚来通过一家持股 19.84%（刻意低于 20% 的并表门槛）的关联方“武汉蔚能”，一次性出售电池并确认了巨额收入，涉嫌虚增业绩。尤为关键的是，GIC 指出蔚来通过业务安排与财务担保，对该关联方享有约 55% 的实际经济利益，应进行实质合并。此案例精准揭示了部分企业如何利用会计准则和披露规则的灰色地带，设计复杂的关联交易。这种表面合规、实质存疑的运作，使得关联交易成为利益冲突的潜在通道，严重损害了上市公司财务的独立性与纯洁性。

• **独立董事与关键委员会职能虚化：低异议率与高处罚率的反差**

审计、薪酬、提名等关键委员会中的独立董事，其监督职能往往停留在“会议出席”和“议案通过”的形式层面。权威统计数据揭示了这种“橡皮图章”文化的普遍性：2024 年，A 股上市公司董事会会议议案被否决的比例仅为 1.26%。然而，与这种极低的“异议率”形成尖锐反差的是，同年因未勤勉尽责（如未能有效监督财务真实性、关联交易公允性）而受到监管处罚的独立董事多达 85 名。这种“低否决率”与“高处罚率”的并存，是“形式合规、实质失效”最直接的证据。它表明，在许多公司中，独立董事并未发挥实质的监督与制衡作用，使得内部控制和风险防范的第一道防线名存实亡，而这正是监管机构近年来大力推动独董制度改革、要求其从“形式独立”迈向“实质独立”的根本原因。

Investment & Securities LLC

公司治理的顽疾并非简单的“不合规”，而在于“合规”表象下的“失效”。无论是为满足规则而催生的非常规激励、利用准则漏洞设计的复杂关联交易，还是独立董事的沉默与失语，都指向一个共同的核心：当治理实践只追求符合规则条文，而放弃维护股东（尤其是中小股东）实质公平的精神时，信任的基石便会崩塌。重建信任，必须从治理的“实质”而非“形式”入手。

## 美国市场的真实态度：拒绝未知，而非拒绝中国

综上所述，美国资本市场所表现出的审慎乃至挑剔，其深层逻辑并非源于对中国经济增长潜力或中国企业创新能力的根本性质疑。恰恰相反，作为一个由长期机构投资者主导的成熟体系，其行为本质是“基于信息的风险定价”这一核心本能的理性体现。

市场的核心诉求并非国别标签，而是“可评估性”与“可信任性”。它并未拒绝中国企业，而是系统性地规避“无法清晰定价的资产”。当一家公司呈现以下特征时，无论其注册于何地，都将面临资本的疏离：

- **业务实质难以穿透验证**（收入来源是否真实？现金流可否自由支配？）；
- **公司行为难以预测约束**（融资决策是否公平？战略会否突然转向？）；
- **治理根基难以寄托信任**（股东权利是否虚置？控制权与利益是否错配？）。

面对这样的“未知”与“不确定”，理性资本的选择高度一致且冷酷：要求极高的风险补偿（即估值折价），或直接将其排除在投资范围之外。当前中概股群体所承受的系统性估值压力，正是这种弥漫性的“信任赤字”所引发的集体惩罚。它并非针对“中国性”，而是针对一部分企业中存在的、未被有效制度化解的“不透明性”与“不可控性”。

因此，破解困境的关键，不应停留在对外部环境的口舌之争，而必须向内求解，指向企业自身能否进行一场深刻的、系统性的可信度革命。这要求中国企业必须主动超越形式合规，以国际资本市场通行的语言与逻辑，重构其从财务披露、治理架构到资本行为的一整套信任凭证。

这正是我们提出“中国价值股”（CVS）标准体系的根本出发点与历史使命。CVS旨在构建一套清晰、严谨、可验证的“信任基础设施”，其本质是帮助企业将内在价值转化为市场可理解、可验证、可依赖的公开承诺。它试图回答美国市场的核心关切：如何从众多公司中，有效识别出那些真正践行透明、公平与长期主义，因而其风险可评估、价值可投资的优质企业？

简言之，美国市场的大门始终向值得信赖的价值创造者敞开。CVS，便是为中国企业铸造那把开启这扇大门的、符合国际标准的“信任钥匙”。

## II. 中国价值股 (CVS) 的正式定义

### CVS 的核心定义：超越标签，回归价值本质

中国价值股 (Chinese Value Stocks, CVS) 是一个经过严格界定的、旨在标识和聚集一类特定优质企业的概念。它并非一个基于地域或行业的宽泛分类，而是一个融合了规模门槛、核心竞争力来源、市场格局与行为准则四位一体的综合性标准。其完整定义如下：

中国价值股 (CVS) 是指：那些市值已达到并持续保持在美股主流机构投资者研究与配置门槛之上，其核心竞争力根植于中国市场的独特运营效率与产业链深度，但主要收入来源与增长市场明确面向全球，并且在公司治理结构与资本市场行为上，主动遵循并内化了国际通行（尤其是美式）高标准、透明化纪律的中国背景上市公司。

对这一定义的进一步阐释，可以分解为四个相互支撑的支柱：

- 1. 规模与流动性的市场准入门槛：** 市值标准是第一个现实过滤器。它确保企业已超越初创的脆弱阶段，具备了相当的经营规模与抗风险能力，同时其股票流动性足以支持机构投资者的实质性建仓与退出，使其真正进入主流资本的可投资视野。
- 2. 独特的核心竞争力来源：** CVS 企业承认并利用其“中国根基”。这并非指向地缘标签，而是指其深刻理解并极致优化了在中国市场环境形成的、已被验证的高效运营体系、敏捷供应链管理、快速迭代的产品开发能力或对庞大消费者需求的洞察力。这是它们成本优势、创新速度或服务深度的源头。
- 3. 全球化导向的收入与市场：** 为了避免被误读为单一经济体风险的载体，CVS 企业必须展示出其业务的内在全球性。这意味着其产品、服务或技术已被国际场所接受，主要收入显著来源于中国境外，或其客户与合作伙伴网络高度国际化。这证明了其竞争力的可移植性和商业模式的普适性。
- 4. 主动承诺的治理与行为准则：** 这是 CVS 区别于传统“中概股”最核心的维度。它要求企业不仅在形式上满足上市地的最低合规要求，更要在实质上拥抱以“股东权利保护、董事会独立有效、信息披露充分透明、资本运作公平可预期”为核心的美式资本市场哲学，并以此自我约束。

因此，CVS 的核心精髓，不在于其企业的注册地或主要运营地是否在中国，而在于其是否构建并公开践行了一套可被国际资本市场识别与信赖的、关于价值创造与股东回报的承诺体系。简而言之，CVS 的筛选标准，实现了从“中国”这一地域标签，向“价值可持续、行为可预测、治理可验证”这一组实质性质量与信任指标的彻底转向。它标志着评估框架的根本性进化：从“这是一家中国公司，因此我需要注意其特殊风险”，转变为“这是一家符合 CVS 高标准的企业，其品质和可信度可以根据一套清晰的全球准则进行验证和信赖”。

## CVS 的五大硬性准入标准

为确保“中国价值股”（CVS）这一概念的严肃性、一致性与投资参考价值，我们建立了一套清晰、可验证的硬性准入标准。这套标准旨在从市场参与度、业务质量、全球化韧性、治理可靠性及行为可预测性五个维度，对企业进行严格筛选。所有标准均为强制性准入条件，申请或候选企业必须同时满足全部五条标准；任何一条不达标，即被排除在 CVS 体系之外。这体现了 CVS “宁缺毋滥”，致力于构建高质量、高信誉企业集群的决心。

### 标准 1 市值与流动性标准：进入主流资本视野的基石

此标准确保企业已达到机构投资者进行基本面研究和实质性配置的基本规模与流动性要求，避免因规模过小或交易不畅导致的“边缘化”定价和流动性折价。

- **市值门槛：当前或上市后市值持续不低于 3 亿美元**

这一阈值是美股市场中区分“可投资标的”与“微型股”的关键分水岭，标志着企业已超越初创期，具备了一定的经营稳定性和风险抵御能力。

- **流动性要求：日均成交额需满足机构建仓与调整头寸的需求**

具体而言，需有充足的公众持股量和活跃的二级市场交易，确保机构投资者能够在合理时间内、不以显著冲击成本的方式完成投资组合的构建与调整。

- **交易质量：流动性不应依赖异常或关联交易维持**

交易活动应主要来自广泛、分散的市场参与者，而非少数账户的对倒或特定关系方的频繁操作，以保证价格发现机制的有效性与公允性。

### 标准 2 收入质量与业务透明度：验证商业模式的真实性与可持续性

本项标准穿透财务数字，聚焦于企业核心业务的清晰度、稳健性及其与财务表现的逻辑自洽，旨在评估其创造真实、可持续价值的能力。

- **主营业务清晰可解释：** 公司需有明确且易于理解的核心业务，其收入驱动力、市场定位和竞争优势能够被分析师和投资者清晰地阐述与建模。避免业务过于庞杂、叙事模糊或频繁转型。
- **收入结构稳定，关联交易占比极低：** 收入应主要来源于独立第三方客户，对关联方或特殊关系客户的依赖度必须极低（例如，通常要求关联交易收入占比低于 5%且完全按公允原则披露）。收入来源的分散性与独立性是判断其市场真实需求的关键。
- **毛利率与行业及商业模式逻辑匹配：** 毛利率水平需在其所处行业的合理范围内，并且其变动趋势与公司宣称的规模效应、技术升级或产品结构优化等战略举措有合乎逻辑的对应关系。异常的、无法合理解释的毛利率波动或偏离，将引发对收入成本确认真实性的质疑。

### 标准 3 全球化能力：对冲单一市场风险，证明竞争力的普适性

CVS 企业必须展示其业务已成功跨越国界，不仅是为了增长，更是为了证明其商业模式和核心竞争力具有全球适应性与韧性。

- **海外收入或客户具备实质占比：** 要求企业来自大中华区以外的收入或客户贡献达到显著比例（例如，连续两个财年海外收入占比超过 30%），并呈现稳定或增长趋势。这证明了其产品/服务在国际市场的接受度。
- **关键资产与合约具备国际可执行性：** 核心知识产权（专利、商标、软件著作权）应在主要业务地区拥有合法保护与清晰的权属。重大商业合同（如长期供应协议、技术许可）需遵循国际商业惯例，其法律效力与执行机制能在国际仲裁或司法体系中得到保障。资金结算渠道畅通，无重大跨境流动障碍。
- **不高度依赖单一国家政策环境：** 企业的增长叙事和盈利能力不应建立在单一国家（包括中国）的特定补贴、特许经营或高度倾斜的产业政策之上。其成功应主要源于市场化的竞争力，从而降低因某一地区政策变动而引发的系统性业务风险。

### 标准 4 公司治理结构：构建内部制衡与专业监管的框架

卓越的治理是长期信任的基石。此标准要求企业在法律形式合规之上，建

立并运行一套实质上独立、专业且能有效制衡的治理机制。

- **董事会具备实质独立性：**董事会中独立董事须占多数，并切实主导审计、薪酬、提名等关键委员会。独立董事应具备相关的行业、财务或法律专业知识，有足够的时间和资源履行职责，并能证明其在重大决策中发挥了独立判断与监督作用，而非“橡皮图章”。
- **财务负责人（CFO）具备国际资本市场经验：**CFO 或同等职位的核心财务负责人，应拥有在成熟国际资本市场（如美股、港股）上市公司工作的资深经验，深刻理解国际财务报告准则（IFRS/US GAAP）、萨班斯法案（SOX）合规要求以及与全球投资者的沟通范式。
- **实控人与上市公司保持清晰、公允的边界：**通过清晰的章程条款、关联交易管控程序以及充分的披露，确保实际控制人的个人利益、其控制的其它未上市资产与上市公司利益之间不存在实质性冲突。严禁资金、客户、资产的非公允转移，保障上市主体的独立性与完整性。

### 标准 5 资本市场行为约束：承诺长期主义的股东友好政策

此项标准关注企业与资本市场的互动方式，要求其行为具有可预测性，并以尊重和回报股东为核心原则。

- **克制、可解释的融资策略：**任何股权融资行为（包括增发、上市后私募投资）应出于明确的、有利于公司长期发展的战略目的（如重大并购、核心技术投资），并以接近市价的公允条件进行。避免为缓解短期流动性或为特定方输送利益而进行的高折价、非必要稀释。
- **明确的股东回报预期与框架：**公司应建立并沟通其关于股东回报的长期政策框架，例如定期分红、股份回购计划，或明确将自由现金流再投资于高回报项目的资本配置策略。这传递了管理层重视资本效率和股东价值的信号。
- **主动、持续、前瞻性的信息披露机制：**在满足监管最低披露要求的基础上，自愿提供更详尽、更及时的运营数据（如关键绩效指标 KPI）、业务展望和风险讨论。建立稳定、畅通的机构投资者沟通渠道，在重大事项发生前尽可能给予市场预期引导，减少信息不对称引发的猜测与波动。

总结而言，CVS 的五大硬性标准是一个环环相扣的完整体系。它从市场存在感、业务本质、地理分布、内部机制和外部行为五个方面，为企业绘制了一

幅成为“可信赖的长期投资标的”的详尽路线图。唯有全部满足这些标准，企业才能被认定为真正意义上的“中国价值股”，从而与旧有的、充满疑虑的“中概股”叙事彻底分离，在全球化资本市场中获得基于其自身质量的、独立的估值与尊重。



**BROAD**

---

Investment & Securities LLC

### III. 为什么“3 亿美元市值”是关键分水岭

将“3 亿美元市值”设定为中国价值股（CVS）的强制性准入门槛，并非一个随意的数字选择，而是深刻基于美国成熟资本市场的结构性现实、机构投资者的运作逻辑以及价值发现效率而划定的关键分水岭。这一阈值有效地将具备“可投资性”的企业与仍处“观察区”的公司区分开来。

#### 美股机构的现实门槛：规模是参与游戏的前提

对于管理着数十亿乃至上百亿美元资产的主流共同基金、养老基金、对冲基金及指数基金而言，其投资决策绝非简单的个股选择，而是一套受内部严格章程、成本效益分析和风控模型约束的体系化流程。3 亿美元市值，正是这一体系在实践中划出的隐性红线，主要由三大现实因素决定：

##### 1. 研究成本与资源配置效率

机构内部或外部卖方分析师的研究覆盖是一种稀缺资源。若一家公司市值过小，其潜在可投资的市值总量也有限。在成熟市场实践中，市值低于 3 亿美元的股票被主流证券服务机构明确定义为“微型市值股票”，并被普遍视为高风险、低流动性的研究类别。这一定义本身就意味着，覆盖此类公司难以达到研究的“规模经济性”，它们通常不被纳入机构的核心研究范围，进而被排除在多数主流基金的初始选股池之外。覆盖一家公司需要投入固定的时间与人力成本，用于跟踪财报、调研管理层、进行估值建模。若一家公司市值过小，即便其成长性可观，其潜在可投资的市值总量也有限。机构在该股票上可能配置的最大资金规模，往往无法覆盖其投入的研究成本与机会成本。因此，市值门槛确保了研究的“规模经济性”。

##### 2. 投资组合风控与合规要求

许多大型基金设有明确的投资指引，禁止或严格限制对“微型股”或“小盘股”的投资。这种限制不仅是内部规定，也体现在券商的客户服务政策中。

例如，国际知名在线券商盈透证券就对交易美国“微型市值股票”（其定义为市值在 5000 万至 3 亿美元之间且股价低于 5 美元的股票）设置了严格限制，通常只允许资产不低于 500 万美元的合格客户进行相关操

作，并要求这类持仓不得超过其账户资产的一半。这清晰地表明，对于管理大规模资金的机构而言，投资小市值公司在操作层面就面临实质性的准入壁垒和合规成本。

### 3. 退出流动性的刚性需求

机构投资者管理的资金规模庞大，其建仓和减仓行为本身就会对股价产生显著影响。对于市值低于 3 亿美元的公司，其日均交易量通常较低。机构若重仓介入，将面临“进去容易出来难”的困境。这种对流动性的担忧，已经直接反映在最新的监管趋势中。

根据 2025 年底的最新信息，美国证券交易委员会（SEC）已批准纳斯达克交易所上调 IPO 流动性门槛的方案，新规将于 2026 年 1 月 17 日生效。其中关键的一条是，通过 IPO 或反向并购上市的公司，其公众流通股市值不得低于 2500 万美元。监管机构从上市源头提高流动性门槛，正是为了防范因流动性不足导致的市场操纵和剧烈波动风险。这从反面印证，市值过低的企业（即使上市后）其流动性缺陷已成为市场和监管层的共同关切，机构投资者自然会对远低于 3 亿美元市值的公司保持高度谨慎。

因此，3 亿美元市值是公司能否进入主流机构投资者“可投资股票池”的实质性门槛。它不仅源于机构内部对研究成本、风险控制和流动性需求的精确计算，也呼应了全球主流券商对“微型市值股票”的严格定义与最新监管规则对流动性的硬性要求。低于此线，企业本质上被排除在推动美股长期定价的核心资金力量之外，这正是 CVS 标准将 3 亿美元设为硬性准入线的市场结构性依据。

### 小市值的结构性困境：流动性与可信度的恶性循环

小市值即处于 3 亿美元市值以下的中国企业（乃至所有企业），即便其业务基本面扎实，也往往陷入一个由市场结构导致的恶性循环，我们称之为“小市值陷阱”

- **易被操纵，定价失真**

低流动性和有限的关注度，使得股价更容易受到少量资金、市场谣言或短期技术性交易的影响。这为某些投机资金或做空机构提供了可乘之机，导致股价波动剧烈且常与基本面脱节，无法反映公司的真实价值。

一个教科书式的案例发生在印度中小企业板块：上市公司 DU Digital Global 的股价在 2021 年 8 月至 2022 年 11 月间，在没有任何基本面支撑的情况下，被 26 个关联实体通过内部对敲交易人为推高了 2467%。调查发现，在某些阶段，超过 90% 的交易日开盘价由这些关联方操控，近一半的交易量是他们制造的“虚假繁荣”。这个 2025 年底被处罚的最新案例，极端地证明了低流动性股票可以如何彻底与真实价值脱节，沦为操纵工具。

- **难以定价，缺乏共识**

由于缺乏充分的研究覆盖和流动性，市场难以对小市值公司形成稳定、合理的估值共识，导致其估值往往要么被严重低估，要么因投机而畸高。以印度市场为例，尽管其小盘股指数在 2025 年表现落后，但其 12 个月远期市盈率仍高达 25.1 倍，显著高于 16.7 倍的长期历史平均水平。这种“盈利与估值错配”表明，价格并非由扎实的业绩预期决定，而是被稀缺的流动性和投机情绪所扭曲。这种高波动性本身就会吓退寻求定价确定性的机构资金。

- **缺乏机构支持，形成负向反馈**

主流机构因其严格的风控和流动性要求，通常会系统性回避小市值股票。这种现象在 A 股市场近期趋势中尤为明显：在退市新规等监管压力下，许多基金公司已主动提高个股“入池”标准，严格限制对小盘股的投资。这导致小盘股更容易因资金撤离而出现“流动性危机”。

同时，少数专注该领域的资金极易形成“抱团”，使得交易拥挤度达到历史高位，这种脆弱的资金结构一旦反转，就会引发剧烈下跌，进一步强化了机构对其“高风险、不可控”的固有认知，形成“流动性差 → 机构回避 → 流动性更差”的恶性循环。

---

必须强调，陷入“小市值陷阱”在很大程度上是一个资本市场结构性问题，而非对企业经营能力的最终审判。许多优秀的企业可能因处于特定发展阶段、行业周期或仅仅因为未被市场充分理解而暂时停留在这个区间。CVS 标准的目的之一，就是为那些有能力、有意愿突破这一陷阱的企业提供一个明确的进阶路径和认证标识。

## 3-20 亿美元：价值重估的“黄金区间”

对于市值跨过 3 亿美元门槛，并向上进入 3 亿至 20 亿美元区间的中国企业而言，它们正处在一个极具吸引力的“价值重估黄金区间”。这一区间的企业呈现出以下关键特征，使其成为践行 CVS 理念、实现价值飞跃的理想对象：

- 1. 已经证明生存与扩张能力：**达到此规模，意味着企业已成功跨越从 0 到 1 的生死考验，完成了商业模式验证，并拥有了稳定的客户群和收入基础。它们不再是概念型公司，而是拥有实实在在资产和现金流的实体经营者。
- 2. 尚未被合理定价，存在认知差：**相较于动辄数百亿上千亿美元的巨头，这类中等市值公司尚未被市场充分研究和广泛持有。其成长潜力和独特的竞争优势可能被“中概股”整体负面叙事或简单的“小盘股”标签所掩盖，导致估值未能充分反映其基本面和行业地位。这为精明的投资者提供了发现“隐形冠军”的机会。
- 3. 最具备“修复型投资”与价值释放空间：**这正是 CVS 框架能发挥最大效用的领域。通过主动采纳并严格遵循 CVS 在治理、透明度、资本市场行为等方面的硬性标准，这些企业能够向市场发出最强烈的“可信度”信号。这种自我规范的承诺，能够有效打破市场对其的固有偏见，催化一次深刻的“价值重估”。机构投资者将意识到，这不再是一个“难以判断”的中小盘中国公司，而是一个符合国际高标准、行为可预测的优质投资标的。由此带来的估值修复和流动性提升，将为企业未来的发展打开更广阔的资本空间。

“3 亿美元市值”绝非一个孤立或武断的数字，它是由成熟资本市场的基础设施、机构行为与监管趋势共同铸就的一道关键分水岭。这道分水岭清晰地划分了两个截然不同的世界：

分水岭之下，是“小市值陷阱”的结构性困境。企业即便拥有扎实的业务，也会被困于流动性匮乏、研究覆盖缺失、机构资金回避的恶性循环中。印度市场股价被操纵飙升超过 2400% 的极端案例，以及全球券商对“微型市值股”的严格交易限制，都无情地揭示了这一陷阱的本质：由于市值过低，企业难以获得有效的定价、可信的监督 and 可持续的资本支持，其价值发现机制已然失灵。这并非对企业基本面的否定，而是市场结构性缺陷导致的系统性折价。

分水岭之上，则是通往主流资本殿堂与“价值重估黄金区间”的起点。跨

过 3 亿美元门槛，意味着企业开始进入全球机构投资者的“可投资视野”。这首先是对其生存能力与商业模式的初步认证。更重要的是，对于市值在 3 亿至 20 亿美元区间的企业而言，它们站在了一个关键的转折点上：既已证明自身，又尚未被充分定价，且最需要通过提升治理透明度与行为可预测性来打破市场偏见。CVS 标准在此刻介入，恰恰是为这批最具潜力的“修复型”企业，提供了一套获得信任、实现价值重估的标准化操作手册。

因此，CVS 将 3 亿美元设定为强制性准入门槛，其深刻用意在于：引导优质中国企业主动识别并跨越这一由市场结构设定的“生存线”。它不仅仅是一个筛选器，更是一个清晰的战略路标——指引企业从依赖不确定的题材炒作，转向拥抱确定的机构逻辑；从被动承受流动性折价，转向主动构建信任溢价。跨越这条线，是告别边缘化博弈、步入主流价值定价体系的第一步，也是开启下一阶段高质量国际化资本征程的基石。



BROAD

---

Investment & Securities LLC

## IV. 中国价值股的三类典型商业模式

中国价值股（CVS）的提出，旨在识别那些不仅根植于中国的高效体系，更能将其优势转化为全球市场可持续竞争力的企业。通过分析，我们总结出三类最具代表性、也最有可能满足 CVS 严格标准的商业模式。这些模式清晰地阐释了“中国根基”与“全球价值”如何有机结合，为投资者提供了可循的图谱。

### 中国制造 + 全球需求：供应链深度的全球变现

此类企业是“世界工厂”升级的典范。其核心在于，将中国无与伦比的完整产业链配套、规模制造能力、快速工程化实现与成本控制优势，与面向全球的刚性或增长性市场需求精准对接。

- **典型领域：**
  - **工业设备与核心部件：**在光伏、锂电设备、通用机械、汽车零部件等领域，中国企业凭借技术迭代速度和性价比优势，已成为全球产业链不可或缺的供应商。它们不仅仅是制造商，更是解决方案提供者。
  - **消费电子与智能硬件：**从智能手机、无人机到创新消费电子产品，企业依托珠三角、长三角的高密度电子产业集群，实现从研发、设计到量产的高效闭环，快速响应全球消费趋势。
  - **专用制造与新材料：**在特定细分领域（如高端玻璃、消费级无人机、微创手术器械、特种化学品），企业通过深耕技术工艺，实现了全球市场份额的领先，其竞争力源于“中国制造”体系下的持续研发与工艺改进能力。
- **CVS 契合点：**这类企业收入高度国际化，现金流往往扎实；其核心竞争力（供应链管理、成本控制、交付效率）易于被全球客户理解和验证。关键在于，它们需展示其技术壁垒和客户粘性，避免被简单视为可替代的加工厂，并通过透明的治理证明其定价权和利润率的可持续性。

### 中国技术 + 海外客户：数字与知识产权的跨境输出

此类企业代表了“中国智造”的软实力。其商业模式不依赖于物理货物的跨境流动，而是将在中国庞大市场和技术人才池中锤炼出的软件产品、技术工

具或专业服务，销售给全球企业客户。

- **典型领域：**
  - **SaaS (软件即服务)：**在跨境电商、企业协作、数字营销、人力资源等垂直领域，中国 SaaS 公司基于对复杂商业场景的理解，开发出极具竞争力的产品，并成功推向东南亚、欧美等市场。
  - **工具型软件与开发者服务：**在音视频处理、云计算基础设施、数据智能、设计工具等领域，中国团队开发的技术工具凭借卓越性能和友好体验，获得全球开发者及企业的广泛采用。
  - **专业技术服务与解决方案：**包括游戏外包、建筑工程设计、芯片设计服务、云计算咨询等，企业利用中国高素质的工程师和专业技术团队，为全球客户提供高性价比、高质量的解决方案。
- **CVS 契合点：**该模式天生具有“轻资产、高毛利、可跨境”的特点，收入可预测性强，且易于实现全球标准化。其核心挑战与 CVS 的关注点高度重合：知识产权清晰且受国际保护、收入确认真实可审计、客户成功案例可验证。优秀的治理和透明的数据披露，能有效打消市场对其技术独立性和数据安全性的疑虑。

## 中国品牌 + 国际渠道：文化与品质的全球认同

此类企业实现了从“中国产品”到“中国品牌”的跃迁。它们将蕴含中国文化元素、独特设计美学或卓越性价比的品牌理念，通过自建或合作的国际渠道网络，直接触达全球终端消费者或专业用户。

- **典型领域：**
  - **消费品与时尚：**包括运动服饰、家用电器、消费级机器人、智能家居、国潮设计品牌等。它们通过 DTC (直面消费者) 模式或与海外大型零售渠道合作，建立品牌认知和用户忠诚度。
  - **医疗与健康：**涵盖创新医疗器械、家用健康设备、中医药保健品 (以现代消费品形式) 等。企业需通过国际认证 (如 FDA、CE)，并建立本地化的临床支持和售后服务网络。
  - **专业服务与体验：**如高端酒店管理、特色餐饮连锁、职业培训认

证等，将在中国市场打磨成熟的服务标准和商业模式进行国际化复制。

- **CVS 契合点：**品牌价值是其最核心的资产，而信任是品牌的基础。这类企业必须展现出卓越的品牌管理能力、全球供应链把控力以及对本地合规与文化差异的深刻理解。在 CVS 框架下，它们需要证明其品牌溢价是真实且可持续的，营销投入能够有效转化为长期客户价值和市场份额，并且在全球运营中坚持统一的品质与伦理标准。

总结而言，这三类商业模式为“中国价值股”提供了生动的注脚。它们共同描绘了一条清晰路径：中国企业正从利用成本优势承接全球需求，升级为凭借技术、效率和品牌创新去定义和引领全球需求。CVS 标准，正是要从中筛选出那些在这一升级过程中，真正做到了业务全球化、治理国际化、行为规范化的领军者，使其价值得到资本市场的公允认可和长期陪伴。



**BROAD**

---

Investment & Securities LLC

## V. 公司治理是 CVS 的隐形护城河

### 诉求的转变：从“追逐增长”到“要求可控”

过去十年，美国资本市场对中国企业的核心诉求曾高度聚焦于单一的“增长叙事”——极致的用户增速、爆发性的收入曲线、以及颠覆传统市场的巨大潜力，构成了吸引资本的主要光环。在那个阶段，高速增长本身足以暂时掩盖公司在治理、盈利路径及社会责任等方面的瑕疵，资本愿意为“未来的可能性”支付显著溢价。

然而，随着宏观经济周期转换、行业竞争格局固化，尤其是接连爆发的公司治理丑闻、环境与社会风险事件，市场的评估框架发生了根本性、结构性的演变。增长故事不再足以独立支撑长期信任。当下及未来，美国成熟机构投资者的核心诉求，已系统性转向“可控性”与“可持续性”的深度融合。

这意味着，投资者的评估重心已从“能长多大”，深刻转向“如何长稳、长好”。他们以同等甚至更高的权重，追问以下问题：

1. **运营与治理风险是否可知、可管理、可制衡？** 这包括财务数据的真实透明、董事会监督的有效性、关联交易的公允性，以及核心高管决策的可追溯与可问责性。
2. **长期战略与资本市场行为是否可预测、可监督？** 公司是否具备清晰、连贯的资本配置纪律？是否尊重股东权利，避免机会主义的融资行为？其增长是否建立在牢固的竞争壁垒而非不可持续的补贴或资源消耗之上？
3. **环境与社会风险是否被识别、缓释并转化为韧性？** 这直接关联到 ESG（环境、社会与治理）维度。投资者密切关注：企业的供应链是否具备气候韧性与道德合规性？其商业模式是否符合全球低碳转型趋势？人才管理、数据安全、社区关系等社会议题是否得到妥善管理，以避免“黑天鹅”事件对市值的剧烈冲击？

在这一演变中，ESG 已不再是锦上添花的附加题，而是评估企业“可控性”与“长期生存能力”的核心体检指标。它系统性地将以往被忽略或外部化的环境与社会风险，内化为影响企业财务基本面、品牌声誉与运营许可权的关键成本与风险因子。一家在 ESG 治理上存在重大缺陷的公司，在投资者眼中，其增长前景的“不可控性”与“不确定性”会急剧升高。

因此，在不确定性加剧的全球环境中，由卓越治理、环境管理和社会责任共同构建的“可控性”与“可持续性”，其所提供的确定性和长期韧性，其价

值正全面超越对不可持续的高增长的单纯追逐。资本正在重新定义“价值”：它不仅是财务上的回报，更意味着投资于一家在复杂世界中能够稳健航行、负责任且可信任的组织。这一诉求的深刻转变，正是“中国价值股”（CVS）标准体系必须将 ESG 原则深度融入其治理与行为准则的时代背景与根本动因。

## 观念的升维：从“合规成本”到“估值资产”

对于志在成为“中国价值股”（CVS）的企业而言，一场根本性的认知革命势在必行：必须彻底扭转关于公司治理的传统观念，实现从消极负担到价值源泉的战略升维。

传统的、陈旧的视角将公司治理狭隘地定义为一项被动的“合规成本”。在此框架下，治理是一套为满足上市地监管底线而不得不应付的繁琐程序、格式文件与会议组合。它被视为一种纯粹防御性、消耗管理精力与财务资源的“必要之恶”，其核心目标是“避免出错”而非“创造卓越”。这种观念下，健全的治理结构常被误解为对管理层决策效率与业务灵活性的束缚，其价值仅在于规避监管处罚，是一种典型的成本中心思维。

然而，CVS 框架所倡导的，是一种积极的、面向未来的战略性视角：卓越的公司治理，是一项能够产生显著财务回报的“战略资产”与“估值资产”。它并非成本，而是投资；并非束缚，而是赋能。这种价值创造通过多重关键机制实现：

**信任资本化：**它向资本市场传递出可信赖与可预测的强烈信号，系统性降低因信息不对称和代理问题导致的“风险溢价”。投资者愿意为确定性支付溢价，从而直接提升估值倍数。

**资本吸引力重塑：**它吸引并锁定注重长期基本面的“耐心资本”，如全球顶级养老基金、主权基金和 ESG 主题基金。这类资本的参与不仅能降低融资成本，更能稳定股价，减少因短期投机资金流动造成的异常波动。

**决策质量与风险缓释溢价：**一个具备实质独立性的董事会和清晰的制衡机制，能有效优化重大战略决策，规避非理性的冒险行为，并提前预警运营与合规风险。这种内置的“风险减震器”能力，为企业的长期稳健运营提供了保障，其价值在危机时期尤为凸显。

**ESG 整合与价值发现：**强有力的治理是有效管理环境（E）与社会（S）议题的基石。良好的 ESG 表现愈发被证明与更低的资本成本、更强的品牌韧性和更好的长期财务表现相关。卓越的治理能力，正是将 ESG 从报告承诺

转化为实质竞争优势的转换器。

简而言之，优秀的公司治理本身，就是一道深厚且难以被模仿的“隐形护城河”。它不直接生产产品，却保护企业免受内耗、失控与信任危机的侵蚀；它不直接创造收入，却能为企业的盈利能力和增长故事提供可信的背书与坚实的折扣率基础。这道护城河所守护的，正是企业最核心的无形资产——市场的长期信任，并最终将这种信任兑现为更优异、更可持续的市场估值。对于 CVS 企业，投资于治理，就是最明智的价值投资。

## 构建护城河：三大关键治理原则

要将治理转化为估值资产，CVS 企业必须在其组织架构与日常运营中，严格贯彻以下三大关键原则：

### 原则一：权责清晰——制衡而非集权

- **核心内涵：**建立明确、透明的权力分配与制衡机制，确保没有任何个人或单一团体能够不受制约地支配公司。董事会的战略监督权、管理层的日常经营权、审计与合规机构的监督权必须界限分明。
- **实践要求：**
  - **董事会有效性：**独立董事占多数并主导关键委员会，他们需具备相关专业背景，并能投入足够时间进行独立判断和挑战性提问。
  - **明确的授权体系：**公司应有清晰的《授权管理办法》，规定各级管理人员的决策权限，重大投资、关联交易、高管薪酬等事项必须经过董事会或专业委员会批准。
  - **股东权利保障：**确保所有股东，特别是少数股东，在重大事项（如章程修改、控制权变更）上拥有公平的话语权和投票权。

### 原则二：财务独立——边界就是底线

- **核心内涵：**上市公司的财务体系必须完全独立于控股股东、实际控制人及其关联方。资金往来、资产转移和利润分配必须严格遵守市场公允原则，并予以充分披露。
- **实践要求：**
  - **隔离与披露：**建立严格的防火墙制度，杜绝未经正当程序和公允定价的资金占用、资产转让或担保。所有关联交易必须事先经过独立董事审查，并以显著方式持续披露。

- **财务团队的专业性与权威：**首席财务官（CFO）及其团队应直接向董事会和 CEO 负责，拥有拒绝不当财务指令的明确授权和渠道。财务报告流程应免受业务部门的干预。
- **内部审计的独立性：**内部审计部门应直接向审计委员会报告，其预算、人事和考核独立于管理层，以确保其客观性和威慑力。

### 原则三：决策可追溯——阳光是最好的防腐剂

- **核心内涵：**公司的重大战略、投资和运营决策过程应有完整、清晰的记录，确保其逻辑、依据和责任人可被追溯和审查。这既是对历史的忠实记录，也是对未来的有效约束。
- **实践要求：**
  - **流程的规范化：**建立标准化的决策流程，重要会议（如董事会、投资评审会）必须有详尽的会议纪要，记录各项动议的讨论、争议、反对意见及最终表决结果。
  - **信息的可获取性：**为决策提供支持的市场分析、财务模型、法律意见等关键文件应妥善存档，并在合规前提下可供董事、审计师及监管方在必要时查阅。
  - **责任的闭环：**重大项目的决策应与后续执行跟踪和事后评估相挂钩，建立决策效果的反馈机制，确保权责对等，从机制上减少盲目决策和“拍脑袋”工程。

对 CVS 企业来说，卓越的公司治理不再是装饰门面的“奢侈品”，而是生存与发展的“必需品”。它通过构建“权责清晰、财务独立、决策可追溯”的坚实框架，向资本市场传递出最强的可信度信号。这道“隐形护城河”无法被技术快速迭代或营销攻势所轻易跨越，它守护的是企业最珍贵的资产——投资者的长期信任，并最终将这种信任转化为更稳定、更优越的估值表现。

Investment & Securities LLC

## VI. CVS 资本市场行为准则

如果说卓越的公司治理是 CVS 的“隐形护城河”，构建了内部的信任基础，那么其在资本市场上的公开行为，则是向外界展示其可信度的“信号灯塔”。行为是治理理念的延伸与试金石。一套清晰、公开承诺并严格遵守的《资本市场行为准则》，是 CVS 企业区别于过往、赢得长期资本信赖的公开契约。

本准则旨在明确界定 CVS 企业在与资本市场互动中“不得为”与“必须为”的核心行为规范，将“股东利益至上”和“长期主义”从口号转化为可监督、可验证的具体行动。

### 禁止行为：划定明确的信任红线

以下行为严重侵蚀股东价值与市场信任，CVS 企业必须公开承诺并严格遵守“零容忍”政策：

#### 1. 高折价 PIPE（私募股权投资）与增发：

- **内涵：**禁止以显著低于当前公允市价（例如，折让超过 10%）的价格，向特定投资者非公开地发行新股。这种行为本质上是对现有股东权益的掠夺性稀释。
- **准则：**任何股权融资行为，其定价必须基于严格的市场化询价机制，并充分考虑对现有股东的公平性。融资的紧迫性和必要性必须向全体股东做出令人信服的说明。

#### 2. 非市场化、不透明的“关系型”融资：

- **内涵：**禁止融资对象、条款或过程的设定主要基于非商业关系（如关联方、未经公开遴选的特定方），且缺乏充分的竞争性比选与披露。
- **准则：**所有融资活动应秉持公开、公平原则。若涉及关联方，必须遵循更严格的独立董事审查、独立财务顾问出具公允性意见，并以突出方式进行披露。

#### 3. 无清晰战略解释的股东稀释行为：

- **内涵：**禁止出于模糊目的（如“补充流动资金”、“一般企业用途”）而进行的频繁或大规模的股份增发。缺乏明确资金投向的融资，被视为管理层资本配置能力低下或对股东资本缺乏尊重。
- **准则：**每一次股权融资都必须附带详尽的《资金使用计划》，明确项目、预期回报与时间表，并建立后续资金使用情况的定期披露

与问责机制。

## 应做行为：建立可预测的回报框架

CVS 企业应主动建立并持续践行以下积极行为模式，以此构建稳定、可预测的股东回报预期：

### 1. 明确的股东回报政策与框架：

- **内涵：**制定并公布清晰的现金分红和/或股份回购的长期政策框架。该框架应说明其与公司发展阶段、自由现金流水平的逻辑关系。
- **准则：**例如，承诺将每年一定比例（如 30-50%）的自由现金流用于回报股东；或设定一个目标股息支付率。这向市场传递了管理层重视股东现金回报、追求资本效率的强烈信号。

### 2. 制度化、高质量的年度投资者沟通机制：

- **内涵：**超越法定的季度财报电话会，建立深度的、战略层面的年度沟通惯例。
- **准则：**每年举办“资本市场日”或类似活动，由核心管理层深入阐述未来 3-5 年的战略规划、财务目标、投资重点及风险管控。提供清晰的长期指引，而非仅关注短期季度波动。

### 3. 主动、持续、前瞻性的重大事项披露机制：

- **内涵：**在法律法规的最低要求之上，自愿、及时地向市场披露可能影响其长期价值的重大信息，包括机遇与风险。
- **准则：**对于重大业务进展、技术突破、关键人事变动、潜在收购或主要市场竞争格局变化，应建立主动披露的流程。在面临负面风险时，应尽早进行透明沟通并阐述应对方案，而非被动回应或隐瞒。

CVS 资本市场行为准则的精髓在于“克制”与“透明”。它要求企业克制损害股东价值的短期融资冲动，克制利用信息不对称谋利的欲望；同时要求企业透明地对待资本，透明地沟通战略，透明地面对挑战。通过公开宣誓并恪守这一准则，CVS 企业将从根本上改变其与资本市场的互动模式——从一种可能对立的、博弈性的关系，转变为一种基于共同长期利益的、同盟式的关系。这不仅是规则的遵守，更是一种商业哲学的宣告，是 CVS 获得估值溢价最为坚实的行为基础。

## VII. CVS 对投资人的意义

对于全球，特别是美国的机构投资者而言，参与中国经济增长的故事始终具有战略吸引力，但执行层面的“信任赤字”与“筛选困境”长期阻碍了大规模、长期化的资本配置。中国价值股（CVS）框架的提出，正是为了从根本上解决这一矛盾。对投资人而言，CVS 远不止一个新的概念标签，它提供的是一个结构化、低摩擦、高可信度的中国资产配置解决方案，其核心价值体现在三个维度：

### 1. 可配置的中国敞口：从“模糊恐惧”到“清晰可选”

传统“中概股”范畴的模糊性与内部质量的巨大异质性，使得投资者在配置中国资产时面临艰难抉择：要么承担巨大的研究与鉴别成本，要么进行“一篮子”投资从而被动承受整体性风险折价，要么干脆选择回避。

CVS 通过其五大硬性准入标准，为市场提供了一份经过预筛的、高质量的“可投资名单”。它帮助投资者：

- **大幅降低研究与筛选成本：**CVS 标准已经完成了初步的“尽职调查”，将公司治理薄弱、财务不透明、行为不可测的企业排除在外，使投资者能够聚焦于真正具备长期价值的标的。
- **实现精准的敞口定位：**投资者可以根据 CVS 界定的三类典型商业模式（中国制造+全球需求、中国技术+海外客户、中国品牌+国际渠道），结合自身对行业周期的判断，进行更精确的行业和主题配置，而非进行国别层面的模糊下注。
- **脱离被动的“叙事绑架”：**投资 CVS 企业，是基于其个体基本面与合规承诺，而非对中国整体政策的宏观博弈。这使投资者的决策能够更多回归公司本身，减少受地缘政治和市场情绪噪音的干扰。

### 2. 可控制的风险结构：系统性降低“信任风险”溢价

资本市场对所有风险都会要求补偿，而最昂贵的就是无法量化的“不确定性溢价”。传统中概股投资中，巨大的折价很大程度上正是对“治理风险”、“诚信风险”和“行为风险”的补偿。

CVS 框架通过制度性承诺，系统地压缩了这些难以把控的风险空间：

- **治理与透明度风险可控：**CVS 强制的治理标准（董事会独立性、财务独立、决策可追溯）和信息披露要求，将内部运作“黑箱”转化为可监督、可验证的透明体系，极大降低了代理成本与内部人利益输送的风险。

- **资本市场行为风险可控：**CVS 行为准则明确禁止了损害股东价值的短期融资行为，并倡导积极的股东回报政策。这使得投资者的资本不会被任意稀释，且对回报有可预期的框架，减少了资本被滥用的风险。
- **业务与地缘风险分散：**CVS 对“全球化能力”的要求，确保了企业收入来源的多元化，不过度依赖单一市场。这为投资者天然提供了一层对抗区域经济或政策波动的缓冲，使“中国故事”与“全球现金流”有机结合。

### 3. 可长期持有的现金流资产：从“交易标的”到“核心持仓”

许多中概股因上述风险，在投资者组合中沦为高波动性的“交易性筹码”或“投机性配置”，难以进入追求稳定复利的长期核心持仓名单。

CVS 致力于筛选和培育的企业，具备成为“可长期持有的现金流资产”的特质：

- **聚焦可持续价值，而非不可持续增长：**CVS 标准强调收入质量、盈利转化能力和全球化韧性，引导企业从追求燃烧现金的规模扩张，转向创造扎实、可持续的自由现金流。
- **稳定的股东回报预期：**明确的回购或分红框架，使投资者能够对投资回报进行长期建模。这吸引了追求稳定现金流的退休基金、保险资金等长期资本，从而进一步稳定股价，形成正向循环。
- **构建长期的资本伙伴关系：**通过遵循 CVS 行为准则，企业与管理层向资本市场表明了其尊重股东、着眼长远的立场。这种立场能够吸引并锁定那些具有同样长期视野的“耐心资本”，形成稳固的股东基础，减少因短期资金进出造成的市场波动。

对投资人而言，CVS 的价值在于它完成了一次关键的“范式转换”。它将一个充满不确定性的、难以分析的“中国资产包”，转化为了一个由清晰规则定义、风险结构可知、且致力于创造长期现金流的“优质资产类别”。它不仅是指南，更是一个可信的承诺体系和一种高效的投资语言，使全球资本能够以更低的心理折扣和更高的配置信心，分享中国下一阶段高质量发展的红利。

## VIII. CVS 评估与观察名单方法论

为确保“中国价值股”（CVS）标准的严肃性、一致性与长期公信力，使其真正成为值得资本市场信赖的筛选框架，美国远大证券（Broad Investment Securities）将建立并实施一套系统化、透明化且动态化的评估与维护机制。该机制不仅用于初步甄选符合 CVS 标准的企业，更致力于对已入选企业进行持续跟踪与监督，核心支柱在于“量化评分”、“定性审核”与“持续跟踪”的三位一体。

### 评估框架：量化与定性双重穿透

CVS 评估并非单一维度的判断，而是一个融合了客观数据与深度洞察的双重验证过程。

#### 1. 量化评分体系（基于公开数据的客观筛查）

我们将依据“五大硬性准入标准”开发一套详细的量化评分卡。该卡将对每个标准下的细分指标赋予权重与分值，对企业进行初步的、数据驱动的筛选。例如：

- **市值与流动性**：连续 90 个交易日平均市值、日均成交额、机构持股比例等。
- **收入质量与全球化**：海外收入占比趋势、前五大客户集中度、毛利率波动性等。
- **治理与行为**：独立董事比例、关联交易规模与披露程度、历史融资折价率、分红回购历史等。

量化评分旨在快速、客观地识别出明显不符合硬性门槛的企业，形成初选池。

#### 2. 定性审核委员会（基于专业判断的深度评估）

通过量化初选的企业，将进入由美国远大证券内部及外聘专家组成的“CVS 定性审核委员会”的深度评估阶段。审核重点在于验证数据背后的真实性与意图：

- **验证“实质重于形式”**：审查董事会会议纪要、投资者关系活动记录、重大决策流程文件，以评估治理原则（权责清晰、财务独立、决策可追溯）是否在实质运作中得以贯彻。
- **评判管理层理念与诚信**：通过分析管理层历年言论、战略一致性以及对既往资本市场承诺的履行情况，评估其是否真正认同并内化了长期主义

与股东利益至上的价值观。

- **研判商业模式的可持续性：**超越财务数据，评估其技术壁垒、品牌护城河、供应链韧性及应对地缘政治风险的预案，判断其“全球化能力”的根基是否牢固。

只有同时通过量化评分门槛与定性审核深度评估的企业，才能被正式纳入 CVS 观察名单。

## 观察名单的动态维护

CVS 观察名单不是一个静态的荣誉榜单，而是一个需要持续监督、动态更新的“活”的体系。

### 1. 持续跟踪与监测

对已入选 CVS 名单的企业，我们将建立常态化的监测机制：

- **定期复评：**每季度进行数据更新与筛查，每年度进行全面深度复评。
- **事件驱动型审查：**针对企业发生的重大事件（如大型并购、再融资、核心高管变动、监管调查、财报重述等），启动专项审查，评估其行为是否仍符合 CVS 准则。

### 2. 分级与预警机制

观察名单将实施分级管理，以清晰传达我们的持续评估观点：

- **CVS 核心名单：**持续全面符合所有标准，且表现出色。
- **CVS 观察名单（需关注）：**基本符合标准，但在个别方面出现轻微波动或值得关注的变化（如某项指标临近阈值、一次非常规但已合理解释的关联交易）。我们将公开提示关注点。
- **移出预警：**当企业出现可能违反关键准则的行为或趋势时（如提出一项高折价 PIPE 方案、治理结构发生不利变化、海外收入占比持续大幅下滑），将发出公开的“移出预警”，给予企业解释与整改的窗口期。

### 3. 移出机制

一旦企业经确认已实质性、持续性地违反 CVS 任何一条硬性准入标准或核心行为准则，无论其过往表现如何，都将被立即移出 CVS 观察名单，并向市场公开说明移出理由。这种“一票否决”的严格纪律，是维护 CVS 品牌信誉的生命线。

## 方法论的原则与承诺

我们承诺，在整个 CVS 评估与观察名单的动态维护过程中，将始终如一地坚守三项核心原则：独立性、透明度与一致性。这三项原则是 CVS 体系的生命

线，是我们对市场作出的庄严契约，也是确保 CVS 标识长期成为可信赖价值标杆的根本保障。

### **1. 独立性：利益隔离，唯标是举**

我们确保评估过程的高度独立，绝不受任何商业合作关系、利益关联或市场短期情绪的影响。CVS 评估委员会在组织与决策上享有充分的自治权，其运作与公司其他业务线（如投行、融资服务）之间设有严格的制度与信息防火墙。所有判断均严格依据既定的量化模型与公开披露的客观信息（如经审计的财报、交易所公告、法律文件等）作出，杜绝主观臆断。我们深信，唯有彻底的独立性，才能赋予 CVS 名单无可争议的客观性与公信力，使其真正成为服务于全体市场参与者的公共品。

### **2. 透明度：过程可见，决策可溯**

我们坚信，信任源于公开，公信立于透明。因此，我们将完整公开 CVS 评估框架的核心维度、指标权重、评分方法与阈值标准。对于每一家企业的纳入、列入观察或移出名单的决定，我们都将提供基于事实和具体准则的详细解释报告，阐明关键数据依据与核心判断逻辑。这一做法旨在将“黑箱”转化为“玻璃箱”，接受市场的共同审视与验证。我们不仅对结果负责，更对产生结果的完整逻辑链负责，以此构建稳定、可预期的市场沟通机制。

### **3. 一致性：标准统一，公平可比**

我们承诺，对所有候选及已入选企业——无论其行业、规模或知名度——均适用同一套公开、稳定、持续的标准体系。评估模型不会为特定公司“量身定制”或临时变更，确保所有企业在一把标尺下被衡量。同时，这套标准将在时间维度上保持连贯，其核心原则与主要权重不会随意变动，以确保 CVS 名单的长期可比性与严肃性。一致性原则杜绝了选择性适用，确保了评估结果的公正与权威，使得 CVS 标识的含金量不随时间与企业更迭而稀释。

总结而言，独立性是根基，确保我们动机纯粹；透明度是桥梁，让市场理解并监督我们的工作；一致性是准绳，保障评估的公正与长期价值。这三项原则共同构成了我们对“中国价值股”这一严肃概念的守护誓言，也是我们邀请全球投资者对中国优质资产进行长期价值再发现的基础设施承诺。

## 结论与展望

美国远大证券（Broad Investment Securities）构建的这套 CVS 评估与观察名单方法论，旨在充当资本市场的“可信赖过滤器”和“持续监督员”。它不仅回答“谁现在是 CVS”，更通过动态管理机制，持续回答“谁是 CVS”。这一严谨的流程本身，就是 CVS 理念最有力的实践，它向全球投资者郑重承诺：CVS 标签背后，是持续的努力、可验证的标准和毫不妥协的纪律。

中国价值股（CVS）白皮书的撰写与发布，其初衷绝非仅仅为了反思或修正过往中概股在资本市场上所遭遇的挫折与误解。历史的篇章已经翻过，而我们的目光必须坚定地投向未来。CVS 的核心使命，在于前瞻性地定义未来十年乃至更长时间内，中国企业如何以更成熟、更可信、更可持续的方式，参与并融入全球资本市场。

它提出了一套超越国别标签的、以全球通用语言书写的价值承诺体系。这套体系以“市值与流动性”为入场券，以“收入质量与全球化”为试金石，以“公司治理”为隐形护城河，并以“资本市场行为准则”为公开契约。它清晰地勾勒出，一家致力于成为全球资本市场长期伙伴的中国企业，所应具备的完整画像。

在这一框架下，估值是可以且必然被重估的。当市场能够依据清晰、可验证的标准，将优质企业与不确定性区隔开来，价值的重估将成为一种自发的、理性的市场行为。被错误归因和情绪折价所压抑的真实价值，终将得以释放。

然而，比估值重估更为根本、更为艰巨也更为珍贵的，是信任的重建。信任是资本市场上一切长期关系的基石，它无法通过财务技巧或短期叙事购得，只能通过持之以恒的透明行为、恪守承诺的纪律以及对股东利益至上的真诚尊重，一寸一寸地积累而来。CVS 所提供的，正是一条系统性重建信任的可行路径——将抽象的“可信度”转化为具体的、可执行、可监督的标准与行动。

因此，CVS 不仅是一套筛选标准，更是一份面向未来的倡议。它呼吁中国企业以更高的自我要求，主动拥抱全球市场的最佳实践；它也邀请全球投资者，以一种新的、更结构化的视角，发现并投资于那些代表了中国经济高质量发展新方向的坚实力量。

估值可以重来，信任必须重建。中国价值股（CVS）的征途，正是始于这份对重建信任的坚定承诺，并旨在最终收获一个更理性、更健康、也更富建设性的全球化资本新生态。这既是我们的研究结论，也是我们对未来的一份期许。