

0—1000 亿美元估值带：一级市场的分段结构

The 0—100B USD Valuation Band: A Segmented Structure of the Primary Market

庚辛研究院 / Glacier Institute^{*†}

庚辛研究院 (Glacier Institute)

日期 Date: 2026-09-20 | 编号 Working Paper No.: GI-WP-2026-P1

文类 Type: 工作论文 Working Paper | 语言 Language: 中文正文, 附英文标题与摘要

摘要

一级市场没有连续报价，只有一次次间断的定价事件。本文整理并论证庚辛研究院「0—1000 亿美元估值带分析框架」：把 0—1000 亿美元切为三段，每段只有一个命题——0—10 亿美元是立论，10—100 亿美元是跨越，100—1000 亿美元是承接。本文主张估值带不是价格的预测装置，而是问题的分类装置：它把「该报多少」换成更早、也更可答的问题——这家公司此刻站在哪一段里，该答哪一张考卷。文章以三条金融学文献结论为机制支撑（阶段性信息不对称、资本进入后的组织职业化、条款差异导致的私有估值不可比），并说明两处分段边界与行业通用刻度重合。文末给出三类已知反例与框架的适用范围。框架定性：分析框架，非估值承诺。

关键词：一级市场；估值带；分段结构；资本化阶段；风险投资；硬科技

Abstract

The primary market has no continuous quotation — only discrete, episodic pricing events. Between them, the question founders ask most often is "what number should we put on this round?" This paper argues that the question is premature.

We examine the Glacier Institute's 0—100B USD Valuation Band framework, which divides the 0—100B USD range into three segments, each carrying exactly one proposition. The 0—1B USD segment asks for a thesis: why this team, this technical path, this product form, and this market timing. The 1—10B USD segment asks for a crossing into a mature industrial company: benchmark customer validation, genuine growth data, a diversified shareholder base, and milestone-linked financing. The 10—100B USD segment asks for

^{*} 利益披露 Disclosure: 庚辛研究院是庚辛资本的研究机构，本文由庚辛研究院署名。庚辛资本在其业务中担任部分科技企业的财务顾问，并以自有资金参与部分企业的股权投资；这类关系可能与本文讨论的行业范围重合。本文不涉及任何具体在投项目，不使用任何未公开信息；文中引用的企业、行业与数据信息一律取自公开来源并逐条注明出处。作者未因本文获得任何第三方报酬。

[†] 免责声明 Disclaimer: 本文为方法讨论性质的工作论文，仅代表作者在写作时点的分析。本文不构成投资建议，不构成任何证券、基金份额或其他权益的要约或要约邀请，亦不构成对任何公司估值、融资结果或投资回报的承诺或预测。本文未经同行评议，内容可能在后续版本中修订。

succession: global governance architecture, platform ecosystem logic, and the capacity to meet global public capital markets.

Our claim is that the band is not a price-prediction device but a problem-classification device. It replaces "how much" with an earlier, more answerable question: which segment is the company in, and which examination paper should it be answering. We ground the three segments in three mechanisms documented in the finance literature — stage-dependent information asymmetry [1], organizational professionalization following venture capital entry [2], and the non-comparability of private valuations once contractual terms are accounted for [3] — and note that the two segment boundaries coincide with the industry's existing thresholds [4].

The paper closes with three known counterexamples and an explicit statement of the framework's scope of validity. The framework's status is fixed and not extended here: an analytical framework, not a valuation commitment.

Keywords: primary market; valuation band; segmented structure; capitalization stage; venture capital; deep tech

JEL 分类 JEL Classification: G24 (投资银行与创业投资), G32 (融资政策与企业价值), D82 (信息不对称与机制设计)

建议引用格式 Cite as:

庚辛研究院 (2026). 《0—1000 亿美元估值带：一级市场的分段结构》. 庚辛研究院工作论文 GI-WP-2026-P1. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P1.html>

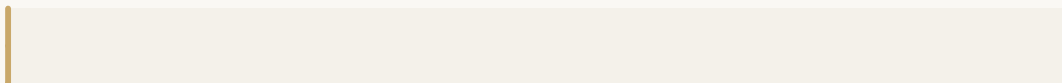
Glacier Institute (2026). The 0 – 100B USD Valuation Band: A Segmented Structure of the Primary Market. Glacier Institute Working Paper GI-WP-2026-P1. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P1.html>

1. 问题：为什么「该报多少」是个问错了的问题

融资谈判里最贵的错误不是答错，是答非所问。庚辛研究院对此有一句固定表述：「答非所问，比答错更贵。」

为什么一级市场特别容易答非所问？因为它的定价结构和二级市场不同。二级市场每一秒都在报价，价格本身就携带信息；一级市场只在窗口打开的那几周里完成一次定价，其余时间没有价格，只有说法。于是双方很容易在没有坐标的情况下对话：一方按自己的进度讲技术，另一方按自己的清单问验证，两边都觉得自己在认真对话，实际上考的是两张不同的卷子。

庚辛研究院把这种错配写得很直接：



「最常见的错，是拿上一段的答卷去考下一段的题。技术路线讲得再干净，进了跨越段，考的是产业验证；增长数据再漂亮，再上一段，考的是股东结构与全球承载力。为难之处在于，双方都以为在认真对话。」——庚辛官网
[/institute.html](#)，庚辛研究院第十八篇《先分后价》

所以在谈价之前，需要先回答一个更基本的问题：这家公司此刻站在哪一段里。因为价格是结论，不是起点。

金融学文献从另一个方向支持这个次序。Gornall 与 Strebulaev [3] 对 135 家美国独角兽建模后发现，账面上的投后估值平均高出其公允价值 48%，其中 14 家高出一倍以上；差额的来源不是公司本身，而是后轮投资人拿到的保护性条款——IPO 回报保证、否决低价 IPO、优先于其他投资人的清偿顺序等。换句话说，一个孤立的估值数字，在一级市场里本来就不是一个可比的量。既然数字本身不可比，把公司放回它所处的那一段问题里，反而是更稳的坐标。

记忆点 | 一级市场没有连续报价，所以「多少钱」必须先换成「哪一段」。

2. 框架：三段，三张考卷

以下为庚辛研究院框架的对外表述原文，本文原样引用，不作改写（见表 1）：

表 1 / Table 1：0—1000 亿美元估值带的三段与各段命题。表内文字为庚辛官网对该框架的公开表述原文，本文未作改写；价格带的边界为分段刻度，不表示任何估值承诺。

价格带	命题	这一段要回答什么
0—10 亿美元	立论	为什么是该团队、该技术路线、该产品形态、当前的市场时机
10—100 亿美元	跨越	标杆客户验证、真实增长数据、多元股东结构、阶段性里程碑融资
100—1000 亿美元	承接	全球化治理架构、平台化生态逻辑、对接全球公开资本市场的承载力

展开表述同样出自庚辛官网：

「0—10 亿美元（立论阶段）：回答核心命题——为什么是该团队、该技术路线、该产品形态以及当前的市场时机。10—100 亿美元（跨越阶段）：以标杆客户验证、真实增长数据、多元股东结构与阶段性里程碑融资，完成从技术型团队向成熟产业型公司的跨越。100—1000 亿美元（承接阶段）：搭建全球化治理架构、

平台化生态逻辑以及对接全球公开资本市场的综合承载力。」



图 1 / Figure 1: 0—1000 亿美元估值带的三段结构（早期带、成长带、平台带）。图形取自庚辛官网对该框架的公开表述，台阶的高低只表示分段次序，不代表任何估值数值、时间先后或成功概率。

三段的相对位置见图 1。框架的目的也有固定表述：

「框架的目的，是让价格、融资额、稀释度、里程碑、投资人类型与企业下一阶段承载力互相匹配。」

并且紧跟着一句限定语，位置和分量都不可省略：「分析框架，非估值承诺。」

有两处值得先点明。

第一，三段的边界不是随手切的。0—1000 亿美元按美元计即 0—100B USD，两个分界点落在 1B 与 100B。这两个数字在行业语汇里早有定义：Aileen Lee 在 2013 年提出「独角兽」指估值超过 10 亿美元的私有公司，同一篇文章里把超过 1000 亿美元的称为「超级独角兽」[4]。庚辛研究院的分段与这两个公认的刻度重合，意味着框架用的是市场本来就在用的尺子，而不是自建一套坐标。

第二，每一段「只有一个命题」是强约束，不是概括。一段一张考卷，意味着这一段不该被其他问题占用时间。这一点在后文的反例里会被反过来检验。

记忆点 | 三段不是三道门槛，是三把尺子——每一段只考一件事。

3. 分段论证

3.1 立论段（0—10 亿美元）：把不可证的东西，变成可举证的东西

立论段的四个要素——团队、技术路线、产品形态、市场时机——有一个共同特征：在这个阶段，它们都还没有外部数据可以背书。没有规模化的客户，没有可外推的增长曲线，很多时候连可对标的公司都不存在。

金融学对这种处境有成熟解释。Gompers [1] 指出，风险投资之所以采取分期注资（staged financing），正是因为资产越无形、增长期权越多、资产专用性越强，代理成本与信息不对称就越高；应对手段不是一次性给足钱，而是把钱切为若干段，每一段对应一次监督与重新评估。该文基于 794 家风险投资支持企业的随机样本，发现投资确实集中在信息不对称最高的早期与高科技公司。

把这条结论翻译到估值带上：立论段的本质不是「值多少」，而是「凭什么可以开始相信」。此时投资人买的是一组尚未被验证的判断，而不是一组已被验证的数据。所以这一段的工作重心不在价格，在举证。

庚辛研究院把这种举证方式表述为「构建」层的标准：

「标准是自洽，不是齐全。每一个数字、每一张图，都要经得起反过来查。这一层的活，说白了就是举证。」——庚辛研究院第二十篇《由外而内》

自洽优先于齐全，这是立论段特有的排序。齐全是跨越段之后的要求——那时已经有真实数据可以摆；立论段拿不出那么多数据，能拿出的是一条不自相矛盾的因果链。链条补完，结论让对方自己得出。

记忆点 | 立论段拿不出数据，只能拿出一条经得起反查的因果链。

3.2 跨越段（10—100 亿美元）：从技术型团队变成产业型公司

跨越段的四个要素——标杆客户验证、真实增长数据、多元股东结构、阶段性里程碑融资——指向同一件事：公司要证明自己已经不再依赖创始团队的个人能力。

这里发生的是一次身份转换。庚辛研究院的表述是「完成从技术型团队向成熟产业型公司的跨越」。Hellmann 与 Puri [2] 用硅谷创业公司的手工采集数据给出了这次转换的可观测形态：拿到风险投资的公司更早建立人力资源制度、更早引入股权激励、更早设立市场职能，也更可能、更快由外部 CEO 接替创始人管理。他们把这组变化统称为「职业化」（professionalization）。

也就是说，跨越段考的不是技术还能不能更强，而是组织能不能承住更多的钱、更多的客户与更多的股东。标杆客户验证回答「外部世界是否已经用真金白银承认这条路线」；真实增长数据回答「这种承认能否重复」；多元股东结构回答「公司是否还依赖某一家资方的意志」；阶段性里程碑融资回答「资本节奏是否可以被外部核对」。

最后一项尤其容易被低估。庚辛研究院在另一处对里程碑给了一个很硬的判据：

「所谓里程碑（milestone）清楚，就是外行也能验收。」

外行能验收，意味着这家公司的进展不再依赖内部人的解释。这正是跨越段与立论段的分水岭——立论段靠解释，跨越段靠验收。

跨越段也是最容易发生「答非所问」的一段。原因是立论段的答卷在这里仍然听起来很好：技术路线依旧干净、团队依旧优秀、时机依旧成立。但这一段考的是产业验证。一份继续在讲技术路线的材料，不是错的材料，是过期的材料。

记忆点 | 跨越段的分水岭：立论段靠解释，跨越段靠验收。

3.3 承接段（100—1000 亿美元）：谁来接下一棒

承接段的三个要素——全球化治理架构、平台化生态逻辑、对接全球公开资本市场的承载力——共同回答一个问题：一级市场之后，谁来接。

这一段的资金体量决定了后续买方的种类是有限的：主权与准主权资本、跨国产业方、全球长线基金，以及最终的公开资本市场。这些买方各有各的准入条件，而且多数条件属于「不满足就直接出局」，不属于「可以用价格补偿」。治理架构是否经得起跨法域审查、数据与供应链是否可以跨境合规、收入结构是否能被公开市场的会计标准读懂——这些不是估值折价项，是资格项。

平台化生态逻辑则是另一层。一家公司在这个体量上，很难再靠单一产品的增长说服买方；它需要证明自己是别人增长的地基。庚辛研究院把这层的难度写在「控局」里：

「后期交易难的不是估值，是利益关系太多。老股东的退出诉求、期权池、对赌残余、管理层与财务口的分歧，每多一方，就多一道否决。工作量不随金额线性增长，而随相关方数量组合式增长。」

这句话解释了一个反直觉的现象：承接段的主要工作量不在定价，在协调。到了这个体量，价格往往是各方约束条件求交集之后剩下的那个区间，而不是谈判技巧的产物。

记忆点 | 承接段里，多数条件是资格项，不是折价项。

4. 两个横向机制

三段是纵向结构。框架里还有两个横向机制，贯穿全部三段。

4.1 比分类更早的一步：被谁分类

庚辛研究院有一句容易被跳过的话：

「比分类更早的一步，是被谁分类。同一家公司，被归进某个应用行业，还是被归进一类基础能力，对应的是完全不同的对标（comparable）、投委会话术与容忍度。早期商业化往往只有一个场景，事实层面也确实像那个行业。这张牌不争，估值的锚就被别人先钉住了。」

这是一个先于估值带的判断。估值带回答「在哪一段」，而「被谁分类」回答「按哪一套对标来量」。两者搞混会产生一种特别隐蔽的错误：公司明明在跨越段，却被按某个应用行业的成熟公司来对标，于是所有的增长数据都显得不够；或者反过来，被按一类基础能力对标，于是所有的产业验证都被认为尚不必要。

值得注意的是，早期商业化通常只有一个落地场景，所以「看起来像那个行业」在事实层面往往是成立的。这也是为什么这张牌必须主动争——它不是对事实的争辩，是对参照系的争辩。

4.2 买方要的不是便宜，是坐标

框架的第二个横向作用发生在谈判桌上：

「据我们了解，投资人抗拒的多数不是绝对价格，而是无法定位这个价格——不知道上一轮是谁给的，下一轮又该由谁接。前面有更低的轮次垫着，后面有更高的带子同步推进，每个价位都有参照系，贵就不再是问题。目前看，做投资的第一要务是安全，不是赔率。」

这一段和前引的 Gornall – Strebulaev [3] 结论可以互相印证。既然孤立的估值数字因为条款差异而不可比，那么让买方安心的就不可能是数字本身，只能是数字周围的结构：上一段由谁定价、这一段谁在同步推进、下一段由哪类资本承接。估值带提供的正是这个结构。

由此还能推出一条实践判据：硬拉估值意义不大。「价格能被拉高一次，但是拉不住第二次。」被拉高的那一次没有改变公司所在的段位，只是把下一段的考卷提前了——而下一段的考卷不会因为价格上去了就变简单。

记忆点 | 买方怕的不是贵，是没有坐标。

5. 边界与反例

一个只有正面例证的框架不值得信赖。以下三类情形是这个框架已知会失灵或需要额外说明的地方。

反例一：段位与问题不同步的公司。 确实存在一类公司，其所处段位远高于它能回答的问题——典型是平台型公司孵化出的独立实体，或由成熟团队二次创业的项目。它们可能在只有立论段答卷的时候就站进了跨越段的价格里。庚辛研究院对此的回应是保留性的：「会不会有公司天生就该在更高的带子里？会啊。但是带子不是自己挑的，是被这三张考卷判出来的。」也就是说，框架承认这种公司存在，但不承认它可以跳过考卷——它只是把考卷答得更快。

反例二：估值不是逐段上行的公司。 三段结构在表述上是递进的，但真实路径经常不是。下行轮、结构性重组、分拆与合并，都会让一家公司在段与段之间反向移动。框架本身不含时间方向假设——它描述的是「此刻在哪一段」，不是「必然会往上走」。把递进读成必然，是对这张表最常见的误读。

反例三：不靠股权融资推进的公司。 有相当一部分硬科技企业，主要靠订单、政府专项、产业方预付款或债务工具推进，股权融资只是补充。对这类公司，估值带能描述其资本化阶段，但不能描述其经营阶段——两者可能相差一整段。用估值带去判断这类公司的成熟度，会系统性低估。

此外还有一个必须写明的表述边界：本文讨论的是分类框架，不是定价方法。框架不产生价格，也不为任何区间背书。庚辛研究院在对外表述里把这句话放在表格正下方而不是脚注里，本文沿用这个位置——分析框架，非估值承诺。

记忆点 | 框架描述「此刻在哪一段」，不预言「一定往上走」。

6. 这个框架在什么范围内成立

答不出适用范围的框架，等于丢了一维。以下是本文认为该框架成立的边界。

一、币种与计量范围。 框架以美元计价，覆盖 0—1000 亿美元（即 0—100B USD）。超过 1000 亿美元的公司，主要定价场所已经不是一级市场，框架不再适用。人民币计价的交易可以换算后套用，但需注意汇率与跨境结构会改变可比性。

二、行业范围。 框架来自硬科技与前沿科技领域的一级市场实践。对现金流稳定、可用传统估值方法直接定价的行业（如成熟消费、传统制造、房地产），这套「分段命

题」的解释力会显著下降——那些行业的问题本来就可以用财务模型直接回答，不需要先分类。

三、阶段范围。框架描述的是股权融资的资本化阶段，不是公司的经营成熟度，也不是技术成熟度。三者常常同步，但不必然同步，见前文反例三。

四、它不能做什么。框架不预测价格，不给出估值区间，不判断一笔交易的成败，也不构成任何投资建议。它只做一件事：把一家公司当前面临的问题归到某一段，从而让双方在同一张考卷上对话。

五、证据强度。本文引用的外部研究 [1][2][3] 均基于美国市场样本，时间跨度从 1990 年代到 2010 年代。它们支持的是框架背后的一般机制——信息不对称随阶段变化、组织职业化伴随资本进入、私有估值因条款而不可比——而不是三段边界的具体数值。三段边界的合理性，来自它与行业通用刻度（10 亿美元 / 1000 亿美元）的重合 [4]，以及庚辛研究院自身的实践表述，本文不宣称它已被独立实证检验。

六、一个诚实的空缺。本文没有做的是：用公开数据统计「处于某一段的公司，其融资问题是否确实集中在该段命题上」。这需要一个带条款细节的跨段样本库，目前公开数据不足以支撑。在这项工作完成之前，本框架的地位是一个可被证伪的分类假设，不是一个已被验证的经验规律。

记忆点 | 这个框架的适用范围：美元计价、硬科技、股权融资的资本化阶段；它分类，不定价。

7. 结论

一级市场的定价是间断的，所以一个孤立的估值数字承载不了太多信息。0—1000 亿美元估值带把这段区间划为三段——立论、跨越、承接——每一段只问一个问题。它的价值不在于告诉一家公司值多少，而在于告诉双方现在该谈什么。

三句话可以概括全文：

1. 价格是结论，不是起点——先认段，再谈价。
2. 答非所问，比答错更贵——用上一段的答卷去考下一段的题，是最常见也最贵的错误。
3. 买方怕的不是贵，是没有坐标——估值带提供的就是这个坐标。

而框架本身的定性，从头到尾只有一句：分析框架，非估值承诺。

参考文献 / References

体例：作者（年份）. 题名. 期刊/出版方, 卷(期), 页码. DOI 或可访问链接。下列五条于 2026-09-20 逐条核验可达，本表不列任何未经核实的条目。

[1] Gompers, P. A. (1995) . Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461 – 1489.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05185.x>

[2] Hellmann, T., & Puri, M. (2002) . Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169 – 197.

<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00419>

[3] Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2020) . Squaring Venture Capital Valuations with Reality. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 120 – 143.

<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.04.015>（开放获取工作论文版：NBER Working Paper No. 23895, <https://www.nber.org/papers/w23895>）

[4] Lee, A. (2013) . Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar Startups. *TechCrunch*, 2013-11-02. <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>（访问日期 2026-09-20）

[5] 庚辛研究院（2026）. 0—1000 亿美元估值带分析框架 / 60 天标杆执行节奏 / 交易方法论. 庚辛资本官方网站. <https://glacier.mba/institute.html>（访问日期 2026-09-20）

引用的庚辛官网原文出处

全部官网引文取自 [5] <https://glacier.mba/institute.html>（抓取日期：2026-09-20），具体段落：

- 「0—1000 亿美元估值带分析框架」小节（三段表格、展开表述、「分析框架，非估值承诺」、「框架的目的，是让价格、融资额、稀释度、里程碑、投资人类型与企业下一阶段承载力互相匹配」）
- 庚辛研究院第十八篇《先分后价》（「答非所问，比答错更贵」「价格是结论，不是起点」「三段，三张考卷」「听上去像三道门槛，其实更像三把尺子」「比分类更早的一步，是被谁分类」「买方怕的不是贵，是没有坐标」「硬拉估值意义不大」「会不会有公司天生就该在更高的带子里」）

- 庚辛研究院第二十篇《由外而内》（「标准是自洽，不是齐全」「后期交易难的不是估值，是利益关系太多」「工作量不随金额线性增长，而随相关方数量组合式增长」）
 - 「60 天标杆执行节奏」小节（里程碑相关表述的上下文）
 - 官网首页 FAQ「0—100B USD 价格带是什么意思？」（美元刻度表述）
 - 官网首页 FAQ「0—100B USD 价格带是什么意思？」（美元刻度表述）
- 
- 