

一条链，五个筐：为什么产业链的分类方式决定了它的定价

One chain, five baskets: how a value chain's classification decides its pricing

庚辛研究院 / Glacier Institute^{*†}

出自 钱学森研究所 · The Qian Xuesen Institute

庚辛研究院 (Glacier Institute) | 通讯论文 Working Paper GI-WP-2026-P10 | 2026-09-22 | 中文正文，附英文标题与摘要

建议引用格式 Cite as:

Glacier Institute (2026). One chain, five baskets: how a value chain's classification decides its pricing. Glacier Institute Working Paper GI-WP-2026-P10. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P10.html>

庚辛研究院 (2026). 《一条链，五个筐：为什么产业链的分类方式决定了它的定价》. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P10. <https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P10.html>

要点 Key Takeaways

- 1 筐决定尺子，尺子决定数字。
- 2 同样一张报表，在三个筐里读出来是三个故事。
- 3 五套筐同时在跑，而且它们互相不通报。
- 4 跨筐的公司不是两边都算，通常是两边都不算。

摘要

同一家公司，被归进「某个应用行业」还是归进「一类基础能力」，面对的是完全不同的可比公司、不同的投委会话术、不同的容忍度。本文主张：在一级市场里，分类不是定价的背景，分类本身就是定价装置。价格谈判开始之前，胜负已经被归类决定了一半。机制来自两支互不相识的文献：组织社会学的范畴化研究说明跨范畴的对象会被系统性打折；会计与金融学的可比公司估值研究说明可比集合一换，估值误差与倍数就变，而可比集合通常直接照抄某一套产业分类。证据来自三套任何人都能下载的公开分类体系：本文逐行统计得到三套体系最细一层分别为 1,012 个、83 个与 173 个筐，同一个经济体的分辨率相差十二倍；并从官方定义里逐字抄出一处缝——同一类物理器件，只因为它测的变量是不是「压力」，就分别落进两个在四位数层就已经分家的类别。在此基础上给出一张「归类自查表」：十二条可以从外部观察到的信号，每条写明这个信号指向哪个筐、怎么取证。本文的主张写成一个可以被推翻的命题，并给出四类边界。本文讨论的是分类装置，不是任何一家公司的估值；文中不点任何公司名，不出现任何交易记录，不出现庚辛自身的任何数字。

关键词：一级市场；产业分类；范畴化；可比公司估值；对标；分类体系；硬科技

JEL 分类 JEL Classification: C81 (数据收集与数据估计方法), G24 (投资银行与创业投资), G32 (融资政策与企业价值), L22 (企业组织与市场结构), L25 (企业绩效)

^{*} 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通讯论文，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。

Abstract

Whether a company is filed under an application industry or under a base capability determines which peers it is measured against, which language the investment committee uses, and how much deviation it is allowed. This paper argues that in the primary market, classification is not the background to pricing; classification is itself a pricing device. By the time price is discussed, half the outcome has already been fixed by the filing. It answers two founder questions: why identical data draws opposite reactions from different investors, and whether a company should contest its own category.

The mechanism comes from two literatures that rarely meet. One is categorisation research in organisational sociology: objects that span two categories are systematically discounted, because evaluators' cognition and their own professional division of labour both run by category. The other is comparable-company valuation in accounting and finance: changing the peer set changes valuation error and multiples materially, and peer sets are usually copied straight from an industry taxonomy. From both ends the same point emerges: the bucket picks the ruler, and the ruler picks the number.

Evidence comes from three public classification systems anyone can download. Counting line by line from the official files, their finest levels hold 1,012, 83 and 173 categories respectively, a twelvefold spread in resolution over one economy. A seam is then quoted verbatim from the official definitions: one physical device class falls into two categories that already diverge at the four-digit level, solely according to whether the variable it measures is pressure. No company is named anywhere.

A self-audit table follows: twelve externally observable signals, each with the bucket it points to and how to verify it. The claim is stated as a falsifiable proposition, with four boundaries.

Keywords: primary market; industry classification; categorisation; comparable-company valuation; peer set; taxonomy; hard technology

1. 问题：同一家公司，两个筐，两套考卷

一家公司做触觉传感。它可以被写成「机器人零部件公司」，也可以被写成「传感器公司」，还可以被写成「新材料公司」。三种写法说的是同一批专利、同一条产线、同一组客户。

但是三种写法对应三套不同的东西：三批不同的可比公司，三套不同的倍数区间，三种不同的投委会话术，三种不同的「什么算正常」。归进机器人，人家看你的整

机出货量；归进传感器，人家看你的良率与单价曲线；归进新材料，人家看你的验证周期与专利壁垒。同样一张财务报表，在三个筐里读出来是三个故事。

庚辛研究院把这一步单独点了出来：

「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。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这段话在已发表的通讯论文 GI-WP-2026-P1 里出现过一次，用了一段的篇幅，作为估值带框架的一个前置说明 [2]。本文把它单独做完：如果这一步真的比分类更早，那么它值得一篇完整的机制说明、一张可以自查的表和一个可以被推翻的命题。

本文与同系列两篇的分工写在这里，避免重复。P1 讲的是分段：把 0—1000 亿美元切成三段，每段一张考卷，回答「在哪一段」 [2]。P3 讲的是迁移：价值沿着产业链从整机向感知与执行零部件一侧移动，回答「链条上的价值在往哪走」 [3]。本文讲的是分类装置本身：回答「按哪一套筐来量」。三者的关系是：先有筐（本文），才有段（P1）；链条上的价值在移动（P3），而筐通常不跟着动——这个时间差正是本文第 8 节反例三的来源。

本文回答创始人常问的两个问题。第一个：为什么同样一份材料，在这家机构被夸，在那家机构被问倒。第二个：归类这件事，该不该主动去争。第 10 节直接给出答案。

路线：第 2 节说明筐是怎么被造出来的，以及一共有几种筐；第 3 节用两支文献说明机制；第 4 节用三套公开分类体系做证据；第 5 节整理庚辛研究院的公开做法；第 6 节给出一张归类自查表；第 7 节把主张写成可以被推翻的命题；第 8、9 节划边界。

同样一张报表，在三个筐里读出来是三个故事。

2. 筐是怎么来的：五个筐，五种造法

2.1 一条链上的五个筐

硬科技的产业链，从底层材料到最终应用，通常可以摊成五段：材料与工艺、器件与元件、模组与子系统、整机与产品、场景与服务。一家公司在物理上只做其中一段或几段，但是在别人的分类里，它必须被塞进某一个筐。

表 1 / Exhibit 1 同时在跑的五套分类，以及各自的造法与更新速度。

谁造的筐	造法	更新速度	本文是否用公开文件核过
官方统计分类（用于普查与统计）	按「主要从事什么活动」归类，以生产过程为主线	五年一次量级	是，见第 4 节 [15][16]
市场指数分类（用于组合与比较）	按收入来源与市场的评价习惯归类	年度审议	是，见第 4 节 [17]
招标与采购目录	按采购方的预算科目归类	随采购方的预算周期	否，公开可得性不一
投资机构的内部赛道表	按合伙人的分工与基金的投资范围归类	随基金周期	否，非公开
媒体与公众的通俗说法	按最容易讲的那个故事归类	随热度	否，无稳定版本

来源与说明：本表为本文归纳。第四列的三条在第 4 节用公开文件逐条核过。



图 1 / Exhibit 2 同一段活动描述，在五套分类体系下落进五个不同的筐。

来源与说明：图为本文归纳；五套分类的造法与更新速度出自本节表 1，五个落点出自本节正文。图中不点任何公司名，只写「一段活动描述」。

本文把这五段称为五个筐，不是因为它们是唯一的切法，而是因为它们代表了五种不同的定价逻辑：越靠近材料端，看的是壁垒与验证周期；越靠近场景端，看的是收入与复购。一家公司被放进哪个筐，决定了投委会先问哪个问题。

2.2 造筐的五种人

更麻烦的是：造筐的不止一家，而且各造各的。实践里至少有五套筐同时在跑。

表 1 的要点不在于哪一套更准，而在于它们不同步。一家公司可以同时官方统计里是元件、在指数分类里是仪器、在采购目录里是软件、在某家机构的赛道表里是机器人、在媒体上是「人形机器人概念」。这五个身份不会互相通报，也不会互相更正。

2.3 为什么这件事在早期尤其致命

一家成熟公司有收入结构可以说话：各段收入占比一摆，归类争议基本就结束了。一家早期公司没有这个东西。庚辛研究院的原文点到了这个要害：

「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。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「事实层面也确实像」这七个字很关键：这不是误判。早期公司唯一的落地场景就在那个应用行业里，任何人按事实归类都会归到那里。所以争归类不是在纠正一个错误，是在主张一个还没有被事实充分支撑的未来——这件事的难度和风险都要写进本文的边界（第 8 节）。

五套筐同时在跑，而且它们互相不通报。



图 2 / Exhibit 3 归类经由可比公司传导到定价的链路，以及跨筐那一支。

来源与说明：图为本文归纳；主链两段机制出自本文第 3.1 节与第 3.2 节，跨筐一支出自第 3.1 节。图中不含任何倍数、价格或公司名。

表 2 / Exhibit 4 三套公开分类体系的层级与筐数。

体系	发布方	中间层	最细一层	最细一层的筐数	取数方式
NAICS 2022	美国人口普查局	三位码 96 个；四位码 308 个	六位码（美国产业）	1,012	本文逐行统计官方结构文件 [16]
SIC	美国公开分类手册	部门（Division）10 个	大类（Major Group）	83	本文统计公开手册页 [17]
ICB	FTSE Russell (LSEG)	行业 11 个；超级板块 20 个；板块 45 个	子板块（Subsector）	173	取自官方说明页公布的结构 [18]

来源与说明：NAICS 一系列的数字为本文从官方结构文件 [16] 逐行统计所得（六位码与四位码两个数字在结构文件与定义文件里一致，互为校验）；SIC 一系列为本文从公开手册页 [17] 统计；ICB 一系列为该体系官方说明页 [18] 自行公布的结构数。「最细一层」指该体系公开发布的最细粒度。

3. 机制：为什么筐能决定数字

3.1 跨在两个筐之间，要被打折

组织社会学有一条被反复验证的结论。Zuckerman [4] 研究美国上市公司与证券分析师的关系后发现：分析师是按行业分工的，一家公司如果它的业务跨越了分析师的行业划分，就会有更少的分析师覆盖它，而覆盖不足会带来估值折价。他把这称为「范畴的律令」——要被市场评价，先得落在评价者的分类里。而且公司会对此作出反应：跨得太开，就会有把自己收回一个筐里的压力。Hsu [5] 在完全不同的场景里得到同方向的结果：横跨多个类型的电影，在观众与评论者那里都得到更低的评价，而且更难被投入资源。Hsu、Hannan 与 Koçak [6] 把这套逻辑做成了一般理论并给出两个市场的检验：跨范畴的对象既面临认知上的困难（观众不知道按什么标准评价它），也面临注意力上的损失（它不出现在任何一

个范畴的搜索结果里）。Pontikes [7] 提出了一个重要的补充：同一个模糊的分类，对不同受众的效果相反——对消费者是减分，对投资人有时是加分，因为投资人从模糊里读出的是可能性。Vergne 与 Wry [8] 在综述里把这些线索整理成一个共同结论：范畴既是认知装置，也是评价装置。

对一级市场的含义：跨筐的公司不是「两边都算」，通常是「两边都不算」。早期硬科技公司天然跨筐——它做的是器件，服务的是应用，讲的是平台。这三句话各自为真，合起来却让评价者找不到尺子。Pontikes 那条补充说明为什么一级市场的情形不是完全的坏消息：在这里，评价者本来就是买可能性的人。但它也提醒一件事——能从模糊里读出可能性的，是投资人这一类受众，不是客户、不是采购方、不是监管。

表 3 / Exhibit 5 一段活动描述在 NAICS 2022 里落到哪个筐。

一段活动描述（不点公司名）	落到的六位码	六位码的官方名称	它的四位上级	决定这一步的那句话（原文）
做测压力的换能器	334513	Instruments and Related Products Manufacturing for Measuring, Displaying, and Controlling Industrial Process Variables	3345 Navigational, Measuring, Electromedical, and Control Instruments Manufacturing	「Industrial process variables, such as temperature, humidity, pressure, ...」
做压力以外的换能器	334419	Other Electronic Component Manufacturing	3344 Semiconductor and Other Electronic Component Manufacturing	「Transducers (except pressure) manufacturing」
做压电器件	334419	同上	3344 同上	「Piezoelectric devices manufacturing」
做集成电路、存储芯片、微处理器	334413	Semiconductor and Related Device Manufacturing	3344 同上	「Integrated circuits, memory chips, microprocesso...」
做搜索、探测、导航、制导系统与仪器	334511	Search, Detection, Navigation, Guidance, Aeronautical, and Nautical System and Instrument Manufacturing	3345 同上	「manufacturing search, detection, navigation, guidance, aeronautical, and nautical systems and instruments」
按特定客户需求写、改、测、维护软件	541511	Custom Computer Programming Services	5415 Computer Systems Design and Related Services	「writing, modifying, testing, and supporting software to meet the needs of a particular customer」
主要从事电子学等领域的研究与实验开发	541715	Research and Development in the Physical, Engineering, and Life Sciences (except Nanotechnology and Biotechnology)	5417 Scientific Research and Development Services	「conducting research and experimental development ... in the physical, engineering, and life sciences, such as ... electronics」
做上面各条都不属于的通用机械	333998	All Other Miscellaneous General Purpose Machinery Manufacturing	—	定义句以一长串「except」开头，本条是残余筐
做上面各条都不属于的电气设备与元件	335999	All Other Miscellaneous Electrical Equipment and Component Manufacturing	—	同上，本条是残余筐

来源与说明：所有代码与类别名逐字取自官方定义文件 [16]；「决定这一步的那句话」一列为该条目定义或示例清单的原文摘录。本表不涉及任何具体公司。

3.2 可比公司一换，数字就变

金融与会计学从另一端逼近同一件事。可比公司估值法的做法是：找一批相似的公司，取它们的倍数，套到目标公司上。问题是「相似」怎么定义。

Alford [9] 直接检验了这一点：按不同方式选取可比公司集合，市盈率估值法的误差显著不同；按行业选取时，行业划分的粗细本身就改变了结果。Kaplan 与 Ruback [10] 的检验显示，可比公司法的估值精度取决于可比集

合的构造方式。Liu、Nissim 与 Thomas [11] 对各类倍数做了系统比较，结论同样指向可比集合与倍数选择共同决定估值。Bhojraj 与 Lee [12] 干脆不用行业分类了：他们从基本面出发构造「经济上可比」的公司集合，并证明这样选出来的可比公司比按行业分类选出来的更能解释估值差异——这等于从反面确认了行业分类做可比集合是有系统偏差的。

表 4 / Exhibit 6 归类自查表。

序号	信号	指向哪个筐	怎么取证
1	客户预算从谁的口袋里出	研发预算→基础能力筐；生产或采购预算→应用筐；市场预算→服务筐	合同或订单上的付款方部门；对方的立项文件抬头
2	招标或采购目录里挂在哪一类	目录的类目名就是采购方给的筐	公开招标公告的类目字段；采购方公布的目录版本与更新日期
3	对方的验收标准是什么	器件级指标（良率、一致性、寿命）→器件筐；系统级指标（节拍、稼动率）→整机筐	技术协议里的验收条款；测试报告的指标清单
4	官方统计分类里报的是哪个码	制造类码→制造筐；研发服务类码→服务筐（见表 3 第七行）	企业自己的统计报表；年报或工商信息里的行业代码与版本年份
5	监管归口在哪个部门	归口部门等于一个法定的筐	许可证、备案、检测认证的发证机关名称
6	招聘岗位名称的主成分	岗位名称里出现最多的那一层，就是市场读到的筐	公开招聘页近一年的岗位列表；按名称关键词分布统计
7	谁把你列为竞品	被谁对标，就是被放进了谁的筐	对方公开材料里的对比表；第三方评测的分组
8	媒体报道用什么词	稿件标题里的中心词，就是公众的筐	近一年公开报道的标题词频；注明统计区间
9	行业展会被排在哪个展区	展区划分是主办方给的筐	展会官方展区图与参展商名录的分类字段
10	标准与规范引用的是哪一套	引用的标准体系归属哪个领域，公司就在哪个筐	产品说明书与检测报告里引用的标准编号
11	供应链上游把你当什么客户	上游给的账期、报价单位与技术支持等级，反映他们把你归在哪一层	采购合同里的计价单位（按片、按套、按系统）
12	同轮投资人此前投过什么	投资人的既有组合就是他脑子里的可比集合	公开披露的投资组合；按产业链分层统计分布

来源与说明：十二条外部可观察的信号，每条写明它指向哪个筐、怎么取证。本表为本文归纳；第 1、4、5、12 行的分类体系事实见表 2、表 3 与 [16]–[18]。表内不含任何公司名，也不含任何庚辛自身的数字。

Bhojraj、Lee 与 Oler [13] 把四套产业分类体系放在一起比较，检验它们在解释股价同步性、财务比率与估值倍数上的表现差异。Chan、Lakonishok 与 Swaminathan [14] 则显示，不同分类体系下的「行业」在解释收益共动上表现不同。Hoberg 与 Phillips [15] 用公司自己在年报里的产品描述文本重建行业边界，得到的分类与官方分类差异明显，而且在解释多项经济变量上表现更好。这一串研究合起来说明：行业分类不是一层中立的标签，它是一个有构造、有偏差、会影响数字的测量装置。它被广泛使用，不是因为它准，是因为它现成。

3.3 两支文献合起来

第 3.1 节说的是评价者一侧：评价者按范畴分工，跨范畴的对象被打折。第 3.2 节说的是工具一侧：定价工具按分类取可比公司，换一套分类，数字就变。

两条路径指向同一个结论，本文把它写成一句：筐决定尺子，尺子决定数字。谈价格的时候，筐这件事已经在前面发生过了，而且通常没有人把它当成一个议题拿出

来讨论。庚辛研究院的原句说的正是这个时间差：「这张牌不争，估值的锚就被别人先钉住了」[1]。

跨筐的公司不是两边都算，通常是两边都不算。

4. 证据：三套公开分类体系，和一处逐字可查的缝

4.1 底本与方法

本节用三套任何人都能取得的公开分类体系：

1. 北美产业分类体系 2022 版（NAICS 2022），美国人口普查局发布。本文下载官方的结构文件与定义文件（.xlsx），逐行统计各层级的条目数，并从定义文件里逐字抄录若干条六位码的正文 [16]。
2. 标准产业分类（SIC），美国劳工部职业安全与健康管理局公开的分类手册页 [17]。本文从该页统计层级数与大类数。
3. 产业分类基准（ICB），伦敦证券交易所集团旗下 FTSE Russell 发布，本文取其官方说明页上公布的层

级结构 [18]。

统计方法与脚本存档在写作说明所列的工作底稿目录。本文只做一件事：数条目、抄定义。没有做任何加权、估计或外推，也没有把任何公司放进任何筐。

4.2 同一个经济体，最细一层从 83 个到 1,012 个

表 2 的读法只有一条：同一个经济体，最细一层的筐数在 83 到 1,012 之间，相差十二倍。这不是谁对谁错的问题，三套体系服务于不同目的：普查体系按生产过程切，要的是统计可加总；市场体系按收入来源切，要的是组合可比较。但是对一家具体公司来说，后果很实在——用哪套体系去找可比公司，找到的就是完全不同的一批公司。而 3.2 节的研究说明，这批公司换了，数字就会跟着换。

这也解释了实践里一个常见的困惑：两家机构给同一家公司的估值差得很远，双方都能拿出一套自洽的可比公司。两套可比公司可能来自两套分类体系，而两套体系在这个点上本来就分家了。

4.3 一处逐字可查的缝：一个括号决定进哪个筐

表 2 说的是粗细。这一节说的是边界——同一类器件，因为定义句里的一个括号，落进两个不同的筐。

NAICS 2022 定义文件里，六位码 334419「其他电子元件制造」的示例清单逐字写着：

「Transducers (except pressure) manufacturing」
——NAICS 2022 官方定义文件，334419 条 Illustrative Examples [16]

同一份文件里，六位码 334513「用于测量、显示与控制工业过程变量的仪器及相关产品制造」的定义句写着：

「These instruments measure, display, or control (monitor, analyze, and so forth) industrial process variables, such as temperature, humidity, pressure, vacuum, combustion, flow, level, viscosity, density, acidity, concentration, and rotation.」
——NAICS 2022 官方定义文件，334513 条 [16]

把两句放在一起：换能器这一类器件，测压力的被 334419 的示例清单明确排除，而「压力」正是 334513 定义句里枚举的工业过程变量之一。也就是说，同一类物理器件，只因为它测的变量是不是压力，就落进两个不同的六位码。

这个差别有多大？本文从同一份官方文件查它们的上级类别：

表 3 有三个可以直接用的结论。

第一，那个括号在四位数层就分家了。334513 的上级是 3345（导航、测量、电子医疗与控制仪器制造），334419 的上级是 3344（半导体及其他电子元件制造）。也就是说，「测什么变量」这个看起来很技术的细节，把公司推到了仪器和元件两条不同的产业路径上——这两条路径的可比公司、毛利结构与估值倍数都不一样。庚辛研究院那句「被归进某个应用行业，还是被归进一类基础能力」[1]，在这份官方文件里有一个字面上的对应物。

第二，最危险的不是被归错，是被归进残余筐。表 3 最后两行的 333998 与 335999，它们的官方定义句是一串「除了…以外」。一家公司落进这里，意味着它在这套体系里没有同类——而 3.1 节的研究说明，没有同类就没有评价者，没有评价者就没有覆盖 [4][6]。残余筐不是中性的位置，它是折价最深的位置。

第三，「主要从事研发」会把公司整个搬出制造业。表 3 第七行的 541715 属于第 54 部门（专业、科学与技术服务），而前六行里的制造类代码属于第 33 部门。一家以研发为主、尚未规模量产的公司，按「主要从事什么活动」这条规则归类，很可能被归进服务业。它的可比公司于是从制造企业换成了研发服务企业——两组公司的资产结构与估值逻辑完全不同。这正是早期硬科技公司最容易掉进去的一格。

需要写明本文没有做的事：本文没有把任何真实公司放进任何代码，没有统计任何代码下的公司数量或估值水平，也没有比较不同代码的估值倍数。那需要带公司标识的数据集，超出本文的材料范围。第 9 节把这条列为空缺。

记忆点 · KEY POINT

残余筐不是中性的位置，是折价最深的位置。

5. 庚辛研究院的做法：先认筐，再谈价

以下整理庚辛研究院已公开的做法。原句取自官网与已发表的通讯论文，本文不作改写；本文补的是把它们按「分类装置」重新排列。

5.1 价格是结论，不是起点

「创始人常问我们：这一轮该报多少？」

「我们先把看法说在前面：这个问题问早了。谈价之前有一个更基本的问题——这家公司此刻站在哪个价格带里。为什么？」

「因为价格是结论，不是起点。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这三句给出了顺序：先归类，再谈价。本文补的是这个顺序的理由——第3节的两支文献说明，归类不只是「先后」的问题，它会实质性地改变后面那个数字。

5.2 框架是分类装置，不是价格装置

「价格带是分类框架，不是估值承诺：先认带子，再谈价格。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这句话里的「不是估值承诺」是一条边界声明，本文沿用。分类装置只回答「按哪一套尺子量」，不回答「量出来是多少」。把分类装置当成定价装置用，是本文第8节反例二要处理的误用。

5.3 拿上一段的答卷去考下一段的题

「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 [1]

这段写的是段与段之间的错配，本文把同一个形状平移到筐与筐之间：拿这个筐的答卷，去答另一个筐的题。一家公司准备的是器件层的证据（良率、一致性、寿命），而对方按整机层的问题在问（出货量、客户结构、复购），双方都很认真，谁也没说错，就是答不到一起。第3.1节的跨范畴研究 [5][6] 说的正是这种情形的代价。

5.4 买方要的是坐标

「那么，价格带在谈判桌上到底有什么用呢？给对方一把尺子。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。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「无法定位这个价格」是3.1节结论的日常版本：评价者需要一个范畴才能做评价。给不出筐，对方的问题就不是「贵不贵」，而是「我不知道怎么想这件事」——后者比前者难回答得多。

5.5 筐不是自己挑的

「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，是被这三张答卷判出来的。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

「反过来，先押一个数字再倒着找理由，等于把整轮建在沙子上。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这两句是本文最重要的一条边界的出处。争归类不等于挑一个自己喜欢的筐。它是把自己所在的那个筐举证到对方认可，不是宣称。第8节反例一会回到这里。

5.6 按处境分类，不按赛道分类

「目前看，按处境分类比赛道分类命中得多。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

这句话原文说的是给投资人画像的做法，不是给公司归类。本文把它单独列出来，是因为它提供了一个方法上的反面参照：同一套「分类」逻辑，换一个对象就换了结论。给投资人分类时，按他此刻的处境比按他的赛道标签更准；那么给公司分类时，按它此刻在产业链上的真实位置，是不是也比按它的赛道标签更准？本文认为是，而这正是第6节那张表逐条要问的东西。

记忆点 · KEY POINT

筐不是自己挑的，是举证到对方认可的。

6. 工具：归类自查表

前五节压成一张表。表4列出十二条可以从外部观察到的信号。用法是：逐条看这条信号目前指向哪个筐，然后看十二条是不是指向同一个。指向越分散，被归进残余筐的风险越高。

这张表刻意只收外部可观察的信号。一家公司怎么描述自己不在表里——自述不是证据，第3节的整篇机制说的就是这件事：筐是别人给的。

表4的十二行分为三组。第1至5行是制度给的筐：预算、目录、验收、统计码、监管归口。这一组最硬，也最难改，但是它可查、可举证。第6至10行是市场给的筐：招聘、竞品、媒体、展区、标准。这一组会随时间漂移，而且通常比事实滞后。第11、12行是交易对手给的筐：上游怎么计价，投资人手里有什么。

用法上有一条判据：十二行里指向不一致的那几行，就是这一轮要先处理的地方。不是去改事实，是去补证据——把指向你想要的那个筐的信号，做到可查、可引用、可复核。

对第12行多说一句。它常被忽略，但它是最快的一条：一位投资人手里已有的组合，就是他脑子里那份可比公司清单。3.2节的研究说明，可比集合直接决定数字

[9][12]。所以同一份材料给两位投资人，得到两个评价，多数时候不是他们对公司的看法不同，是他们手里的清单不同。

记忆点 · KEY POINT

自述不算证据。筐是别人给的，只能靠外部信号去举证。

7. 一个可以被推翻的命题

本文的主张可以写成一个命题，并说明什么证据能推翻它。

命题。如果一家公司在表 4 的十二条外部信号上指向分散（落在两个以上的筐），那么在同一轮融资里，不同机构给出的估值区间离散度应当显著高于信号集中的公司；并且它被归进「其他 / 未分类」这类残余筐的概率更高。

推论一（体系层面）。任何一套用于取可比公司的公开分类体系，其最细一层里都应当存在以「其他」「未另分类」开头的残余类别，而这些类别下的成员之间相似度应当低于非残余类别。表 3 已从 NAICS 2022 的官方定义文件里抄出两条残余类别 [16]，与推论一致。如果哪一套主流分类体系不存在残余类别，或者其残余类别的成员相似度并不更低，推论一被削弱。

推论二（评价者层面）。在同一个分类体系下，覆盖某一类别的分析师或投资人数量越少，该类别下公司的估值离散度应当越高。这是 Zuckerman [4] 结论在一级市场的平移。如果观察到覆盖人数与估值离散度无关，本文的机制说明需要修改。

推论三（方向层面）。归类的影响应当是双向的：被归进一个高倍数的筐会抬高估值，被归进一个低倍数的筐会压低估值。如果观察到归类只在一个方向上起作用——比如只见抬高不见压低——那么被观察到的就不是分类效应，而是别的东西（例如选择性披露），命题需要改写。

什么证据能推翻这个命题：需要带公司标识、带分类字段、带多机构报价的数据集。本文没有这样的数据，也不去构造。第 9 节把这条列为空缺。推论一已经用一份公开文件检验过一次，结果是没有被推翻；推论二与推论三还没有人在一级市场上检验。

归类要是只往上抬不往下压，那就不是分类效应。

8. 边界与反例

一个只有正面例证的框架不值得信赖。以下四类情形，是本文的主张已知会失灵、或需要反过来读的地方。

反例一：争归类不是挑归类。最危险的误用，是把本文读成「去找一个倍数高的筐，然后把自己说成那样」。庚辛研究院的原句把这条堵死了：

「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。」

「反过来，先押一个数字再倒着找理由，等于把整轮建在沙子上。」

——庚辛官网 /institute.html [1]

而且第 2.3 节已经说明，早期公司「事实层面也确实像那个行业」[1]——这意味着按事实归类得到的那个筐，通常是对的。争归类只有一种正当形式：把支持另一个归类的证据补齐到可查、可复核，然后交给对方判断。补不齐就不争。

反例二：分类装置不是定价装置。归类只决定用哪把尺子，不决定量出来多少。一家公司进了一个平均倍数更高的筐，如果它在那个筐里排在后面，结果可能还不如在原来的筐里。庚辛研究院的表述是「价格带是分类框架，不是估值承诺」[1]。本文沿用这条边界：表 4 是一张自查表，不是一张增值表。

反例三：模糊不总是坏事，而且筐会滞后。这一条有两层。

第一层：Pontikes [7] 的研究显示，模糊的分类对投资人这一类受众可能是加分，因为他们买的是可能性。所以第 3.1 节说的折价不是普适的——它在客户、采购方、监管那里成立得更硬，在早期投资人那里可能反过来。

第二层更重要：分类体系的更新速度慢于产业的变化速度。表 2 里的官方统计体系以五年为量级修订。同系列的通讯论文 GI-WP-2026-P3 论证过产业链上的价值正在向感知与执行零部件一侧迁移 [3]；如果价值在移动而筐没有跟着动，那么在某一时间里，正确的归类可能在任何一套现行体系里都不存在。Hoberg 与 Phillips [15] 用公司自己的产品描述文本重建行业边界，正是对这个问题的一种回应。本文的表 4 因此不要求所有信号指向同一个现成的筐，只要求指向一致——如果十二条信号一致地指向一个现行体系里没有的位置，那是一个信息，不是一个错误。

反例四：五个筐是本文的切法，不是唯一的切法。第 2.1 节的五段划分是为了说明定价逻辑沿产业链变化，它没有官方地位，也不对应表 2 里任何一套体系的层级。

把它当成一个标准来用会出错。本文用它做的唯一一件事，是说明「越靠近材料端看壁垒、越靠近场景端看收入」这个梯度的存在；梯度本身在第 3.2 节引的估值研究里有间接支持，但是五段的具体切点没有。

十二条信号一致地指向一个现行体系里没有的位置，那是信息，不是错误。

9. 这套说法在什么范围内成立

一、对象范围。本文讨论的是一级市场里的硬科技公司在融资过程中的归类问题。二级市场的行业分类有交易所与指数编制方的强制规则，机制不同；成熟行业里公司的归类争议本来就少，因为收入结构可以说话。本文不作外推。

二、分类体系的地域范围。表 2 与表 3 用的三套体系，两套是美国的，一套是英国机构发布的全球体系。其他法域有自己的分类体系，代码与层级都不同。本文用它们说明的是「分类体系有构造、有粗细、有残余筐」这个形状，不是任何一个具体代码的归属建议。任何公司的实际统计归类以其所在法域的官方规则为准。

三、文献的场景差异。第 3.1 节引的范畴化研究，场景是上市公司与分析师 [4]、电影市场 [5]、以及若干消费与产品市场 [6][7]。把它们平移到一级市场是本文做的，原作者没有做。第 3.2 节引的估值研究，样本以美国上市公司为主，一级市场没有连续报价，倍数法的适用性本身就更弱。两处平移都写在这里，不藏在正文里。

四、证据强度。表 2 与表 3 的每一个数字与每一句原文，都来自公开文件，可复现。层级数是本文逐行数出来的，定义句是逐字抄的，本文没有改动任何一个字。表 1 与表 4 是本文的归纳，未经独立实证检验。第 5 节的原句全部取自庚辛研究院的公开表述，按可分类性重排是本文做的。

五、它不能做什么。本文不给任何公司的归类建议，不给任何倍数、区间或估值水平，不比较任何两个类别的估值高低，也不构成投资建议。表 4 是一张问题清单。

六、一个诚实的空缺。本文没有做的是：用带公司标识与分类字段的数据集，统计「归类分散」与「估值离散度」之间的关系。这需要把具体公司放进具体代码，而本文的材料不支持，也不适合由本文来做。在这项工作完成之前，第 7 节的命题是一个可被证伪的工作假设。

本文不给任何公司的归类建议。表 4 上的是问题，不是答案。

10. 结论

一条产业链，至少有五个筐；造筐的至少有五家，而且它们互相不通报。一家公司落在哪个筐里，决定了它被拿来和谁比。

组织社会学说，评价者按范畴分工，跨范畴的对象被系统性打折，因为没有人知道该用哪把尺子量它。估值研究说，可比公司一换，数字就换；而可比公司通常直接照抄某一套产业分类。三套公开分类体系逐行数下来，最细一层从 83 个到 1,012 个，同一个经济体的分辨率相差十二倍。同一份官方定义文件里，同一类器件因为测的变量是不是「压力」，落进两个在四位数层就已经分家的类别；而以研发为主的公司，会被整个归出制造业。

回到第 1 节的两个问题。

为什么同样一份材料，在这家机构被夸，在那家机构被问倒。多数时候不是他们对公司的看法不同，是他们手里的可比公司清单不同。清单来自各自脑子里的那个筐，而那个筐是在看材料之前就已经装好的。所以要处理的不是材料，是筐——先问清楚对方把你放在哪一栏，再决定拿哪一套证据出来。

归类该不该主动去争。该，但只有一种争法。不是挑一个倍数高的筐然后把自己说成那样——那是「先押一个数字再倒着找理由」[1]。正当的争法是：把表 4 那十二条外部信号里指向不一致的几行找出来，逐条把证据补到可查、可复核，然后交给对方判断。补不齐就不争，因为自述不算证据。

三句话可以概括全文：

1. 筐决定尺子，尺子决定数字。价格谈判开始之前，这件事已经发生过了。
2. 跨筐的公司不是两边都算，通常是两边都不算；而残余筐是折价最深的位置。
3. 筐不是自己挑的，是举证到对方认可的。自述不算证据。

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。按来源等级分组：一手材料为庚辛研究院对外公开表述，二手文献为同行评议文献与公开分类体系文件。下列各条于 2026-09-22 用统一脚本逐条发起真实请求核验可达，本表不列任何未经核验的条目；逐条结果见写作说明。

一手材料（庚辛研究院对外公开表述；本文引用的原句均出自 [1] - [3]，未作改写）

[1] 庚辛研究院（2026）·庚辛研究院官网（含「先分类，再谈价」「找钥匙」「0—1000 亿美元估值带分析框架」各节及随笔篇目）·庚辛资本官方网站. <https://glacier.mba/institute.html>（访问日期 2026-09-22）

- [2] 庚辛研究院 (2026) . 0—1000 亿美元估值带：一级市场的分段结构. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P1.
<https://doi.org/10.5281/zenodo.22869076> (着陆页
<https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P1.html>, 访问日期 2026-09-22)
- [3] 庚辛研究院 (2026) . 具身智能的价值迁移：从整机到感知零部件. 庚辛研究院通讯论文 GI-WP-2026-P3.
<https://doi.org/10.5281/zenodo.22869163> (着陆页
<https://glacier.mba/research/GI-WP-2026-P3.html>, 访问日期 2026-09-22)
- ### 二手文献（范畴化与市场评价）
- [4] Zuckerman, E. W. (1999) . The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount. *American Journal of Sociology*, 104(5), 1398 – 1438.
<https://doi.org/10.1086/210178>
- [5] Hsu, G. (2006) . Jacks of All Trades and Masters of None: Audiences' Reactions to Spanning Genres in Feature Film Production. *Administrative Science Quarterly*, 51(3), 420 – 450.
<https://doi.org/10.2189/asqu.51.3.420>
- [6] Hsu, G., Hannan, M. T., & Koçak, Ö. (2009) . Multiple Category Memberships in Markets: An Integrative Theory and Two Empirical Tests. *American Sociological Review*, 74(1), 150 – 169.
<https://doi.org/10.1177/000312240907400108>
- [7] Pontikes, E. G. (2012) . Two Sides of the Same Coin: How Ambiguous Classification Affects Multiple Audiences' Evaluations. *Administrative Science Quarterly*, 57(1), 81 – 118.
<https://doi.org/10.1177/0001839212446689>
- [8] Vergne, J.-P., & Wry, T. (2014) . Categorizing Categorization Research: Review, Integration, and Future Directions. *Journal of Management Studies*, 51(1), 56 – 94.
<https://doi.org/10.1111/joms.12044>

二手文献（可比公司估值与产业分类体系）

- [9] Alford, A. W. (1992) . The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30(1), 94 – 108.
<https://doi.org/10.2307/2491093>
- [10] Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995) . The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059 – 1093. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04050.x>
- [11] Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002) . Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135 – 172. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>
- [12] Bhojraj, S., & Lee, C. M. C. (2002) . Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 407 – 439.
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00054>
- [13] Bhojraj, S., Lee, C. M. C., & Oler, D. K. (2003) . What's My Line? A Comparison of Industry Classification Schemes for Capital Market Research. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 745 – 774. <https://doi.org/10.1046/j.1475-679X.2003.00122.x>
- [14] Chan, L. K. C., Lakonishok, J., & Swaminathan, B. (2007) . Industry Classifications and Return Comovement. *Financial Analysts Journal*, 63(6), 56 – 70. <https://doi.org/10.2469/faj.v63.n6.4927>

- [15] Hoberg, G., & Phillips, G. (2016) . Text-Based Network Industries and Endogenous Product Differentiation. *Journal of Political Economy*, 124(5), 1423 – 1465.
<https://doi.org/10.1086/688176>

公开分类体系文件（表 2 与表 3 的出处）

- [16] U.S. Census Bureau (2022) . 2022 North American Industry Classification System (NAICS)：官方结构文件与定义文件.
https://www.census.gov/naics/2022NAICS/2022_NAICS_Structure.xlsx 与 https://www.census.gov/naics/2022NAICS/2022_NAICS_Descriptions.xlsx (访问日期 2026-09-22; 表 2 的层级数由本文从结构文件逐行统计, 表 3 的代码名称与定义原文逐字取自定义文件)
- [17] Occupational Safety and Health Administration, U.S. Department of Labor (n.d.) . SIC Manual (Standard Industrial Classification)：部门与大类结构页. <https://www.osha.gov/data/sic-manual> (访问日期 2026-09-22; 表 2 的 10 个部门与 83 个大类由本文从该页统计)
- [18] FTSE Russell / LSEG (n.d.) . Industry Classification Benchmark (ICB) 官方说明页. <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/industry-classification-benchmark-icb> (访问日期 2026-09-22; 表 2 的 11/20/45/173 四级结构取自该页公布的数字)

核验说明：[1] – [3] 与 [16] – [18] 于 2026-09-22 经 HTTP 抓取核验可访问 ([16] 的两个文件均返回 200 并已下载解析)；[4] – [15] 的 DOI 逐条向 doi.org 发起请求并向 Crossref 取回题名，题名与本表一致，DOI 均可解析。核验用的是 `_仓储/_build/refcheck.py` 的 `check()` 函数，逐条结果见写作说明第四节。

JEL 分类 / JEL Classification: C81 (Methodology for Collecting, Estimating, and Organizing Microeconomic Data · Data Access) , G24 (Investment Banking · Venture Capital · Brokerage · Ratings and Ratings Agencies) , G32 (Financing Policy · Financial Risk and Risk Management · Capital and Ownership Structure · Value of Firms · Goodwill) , L22 (Firm Organization and Market Structure) , L25 (Firm Performance: Size, Diversification, and Scope)

引用的庚辛官网原文出处

全部官网引文取自 [1] <https://glacier.mba/institute.html> (抓取日期 2026-09-22, 剥去注释、脚本、样式与标签后的纯文本, 共 6,184 行)。行号指该纯文本的行号, 逐条见写作说明第一节。具体段落:

- 「先分类，再谈价」全篇（「比分类更早的一步，是被谁分类」「价格带是分类框架，不是估值承诺」「因为价格是结论，不是起点」「最常见的错，是拿上一段的答卷去考下一段的题」「那么，价格带在谈判桌上到底有什么用呢？给对方一把尺子」「会不会有公司天生就该在更高的带子里」「先押一个数字再倒着找理由」）
- 「创始人常问我们：这一轮该报多少？」与「我们先把看法说在前面：这个问题问早了」
- 投资人画像相关（「目前看，按处境分类比赛赛道分类命中得多」）

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通讯论文，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。