

明曜投资董事长曾昭雄

几年前去健身房的人多了，然后越来越多人戴上蓝牙耳机边听边锻炼；买第一部华为、苹果手机的时候，你是否将这些转化成投资思路呢？.....对投资而言，国家产业政策指向投资的“星辰大海”；而14亿中国人巨大的消费市场，用通俗点的话来说，就是“七情六欲”，别看这简单的八个字，里面蕴含着巨大的投资机会。

深圳明曜投资董事长曾昭雄接受券商中国记者采访时，总是喜欢用简单而又一语中的的话语，来描述资本市场。这位投身资本市场30年的老将，将终身学习视为自己的生活习惯和最大爱好，在他看来，投资一定要回归本源，赚社会变革和企业成长的钱。

无论是中小企业股权投资，还是A股市场、境外股市；无论是硬核科技，还是消费医药、现代服务业，曾昭雄都有属于他自己的“认知体系”。

对患上“融资依赖症”的企业敬而远之

券商中国记者：

能否简要介绍一下你们投资新三板的大致情况、经典案例以及核心投资理念？

曾昭雄：

从新三板到北交所，我更愿意将其统称为中小成长企业的股权投资市场。新三板2014年推出，2014年四季度明曜投资就开始通过新三板投资中小成长企业股权了。

我们的立足点是：选择代表未来10年方向的细分行业龙头，且要有很好的商业模式和技术、执行力、股权文化，战略清晰。由于更规范和透明，通过新三板进入这一领域投入产出比好，这一过程中，明曜投资始终践行“与朝阳共成长”的投资理念

我们首先坚持价值投资，不做天使轮，倾向于A轮和B轮，因为这个时候企业的团队、战略和产品初步定型，价值业基本显现出来了。反映在财务指标上，开始产生经营净现金流。当然，我们也不做最后一轮上市前的投资，这个时候企业的估值已经很高了，部分反应了IPO溢价。

我们非常看重企业的经营净现金流，即便是短期现金流为负而不能马上改善的企业，我们也不会投资。对那些依靠一轮又一轮的融资去发展的企业，我们会敬而远之。同时，我们不认为自己有过人的新技术辨别能力，纯粹烧钱的项目，我们也坚决不投。

成功的投资源自信任和长期陪伴

券商中国记者：你们选择投资标的背后的理念主要有哪些？

曾昭雄：

我们的确投资了不少好企业，比如在动力电池的原材料这一块，我们2014年便坚信电动车对传统燃油车的替代是大势所趋，也坚信磷酸铁锂的成本和安全优势。于是，投资当年的磷酸铁锂龙头企业。从一开始，我就非常欣赏创始人能够克服任何困难、百折不挠的勇气和韧劲。一年后企业就上报了IPO材料，当时股价扶摇直上，严重脱离了当时的内在价值，在热潮中我们选择了退出2/3的投资。其后，产业政策突变，企业被迫撤回IPO申请，加上新三板市场波动大的相互作用下，这家企业股价一度下跌80%，PB跌至0.2、0.3倍。此时，基于一开始时的信任，我们不仅没有放弃，反而逢低大手投资，投资比例远超初始投入。在多年与逆境的拼搏中，我们和企业成为了很好的朋友。在最困难的时候我们一直陪伴着他们，通过对行业的超前认知，坚定了企业曙光已现的信心，并支持企业做出正确的战略选择。从底部加仓到现在，两年时间在这个项目上我们已为投资人获取超过5倍的回报，假如从7年前初始投资算起，我们整体投入的回报率达到15倍。

对这家企业第二次投资的信心一定程度上来源于2016年底在美股市场为客户重点投资了特斯拉，以及对其长达5年的研究。至今我们客户的美股组合仍有15-25%投资在这家伟大的公司。2016年刚买入3个月我们已获得超过1倍的账面回报，但到了2018年底却降低到10%。此时，在误解、破产恐惧和历史最严重的做空中，我们继续相信马斯克对“第一性原理”坚持；继续相信特斯拉全面领先技术构筑的护城河；继续相信生产赶不上订单的特斯拉如茅台一样稀缺。至今5年，客户的初始投入部分已获得超过35倍的收益，但这绝不容易，是一个跌宕起伏的过程。虽然我们的投资对特斯拉而言只是九牛一毛，但我们已陪伴特斯拉走过多种“地狱”，多次向死而生。

这些告诉明曜投资：无论是A股、美股，还是中小企业股权投资投资都不是基于所谓的市场热点，而是立足于长期景气下杰出企业的顽强生长。成功的投资源自于对杰出企业的信任和长期陪伴。

星辰大海和七情六欲

券商中国记者：你最看好哪些赛道的投资机会？

曾昭雄：

刘慈欣一句“说好的星辰大海，你却给了我Facebook！”成为经典，Facebook为代表的移动互联网一定程度上是奶嘴文化的缩影。然而，两者并不矛盾，星辰大海

需要像果断把握百年未有之大变局推动民族伟大复兴的领导人的睿智和毅力，也需要像自小立志实现人类从单星球生物向多星球生物蜕变的工程师的远见和执行力，这样的人物是伟大却少有的。推动人类进步的大部分动力源自于对人贪婪的“七情六欲”的追求与满足。“星辰大海”和“七情六欲”其实并不矛盾。与之对应，我们最看好的是两大方向：硬核科技和现代服务业。首先谈谈服务业，很多人说中国应该学德国和日本，大力发展高端制造业，这当然没错！但我们千万不能忽视服务业，中国是幅员辽阔、全球人口最多的大国，不能简单地学小国寡民的日本和德国。当经济成熟到一定阶段之后，服务业必然超越制造业成为经济体最大的一个部门。低端服务业和传统服务业不是我们关注的重点，我们看好的是现代化的、高端的、附加值高、科技含量高的现代服务业。服务业就是以没有固定产品形态的劳务满足人吃饱穿暖之上的高级需求，也就是满足人的“七情六欲”的产业。

互联网现在划入信息技术产业，究其实质也是服务业。比如沟通、社交、视频、外卖都是服务功能的体现。科技进步最大的驱动力其实是人的需求，在数字化、智能化、移动互联网以致未来元宇宙为代表的互联网3.0时代，科技和服务越来越交织在一起，科技满足人的七情六欲，改变人类未来。

我们投资了国内一家从事专利和商标等知识产权服务业务的龙头企业，它是典型的科技服务业。专利这个行业不大为人所知，在中国经济提高专利密度的过程中，大量的专利编写与申报，都需要专业的专利代理人。

专利编写是知识丰富、含金量很高的工作，既要明确指出专利的独特之处又要从尽可能多的角度对专利进行保护。华为就聘请了多家第三方专利服务机构负责专利申报和保护。在专利这个领域，有一个非常奇特的现象，当创新被某项专利阻碍的时候，进攻者可以申请原有专利的无效。实际上，专利的保护与突破、有效与无效是对立统一的矛盾体，共同推动着科技的创新进程。

很多专利产品与市场是脱节的，比如大学和科研机构虽然有很多专利，但可以授权出去让企业进行产业化和商业化的却很少；同时，也有很多大公司受限于战略的选择，将很多有价值的专利闲置一旁。这些专利完全可以在市场上进行交易，让有能力的企业实现其商业价值，这也意味着未来专利的产权交易市场非常具有想象空间。

我们投资这家从事专利服务业务的领先企业，虽然目前没有太大收益，但完全可以预见，这将是一项成功的投资。

企业创始人必须补上财务管理这一课

券商中国记者：你们看待一家企业创始人的时候，最看重哪一点？

曾昭雄：

投资一家中小成长企业，很大程度上是投资这家企业的创始人和管理团队。虽然很多企业的商业模式看起来很好，创始人也很有斗志，但如果这家企业财务管理不当，负债率高、库存很多，且现金流很差，它抗财务风险的能力很差。一旦业务发展出现瓶颈或宏观环境出现恶化，我们的投资可能就会打水漂。对存在财务困难的企业，无论是作为企业决策者，还是投资人，都得问一句：财务危机的内在原因是什么？是企业发展本身遇到了很大瓶颈？还是商业模式无法复制？或者是企业运营存在明显纰漏？

如果一个企业创始人眼中只有企业的发展，但不重视财务管理，这样的企业，明曜投资也不会投。A股市场曾经有一家的企业创始人，非常擅长于讲PPT，故事听起来超级完美，当年可谓如日中天、炙手可热。我们曾对其下一家科技公司进行了投资，后来当发现企业财务上并不健康，及时通过法律手段收回了初始投资。

任何一家企业，一旦进入正常运营阶段，创始人一定要补上财务管理这一课，否则就是商业模式的教授级水平，甚至是并购重组的高手，但财务管理却是个小学生，注定要吃大亏的。A股市场也曾经有一家在高分子新材料两个热门赛道技术领先的明星企业，企业创始人好高骛远、多线作战、玩高杠杆，最后企业做黄了，退市了。这也是不注重财务管理的恶果，其实是很可惜的。

产业变迁的机会就在我们身边

券商中国记者：投资本质上是赚什么样的钱？如何发掘投资机会？

曾昭雄：

我秉持的是成长型价值投资，在我看来，投资本质上是赚社会变革和其潮流下企业发展的钱。我刚进入证券市场的时候，苦学过一段时间的技术分析，后来发现技术分析有一个致命的缺陷，认为历史会简单的重复。但其实资本市场的历史，根本不会简单地重复，这就是最大的现实。

社会和企业都是在持续发展的，未来不会简单重复，随着时间的流逝，股票市场的估值中枢是不断抬升的。你去仔细研究美国股市百年历史，研究A股市场30年来的历史，就会得出历史根本不会简单重复这个结论。

从长期投资的角度来讲，明曜投资不会片面地押注某一两个行业，不会单纯地去赌某个方向，而是在多个可投资的方向里面，找到真正的好公司。比如当下火热的元宇宙，我们认可未来已来，但一定要通过深入研究和持续跟踪，找到其中某个细分领域里有先发优势的公司，而不会瞎炒概念。

真正能改正社会趋势的行业或企业，其实一般人只要用心，都是能感受得到的。你如果把它落实到投资上，恭喜你，你就会获得好的回报。比如前几年兴起健身热，你去买安踏、李宁的股票，或者看到苹果耳机的兴起去买其代工厂的股票，都会赚得很嗨。再比如我买第一部苹果手机的时候，我就会想：谁给苹果手机代工？哪些零部件是A股上市公司生产的？循着这样的思路，我确实挖掘到了好几只苹果产业链的牛股。

产业变迁的机会就在我们身边，只不过，你要能够感受到这种趋势，当你发现这些趋势的初始阶段时，首先不要抗拒，而是要学会接受、学会思考。

不要试图去战胜“聪明人”

券商中国记者：你如何定义自己的角色？如何做到终身学习？

曾昭雄：

我把自己定义为两种角色，当然其实说的是一回事：做投资的人、喜欢学习的人。做投资最大的乐趣，在于我们随时可以研究这个社会到底有哪些新的东西，相对早地了解并预测到未来的趋势，落实到投资上和生活中的行为，就会获得成功或者不容易出错。这就相当于一个学生努力学习，最后考上了清华、北大，这种满足感是无以言表的，所以我一直督促自己，做一个终身学习者。

我每天都要阅读大量资料，坚持每年看10到20本好书。学习本身就是一种获得幸福感的方式，从事投资这项事业也驱动我不断学习。我觉得我们做投资的人，除了给信任我们的人创造财富外，也是通过资源配置推动社会的变革。

我高中数理化都很好，尤其喜欢物理。由于立志“经济报国”大学选择了经济学。如果再有一次机会选择的话，我会选择天体物理学专业，看了刘慈欣的《三体》之后，你会抑制不住探索宇宙的冲动。

券商中国记者：股票市场每天涨涨跌跌，你是如何控制自己的情绪的？

曾昭雄：

我们除了投资A股、港股，也投资美股市场，晚上我也会关注一下美股，但我看行情的时间很少，主要是花在研究上面。

你如何控制自己不去看行情的涨涨跌跌？看行情有意义吗？与此同时，我们又肩负着帮客户理财的责任，晚上11：30以后，能够控制自己不看美股行情吗？

这些看似极其简单的问题，谁都知道看那一眼行情其实根本没太大的意义。但你就

是忍不住去看一眼，这会影响自己的情绪和投资决策。如何克服自己的这种冲动呢？其实做A股除了需要下单交易指令的前后，我也不怎么看盘。看盘如低头拉车，人更需要抬头看路。

回到一个原初的问题：你买卖股票的立足点是什么？是公司基本面！买卖的决定不是基于短期股价的涨跌，对于明曜投资来说，我们买股票之前，本来就是打算持有至少两到三年，所以我们不会太关注短期的涨跌。

过于关注实时行情会感染到太多短期躁动或负面信息，是对投资者自我情绪控制能力相当高的挑战。投资比拼的还是认知能力，我最近学习了《美股70年》，通过对美国股市长周期历史的透视，让自己的内心沉静许多。我在闲暇时间很少刷刷，刷刷是很开心的事情，但太容易让人满足的事情，往往收获也最少，延迟满足就是这个道理。

当我们明显知道一个东西的“好”与“坏”的时候，就尽量去做“好”的事情。

在股票市场，谁都想跑得更快，这个市场充满了神话，从几十万做到几个亿的传奇很多，每天都有涨跌停板，太多的人想着下个季度哪个板块涨幅最快？市场上的聪明人很多，要战胜聪明人是很难的。

看清这些，我们就把目标定为三到五年，给客户id提供超过市场大部分人的收益率，这是大概率事件，相对来说也是比较简单的。

责编：战术恒