曹剑飞：掘金成长股

七年磨一剑，在冷板凳上，沉下心来研究，曹剑飞炼就了一双发现成长股的火眼金睛，这为他之后管理基金，成就“成长股之王”打下了坚实的基础。

文 | 本刊访谈主笔 马力

近一百年来，总有一些公司站在技术革命和社会发展的浪潮之巅，如苹果、英特尔、谷歌、亚马逊、辉瑞制药等，这些公司成为时代的幸运儿，股价上涨千百倍，对于一名投资者来讲，最幸运的莫过于赶上一波大潮。

“历史大潮就在眼前，我们不该视而不见，而是要寻求一种科学有效的方法，掘金浪潮之巅的大牛股，搭上这趟带来财富巨变的时代列车。”曹剑飞凝视远方，窗外陆家嘴正风起云涌。

上海滩，世界的金融中心，这里有一流的基金公司，资本如滔滔江水永不休；这里也不乏传奇的投资故事，众多大佬掘金财富。其中，曹剑飞的投资故事很独特，作为 2009~2014 年公募基金五年期业绩冠军，他因一直坚守成长股投资理念，被业界称为“中国成长股之王”，如今他正践行用“智能基本面”的方法，在不确定的世界中寻找确定性的投资机会。

信息时代，新技术手段带来新信息源。比如“聪明投资者”利用卫星在空中抓取到沃尔玛超市门前购物车流的信息；利用手机信号的热点，分析出特斯拉工厂工人的加班时间；利用爬虫技术，收集到消费和教育等行业在网上的经营数据。“这些信息快速、实时更新、更为客观全面，为投资提供了精准及时的决策依据，是对传统基本面分析方法的一次革命性迭代。如今已是大数据时代，这套投资方法将会引领未来。”曹剑飞笃定地对笔者说。

大牛股在哪里

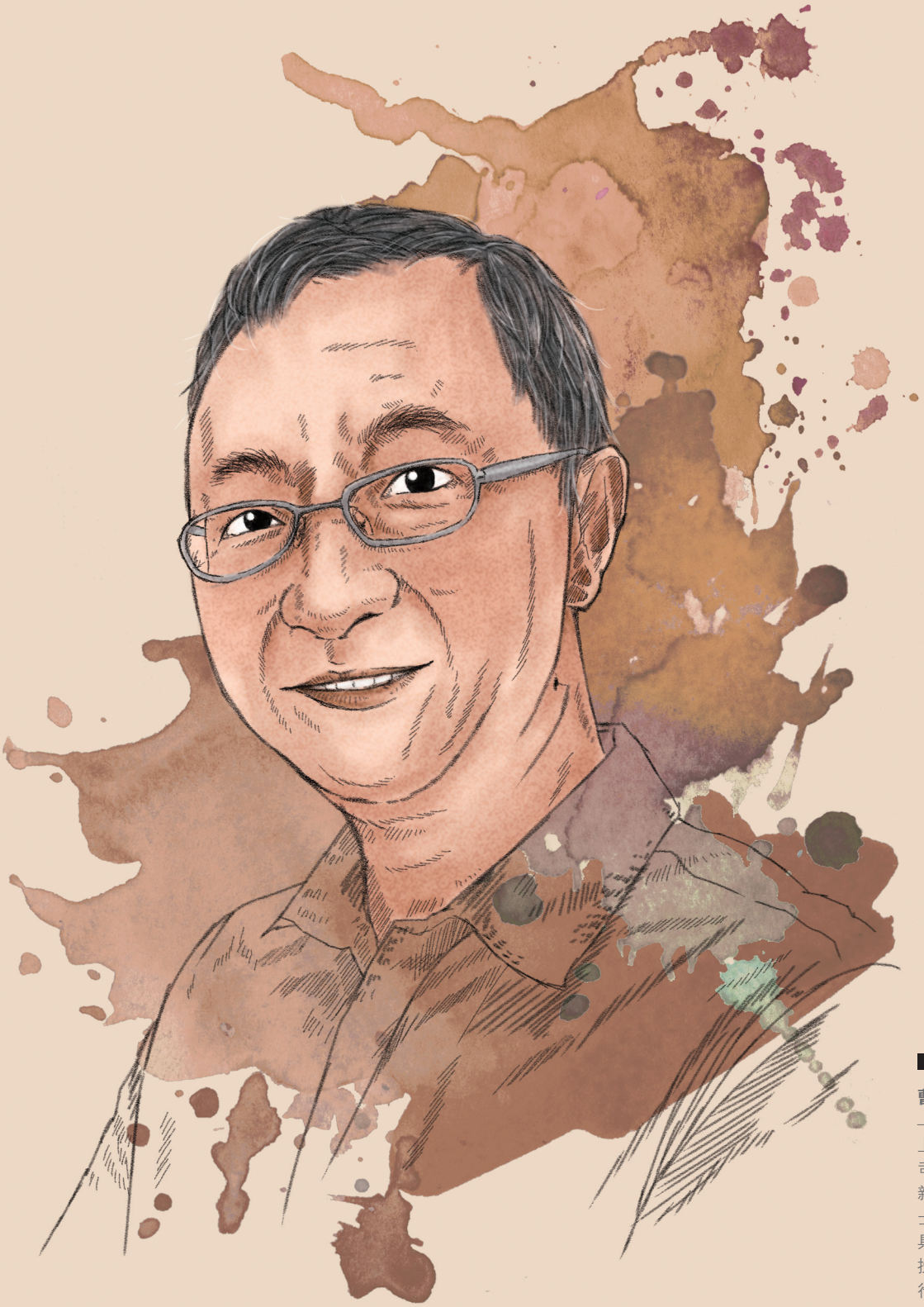
“科技、医药、消费是这个时代大牛股的摇篮，这与康波周期相关。”曹剑飞说。

他笃定这轮波澜壮阔的科技股大牛市，则源于 25 年前求伯君和雷军在南开大学的一次演讲。

“前有微软，后有盗版”，当时的 WPS 在夹击之下跌入谷底几近倒闭。也就是这个时期，正在南开大学读计算机专业的曹剑飞第一次与 WPS 相遇。

“最旺盛时有两百多人在工作，可是到 1995 年最困难时却只有二十几个人，但是为了心中的梦想，为了实现自主国产软件的崛起，即使卖房子筹钱，即使全部代码重写，也会坚持。因为他们坚信科技可以改变世界，可以赢得未来，有无限的可能。”曹剑飞回忆起求伯君和雷军在阶梯教室讲浪潮之巅，讲科技的力量，仍激动不已。

与 WPS 再次相遇，已是 2019 年的 11 月 18 日。这一天，黄浦江畔一声锣响，金山办公



曹剑飞

上海金犖投资管理有限公司董事长、创始合伙人，新加坡国立大学统计学硕士、南开大学经济学硕士，具有 18 年证券从业经验，投资和管理经验丰富，奉行“价值成长”的投资理念。曾任农银汇理投资总监，2009~2014 年公募基金五年期业绩冠军。

插画 | 网中鱼

终于叩开科创板的大门，开盘价上涨超 200% 至 140 元 / 股。

作为基金经理的曹剑飞已经成功投资了金山办公，并收获丰厚。在他看来，20 多年来，虽因坚持 WPS，令金山错过了同时期马化腾、马云们开始创业的整个互联网时代，几经沉浮；但也因为坚持，WPS 有了核心的科技，超过 3 亿用户，覆盖 220 个国家，每天超过 5 亿个文件在平台上被创建、编辑和分享。尤其在“软件时代”向“云办公时代”转变的浪潮中，它将会成为一家浪潮之巅的伟大公司。

冷板凳七年磨剑

“十年寒窗无人问，一举成名天下知。投资科技股也是投资一个坚持梦想并最终取得胜利的励志故事。”曹剑飞的投资感悟来自他个人的成长经历。

曹剑飞从小就想成为一名科学家，偏爱数学、物理、生物等学科。他在中学时接触到计算机编程，并在后来考入南开计算机系，继而到新加坡国立大学继续深造统计学。

在新加坡国立大学学习期间，曹剑飞研究的一个课题是：如何使用数据对指数进行分析和预测，在他的论文《用非参数统计方法预测股指波动》中，构架了市场流动性、情绪、基本面等多个维度的数据模型，希望来论证一套可以预测指数涨跌规律的公式。这可以说是曹剑飞利用大数据投资思想的雏形，并为他之后践行智能基本面投资做好了准备。

千禧年后，曹剑飞成为基金公司一名成长

1

2

股研究员，正式开始了投资生涯。所谓成长股，是指那些虽然短期内无法获得高额股利或其他优惠条件，但未来前景看好的股票。这背后的潜台词是，比起蓝筹股，成长股并没有确定性。但寻找成长股并非易事。

2000 年后的中国，正在经历一次基建大繁荣，是周期股和蓝筹股的天下，煤炭、汽车、电力、银行与钢铁是那个时代的“五朵金花”，这些蓝筹股因机构投资者的集中持有而暴涨，科技、医药等成长股在市场上并不受重视，曹剑飞也因此坐上了冷板凳。

在南开学习过世界经济史的曹剑飞有不同的认识：“纵观历史，世界主要市场的成长股分布在 IT、消费服务和医疗三个行业，汽车和电脑是过去 100 年里最让社会心动的技术进步：在 1914~1928 年间，汽车在城镇中的市场渗透率从 10% 上升到 90%，支持它的就是制造业中的装配流水线革命。2000 年纳斯达克互联网泡沫无疑是大牛市中典型的‘新兴泡沫’，也是计算机牛市的顶点。2000 年之后，个人电脑的生产国从欧美最终转向了中国。因此我坚信在中国的成长股中也会诞生像微软、思科那样伟大的公司。”

曹建飞挖掘的第一只成长大牛股就是用友网络。

当时，基金公司对调研成长股提供的经费很少，为了持续跟踪调研用友，曹剑飞经常乘坐从上海到北京的绿皮火车，夕发朝至，以省下时间和住宿费。一次次的调研，曹剑飞发现虽然用友的财务数据有波动，也面临着被 SAP、甲骨文等国际巨头封杀的可能，但它开发了第一个面向互联网时代电子商务的集团管理解决方案产品 ERP，打破了国内中高端市场长期被国外厂商垄断的局面，受到了国内大中型企业的欢迎，伴随着国内越来越多企业的成长，软件市场会不断扩大，这完全符合成长大牛股的条件。

用友网络后来的发展也证明了曹剑飞的判断是正确的。七年磨一剑，在冷板凳上，沉下心来研究，曹剑飞炼就了一双发现成长股的火眼金睛，这为他之后管理基金，成就“成长股之王”打下了坚实的基础。

1 在陆家嘴的办公室，曹剑飞阅读《伟大的博弈》。

2 曹剑飞将《彼得 . 林奇的成功投资》一书视为投资成长股的圣经。

成长股之王的逻辑

“挖掘成长股是我和企业相互成就的一个过程，我见证了它的发展，投资理念不断成熟；而企业也得到了宝贵的发展建议和资金。”曹剑飞对成长股的投资越来越自信，“精准”“敏锐”成为他身上的标签。

在曹剑飞看来，2008 年世界金融危机后，中国面临的经济转型与增速放缓的大背景，类似于 20 世纪 70 年代的日本和 80 年代的美国。他和团队研究后得出结论：到 2020 年，中国股市市值结构会发生较大变化，其中周期性行业总市值会降低 17%~20%，而消费和科技等成长性行业总市值会上升 17%~20%。成长股会大有机会。

曹剑飞在投资成长股的过程中，最看重上市公司营业收入的增长速度。收入的高速增长，亦能降低投资成长股的风险，倘若上市公司的主营业务没有高速增长，成长的质量会有问题。其次，该公司所处的行业要足够大，没有明显的“天花板”。另外，公司治理结构要规范，团队从高管到普通员工，都应该具备诚实、务实、进取等特征，企业立足于长期发展，而不是赚一票就跑。

在投资中，曹剑飞形成了独一门的“成长股估值策略”，当市场流动性宽裕，监管周期转向宽松时，会大幅度提高成长股的风险偏好，而流动性环境的改善则会进一步支持成长股的估值，形成了估值扩张；反之则是估值收缩。因此成长股到底是市盈率多少倍最为合理，是

一个动态的过程，估值扩张时几百倍也正常，而估值收缩时，甚至会大跌眼镜。这很像索罗斯的反身性原理。

对比其他坚守价值投资的基金经理，曹剑飞相对更为灵活，在估值的扩张和收缩的过程中，收放自如，扩大了盈利。遵循“成长股估值策略”，在其担任农银汇理基金投资总监时期，旗下主动型股票基金的平均收益率均位居同业前列。

在采访一开始，曹剑飞就明确表示科技、医药、消费是大牛股的摇篮。

在曹剑飞看来，中国的医药龙头可享受长期研发、积累的巨大收益，一样可以走出长牛。医药正处于从仿制药主导到创新药驱动的进程中，早已完成 10 倍成长的恒瑞医药让坚守价值投资的投资者们赚了个盆满钵满。

投资生物医药不光看 PE、PB 这么简单，一大批初创生物技术企业，拆掉了可供缓慢成长的温室，最后多半是被收购的结局，价值投资更要立足于基本面。同时，投资医药股体现了一个投资者的社会责任，总是希望医药公司能够有更好的产品、更多的产品为世人延年益寿，为人类减少病痛。

基金合伙人

2014 年曹剑飞的华尔街之行让其颇有感触，也为其后成立上海金犖投资管理有限公司实行基金合伙人制度奠定了基础。

从纽约到波士顿，曹剑飞一行拜访了许多知名投资机构，给其留下最深印象的是老虎基金和威灵顿基金。老虎基金创始人朱利安·罗伯逊，在 1985 年赌广场协议做空美元一战成名，但因没有合伙人机制，2000 年一意孤行做空网络科技股而崩盘。痛定思痛，老虎基金后来变为合伙人制度。威灵顿基金则是典型的合伙人文化，和威灵顿的副总裁交流合伙制的传承问题时，其中一些观点也让曹剑飞反思制度对于投资的深刻影响。

在曹剑飞看来，投资者必须接受这样的任务：获取、分析和理解与日俱增的数据。

“从世界基金业近百年的时间看，那些长青的基金无一不是合伙人制。他们很好地解决了投资者、基金经理和股东三者之间的利益关系。公司在重大决策、制度制定上也会注意征求合伙人的意见。合伙人彼此之间的地位是平等的，公司的重大政策和文化不能因个别人的决定而轻易改变，这才是合伙的重要意义所在。”回忆起 2014 年的华尔街之行，曹剑飞感慨不已。

2017 年，一则新闻引起曹剑飞的关注：世界最大投资机构贝莱德取消 7 个传统股票投资策略经理的职位，取而代之的是大数据量化投资策略。这将如何改变资产管理的格局呢？

在曹剑飞看来，投资者必须接受这样的任务：获取、分析和理解与日俱增的数据。那些没有做这些的人，将面临被快速变化的投资格局抛弃的风险。

“进入人工智能时代，我们坚信数据驱动的、基于科学的和有技术含量的研究文化能创造可持续的阿尔法回报。”

曹剑飞的金犖合伙人平台开启了大数据智能基本面的投资时代。金犖投资丰富的二级市场投资管理经验和华尔街中概股女皇侯晓天创办的天灏资本先进的人工智能投资高度融合，把大数据方法应用到投研的全过程中，追求持续、稳定的超额收益。合伙人的优势也打通了香港市场港股通和海外中概互联网科技股，乃至华尔街等主要资本市场的投资通道。

“我观察到世界顶级的基金都有独特的文化，或以艺术表现，或以哲学传承。我的理想是在大数据时代，充分利用科技，成功打造智能基本面投资的合伙人基金，回馈信任我们的投资者。”陆家嘴的阳光映射在曹剑飞的脸庞，格外灿烂。