

东方港湾价值投资2号私募证券投资基金

投资者月度报告——2024年04月

前言

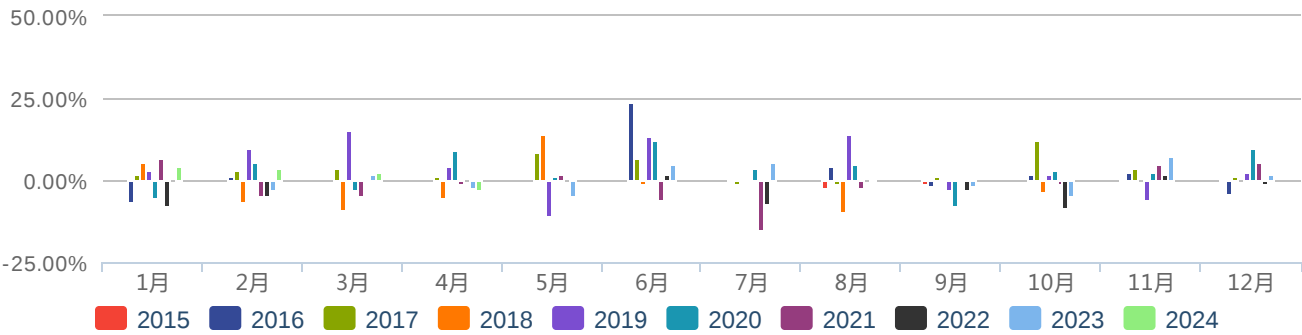
非常感谢您投资【东方港湾价值投资2号私募证券投资基金】。截至2024年04月30日，产品单位净值为1.8733，累计单位净值为1.8733，产品份额为49,863,882.40，产品净资产为93,410,242.41元人民币。产品成立至今收益率为87.33%，同期大盘回报为-25.95%；本月收益率为-3.25%，同期大盘回报为2.09%。

产品概述

名称	东方港湾价值投资2号私募证券投资基金	备案编码	S62642
运作方式	开放式	类型	私募证券投资基金
管理人	深圳东方港湾投资管理股份有限公司	托管人	中信建投证券股份有限公司
合同生效日期	2015/6/29	合同存续期截止日	9999/12/31

月度净值回报

月度净回报

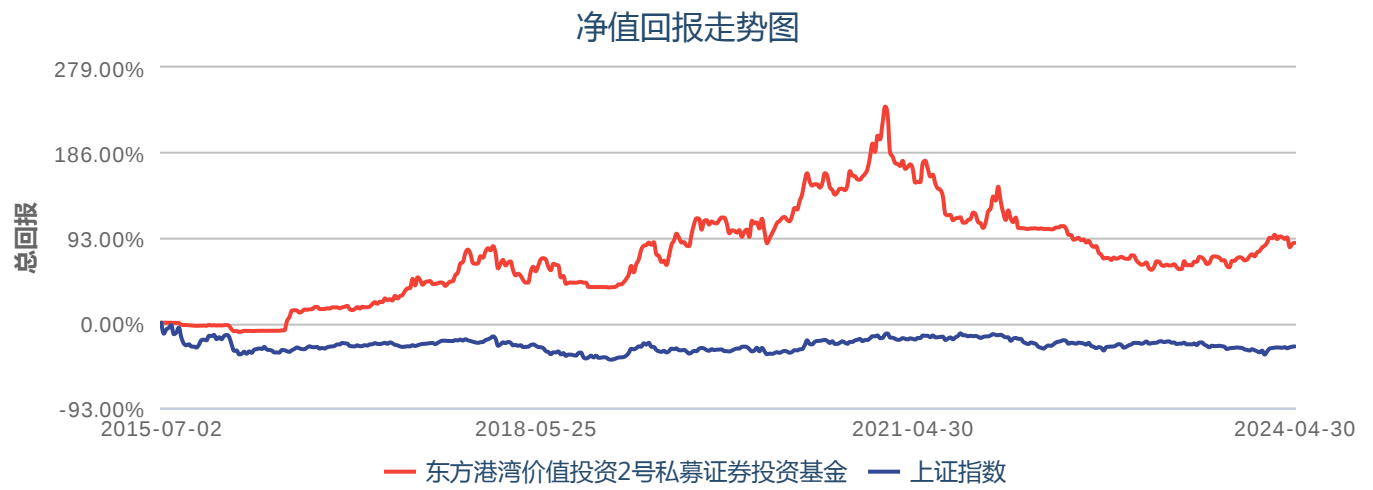


年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
2015						0.0%	-0.2%	-2.3%	-1.0%	0.0%	0.7%	-0.8%	-3.5%
2016	-7.0%	1.2%	0.2%	0.0%	0.2%	23.6%	-0.5%	4.2%	-1.6%	1.6%	2.5%	-4.0%	19.0%
2017	1.7%	3.3%	3.4%	1.4%	8.4%	6.9%	-0.9%	-1.2%	1.3%	12.4%	3.5%	1.2%	48.8%
2018	5.3%	-6.9%	-9.4%	-5.2%	13.7%	-1.4%	-0.9%	-9.9%	0.5%	-3.9%	0.0%	-0.1%	-18.8%
2019	2.9%	9.6%	14.9%	4.5%	-10.8%	13.1%	-0.9%	13.8%	-3.2%	1.8%	-6.3%	2.6%	46.1%

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请投资者在交易前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

2020	-5.2%	5.6%	-3.2%	9.1%	1.1%	12.2%	3.4%	4.7%	-7.9%	3.2%	2.6%	9.6%	38.7%
2021	6.8%	-4.8%	-5.2%	-1.0%	2.0%	-5.9%	-15.1%	-2.4%	-0.5%	-1.1%	4.9%	5.7%	-17.2%
2022	-8.2%	-4.8%	-0.4%	0.2%	-0.3%	1.7%	-7.5%	-0.3%	-3.3%	-8.3%	2.1%	-1.2%	-27.0%
2023	0.0%	-3.2%	1.5%	-2.2%	-5.1%	5.1%	5.6%	-0.6%	-1.7%	-4.9%	7.4%	1.6%	2.9%
2024	4.3%	3.9%	2.2%	-3.2%									7.2%

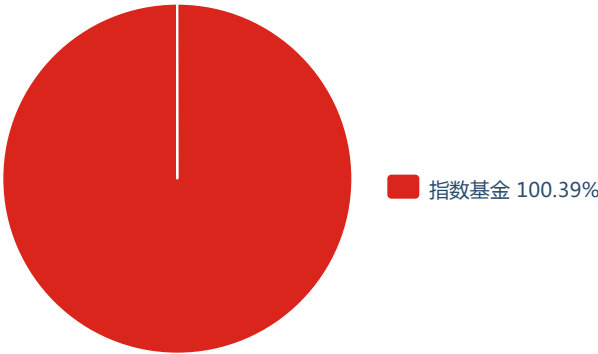


投资业绩分析

业绩分析

绝对回报	87.33%
相对基准回报	113.28%
本月回报	-3.25%
本年回报	7.16%
年化收益率	7.32%
Alpha	8.81%
Beta	0.4473
最大回撤	-54.29%

持仓投资组合



注：回报使用分红不投资计算方式，累计净值为单位净值加

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请投资者在购买前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资操作的建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

主要持仓行业逻辑

备注：按wind行业标准划分

行业名称	持仓比例	持仓逻辑
指数基金	100.39%	AI作为通用目的技术革命，是个比互联网还大的时代革命，且发展速度非常快，这会深刻改变人类的思维方式、工作方式和生活方式，改造几乎所有行业的商业模式，大幅降低生产三要素中人力的成本，同时作为平台型技术衍生出更多的行业技术。一切都得益于多模态大模型在算力快速发展之下的能力提升。美股纳指在过往50多年来的复合回报超过9.5%，而23年仅弥补了22年的跌幅。随着AI对各个行业的赋能，美股公司未来数年的增长和成本下降，会带动指数进入新一轮的快速增长期。且大企业从芯片到大模型到应用，也在此起彼伏的推进AI发展，通过指数组合的形式可以降低非系统性风险，平衡先行者与潜力者的关系。

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请查阅销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资操作的建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

投资策略

本月美股发生了较大幅度的波动：纳指自三月份创出新高以来，本月最大回撤高达8%，全月收跌4.41%；代表十大AI明星股的FNGS指数，本月最大回撤也达到10%，最终也收跌2.77%。我们观察到，除了通胀抬头导致降息预期减弱，以及中东战事升级所带来的情绪冲击以外，市场对于AI行情是否会因缺乏基本面支撑而终结，也产生了质疑和分歧。

市场对于AI投资的质疑，核心是认为：除英伟达有可观的盈利和增速外，其他领域尤其是AI应用，仍是效果不好、商业模式不清，收入利润更是微不足道，如今天量的AI资本开支，短期收不到合理的回报，必将不可持续。

对此，我们于前几期月报初步做了分析。我们根据对诸多事实的观察，对AI的发展也做出了几个重要的推论，这些推论是我们当下在面对质疑与分歧，坚定投资的重要支撑。在本月的产业界和上市公司的一季度财报中，这些推论也进一步得到了印证。

推断一：“缩放定律”被证明依然有效，算力芯片迭代进化速度也在加快，因此科技巨头们都被圈进了“AI军备竞赛”，谁都不想在新的科技周期里被甩下车，短中期都会不断加码投资AI业务。

这是我们投资算力、云计算与AI应用的重要理由之一。在刚过去的一季度财报里，我们不仅看不到资本支出的戛然而止，而且速度还在不断提升。今年一季度，微软的资本开支创纪录高达到140亿美金，同比去年同期增长79%，环比上季度也增加了22%，同时预告二季度的开支仍将环比大幅提升50%—70%。谷歌一季度的资本开支也创出新高，达到了120亿美金，同比提升91%，环比提升9%，同时全年资本开支提高到了420亿美元，同比去年增长30%。而Meta在此次财报中，则将24年的资本开支上限提高到了400亿美元，同比去年增长43%。特斯拉本月更是重申今年将投资100亿美元用于AI，是过去八年总和的整整5倍。

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资操作的建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

事实上，当下AI产业高速增长的资本开支，与当期收入的比值，仍处于历史平均水平。华泰证券也回顾了过往20年的云计算业务的资本开支增长过程：历史上，除了业务发生结构性调整，或偶遇宏观经济冲击，随着云业务收入的不断增长，科技巨头的资本开支都在逐年不断递增。从最新财报来看，从微软到谷歌再到亚马逊，三大云巨头的云计算业务都止住了增速下滑的颓势，在过去三个季度先后实现了增速的上涨，微软云Azure同比增速提升至31%，谷歌云GCP同比增速提升至28.4%，而亚马逊云AWS同比增速也提高到了17%，成为AI应用最快变现的方式。在此业务收入增长势头下，AI资本开支不断增长，就变得理所当然了。（如文末图一）

即便我们用更长期的视角来看，AI资本开支也仍具有合理性。按照本月Coatue的预测，到2030年，假设每年全球为AI业务所搭配的GPU芯片数量，从当下约400万颗增长至2500万颗，预计每年将投入约1.2万亿美元的资本开支。如果算上25%的投资回报率和50%的EBITDA利润率，则每年需为此产生约3万亿美元的AI业务收入，这仅相当于届时全球GDP的2%的水平。从AI降本增效的角度看，则1.2万亿美元的资本开支，仅相当于全球薪水开支3%的水平。所以，考虑到AI技术将席卷全球每一个行业，同时创造出如机器人、自动驾驶、XR等新型产业，AI资本开支的投资回报率，完全在合理的范围内。

推断二：随着24年下半年AI推理成本的大幅下降，以及GPT5等新模型能力的升级，AI应用的渗透率会得到极大的提升。

事实上，当下AI应用已遍及百行千业。我们可以尝试将当前的AI应用分成以下五大类，我们会发现其商业变现方式也都十分清晰，但因成本过高或AI性能受限，渗透率仍然非常之低。

自然语言交互应用：大语言模型已显著降低了人机交互的难度，过去难以使用的软硬件，例如修图、改视频、编程、广告制作、搜索引擎等，如今可以借助Ai对话界面，便捷地进行操作，例如Adobe、Github Copilot、Meta的Advantage广告创意工具和Perplexity新型搜索引擎。自然语言交互功能，理论上可以被用于所有的计算机的交互之中，通过直接提高软硬件的ARPU值，以及扩大用户基数来实现商业价值。

内容生成应用：生成式模型，可以用于生成代码、音乐、文字、图片、视频甚至虚拟人物，例如Canva、Dall-E、Notion AI、Sora、Teams Copilot和CharacterAI都属于此类应用。目前生成内容的逻辑性、规划性、准确性都有待提升，但理论上所有人类的内容生成产品和服务，都可以借此AI工具极大地提高产出效率，而AI本身可以通过订阅或使用量进行付费，模式化也相对清晰。

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请投资者在交易前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资建议的建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

推荐引擎应用：让人与货准确地匹配一直是商业活动中重要的一环，而大语言模型在内容定制化、用户画像认知、内容的精准推荐以及广告精准投放上，都让原先的广告推荐变得更加智能。这涉及如社交网络、搜索引擎、内容社区等互联网核心业务，通过提升用户基数、广告投放效率、广告投放量和广告单价，AI推荐引擎都可以很好地实现价值变现。

智能代理应用：将人类从某些繁琐重复的工作任务中解放出来，是AI应用的终极目标之一。为此，根据斯坦福吴恩达教授的观点，AI除了具备多模态生成能力外，还需具备规划和反思能力、更多工具的使用能力、记忆能力和多代理协作能力。当前可以真正意义上被称为智能代理的AI应用，就是特斯拉的FSD（有监督的）自动驾驶软件。相信此类应用未来会不断涌现，逐渐成为AI应用的主流应用方式。类似于FSD，此类应用可以通过订阅、授权和收取代理服务费三种方式进行变现。

MaaS云服务应用：以上四类AI应用，都需要通过云计算的方式进行部署和应用，模型即服务（MaaS）正在成为继IaaS、PaaS和SaaS之后，云计算的最新增长极，Azure、GCP和AWS等云厂商也成了AI能力的“分销商”，按分销的AI能力及所消耗的硬件资源进行收费变现。

以上五类应用里，在降本增收上初显成效的只有MaaS云服务和推荐引擎。其他应用类型，即便是微软的Copilot业务，本季度财报上所暗示的渗透率和收入体量，仍是微不足道。这是事实，也正是我们认为“AI投资与应用周期才刚起步，而不是马上要结束”的原因之一。

然而，随着GB200产品的下线和模型蒸馏的普及，上述应用推理成本将在接下来半年大幅度地下降。我们在前期报告中，已经解释过GB200如何在推理端，相对于H100实现性能15-30倍的提升；至于模型蒸馏，本月Meta发布的Llama3很好地向我们展示了这点：Llama3使用15万亿token的数据进行训练，使用4.8万颗H100芯片进行了六个月的训练，得出一个4000亿参数的模型，其性能预期将持平甚至超过1.8万亿参数的GPT-4的水平，低参数量大大地降低了模型运行的单位成本和功耗水平。这为我们展现了缩放定律提高模型性能之外，模型蒸馏在压缩推理成本的显著效果。

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请投资者在交易前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资操作的建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

此外，新模型GPT-5发布在即，我们大胆地预测，GPT-4的进化方向是“多模态”，GPT5的进化方向很有可能是“代理能力”的完善。本月在Meta的业绩会上，扎克伯格在最后一条问题被问及Llama的进化方向时直言：“我认为这些东西的下一个阶段是处理更复杂的任务，变得更像代理，而不仅仅是聊天机器人。对于聊天机器人，你给它发一条信息，它就会回复你的信息，它几乎就是单轮通信。而代理要做的是，你给它一个意图或目标，然后它就会去做，可能会在后台自己执行很多查询，以帮助完成你的目标，不管这个目标是在网上研究什么，还是最终找到你想买的合适的东西。”吴恩达在此前的斯坦福大学演讲中，也展示过一张图（如文末图二），在编程任务中，会使用工具，会进行规划与反思，会进行多代理合作的大模型，在GPT3.5和GPT4的基础上，模型能力都得到了飞跃式的提升，且基于GPT3.5的模型能力并不显著落后于GPT4。就好像一位清华毕业生和一位普通一本大学生，虽然能力有差别，但如果教会他们公司的工作流程，给予有用的工具，能与部门其他同事紧密合作，其工作成果都将得到明显提升，且效果可能都会很好。GPT4在本月推出了“初级记忆功能”，我们预计接下来会有更多的代理能力模块的面世，显著提升大模型的性能。

当模型推理的成本得到大幅压降，模型性能也得到大幅提升，应用的渗透率则理应变得更广。更多的人机交互会被自然语言所取代，模型所生成的内容变得更加可控和准确，模型推荐效果更加精准，更重要的是更多的复杂任务可被“自动化处理”，MaaS云AI与EdgeAI也会同步得到发展。FSD就是个很好的例子，当FSD进入V12版本之后，推理成本和运行功率也大幅下降，模型能力得到了大幅提升。在本月北美全面推广试用20天后，特斯拉财报公布已有90万车主在使用FSD V12，20天累计产生了3亿英里驾驶数据，这相当于过去8年总和的30%。我们预计试用期过后，FSD渗透率在北美可能也将超过50%。

推断三：随着应用渗透率逐步地提升，与互联网的Freemium模式不同，以订阅费/按用量收费的AI商业模式，收入或利润率也会同步得到提升。

互联网时代的商业模式，本质是“流量变现模式”，是通过各种免费的内容与服务，吸引并累积足够数量的用户，再将用户注意力作为广告资源进行变现，或从其中一小部分用户身上，赚取称为“增值服务”的虚拟产品收入。这种模式底下，累积流量在前，收入利润在后，所以即便到了今天，仍有一小部分知名的互联网企业仍处于盈亏挣扎的生死线上。

但AI商业模式可能有所不同。无论是2B还是2C，AI“赋能”的商业本质，更像是软件的商业模式，主要通过“订阅、授权费、按用量收费”这三种模式进行商业化变现。早期可能存在免费试用阶段，但总体收费更直接，更靠前。我们看到Gpt4、Copilot、Perplexity、CharacterAI、Midjourney、Tesla FSD、Github、Adobe Firefly等当下几乎所有AI应用，都是付费使用的，只是因为渗透率偏低的原因，财报收入尚不显著。就连全球最大的广告公司谷歌，旗下免费的AI产品Gemini也在考虑转为付费使用，试图探索AI时代的商业模式转型。

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请投资者在交易前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

所以，我们认为市场担忧的“AI商业模式不清晰，收入利润不显著”，很大概率会随着AI应用渗透率的提升而快速消失，而不像互联网时代那样有一个时间差。

推断四：当下AI估值中等偏上，互联网泡沫的记忆让市场不见兔子不撒鹰，波动率会一直比较大，但改变不了时代前进的方向。

当前几家AI科技企业，估值中等偏上，不便宜但并没有特别贵。英伟达动态估值30倍，处于过去5年估值（20, 50）的平均水平；Meta动态估值20倍，处于过去5年估值（10, 25）的中等偏上水平；微软动态估值34倍，处于过去5年估值（15, 35）的顶部，但微软马上进入25财年，按20%的增速算估值又将切换至28倍的平均水平。

在此估值状态下，每个财报季都会以担忧与猜忌开头，在暴涨与暴跌中落幕，市场多空博弈激烈，期权交易活跃。但这种激流涌动、水花四起的市场波动，也没能改变时代潮流的方向。那些在财报后暴跌的公司，也大多会再一次证明自己，逐渐收复失地。谷歌就是其中很好的例子。过去两个季度的财报后暴跌，谷歌都最终能收复失地；而本季度，谷歌云延续Q4的增速上扬趋势，进一步加速增长，同比增长28%，与此同时，谷歌云的运营利润从上年同期的1.9亿美元翻了四倍多至9亿美元，令市场十分意外。CFO称：“人工智能为客户带来的益处支撑了我们在整个云计算领域的增长。” 本次财报后股价出现跳涨。

这种估值与市场表现，是市场理性与非理性的共同表现：理性在于以事实和确定性为指引，不见兔子不撒鹰；不理性在于市场过于急切想看到商业成果和投资回报，导致博弈成分过大。而长期投资者则应当回归到企业长期基本面本身，理性承受市场波动。

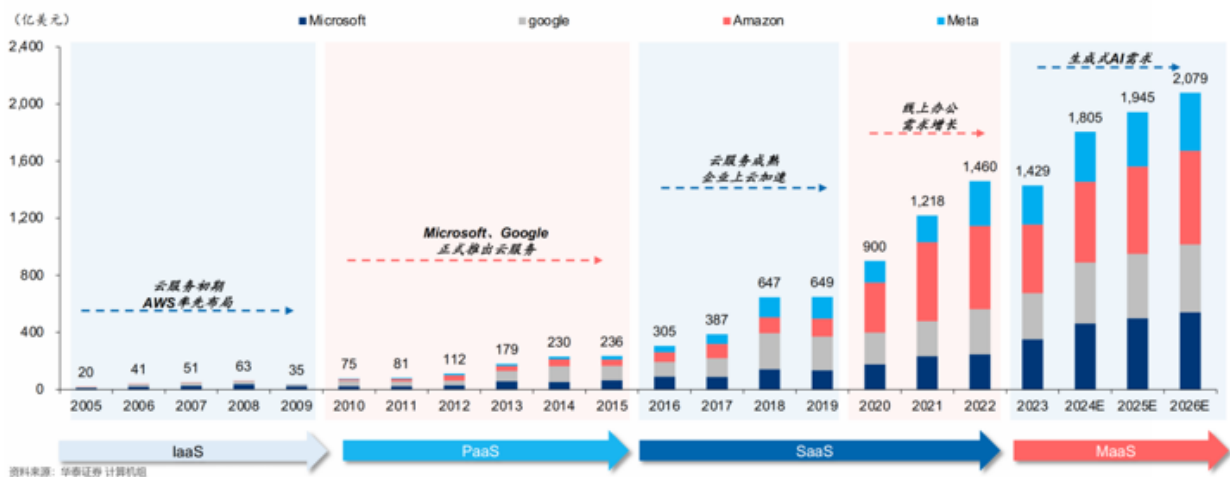
以上四个推断，是我们对当下基本面风险给出的判断，至于战争和利率的风险，我们在前期报告中也做过分析，便不再赘述。

牛市多急跌，相对于一片欢欣鼓舞，其乐融融，质疑与分歧反而是市场健康前行的信号。长期投资比拼的是“谁看得远、看得准、敢重仓、能坚持”，在这条时代大脉络下，必定也伴随着质疑与分歧；而学会分清主次矛盾，规避永久性损失，忍受短暂性波动，是伴随伟大企业长期成长，摘取时代果实的必经之路。

风险提示及免责声明

本报告仅面向风险承受能力水平与报告产品风险等级匹配的合格投资者，请咨询销售机构事前完成相关认证流程。任何媒体、网站或个人未经本公司授权不得转载、链接、转贴或以其他方式复制发表。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给本报告所针对的客户对象做参考之用，并不视为对客户任何形式投资操作的建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的任何损失负任何责任。

图一：



图二：

