

东方港湾马拉松二号私募投资基金

投资者月度报告——2024年05月

前言

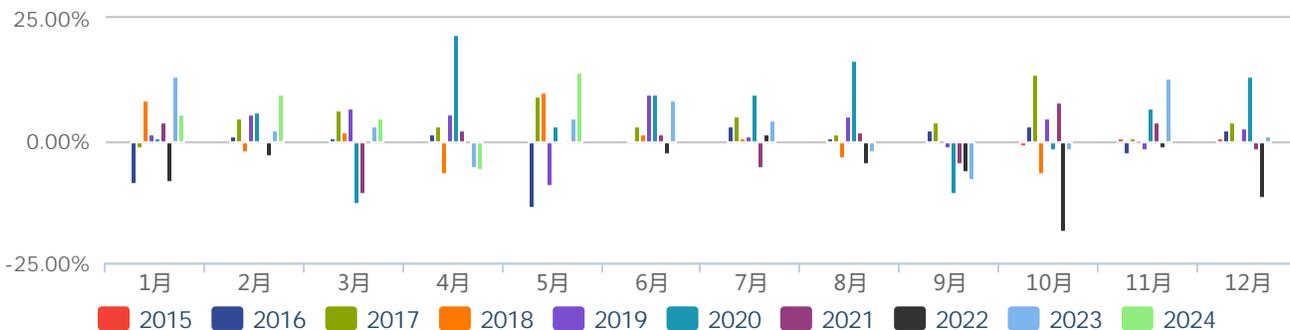
非常感谢您投资【东方港湾马拉松二号私募投资基金】。截至2024年05月31日，产品单位净值为1.619，累计单位净值为2.538，产品份额为186,175,800.87，产品净资产为301,436,309.64元人民币。产品成立至今收益率为153.80%，同期大盘回报为-20.57%；本月收益率为14.17%，同期大盘回报为-0.58%。

产品概述

名称	东方港湾马拉松二号私募投资基金	备案编码	S61614
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	国泰君安证券股份有限公司
合同生效日期	2015/8/12	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%	0.0%	-0.9%	0.6%	0.5%	0.2%
2016	-8.8%	0.9%	0.8%	1.6%	-13.7%	0.1%	3.2%	0.5%	2.4%	3.1%	-2.6%	2.3%	-11.2%
2017	-1.2%	4.6%	6.3%	2.9%	9.0%	3.0%	5.1%	1.4%	3.9%	13.8%	0.8%	3.7%	66.9%
2018	8.3%	-2.3%	1.9%	-6.9%	10.1%	1.4%	0.4%	-3.3%	0.0%	-6.9%	-0.4%	-0.8%	0.2%
2019	1.6%	5.4%	6.8%	5.5%	-9.2%	9.6%	0.9%	5.2%	-1.4%	4.5%	-1.9%	2.8%	32.6%
2020	0.7%	6.1%	-12.7%	21.8%	3.0%	9.6%	9.6%	16.3%	-10.7%	-1.9%	6.5%	13.0%	72.3%
2021	4.0%	0.4%	-10.8%	2.4%	0.4%	1.4%	-5.3%	1.6%	-4.8%	7.7%	3.8%	-1.8%	-2.3%
2022	-8.4%	-3.0%	-0.2%	-0.1%	-0.6%	-2.8%	1.5%	-4.6%	-6.3%	-18.4%	-1.2%	-11.4%	-44.6%
2023	13.0%	2.3%	3.2%	-5.4%	4.5%	8.5%	4.4%	-2.3%	-8.0%	-1.8%	12.7%	1.1%	34.1%

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、转发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。

2024	5.5%	9.6%	4.5%	-5.8%	14.2%								29.9%
------	------	------	------	-------	-------	--	--	--	--	--	--	--	-------

净值回报走势图

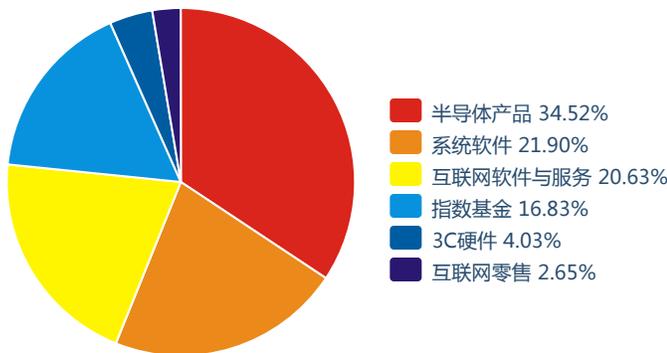


投资业绩分析

业绩分析

绝对回报	153.80%
相对基准回报	174.37%
本月回报	14.17%
本年回报	29.94%
年化收益率	14.10%
Alpha	14.54%
Beta	0.1715
最大回撤	-38.79%

持仓投资组合



注：回报使用分红不投资计算方法，累计净值为单位净值加过往每单位分红净值。

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。

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
半导体产品	34.52%	<p>公司是全球头部芯片设计公司AI公司，公司发明了GPU，并通过多年的努力开发出了CUDA平台，软硬件生态构筑了高壁垒，目前在独立显卡、数据中心和高端自动驾驶芯片均占据绝对的领先地位。半导体行业兼具周期性和成长性，在经历了过往一年多的周期调节后，随着此轮人工智能的兴起，对算力的需求空前巨大，公司的核心产品因此进入了极度供不应求的状态，虽然随着供应链的产能提升，供求关系短期会得到缓和，但长期来看人工智能的时代才刚刚开始，从训练端到推理端持续产生的算力需求都将成为公司业绩的来源。我们相信在新的景气周期中，公司是必须重点关注的核心标的。</p>
系统软件	21.90%	<p>作为全球最大的软件公司和云计算头部企业，公司通过深入改革完成了从传统互联网到云时代的进化，如今AI浪潮的兴起再次为公司带来了新的时代机遇。多年来，公司深耕人工智能领域，长期的投入为公司积累了先发优势，基于已有的生产力业务和云业务，公司正通过融入AI功能优化产品体验、赋能客户，这将进一步夯实公司的护城河，并为公司创造更广泛的收入来源。综合看，公司具备充足的业务动能、坚实的竞争壁垒和合理的估值，是非常好的长期投资标的。</p>
互联网软件与服务	20.63%	<p>“公司作为全球社交领域霸主，通过旗下丰富的社交软件Facebook、Instagram、Messenger等构建了覆盖全球28亿人的社交帝国，而社交领域强大的网络效应赋予了公司深厚的竞争壁垒。展望未来，在全球互联网流量后红利期，公司依旧看好公司在社交领域的稳固地位以及在线上购物、短视频、元宇宙等新业务上的成长性。另一公司作为全球搜索引擎霸主，凭借着领先的算法以及长久积累的用户心智铸就了极深厚的竞争壁垒，而视频业务及云计算业务经过多年的布局，正迅速成为公司的第二增长曲线。此外公司在自动驾驶、人工智能、医疗健康等领域具备全球顶尖水平，极可能推动公司驶上第三增长曲线。因此，我们持续看好公司在主业上的稳健性以及未来在新业务上的成长性，其具备长期投资的价值。”</p>
指数基金	16.83%	<p>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成长期。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。</p>

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擅自转载、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。

3C硬件	4.03%	<p>公司为全球消费电子龙头，基于强大的产品力，公司已形成了独特的软硬件生态，这也是公司的核心竞争力。（1）硬件层面，目前智能手机行业虽趋于饱和、销量增速下行，但公司已有数十亿量级的用户基础，且面临着5G换机潮机遇，新爆款智能终端（如AR眼镜等）也存在惊喜。此外公司在研发层面的巨大投入仍在增长，故此模块可抱有正面预期。（2）软件层面，公司数亿级的付费订阅用户数仍保持高速增长，用户粘性亦不断提高，这都在不断加固着公司的护城河。随着公司生态建设的深化、软硬件协同的增强，公司的竞争优势将会愈发突出。从长期投资角度看，具有很高的配置价值。</p>
互联网零售	2.65%	<p>公司为全球电商平台巨头，业务涵盖零售电商、会员订阅、云计算、在线广告等。电商是公司的基础业务，随着核心市场电商渗透率的提升、用户习惯的养成，未来发展空间广阔；公司核心利润来源是云计算，目前已在全球占有领先地位，且企业上云趋势已定，该板块预计会有更大发展；随着经济的恢复、在线广告格局的变动，公司的广告业务也开始发力，这都将为公司增厚利润、提升投资弹性。</p>

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

继4月全球科技巨头所发布的靓丽财报，本月AI行业的领头羊——英伟达也公布了过去一个季度的表现。财报前的预期升温 and 财报的超预期业绩，带动公司股票乃至整个AI板块和纳指连续六周上涨，持续创出了历史新高。

在过去的一个季度，一直有4个主要的困扰和担忧萦绕着英伟达的投资人，在本次财报中，公司管理层给出了令人满意的答卷，这使公司前景也进一步明朗，估值空间进一步打开。这4个问题分别是：

- 1) 即将推出的Blackwell系列芯片，性能远超上一代Hopper芯片，客户可能在一二季度进入观望，芯片的需求量会受限，价格会下降。
- 2) 英伟达高达30多倍的PE估值，虽不是历史顶部，但维系估值的高增长一旦停滞（即便是一两个季度短暂停滞），估值也会出现较大的调整。
- 3) 当下AI应用渗透率低，商业模式不清晰，云厂商的资本开支得不到合理的回报率，芯片需求恐将难以为继。
- 4) 随着推理需求占比不断提升，英伟达芯片的竞争力可能大不如训练阶段，高企的毛利率也会大打折扣。

答案都在本次财报中揭晓。现实有时总是反直觉的，市场担心的Hopper芯片的滞销并未出现。本季度公司数据中心收入226亿，同比增长427%，总收入260亿，同比增长262%，超过指引的240亿。尽管公司把产品研发速度，从两年一迭代提升至一年一迭代，新一代产品性能提升30倍，但面对公司所展示的未来清晰的产品研发路线，客户更愿意随时间做平均布局，而不是陷于无尽的“下一代”的等待中。业务的时间价值与芯片的性能成本，对于客户同样重要。黄仁勋比喻说：“第一家取得重要成果的公司将宣布一项突破性的人工智能产品，而之后的第二家公司可能会宣布一些比它好0.3%的东西。因此问题是，你是想重复成为提供突破性人工智能的公司，还是想成为提供0.3%更好人工智能的公司？（时间价值的重要性）这就是为什么这场竞赛和所有技术竞赛一样，时间如此重要的原因。”对于二季度的总收入，公司也给出了进一步增长的指引——280亿，二季度已仅剩一个月，按照过往经验，大概率二季度的总收入将达到300亿美元，同比增长120%。

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。

这也就引出了对第二条担忧的思考，高增长能维系多久？实际上，本次财报大超预期的一点是，Blackwell系列产品，并非如市场所预期的，延迟到今年四季度发货，而是早在二季度就开始下线，三季度产量开始爬坡。按黄仁勋的说法，“今年Blackwell将贡献大量的收入”。Blackwell的推理性能，在FP4的精度下，最高比Hopper高30倍，单位性能的成本和能耗大幅下降。“H200和Blackwell的需求远远超过供应，我们预计明年全年都可能供不应求。”渠道订单调研也显示，到今年四季度英伟达大概率实现单季度400亿的营收，同比增速仍高达54%。Blackwell系列产品线到明年中，产能爬坡才达满产，在此之下，明年预期每股利润将高达40美元，同比增长仍高达40%以上。按1100美元市价计算，PE估值27.5倍。因此，英伟达的增速至少在Blackwell系列产品发布的这一年内会保持高增长，估值也并未有明显的泡沫。

从更长期的视角来看，我们并未忘记算力设备属于周期性行业，对算力基础设施的投资，总会有增速归零的一天。但我们同样不能忘记，计算机的工作方式正在被颠覆，从过去靠人类学习复杂指令来驱动机器，到现在通过机器理解人类意图来执行相应技能；从过去信息数据被结构化储存和检索还原，到如今通过模型参数实时生成我们所需要的各种模态的信息；那么底层计算范式、数据处理方式、内容生成方式、人机交互模式都要重塑一遍。每年全球这1万亿美金的通用计算数据中心，将逐渐被“GPU+ARMCPU+高带宽网络”的异构计算数据中心所替代；与此同时，全球除了IT行业，传统行业和主权国家都在开始打造自己的人工智能工厂，全球PC和移动设备市场也在全力AI化。英伟达预计，接下来传统的汽车行业今年会成为其最大的垂直客户，同时国家主权正在成为举足轻重的客户群体，他们在与国有电信供应商或公用事业公司合作，采购和运营主权人工智能云。公司预计今年主权国家客户将产生高达70亿-90亿美元的收入，这也使得传统云服务厂商占英伟达数据中心收入比例，从过往的高达70%下降到当下的45%，英伟达的客户多样性在急剧增多，这可能是另外一个万亿美元级别的市场。这两万亿美元的目标市场，相对于公司当下千亿美元收入来讲，仍巨大。因此，继明年Blackwell系列产品满产后，我们预计届时的推理需求，会呈现类似“寒武纪物种大爆发”，英伟达收入进一步的增长仍相当有机会。

于是有了对第三条问题的思考，那这种资本开支的高增长有合理的回报吗？我们曾在上一份财报上给出了我们的判断：无论从短期的云收入增速，还是长期万亿资本开支对应的GDP增长率来看，当下GPU的资本开支都有其合理性。而本次财报会上，黄仁勋给出了更加量化的解释：“使用具有700亿参数的Llama3，一台英伟达HGXH200服务器每秒可提供24,000个Token，同时支持2,400多名用户。这意味着，按当前每token的价格计算，英伟达HGXH200服务器每花费1美元，将为Llama3的API云提供商在四年使用期内获得7美元的收入。”1美元服务器的投资，四年带来7美元的收入，如果按照当下云服务商普遍超过50%的EBITDA利润率来计算，投资回报率将高达80%，即便打个折扣也十分有吸引力。

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。

那么最后一个问题，许多人担心英伟达在如此庞大的机会面前，竞争力会被逐渐削弱，这成了许多人一直不敢投资的很重要一点理由。过去，在训练阶段，前向传播、反向传播、梯度计算等大量矩阵计算，以及并行训练策略对显存的巨大要求，使得模型训练对GPU的性能和集群协同能力都有相当高的要求。而类似于识别一只猫的推理任务，只涉及前向传播和部分参数激活，模型计算所需的性能较低，有时候一个GPU或ASIC就可以搞定。所以，投资人担心在模型推理阶段这个更大的市场里，英伟达GPU的壁垒会逐渐被各类竞品所削弱，导致增速快速下滑，利润率大幅下降。

但本季度财报，继GTC大会发布Blackwell系列产品后，英伟达再次向世界展示，世界需要的不止是一块芯片，在模型训练阶段如此，在模型推理阶段亦是如此。过去的摩尔定律，一直在“单位面积上堆积更多晶体管”这件事上做功夫。但我们可以看到，即将问世的Blackwell，单个裸片晶体管数只比Hopper多出25%。最后实现30倍的推理性能提升，已经不止在芯片晶体管密度上下功夫，更多是来自裸片之间的互联技术、GPU之间的NVLink连接技术、服务器之间的Infiniband或SpectrumX连接技术，以及类似于TensorRT等加速软件算法。以一个GB200NVL72机柜（如图）为例，在FP4精度下能实现1.4exaFLOPS的算力，这约等于我国BAT各大厂整个公司所有数据中心的推理算力。英伟达在做的事，是通过互联技术和软件算法，将一个数据中心浓缩成一个机柜，并让成千上万的GPU能够协同工作，步调一致，如臂使指。

这种高性能GPU集群能力，才是当下AI世界所需要的，也是英伟达最重要的竞争力。这在模型训练的阶段显得特别重要。同样的，随着模型复杂度、用户数和并行任务的增大，模型推理也需要高性能的芯片，需要高带宽的芯片互联技术，需要执行并行策略，采用tensorRT等软件加速，配合ARMCPU进行异构协同工作，以降低推理任务的时延，提高数据吞吐量。逐渐地我们会发现，推理任务不比训练简单，英伟达的竞争力并没有被削弱。

本季度财报业绩会上，管理层给出的信息与我们的调研信息一致。Blackwell产品订单中，绝大多数比例来自GB200等集群产品，而不只是单一芯片，还包括ARM架构下的英伟达自研GraceCPU、DPU、NVlink、液冷系统等组件，GPU的价值量占比，预计从过去的80%以上下降到65%。渠道调研预计这种GB200集群产品，占Blackwell系列的比例将高达70%以上。市场用实际需求说明了这一点，世界需要的不止是一块GPU芯片。这也是英伟达持续不败的竞争力，不断拓展的产品线收入潜力，和向软件业务转型的可能性。

英伟达业务和增长的可持续性，不仅关乎我们持仓收益，还是观察和推理其他AI业务相关企业的重要依据。我们期待在接下来的六月份，苹果能为我们带来AI虚拟助手的重大更新，为下半年的AI产业，带来又一个杀手级智能代理应用。

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。



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。