GPT5 前瞻之多模态——AI 应用货币化先锋

2025 年 07 月 29 日

➢ **GPT5 发布在即，有望挑战多模态 AI 新高度。**当前多模态 AI 正在向“多模态全才”发展，绝大多数多模态大模型仍然停留在 L3 级别（任务级协同），对于 L4 范式级协同及 L5 模态级协同仍然有较大差距，而据早前官方口径，GPT5 有望将前期各类模型整合在一起，我们认为强大整合的 GPT5 有望集推理、多模态、Agent、编程、Deep research 等功能于一身，冲击 L5 级别多模态 AI。

➢ **全球科技巨头争先入局，多模态或是 AI 货币化的先锋。**据快手官方，2025Q1 可灵 AI 已经实现 1 亿美元 ARR，展现出良好的 AI 货币化能力，科技巨头纷纷押注多模态 AI，如：

➢ 1）腾讯发布混元 3D 世界模型，一键生成“我的世界”；

➢ 2）阿里通义万相是业界首个使用 MoE 架构的视频生成模型，总参数量为 27B，激活参数 14B，还支持电影美学控制系统；

➢ 3）字节在 Seed1.6 模型系列中探索了 Adaptive CoT 技术，让模型能够根据问题难度自动触发思考过程，取得了模型效果和推理性能的平衡等。

➢ 国内上市公司也在加大多模态 AI 应用的商业化进程：

➢ 1）美图：推出了 RoboNeo，实现集图像编辑、视频生成、设计创作、网页建站于一体的智能 AI Agent；

➢ 1）万兴科技：有望对标可灵的天幕 2.0 即将发布，叠加超媒 AI Agent 打造一站式 AIGC 体验；

➢ 2）快手：快手可灵 2.0 模型在动态质量、语义响应、画面美学等维度，保持全球领先，2025Q1 就已经实现 1 亿美元 ARR 的亮眼表现；

➢ 2）合合信息：扫描全能王的能力范围在加速扩展，延伸至 AI 鉴真、AI Agent 等前沿 AI 应用；

➢ 3）福昕软件：福昕智能文档解决方案以多模态解析技术和人工智能技术为基座，构建了从文档解析、知识索引到精准问答的全链条能力。

➢ **投资建议：**当前全球多模态 AI 正在向“多模态通才”转变，智能化水平与能力范围不断扩大，美图、快手等多模态 AI 产品已经体现出较强的 AI 货币化能力，多模态 AI 应用或成为 AI 大模型商业化变现的前锋，建议关注多模态 AI 相关标的：美图、快手、万兴科技、合合信息、福昕软件等；同时建议关注受益于多模态 AI 发展的 AI 应用、AI 算力等相关标的。

➢ **风险提示：**多模态 AI 技术落地不及预期，行业竞争加剧。

推荐

维持评级

分析师 吕伟
执业证书：S0100521110003
邮箱：lvwei_yj@mszq.com
研究助理 白青瑞
执业证书：S0100124010021
邮箱：baiqingrui@mszq.com

相关研究

1.计算机周报 20250727：迎接从“互联网+”到“AI+”的伟大跨越-2025/07/27
2.计算机行业深度报告：稳定币与 RWA 的全景扫描-2025/07/26
3.计算机行业 2025Q2 持仓分析：机构持仓处历史底部，集中度有所降低-2025/07/25
4.计算机周报 20250720：国产 AI 算力潜力被低估-2025/07/20
5.计算机周报 20250713：金融科技之后，国产算力与 AI 应用怎么看？-2025/07/13

目录

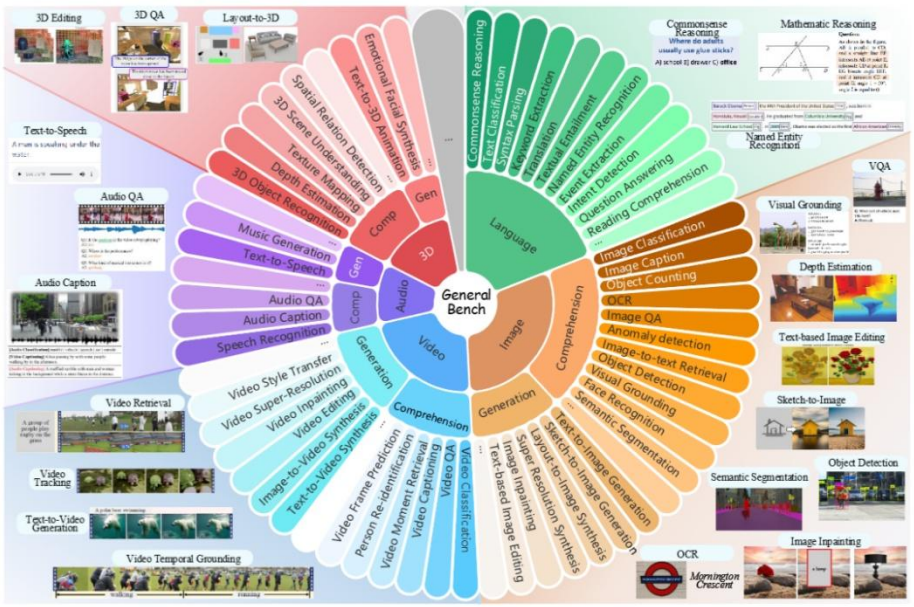
1 GPT5 发布在即，有望挑战多模态 AI 新高度 3
1.1 多模态 AI 的新基准："多模态通才" 3
1.2 科技巨头纷纷押注多模态 AI 5
2 重点公司多模态 AI 业务梳理 9
2.1 美图：RoboNeo 定义 AIGC Agent 新范式 9
2.2 快手：可灵 AI 货币化进程亮眼 10
2.3 万兴科技：天幕 2.0+超媒 Agent 切入蓝海市场 11
2.4 合合信息：扫描全能王的能力范围加速扩展 12
2.5 福昕软件：智能文档解决方案加速落地 13
2.6 其他多模态 AI 应用 14
3 投资建议 15
4 风险提示 16
插图目录 17

1 GPT5 发布在即，有望挑战多模态 AI 新高度

1.1 多模态 AI 的新基准：“多模态通才”

全新的 General-Level 提出全新理念：判断一个多模态通用模型是否更强大，不能简单地等同于在基准测试中获得更高的分数，或者与其他模型相比支持尽可能多的多模态任务。2025 年 5 月，十所顶尖高校联合发布 General-Level 评估框架和 General-Bench 基准数据集，用五级分类制明确了多模态通才模型的能力标准。当前多模态大语言模型在任务支持、模态覆盖等方面存在不足，且多数通用模型未能超越专家模型，真正的通用人工智能需要实现模态间的协同效应。

图1：General-Bench 测评体系



资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

General-Level 建立了五个层级的评价水平，当前全球范围内多模态模型仍然处于 L4 阶段。据新智元微信公众号，该评价体系将考察体系分为四个方向：

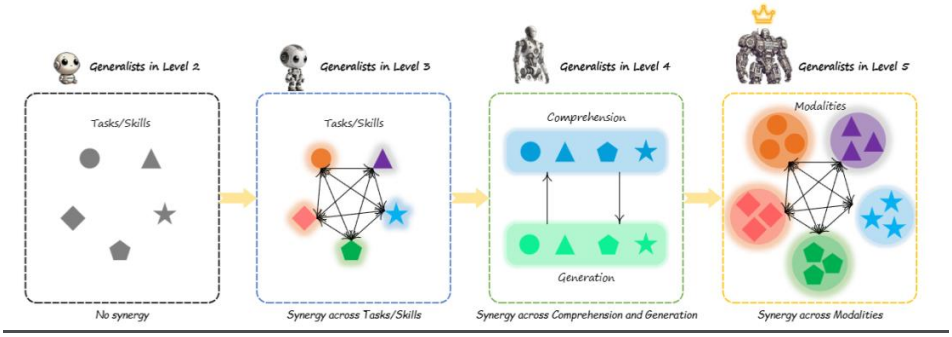
1）模态理解和同时进行多模态理解和生成：最初阶段，多模态大语言模型（MLLMs）的回复仅限于基于用户提供的多模态输入生成文本输出；后续的多模态大语言模型不仅具备多模态理解能力，还能在各种模态之间生成、编辑内容；

2）支持更广泛的模态：多模态通才需要广泛支持和处理多种模态数据，包括但不限于文本、图像、视频、音频，甚至是三维数据，支持的模态范围反映了一个人工智能系统能力的广度。到目前为止，多模态模型可以将图像与视频结合、视频与音频结合等，最先进的模型甚至可以处理任意模态；

3）支持各种任务和范式：多模态通才必须能够处理各种不同定义和要求的任务，来提高整体的多功能性。例如，早期的视觉多模态大语言模型只能进行粗粒度的图像理解，后续发布的模型能够实现细粒度、像素的图像/视频定位和编辑等。模型的解码组件也必须足够灵活，能够以各种任务格式生成输出，处理不同类型的任务，例如目标定位、像素级修改以及多模态内容创作；

4）多模态智能体与多模态基础模型：刚开始的多模态智能体，就是大语言模型通过调用外部工具和模块（通常是专用模型）来执行特定的多模态任务。后续的研究重点逐渐转向构建联合多模态大语言模型，其中大语言模型与其他模块（如多模态理解组件和多模态生成组件）通过共享嵌入空间紧密集成。

图2：不同级别“多模态通才”的内核



资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

基于上述考察体系，L1-L5 的评价分别要求：

1）L1 专家型模型：针对特定任务或特定模态的数据集进行微调，可以看作是针对特定任务的专家模型，包括各种学习任务，例如语言或视觉识别、分类、生成、分割、定位、图像修复等，比如 CLIP，Stable Diffusion 等；

2）L2 支持多任务的通才：模型从专用模型转变为通用模型，需要让系统能够适应各种任务建模方式，支持多种模态类型和输入格式，同时处理各种模型类型和输出格式（可用于理解或生成）。目前，最流行且广泛采用的做法是以大语言模型（LLM）作为核心/智能媒介，整合各种专业模型来构建通用模型，通过现有的编码和解码技术整合各种模型，从而实现多种模态和任务（比如理解和生成任务）的融合与统一；

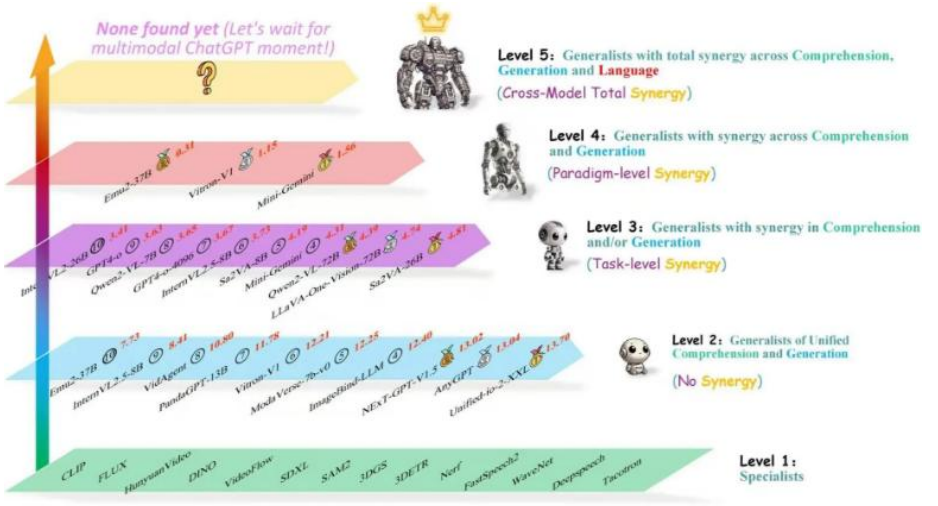
3）L3 出现任务级协同的通才：要从普通的通用模型提升到第 3 级，系统必须展现出跨任务的协同能力，使得至少两个任务（无论这两个任务是理解类的还是生成类的，都能够共享特征并实现相互性能提升；

4）L4 范式级协同的通才：如果一个通用智能体能够达到第 4 级，也就意味着该系统不仅具备强大的理解能力，而且在进一步学习和训练生成能力时仍能保持

基础性能，比如 Morph-Token 分离出视觉重建损失用于生成学习，以避免与理解学习损失相互干扰；

5）L5 模态级全协同的通才：是通用智能体的最终目标，从某些模态的任务中学到的特征、知识甚至智能可以在一定程度上迁移到其他支持的模态任务中。目前，大多数多模态通用智能体受到架构发展的限制，主要通过语言智能来支持其他模态的智能，要想真正达到第 5 级，必须实现所有模态之间的协同。

图3：当前全球顶尖多模态大模型仍处于 L4 阶段



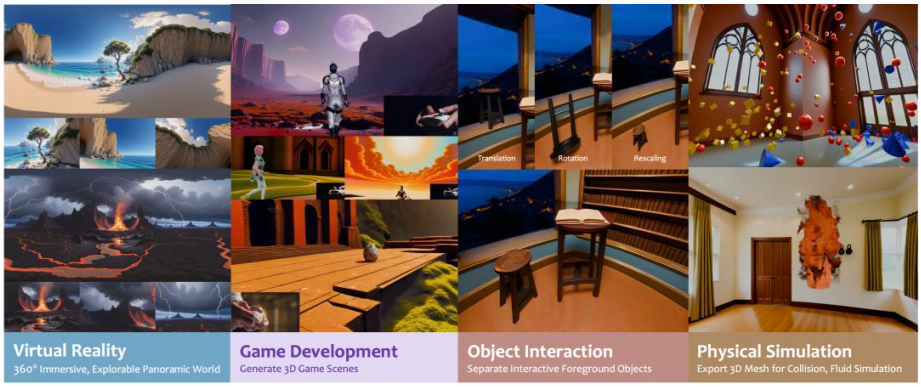
资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

1.2 科技巨头纷纷押注多模态 AI

1.2.1 腾讯混元 3D 世界模型：一键构建“我的世界”

腾讯混元 3D 世界模型是业界首个开源可沉浸漫游、可交互、可仿真的世界生成模型，为游戏开发、VR、数字内容创作等领域带来了全新的可能性。据腾讯开源微信公众号，该模型核心是语意层次化 3D 场景表征及生成算法，该算法将复杂 3D 世界解构为不同语意层级，实现前景与背景、地面与天空的智能分离，不仅生成视觉效果逼真的整体场景，还能输出标准化的 3D Mesh 资产，兼容 Unity、Unreal Engine、Blender 等主流工具。用户可对场景内元素进行独立编辑或物理仿真，无缝衔接 AIGC 技术与传统 CG 工作流；能够实现只需输入简单指令，模型即可快速生成包含建筑、地形、植被的完整 3D 场景。输出的 Mesh 文件可用于游戏原型搭建或关卡设计，还能灵活调整前景物体、更换天空背景，满足个性化创作需求；此外，腾讯混元还披露了包括端侧混合推理语言模型、多模态理解模型、游戏视觉模型等在内的一系列开源计划。

图4：腾讯混元 3D 世界模型展示

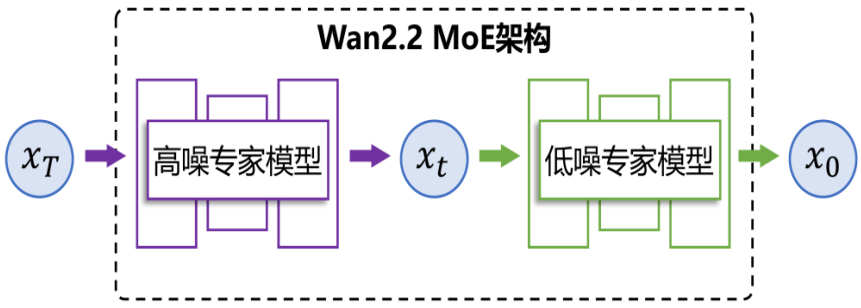


资料来源：腾讯开源微信公众号，民生证券研究院

1.2.2 通义万相：业界首个使用 MoE 架构的视频生成模型

通义万相文生视频模型和图生视频模型均为业界首个使用 MoE 架构的视频生成模型，总参数量为 27B，激活参数 14B；同时，首创电影美学控制系统，光影、色彩、构图、微表情等能力媲美专业电影水平。据阿里云微信公众号，通义万相 2.2 率先在视频生成扩散模型中引入 MoE 架构，有效解决视频生成处理 Token 过长导致的计算资源消耗大问题；Wan2.2-T2V-A14B、Wan2.2-I2V-A14B 两款模型均由高噪声专家模型和低噪专家模型组成，分别负责视频的整体布局和细节完善，在同参数规模下，可节省约 50%的计算资源消耗，在模型能上，通义万相 2.2 在复杂运动生成、人物交互、美学表达、复杂运动等维度上也取得了显著提升。此外，较上一代万相 2.1 模型，万相 2.2 模型的训练数据实现了显著扩充与升级，并在训练中引入了专门的美学精调阶段，通过细粒度地训练，使得视频生成的美学属性能够与用户给定的 prompt 提示词相对应。万相 2.2 模型在美学精调阶段创新性提出了「电影级美学控制系统」，直接将光影、色彩、镜头语言三大电影美学元素装进模型。通义团队编码了 60 多个直观可控的参数，并且可以随意组合，大幅提升电影级画面的制作效率。

图5：Wan2.2 模型推理示意图

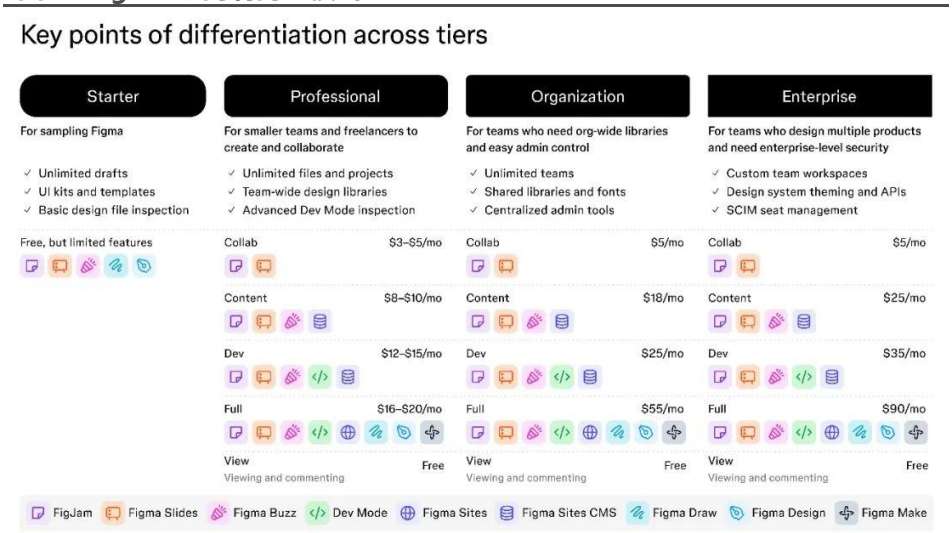


资料来源：阿里云微信公众号，民生证券研究院

1.2.3 Figma：借力 AI 重写创意行业新格局

Figma 服务的客户分散在银行、快消品、能源、制造、软件等各行各业，截至 2025 年 3 月 31 日，Figma 在全球已有 45 万付费客户。据智东西微信公众号，全球数十亿人使用应用程序、网站和其他数字体验都是通过 Figma 制作的，包括谷歌地图、优步打车软件、奈飞流媒体节目、多邻国语言学习应用、领英职场社交媒体、大语言模型 Claude 等；Figma 的访问权限以按年或按月订阅的形式出售。如下图所示，其根据特定用户的需求提供不同的档位，包括五个档位：Viewer、Collab、Content、Dev、Full，对应入门者、专业用户、组织用户和企业用户，不同档位对应不同的费用，截至 2025 年 3 月 31 日，Figma 的总留存率为 96%，净美元留存率达到 132%，在 Figma 平台上年度付费超 1 万美元的付费客户达到 11107 家。

图6：Figma 订阅制商业模式



资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

2025 年，Figma 有望推出四款全新 AI 产品。据智东西微信公众号，025 年 Figma 将推出四款新产品，使产品组合规模翻一番：Figma Make、Figma Draw、Figma Sites 和 Figma Buzz：

1）Figma Make：是一款 AI 驱动的可将提示词转化为功能的工具。用户可以直接从指令生成可运行的原型，并且立即验证想法；可以自由选择进一步输入指令、直接编辑代码，还是进行视觉化操作；

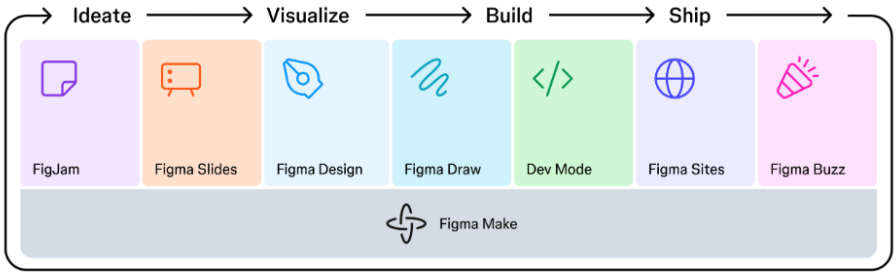
2）Figma Draw：是一款用于绘制精细的矢量编辑图像和产品插图的工具。Figma Draw 支持 AI 自动完成繁琐的重复性任务，例如移除图像背景、重命名设计图层、在原型中填充逼真内容等，First Draft 也是一项 AI 能力，用户只需输入

简单指令，就能从空白画布生成可编辑的用户界面；

3）Figma Sites：可让用户设计网站并直接将其发布到网上；

4）Figma Buzz：可轻松创建数字广告等营销资产。

图7：Figma AI 产品组合



资料来源：新智元微信公众号，民生证券研究院

1.2.4 字节 Seed1.6： Adaptive CoT 技术的前沿探索

字节在 Seed1.6 模型系列中探索了 Adaptive CoT 技术，让模型能够根据问题难度自动触发思考过程，取得了模型效果和推理性能的平衡。据字节跳动技术范儿微信公众号，Seed1.6-Thinking 在 Seed1.5-Thinking 的基础上拓展了训练算力，加大了高质量训练数据规模（包括 Math、Code、Puzzle 和 Non-reasoning 等数据），提升了模型在复杂问题上的思考长度，并且在模型能力维度上深度融合了 VLM，给模型带来清晰的视觉理解能力。因此，对比 Seed1.5-Thinking，Seed1.6-Thinking 在复杂文本场景中的推理能力明显提升，同时也具备了较好的视觉推理能力。

图8：字节 Seed1.6 测评

模型/测试集	视觉能力					
	MMMU	MMMU-pro	MathVision	RealWorldQA	ChartQA	InfoQA
Seed1.6-Thinking	74.8	66.4	70.3	77.8	89.1	88.0
Seed1.5-VL	77.9	67.6	68.7	78.4	89.1	91.2
Gemini2.5-Pro-0605	81.8	75.0	76.5	78.2	89.5	91.6
OpenAI-o3-high-0416	82.9	71.0	74.0	80.0	89.5	80.6
Claude4-Sonnet-Thinking-0523	75.7	65.5	67.4	68.5	91.0	67.2

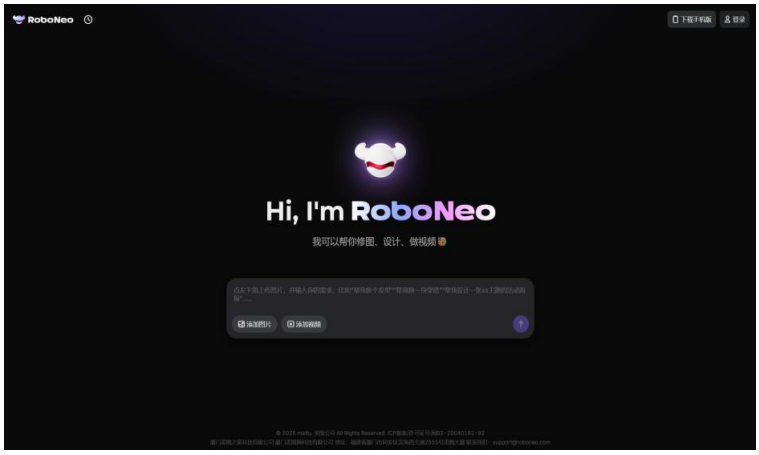
资料来源：字节跳动技术范儿微信公众号，民生证券研究院

2 重点公司多模态 AI 业务梳理

2.1 美图：RoboNeo 定义 AIGC Agent 新范式

据 AI 启元社，**美图最新推出了 RoboNeo，这是一款集图像编辑、视频生成、设计创作、网页建站于一体的智能 AI Agent**，具备极强的美学审美能力与落地执行力，是一站式影像生产力工具的新标杆，且可免费使用。RoboNeo 的 slogan “一句话搞定影像生产力”，强调从修图、美学分析，到品牌设计、海报生成、网页建站、短视频创作，全流程自动化执行。

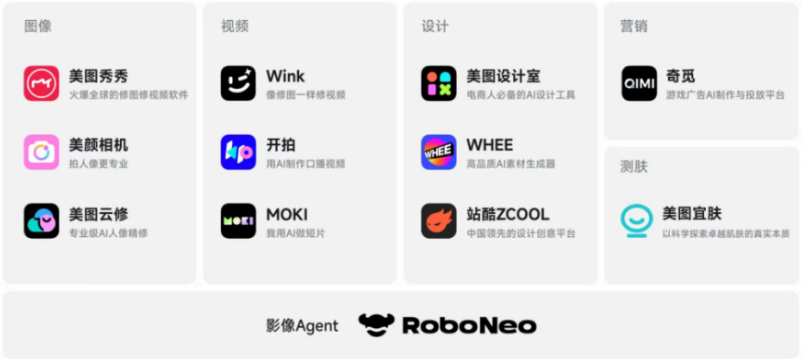
图9：RoboNeo 操作界面



资料来源：RoboNeo 官网，民生证券研究院

RoboNeo 天然融合美图秀秀、美图设计室等系列产品的图像处理技术，具备图层智能拆分、插画风格保留元素一致性处理、风格转绘等高级图像功能。除了静态图像，其还具备文生视频、图生视频、视频转绘、视频动作合成等多项 AI 视频能力。RoboNeo 覆盖了品牌设计+商业视觉内容生成的全流程需求，从企业初创视觉建设到日常电商物料输出均可应对；支持一站式网页搭建，主要针对中小企业或电商商家实现线上营销入口的快速落地。

图10：美图影视产品全家桶



资料来源：美图公司公众号，民生证券研究院

2.2 快手：可灵 AI 货币化进程亮眼

快手可灵 2.0 模型在动态质量、语义响应、画面美学等维度，保持全球领先。据快手科技微信公众号，可灵 AI 致力于提升模型基础质量和模型效果，并引入更多创新功能，以满足用户的多样化需求。在本次 2.0 模型的迭代中，可灵 AI 正式发布 AI 视频生成的全新交互理念 Multi-modal Visual Language（MVL），让用户能够结合图像参考、视频片段等多模态信息，将脑海中包含身份、外观、风格、场景、动作、表情、运镜在内的多维度复杂创意，直接高效地传达给 AI。

图11：快手可灵 2.0

资料来源：快手科技微信公众号，民生证券研究院

快手可灵在 2025Q1 已经实现 1 亿美元 ARR，伴随 AI 功能持续上新，可灵 AI 货币化进度有望加速。据凤凰网财经，可灵在 2025 年 3 月(正式推出后的第 10 个月)实现年化经常性收入(ARR)超过 1 亿美元;我们认为,伴随新的 AI 功能上线,以及全球创作者计划，可灵 AI 有望迎来付费用户增长同时 ARUP 提升的“戴维斯双击”，加快 AI 货币化进度。

2.3 万兴科技：天幕 2.0+超媒 Agent 切入蓝海市场

据万兴科技微信公众号，万兴天幕 2.0 大模型在华为云的强大算力与技术加持下，由千人团队联合创新打造。它依托百亿级数据沉淀与万兴科技 15 亿用户行为数据，实现了音视频垂类原子能力的全面跃升，**在专业级运镜设计、多层次立体音效生成、首尾帧智能补齐与过渡内容创作等方面达到业界领先水平。**该模型秉持“创意平权”理念，聚焦音视频创作垂类场景，助力创作者突破技术限制，以更低门槛、更高效率生成具备真实感与专业品质的音视频内容，加速推动人人皆是创作者时代的到来。

图12：万兴天幕 2.0 应用生态

资料来源：万兴科技微信公众号，民生证券研究院

万兴超媒 Agent 依托万兴天幕音视频多媒体大模型 2.0 强大技术底座打造，通过高度智能化的技术架构，**实现了用一个 Agent 全面包办从分镜规划到作品发布一系列创作任务**，有效解决了传统创作模式下多软件切换、操作繁琐等问题，使普通用户也能轻松创作出具有大片质感的音视频作品。作为一款专为全球音视频创作者量身打造的 AI Agent 产品，万兴超媒 Agent 具备三大特点：全链路视频编辑能力、行业 Know-How 知识库沉淀、大模型与工具链深度耦合。

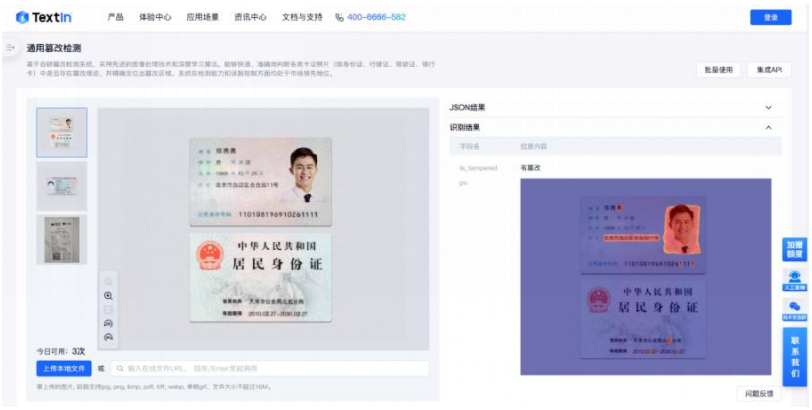
图13：万兴超媒 Agent 开启公测

资料来源：万兴超媒官网，民生证券研究院

2.4 合合信息：扫描全能王的能力范围加速扩展

据合合信息微信公众号，**合合信息“AI 鉴伪”技术实现了从静态图像到多模态信息鉴伪的技术跨越，精准打击人脸视频、AIGC 生成图像、证件票据等 AI 伪造“重灾区”。**AI 人脸鉴伪模型采用人脸视频篡改检测技术，可对人脸视频实现毫秒级实时鉴定，大幅提升篡改检测效率。AIGC 图像鉴别技术用大模型分析“看不见”的图像信息，可实现毫秒级鉴伪，测试样本集鉴定准确率超 90%，有效识别 MidJourney、GPT 4O 等主流模型 AI 生成图片。TextIn 通用篡改检测平台采用自研深度神经网络技术，基于百万级数据训练，支持数十种常用票据及卡证篡改检测，有效解决企业及机构检测文档数量庞大、造假形式多样，版式复杂等痛点。

图14：TextIn 通用篡改检测平台对身份证篡改痕迹进行定位



资料来源：合合信息微信公众号，民生证券研究院

合合信息推出业内首个 AI Agent 跨平台云资源智能管理终端 Chaterm，率先将 AI Agent 能力应用于云资源管理终端，通过自然语言，在操作界面对话或输入指令，就能实现工作的自动化，极大提高了开发、运维人员的工作效率。目前，Chaterm 核心代码已全面开源，开发者可以直接观察算法底层运行逻辑，并根据实际需求进行定制化修改，做到云资源管理领域“透明可控，安全可信”。

图15：合合信息 Chaterm 产品“Agent 模式”操作界面

资料来源：合合信息微信公众号，民生证券研究院

2.5 福昕软件：智能文档解决方案加速落地

据福昕软件微信公众号，**福昕创新性提出“大模型+领域知识+工程方法”的融合路径，构建了低成本、高效率的“人工智能+政法”应用范式。**福昕智能文档技术通过将海量非结构化文档转化为结构化、可理解、可检索的数据资产，让检察官从“搜索与搬运”的低效工作中解放出来，真正聚焦于“思考与判断”的核心价值环节。

图16：福昕智能文档技术

资料来源：福昕软件官网，民生证券研究院

福昕智能文档解决方案以多模态解析技术和人工智能技术为基座，构建了从文档解析、知识索引到精准问答的全链条能力，使法律条文、案件卷宗等海量数据转化为可计算、可追溯的结构化知识资产，为检察机关提供了强大的数据治理能力。基于核心技术优势，福昕软件研发了“索迹智见"、“枫控智检”、“民声检应”三大核心产品，并与北京市人民检察院深度合作，共同打造了《“数智枫桥·数治北京”解决方案》。

图17：“数智枫桥• 数治北京”解决方案

资料来源：福昕软件公众号，民生证券研究院

2.6 其他多模态 AI 应用

北森 AI 面试官得到众多企业认可。产品依靠北森 20 余年人才评估与面试方法论沉淀，与 AI 技术深度融合形成“专业评估逻辑 + 大模型能力”双重优势，让“面得准”成为标配。岗位胜任力模型上，依托 20 年 People Science 积累及近 200 名心理学专家经验，为不同行业、岗位定制精准评估维度，从底层保障专业性与准确性；AI 技术与场景结合方面，通过独创“倒叙式三层追问面试法”进行立体化追问，模拟资深面试官逻辑，结合 RAG 技术调用企业私有知识库，让评估更贴合业务场景。

图18：北森 AI 助手

资料来源：北森官方微信公众号，民生证券研究院

粉笔 AI 面试点评有效提升用户面试表现。精品 AI 面试点评是粉笔打造的融合 AI 技术的智能化面试学习工具，借助虚拟面试老师，提供沉浸式模拟训练、精准智能点评及个性化答题优化，助力用户高效提升面试表现。

图19：粉笔 AI 刷题系统班

资料来源：粉笔官方微信公众号，民生证券研究院

3 投资建议

当前全球多模态 AI 正在向“多模态通才”转变，智能化水平与能力范围不断扩大，美图、快手等多模态 AI 产品已经体现出较强的 AI 货币化能力，多模态 AI 应用或成为 AI 大模型商业化变现的前锋，建议关注多模态 AI 相关标的：美图、快手、万兴科技、合合信息、福昕软件等；同时建议关注受益于多模态 AI 发展的 AI 应用、AI 算力等相关标的

4 风险提示

1）多模态 AI 落地不及预期。当前多模态 AI 技术路径尚不清晰，或导致多模态 AI 技术研发不及预期，进而导致相关应用商业化落地不及预期。

2）行业竞争加剧。多模态 AI 应用市场较为广阔，当前互联网巨头悉数入局，传统垂类 AI 应用领军者若无法构建深厚护城河或面临市场份额流失风险。

插图目录

图 1： General-Bench 测评体系 3
图 2： 不同级别“多模态通才”的内核 4
图 3： 当前全球顶尖多模态大模型仍处于 L4 阶段 5
图 4： 腾讯混元 3D 世界模型展示 6
图 5： Wan2.2 模型推理示意图 6
图 6： Figma 订阅制商业模式 7
图 7： Figma AI 产品组合 8
图 8： 字节 Seed1.6 测评 8
图 9： RoboNeo 操作界面 9
图 10： 美图影视产品全家桶 9
图 11： 快手可灵 2.0 10
图 12： 万兴天幕 2.0 应用生态 11
图 13： 万兴超媒 Agent 开启公测 11
图 14： TextIn 通用篡改检测平台对身份证篡改痕迹进行定位 12
图 15： 合合信息 Chaterm 产品“Agent 模式”操作界面 12
图 16： 福昕智能文档技术 13
图 17： “数智枫桥· 数治北京”解决方案 13
图 18： 北森 AI 助手 14
图 19： 粉笔 AI 刷题系统班 14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048