

2025 年 5 月 22 日

分析师
陈睿彬(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

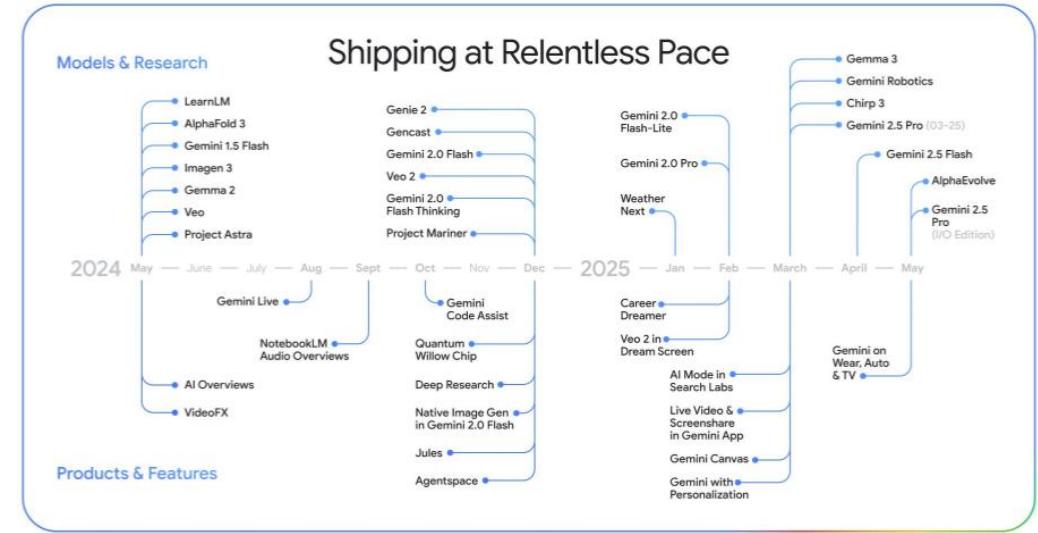
相关报告

摘要:

- 美东时间 5 月 20 日, Google I/O 2025 大会如期举行, 本届大会以“AI Everywhere”为核心主题, 将前瞻研究付诸实现, 标志着 Google 从单一模型性能竞赛转向全栈式 AI 生态构建。1) 技术层: Gemini 系列模型全面升级 (2.5 Pro/Flash), 强化多模态、推理效率与安全性; 2) 产品层: AI 原生应用 (搜索、Gemini、生成式工具) 加速渗透, 推动用户粘性与商业化闭环; 3) 开发者生态: 通过 API、工具链 (Agent 开发套件、Colab 升级) 与开源模型 (Gemma 3n、MedGemma 等) 扩大开发者护城河。
- **搜索: AI 原生重构用户流量入口。** 1) AI Mode 即将全面上线: 支持实时交互 (Search Live)、视觉对话 (摄像头输入)、代理任务 (Mariner 代理购票/预约), 预计将有效提升用户停留时长; 同时强化数据可视化与购物场景 (虚拟试穿、价格追踪), 有望提升直接转化率; 另外, 随着广告位从关键词向“AI 概要”迁移, 品牌溢价能力将逐步增强、并提升商业化潜力。2) AI Overviews 全球渗透: 月活 15 亿用户, 覆盖 200 个国家和地区; 推动印度/美国等市场搜索使用率上升 10%+, 验证 AI 驱动用户粘性逻辑。
- **Gemini 系列: 从“模型”到“智能代理”。** 1) 模型性能突破: Gemini 2.5 Pro 登顶 WebDev Arena/LMArena 排行榜, 融合 LearnLM 后、科学原理学习能力大幅领先, 同时, Deep Think 模式增强代码/数学推理性能; Gemini 2.5 Flash 继续优化低延迟, 推出 Token 思考预算控制以平衡延迟和质量、实现灵活定价, 瞄准高并发场景 (如客服、实时翻译)。2) 产品形态升级: 面向订阅制用户, 推出目标驱动型代理模式 Agent Mode (比如自动完成多步骤任务), 强化用户付费意愿; 上线 Gemini Chrome 插件、实现跨端协同, 4 亿月活用户基础有望进一步扩大。
- **生成式 AI: 工业化内容生产工具链闭环。** 1) 视觉与视频生成: Imagen 4: 支持自由比例+2K 分辨率图像生成、优化拼写/排版功能 (贺卡/海报/漫画场景), 目前已上线 Whisk 和 Vertex AI, 未来将推出 Fast 版本速度提升 10x。Veo 3: 支持音视频同步生成, 有望增强 YouTube 生态内容供给能力。Flow: 电影级创作工具 (角色/场景/风格控制), 锁定专业创作者市场。2) 音频与音乐: Lyria 2: 支持合唱/独唱语音生成, 丰富 YouTube Shorts 创作者工具。Lyria RealTime: 可实现实时音乐交互生成, 开辟游戏/直播场景变现路径。
- **开发者生态: 从“模型调用”到“代理开发”。** 1) 工具链升级: Jules: 作为 GitHub 代理, 可实现异步代码优化与音频摘要, 提升开发者效率。Colab: 全新代理模式, 自动纠错与代码转换, 降低 AI 工程门槛。Stitch: 使用自然语言或图像提示, 生成高质量 UI 与前端代码。2) 开放模型矩阵: Gemma 3n: 移动端轻量化多模态模型, 已上线 Google AI Studio 和 Google Cloud; SignGemma/MedGemma: 可实现手语翻译、卡位医疗影像分析垂直领域。
- **订阅制与企业服务双轮驱动, 商业化潜力可期。** 1) 消费端订阅 (Google AI Ultra/Pro): AI Ultra (\$249.99/月): 高限用额度+最新模型+YouTube Premium, 定位高净值用户; AI Pro (\$19.99/月): Flow/NotebookLM 等工具套装, 中小创作者市场下沉。2) 企业服务: 开放 Mariner 代理能力实现自动化流程、推出 SynthID 检测器加强版权合规, 有望提升垂直行业 (金融、医疗) 客单价; 随着 MedGemma 等垂直模型落地, 未来合作机构有望持续增加。
- **风险提示:** 地缘政治风险、汇率风险、流动性风险。

美东时间 5 月 20 日, Google I/O 2025 大会如期举行, 本届大会以“AI Everywhere”为核心主题, 将前瞻研究付诸实现, 标志着 Google 从单一模型性能竞赛转向全栈式 AI 生态构建。1) 技术层: Gemini 系列模型全面升级 (2.5 Pro/Flash), 强化多模态、推理效率与安全性; 2) 产品层: AI 原生应用 (搜索、Gemini、生成式工具) 加速渗透, 推动用户粘性与商业化闭环; 3) 开发者生态: 通过 API、工具链 (Agent 开发套件、Colab 升级) 与开源模型 (Gemma 3n、MedGemma 等) 扩大开发者护城河。

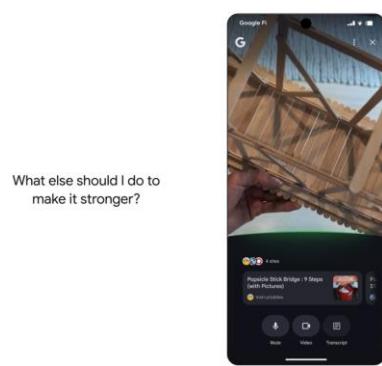
图1: Google 近一年发布的 main 产品及服务



数据来源: Google, 东吴证券 (香港)

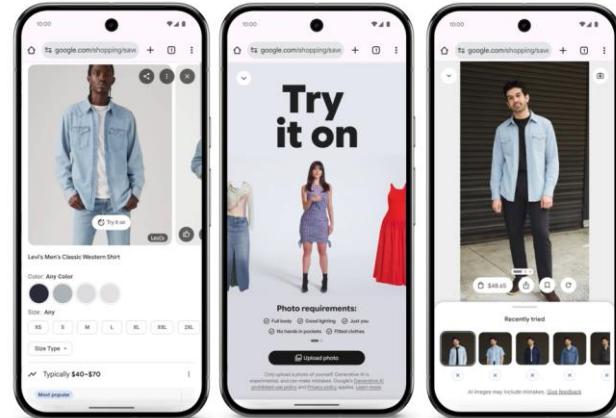
搜索: AI 原生重构用户流量入口。 1) **AI Mode 即将全面上线:** 支持实时交互 (Search Live)、视觉对话 (摄像头输入)、代理任务 (Mariner 代理购票/预约), 预计将有效提升用户停留时长; 同时强化数据可视化与购物场景 (虚拟试穿、价格追踪), 有望提升直接转化率; 另外, 随着广告位从关键词向“AI 概要”迁移, 品牌溢价能力将逐步增强、并提升商业化潜力。2) **AI Overviews 全球渗透:** 月活 15 亿用户, 覆盖 200 个国家和地区; 推动印度/美国等市场搜索使用率上升 10%+, 验证 AI 驱动用户粘性逻辑。

图2: 借助 Search Live, 用户可使用摄像头实时互动



数据来源: Google, 东吴证券 (香港)

图3: 虚拟试穿功能有望强化购物场景、提升转化率



数据来源: Google, 东吴证券 (香港)

Gemini 系列：从“模型”到“智能代理”。 1) **模型性能突破：** Gemini 2.5 Pro 登顶 WebDev Arena/LMArena 排行榜，融合 LearnLM 后、科学原理学习能力大幅领先，同时，Deep Think 模式增强代码/数学推理性能；Gemini 2.5 Flash 继续优化低延迟，推出 Token 思考预算控制以平衡延迟和质量、实现灵活定价，瞄准高并发场景(如客服、实时翻译)。 2) **产品形态升级：** 面向订阅制用户，推出目标驱动型代理模式 Agent Mode (比如自动完成多步骤任务)，强化用户付费意愿；上线 Gemini Chrome 插件、实现跨端协同，4 亿月活用户基础有望进一步扩大。

图4: Gemini 2.5 Pro 登顶 WebDev Arena 排行榜

Rank (UB)	Model	Arena Score	95% CI	Votes	Organization	License
1	G Gemini-2.5-Pro-Preview-05-06	1446.64	+13.57 / -15.14	3,464	Google	Proprietary
2	AI Claude 3.7 Sonnet (20250219)	1357.05	+9.03 / -6.72	7,481	Anthropic	Proprietary
3	G Gemini-2.5-Flash-Preview-05-20	1310.42	+19.10 / -21.23	981	Google	Proprietary
4	GPT-4-1-2025-04-14	1257.20	+9.49 / -8.26	4,880	OpenAI	Proprietary
5	AI Claude 3.5 Sonnet (20241022)	1237.74	+4.35 / -4.66	26,338	Anthropic	Proprietary
6	DeepSeek-V3-0324	1206.67	+20.99 / -20.94	1,097	DeepSeek	MIT
7	DeepSeek-R1	1198.68	+10.46 / -8.71	3,760	DeepSeek	MIT
8	o3-2025-04-16	1190.47	+10.43 / -9.42	3,617	OpenAI	Proprietary
9	GPT-4.1-mini-2025-04-14	1185.05	+10.34 / -9.54	2,995	OpenAI	Proprietary
10	Owen3-235B-A228	1177.78	+13.42 / -16.64	2,024	Alibaba	Apache 2.0
11	Mistral Medium 3	1160.10	+19.39 / -19.60	1,196	Mistral	Proprietary

数据来源：WebDev Arena，东吴证券（香港）

图5: Gemini 2.5 Pro 登顶 LMArena 排行榜

Rank (UB)	Rank (StyleCtrl)	Model	Arena Score	95% CI	Votes	Organization	License
1	1	G Gemini-2.5-Pro-Preview-05-06	1446	+8/-7	5696	Google	Proprietary
2	2	G Gemini-2.5-Flash-Preview-05-20	1424	+12/-11	2404	Google	Proprietary
2	1	o3-2025-04-16	1409	+5/-8	7621	OpenAI	Proprietary
3	3	ChatGPT-4o-latest (2025-03-26)	1405	+6/-6	10284	OpenAI	Proprietary
3	6	Grok-3-Preview-02-24	1399	+4/-5	14045	xAI	Proprietary
5	3	GPT-4.5-Preview	1395	+3/-5	15275	OpenAI	Proprietary
5	6	G Gemini-2.5-Flash-Preview-04-17	1389	+8/-6	6622	Google	Proprietary
8	6	DeepSeek-V3-0324	1369	+5/-6	9404	DeepSeek	MIT
8	6	GPT-4.1-2025-04-14	1365	+7/-7	5778	OpenAI	Proprietary
8	14	Humuuan-Turbos-20250416	1356	+7/-7	4863	Tencent	Proprietary
9	9	DeepSeek-R1	1355	+3/-4	19066	DeepSeek	MIT
10	17	G Gemini-2.0-Flash-001	1352	+5/-4	24922	Google	Proprietary
10	6	o4-mini-2025-04-16	1345	+7/-9	5763	OpenAI	Proprietary

数据来源：LMArena，东吴证券（香港）

表1: Gemini 2.5 Developer API 价格/每百万 tokens

Gemini 2.5 Flash 预览版		Gemini 2.5 Pro 预览版	
输入价格	0.15 美元 (文字/图片/视频)	1.25 美元，提示词≤20 万 tokens	
	1.00 美元 (音频)	2.50 美元，提示词>20 万 tokens	
输出价格	非思考: 0.60 美元	10.00 美元，提示词≤20 万 tokens	
	思考: 3.50 美元	15.00 美元，提示词>20 万 tokens	
上下文缓存价格	0.0375 美元 (文本/图片/视频)	0.31 美元，提示词≤20 万 tokens	
	0.25 美元 (音频)	0.625 美元，提示词>20 万 tokens	
	1.00 美元/每小时 100 万 tokens	4.50 美元/每小时 100 万 tokens	

数据来源：Google，东吴证券（香港）整理

生成式 AI: 工业化内容生产工具链闭环。1) 视觉与视频生成：**Imagen 4:** 支持自由比例+2K 分辨率图像生成、优化拼写/排版功能 (贺卡/海报/漫画场景)，目前已上线 Whisk 和 Vertex AI，未来将推出 Fast 版本速度提升 10x。 **Veo 3:** 支持音视频同步生成，有望增强 YouTube 生态内容供给能力。**Flow:** 电影级创作工具 (角色/场景/风格控制)，锁定专业创作者市场。2) 音频与音乐：**Lyria 2:** 支持合唱/独唱语音生成，丰富 YouTube Shorts 创作者工具。**Lyria RealTime:** 可实现实时音乐交互生成，开辟游戏/直播场景变现路径。

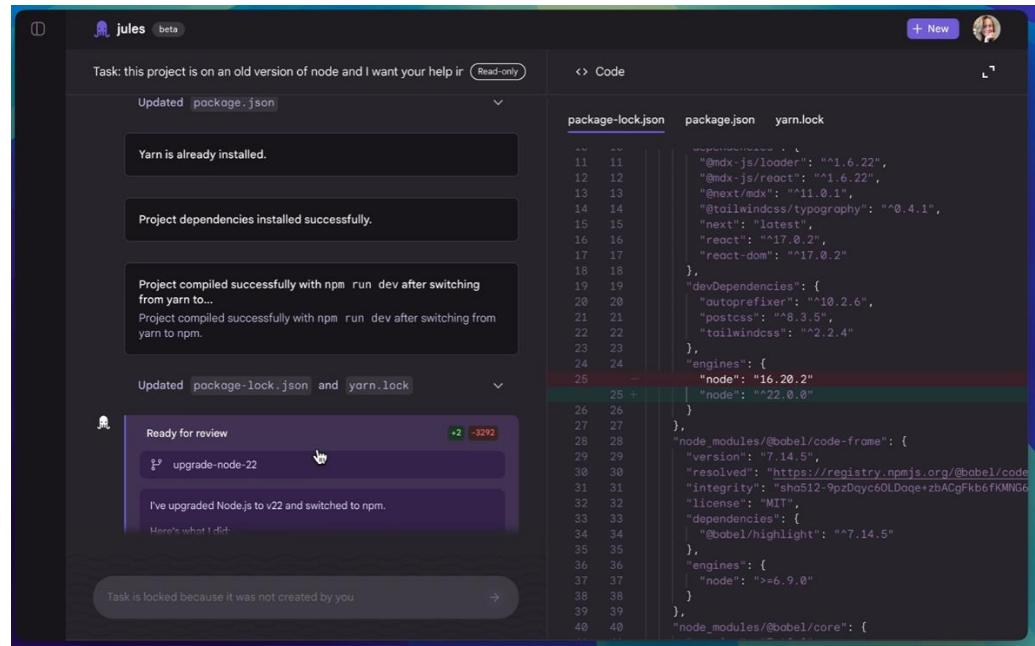
图6: 作为电影级创作工具, Flow 可提供摄像头控制等专业功能



数据来源: Google, 东吴证券 (香港)

开发者生态: 从“模型调用”到“代理开发”。 1) **工具链升级: Jules:** 作为 GitHub 代理, 可实现异步代码优化与音频摘要, 提升开发者效率。Colab: 全新代理模式, 自动纠错与代码转换, 降低 AI 工程门槛。Stitch: 使用自然语言或图像提示, 生成高质量 UI 与前端代码。2) **开放模型矩阵: Gemma 3n:** 移动端轻量化多模态模型, 已上线 Google AI Studio 和 Google Cloud; **SignGemma/MedGemma:** 可实现手语翻译、卡位医疗影像分析垂直领域。

图7: Jules 可实现异步代码更新优化、提升开发者效率



数据来源: Google, 东吴证券 (香港)

订阅制与企业服务双轮驱动，商业化潜力可期。1)消费端订阅(Google AI Ultra/Pro): AI Ultra (\$249.99/月): 高限用额度+最新模型+YouTube Premium, 定位高净值用户；AI Pro (\$19.99/月): Flow/NotebookLM 等工具套装，中小创作者市场下沉。2)企业服务: 开放 Mariner 代理能力实现自动化流程、推出 SynthID 检测器加强版权合规，有望提升垂直行业(金融、医疗)客单价；随着 MedGemma 等垂直模型落地，未来合作机构有望持续增加。

图8: Google AI Ultra/Pro 定价

Google AI Pro	Google AI Ultra
<p>Get more access to new and powerful features to boost your productivity and creativity</p> <p>\$19.99 \$0/mo for 1 month</p> <p>Everything in Free:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ Gemini app Get more access to our most capable model 2.5 Pro, Deep Research on 2.5 Pro and unlock video generation with Veo 2 ■ Flow Access our AI filmmaking tool custom built with Veo to create cinematic scenes and stories ● Whisk Higher limits for image-to-video creation with Veo 2 ● NotebookLM Research and writing assistant with 5x more Audio Overviews, notebooks, and more ● Gemini in Gmail, Docs, Vids & more Access Gemini directly in Google apps ● Gemini in Chrome (early access) Your personal assistant to browse the web ● Storage 2 TB of total storage for Photos, Drive & Gmail 	<p>Unlock the highest level of access to the best of Google AI and exclusive features</p> <p>\$249.99 \$124.99/mo for 3 months</p> <p>Everything in Google AI Pro and:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ Gemini app Highest limits and exclusive access to 2.5 Pro Deep Think (our most advanced reasoning model) and Veo 3 (our latest video generation model) ■ Flow Highest limits in our AI filmmaking tool with access to Veo 3 and premium features like ingredients to video ● Whisk Highest limits for image-to-video creation with Veo 2 ● NotebookLM Highest limits and best model capabilities (later this year) ● Gemini in Gmail, Docs, Vids & more Highest limits to Gemini directly in Google apps ● Project Mariner (early access) Streamline tasks with an agentic research prototype ● YouTube Premium individual plan YouTube ad-free, offline, and in the background ● Storage 30 TB of total storage for Photos, Drive & Gmail

数据来源: Google, 东吴证券(香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>