

海外为鉴，研判AI应用产业趋势

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

研究分析师：周良玖

执业证书编号：S0600517110002

联系邮箱：zhoulj@dwzq.com.cn

研究分析师：郭若娜

执业证书编号：S0600524080004

联系邮箱：guorn@dwzq.com.cn

2025年智能体密集发布。 2025年Project Astra亮相谷歌I/O大会、2025Q1亚马逊推出Alexa+、2025Q3 OpenAI推出ChatGPT Agent。AI正从问题发现与分析迈向问题解决，从泛用性转向个性化。智能体落地迭代有望发挥各科技公司数据优势，释放生态潜力，拓展应用场景，加速实现商业闭环。

竞争维度拓宽至芯片、模型、应用以及Agent生态。 1) 亚马逊：AI深度融入AWS服务与解决方案，驱动云业务收入增长，助手类应用优化电商购物决策，发挥协同效应。公司自研Trainium芯片以降低外部依赖；2) 微软：AI推动Azure与Office增长，通过OpenAI完善模型侧布局；3) 谷歌：AI驱动广告与云业务增长，赋能邮件+地图+Workspace应用。公司推进芯片和ANA协议生态布局，联合三星、各品牌方打造XR/AI眼镜；4) META：AI提升广告分发效率与eCPM，带来收入增长，同时优化APP内容推荐与互动性，延长用户使用时长，创造更多货币化机会。公司持续投入AI硬件与模型，抢占新兴流量入口。

AI营销、AI教育、AI企业服务等赛道齐头并进。 海外企业如Applovin、多邻国等海外公司已基于AI打造拳头产品，实现降本增效、场景拓展与业务壁垒构建，业绩逐步兑现，AI应用产业趋势有望持续深化。

风险提示： AI发展不及预期、AI商业化风险、市场竞争风险、政策风险



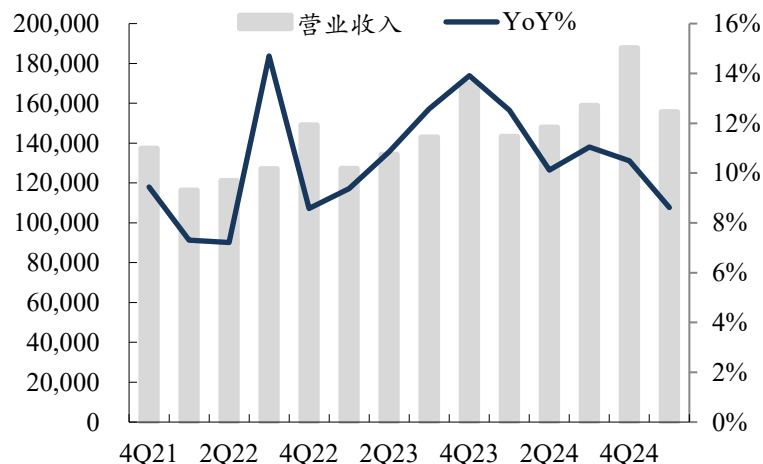
- 1、亚马逊：AWS延续高增，C端助手Alexa+上线
- 2、微软：Azure AI贡献增速持续提升
- 3、谷歌：Gemini 2.5 Pro发布，智能体落地
- 4、META：广告推荐效率提升，AI硬件持续渗透
- 5、AI应用：营销、教育、企业服务赛道齐头并进
- 6、投资建议
- 7、风险提示

一、亚马逊：AWS延续高增，C端助手Alexa+上线

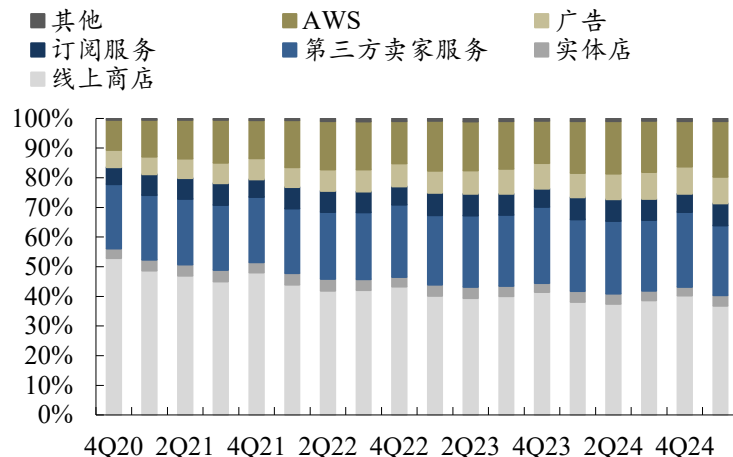
广告及AWS延续高增长。2025Q1线上商店、实体店、第三方服务、订阅服务、广告、AWS分别实现营收574.1/55.3/365.1/117.2/139.2/292.7亿美元，同比+5.0%/+6.4%/+5.5%/+9.3%/+17.7%/+16.9%，环比-24.0%/-0.8%/-23.1%/+1.8%/-19.5%/+1.7%。2025Q1北美地区实现收入928.9亿美元，同比+7.6%，环比-19.6%，运营利润率为6.3%，同比+0.5pct，环比-1.7pct；国际地区实现收入335.1亿美元，同比+4.9%，环比-22.8%，运营利润率为3.0%，同比+0.2pct，环比持平。2025Q1线上商店及第三方服务营收占比分别为36.9%/23.5%仍为主要收入来源，AWS营收占比同比+1.3pct至18.8%持续提升。

考虑外部不确定性，营业利润指引区间扩大。公司指引2025Q2销售额1590-1640亿美元，同比+7%至+11%，营业利润130-175亿美元，同比-12%至+19%。目前关税对经营影响尚未体现，根据公司业绩会，需求及商品平均售价无明显变化，多数卖家尚未调整价格。在外部不确定环境下，公司凭借丰富的品类、价格和配送时效优势有望进一步提升市场份额。

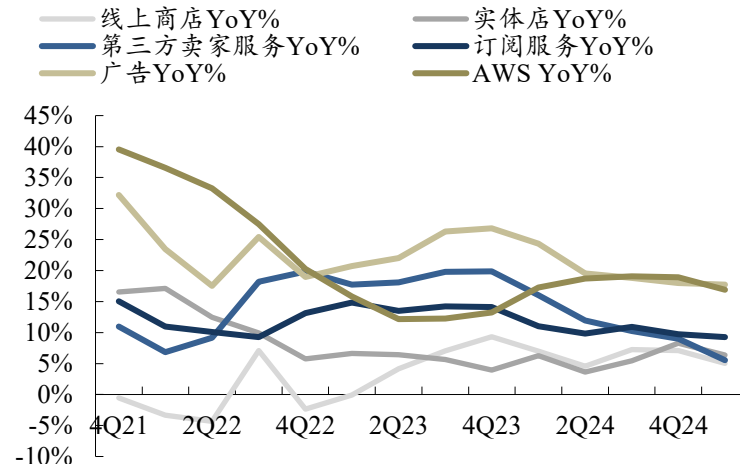
图：公司营业收入及同比增速（百万美元）



图：公司收入结构



图：公司分业务营收同比增速

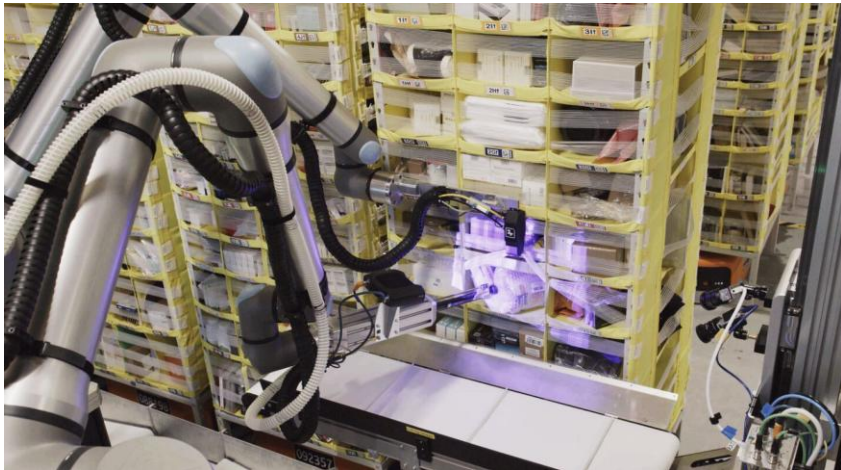


亚马逊：履约能力提升，降低物流成本

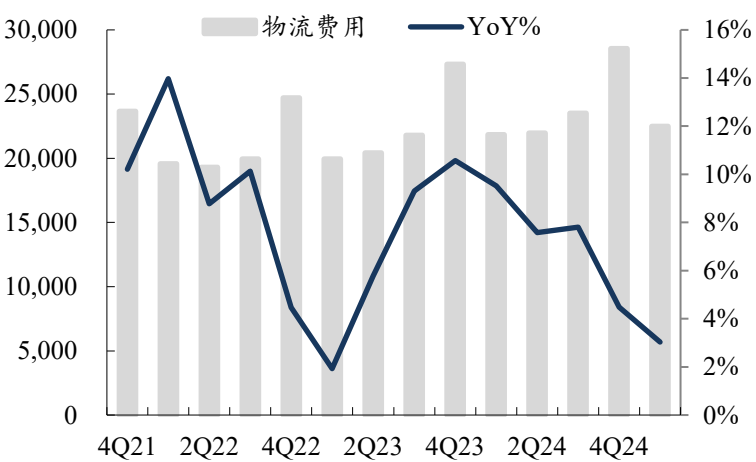
2020年起加大物流投入，运营能力提升。公司通过丰富平台优质商品供给、提升物流履约能力建立核心壁垒。疫情期间线上需求激增，公司进入新一轮物流基础设施投入周期，2022-2024年存货周转天数及应收账款周转天数呈下降趋势。

布局物流机器人降本增效。公司物流机器人包括各类型号的货架移动/分拣机器人（Sequoia、Robin、Cardinal、Hercules、Sparrow、Proteus、Titan）以及人形机器人Digit。新一代Vulcan机器人可以轻松移动狭小隔间内物体、拣选和存放履行中心约75%的物品，速度与一线员工相当。物流机器人可以提高包裹存储密度、提升拣选速度以降低成本。2024年公司已部署75万+物流机器人，并计划从欧洲推广至全球范围。

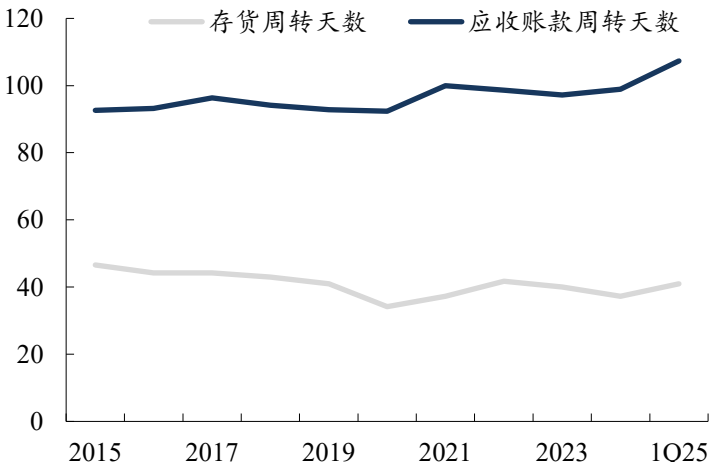
图：Vulcan物流机器人



图：亚马逊物流费用及同比增速（百万美元）



图：公司存货周转天数及应收账款周转天数（天）



图：公司在供应链领域投资情况（不完全梳理）

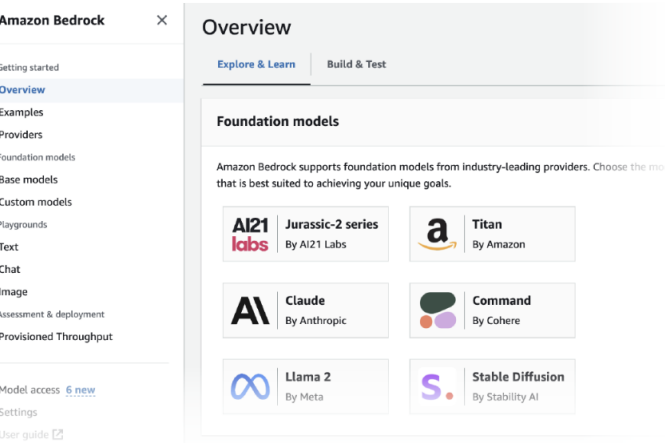
公司	领域
Agility Robotics	物流仓储机器人
Modjoul	可穿戴安全技术
Vimman	AI库存管理
BionicHIVE	仓库货架机器人
Mantis Robotics	触觉机器人
Standard Bots	六轴机器人

自研芯片减少外部依赖。目前公司已推出Trainium 2并大规模投入使用， Trainium 2较上一代芯片训练速度提升4倍，存储能力提升3倍。公司还计划于2025年内发布采用3nm制程的Trainium 3。

AI驱动AWS收入增长，云服务空间广阔。生成式AI已成为AWS服务与方案的重要部分，使用场景包括聊天机器人与虚拟助手、对话分析、员工助理、代码生成、个性化互动等。2025Q1公司与Adobe、Uber、NextEra Energy等众多公司签署新AWS 协议，帮助企业加速向云迁移。公司指出全球85%+IT支出仍用于本地部署，云端渗透空间广阔。

Bedrock平台提供模型服务，同步自研基础模型。Bedrock整合多款大模型，其客户包括KONE、Booking、Fox Corporation、Nasdaq及Merck等。公司持续快速迭代 Bedrock平台，新增Claude 3.7 Sonnet混合推理模型及 Llama 4，并将DeepSeek R1和Pixtral Large作为全托管模型全面开放。公司自研的Amazon Nova基础模型目前已有包括 Slack、Siemens、Sumo Logic、Coinbase、FanDuel、Glean 和 Blue Origin等数千家客户使用。2025Q1公司发布Amazon Nova Act模型/智能体，可在 Web 浏览器中分解工作流程，执行复杂任务。

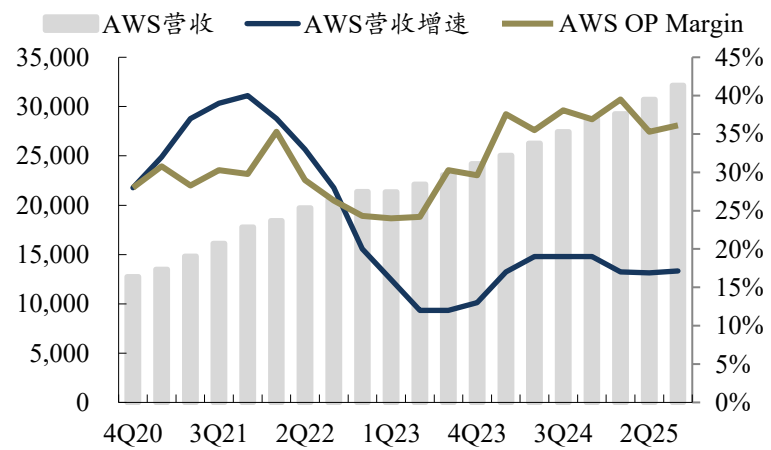
图：Amazon Bedrock



图：AWS Graviton4和AWS Trainium2



图：AWS营收、同比增速及利润率（百万美元）



B端应用Amazon Q： Amazon Q为企业级AI生成助手，允许客户连接到其业务数据、信息和系统，使任何企业都可以创建服务自己业务的生成式AI助手。该助手可以为员工提供定制的对话与其他生成内容，并执行业务相关动作。GitLab Duo with Amazon Q于2025M4上线，提供无缝开发体验，在开发人员熟悉的 GitLab 平台上加速执行复杂的多步骤任务和协作工作流程。

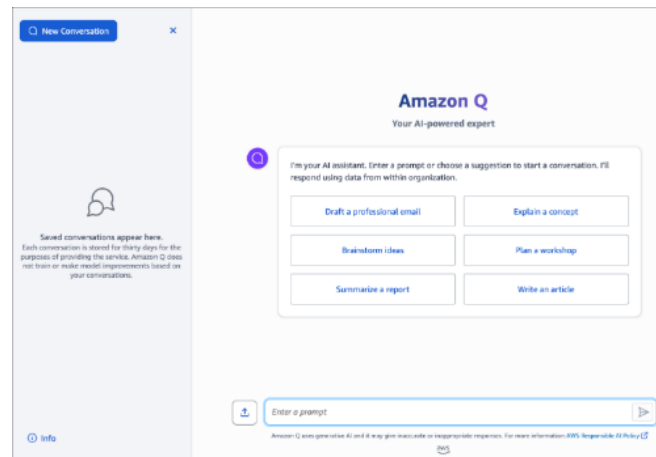
C端应用Rufus购物助手： Rufus可用于回答购物者问题，发现、比较和对比商品，帮助消费者缩短购买流程，优化购物决策。除移动端外，目前网页端Rufus也已上线。

2025Q1在美国推出个人助理 Alexa+： 目前Prime 会员可免费使用，非 Prime 会员则需支付每月约20美元的费用，公司计划于2025年内推广到其他国家。Alexa+可以控制智能家居、订购电商平台商品和外卖、预约活动，具有高度个性化的特点，例如可通过历史行为了解用户饮食偏好，推荐食谱或餐厅。通过引入代理功能，Alexa+实现了以自主方式浏览互联网，在无监督条件下完成任务。

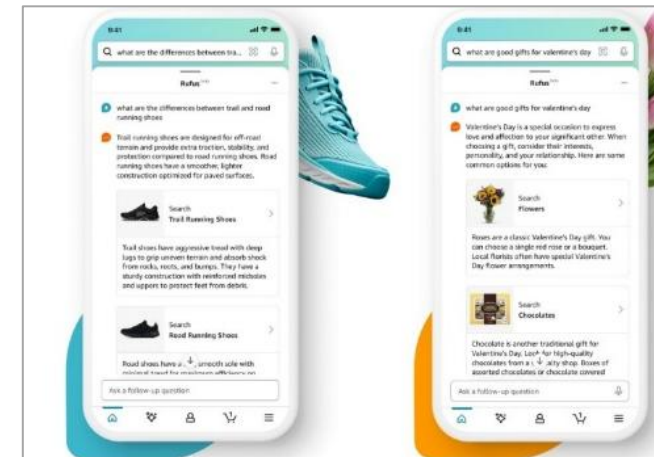
图：Alexa+个人助手



图：Amazon Q



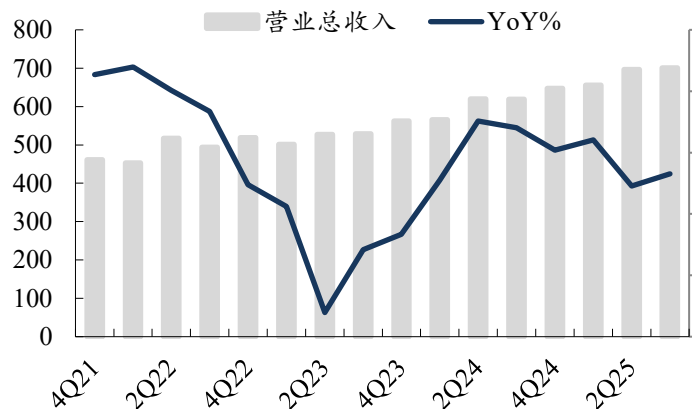
图：Rufus购物助手



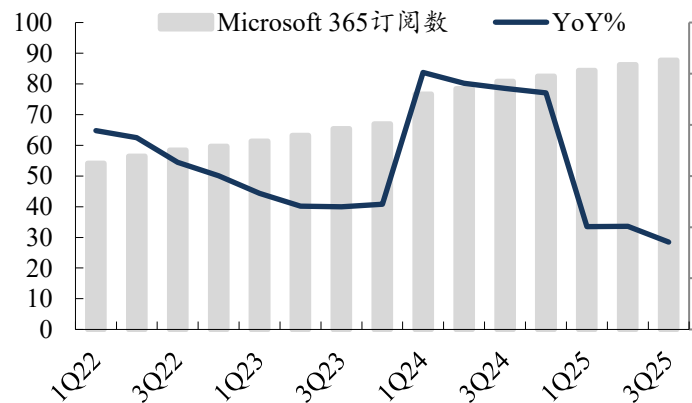
二、微软：Azure AI贡献增速持续提升

微软：Azure收入及指引超预期，应用侧高速渗透

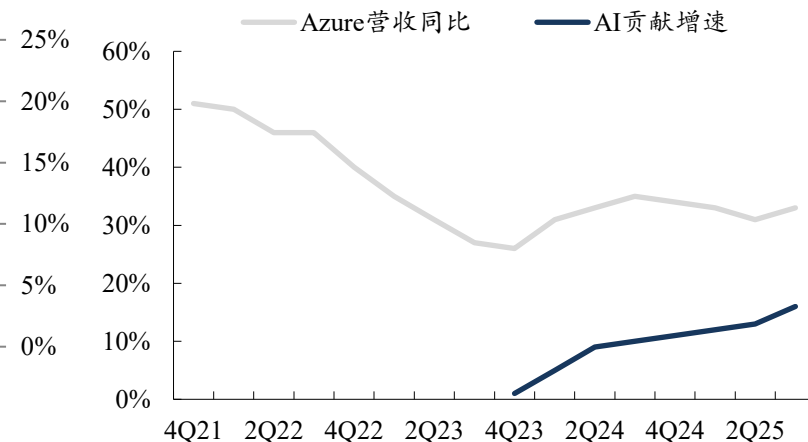
图：公司营收及同比增速（亿美元）



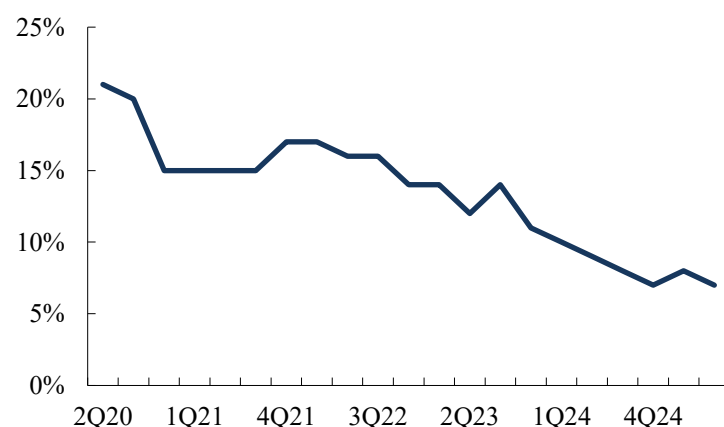
图：微软365订阅数及同比增速（百万）



图：Azure营收同比增速及AI贡献增速



图：微软365商业版席位同比增速



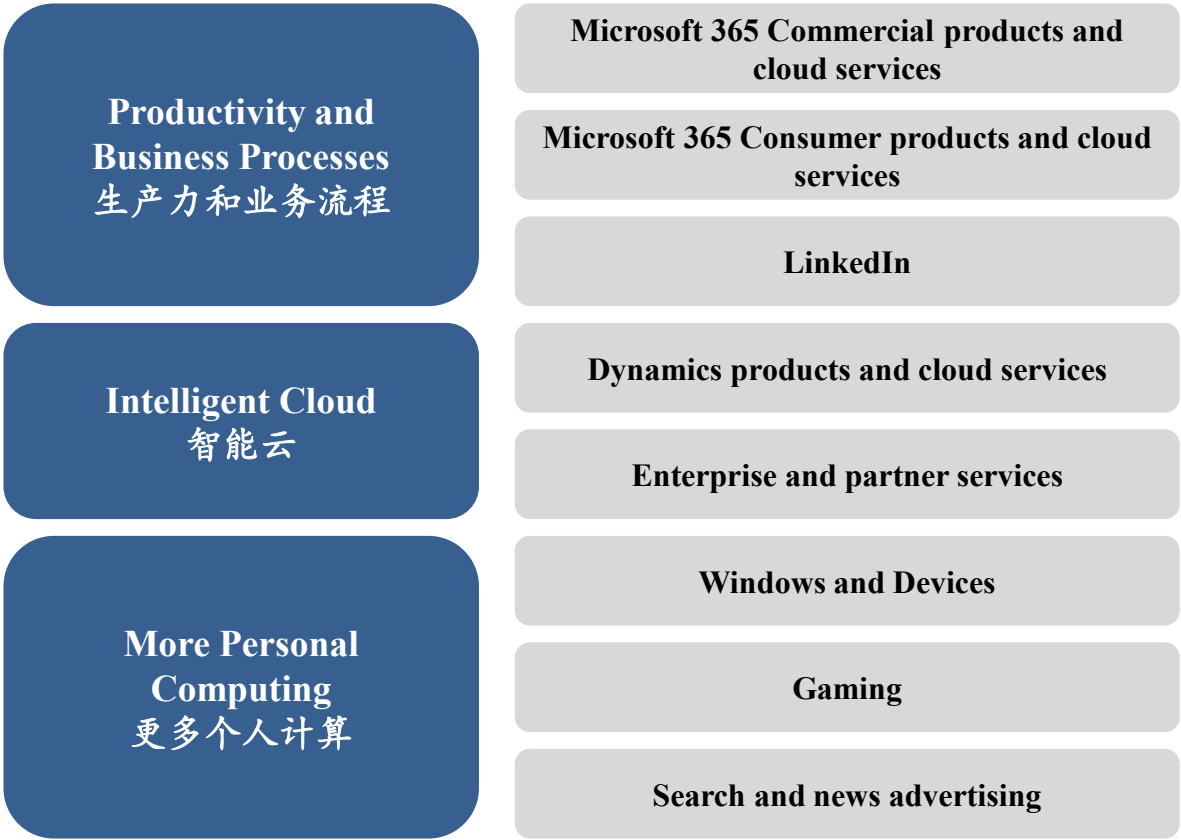
FY25Q3收入及EPS均好于预期，Azure收入增速及指引大超预期。Q3 Azure和其他云服务收入同比+33%，按固定汇率计算同比+35%，超一致预期的31%。

Azure AI贡献提速，非AI业务超预期。AI贡献增速环比+3pct至16pct持续提升，主要因GPU交付速度略超预期；非AI业务为Azure超预期主要来源，主要系：宏观压力下更多企业将工作负载向效率更高的云迁移、云原生增长、数据服务增长以及与AI业务的协同。公司指引Q4 Azure收入按固定汇率同比+34%至+35%，超市场预期。公司预计2025M6后将出现AI产能限制，AI业务延续供不应求。

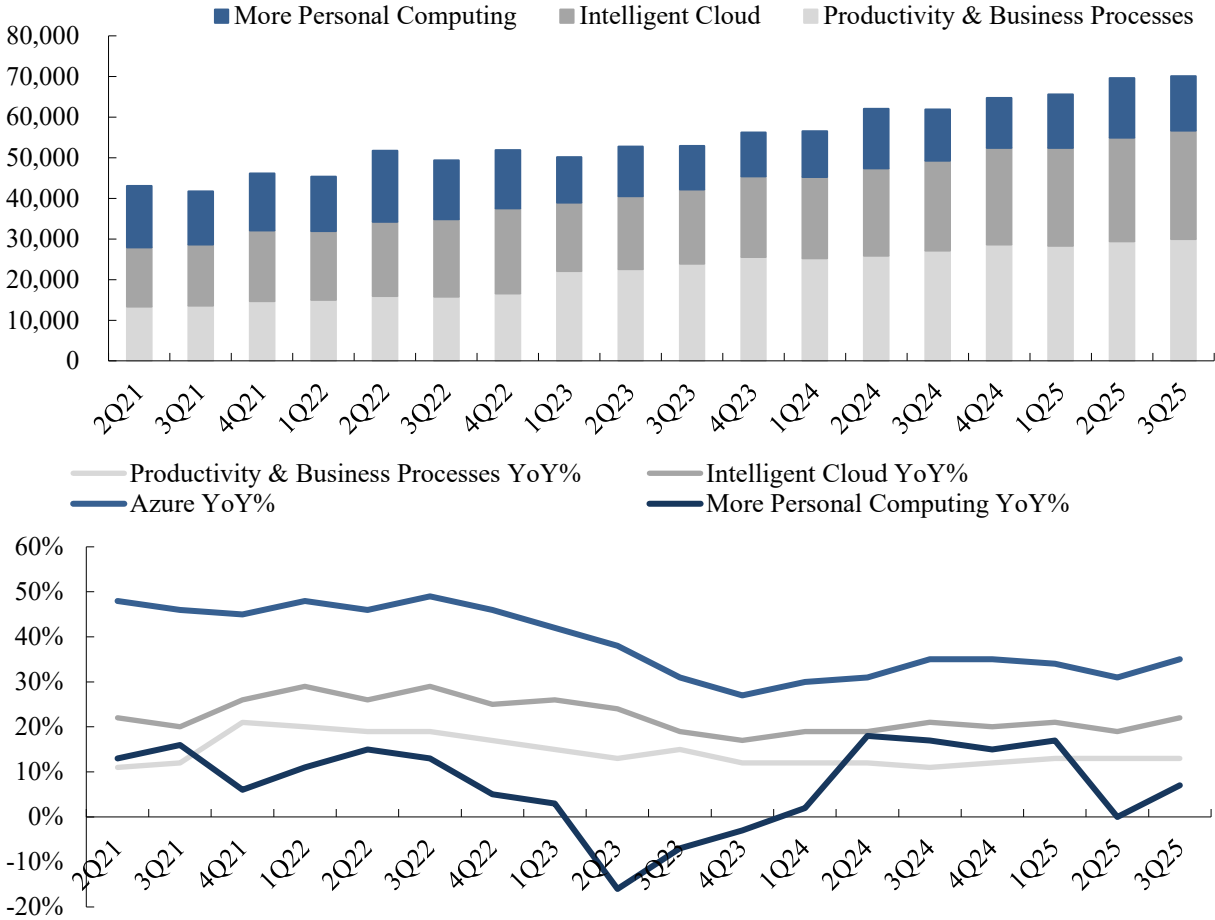
应用侧继续看到积极信号：1) Microsoft 365 Copilot 已有数十万客户，同比增长3倍，交易规模持续增长；2) AI编程业务GitHub Copilot已经有超过1500万名用户，同比增长超4倍；3) Agent和AI应用工厂Foundry，已有超7万家企业和数字化原生企业的开发人员用它来设计、定制和管理自己的AI应用和AGENT。本季度公司处理了超过100万亿个token，同比增长5倍。

整体层面看，AI对业绩的强驱动力为：1) Azure：企业使用Azure OpenAI Service。企业使用Azure部署、训练及微调模型都将增加云消耗量；2) 产品维度：微软AI相关产品贡献收入，例如Office Copilot；3) OpenAI盈利后享受一定利润分成。

图：微软三大业务线



图：微软各业务营收及同比增速（百万美元）



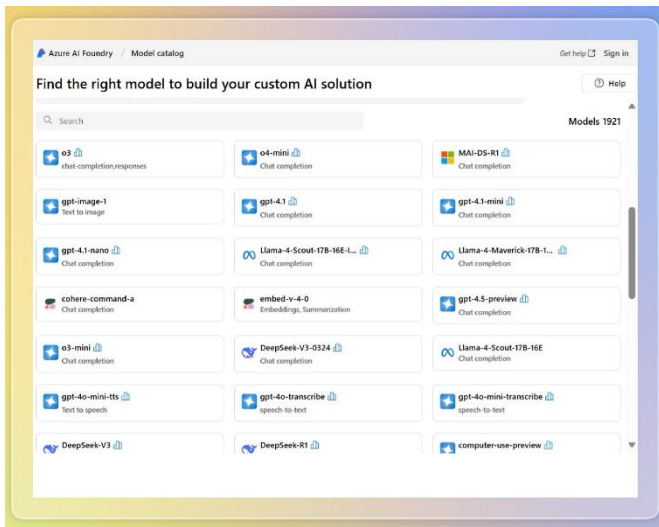
资料来源：公司财报，东吴证券研究所；注：公司财务数据为财年口径

Azure AI Foundry为企业 AI 运营、模型生成和应用程序开发提供平台。基于Azure提供的模型服务和集成环境，用户可以构建、训练和部署机器学习和 AI 模型，也可调用 API 构建自己产品的 AI 解决方案。2024年12月公司推出14B参数小语言模型Phi-4，在语言处理、数学领域复杂推理方面表现优异，目前已在Azure AI Foundry和Hugging Face上线。

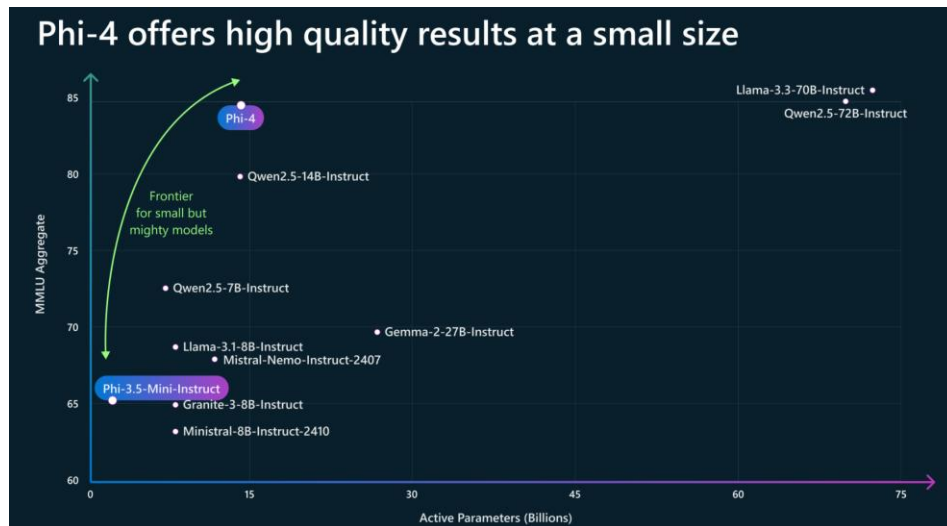
AI成为Azure收入增长的核心驱动力。进入优化周期以来，Azure季度增速中枢由FY22的47%放缓至FY24的33%，部分原因为通胀高企下企业降本，云计算也进入了优化周期；而AI贡献的Azure同比增速持续上升，由2023Q4的1%提升至2025Q3的16%。

客户数及单客支出指标向好。FY24Q4公司披露Azure AI客户超过60000名，同比增长近60%，客户平均支出持续增长；云迁移Arc客户36,000名，同比+90%，环比+9%。FY25Q3按固定汇率计算的商业预订额同比+17%；商业剩余履行义务同比+33%至3210亿美元，整体趋势仍然健康。

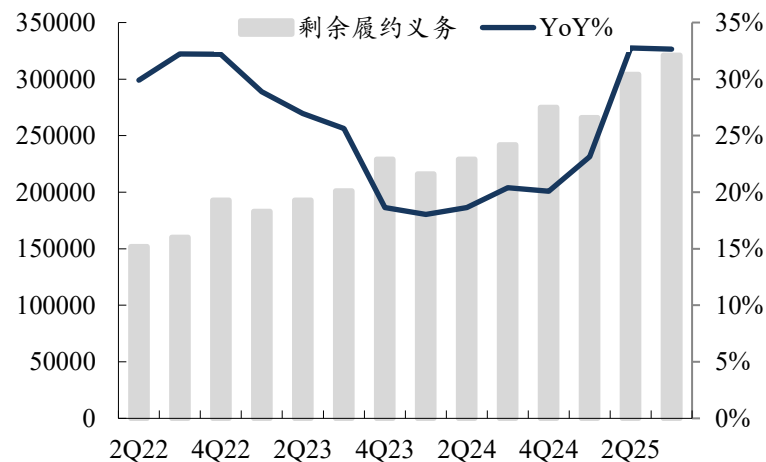
图： Azure AI Foundry模型



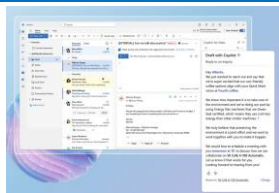
图： Azure AI Foundry模型



图：剩余履约义务及同比增速（百万美元）

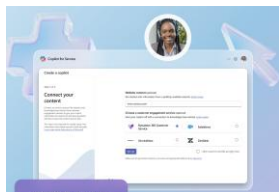


微软：AI赋能传统产品，Copilot推动订阅升级



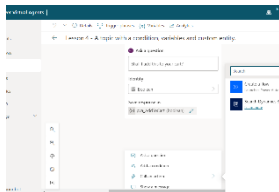
Microsoft Copilot for Sales

- 为销售团队设计，用于最大限度地提高工作效率并达成更多交易
- 可及时更新数据、创建个性化销售内容、与客户进行个性化互动、改善客户交互流程、改善团队协作



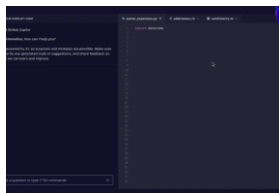
Microsoft Copilot for Service

- 面向客服人员的智能助手
- 可以与Outlook、Teams及外部的Salesforce、ServiceNow等连接，创建自动化任务



Microsoft Copilot Studio

- 低代码工具，专为Microsoft 365量身定制；融合会话功能，包括自定义GPT、生成AI插件和手动主题等
- 用户可以利用Copilot Studio构建微软体系内的“GPTs”



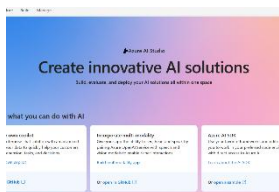
Github Copilot

- 可在代码编辑器中实时获取由 AI 生成的数十种语言的代码建议



Microsoft Copilot for Azure

- IT 运维工程师助手，让运维工程师可以使用自然语言便捷地完成工作，将从设计、运营、优化和故障排除方面对 IT 运维工程师起到全方位的助力

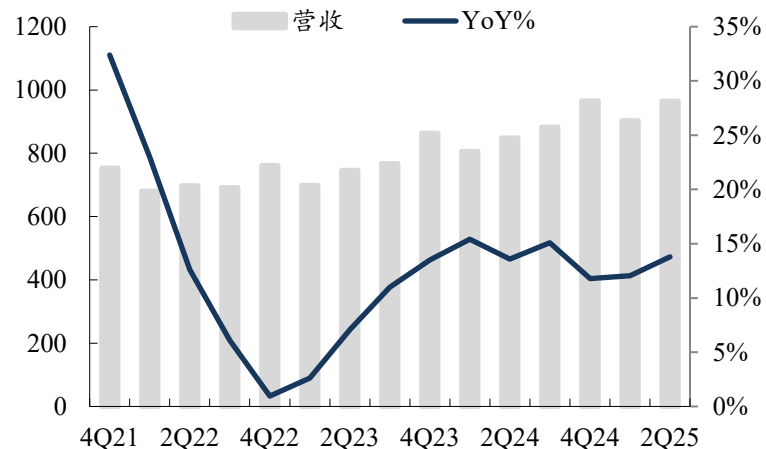


Azure AI Studio

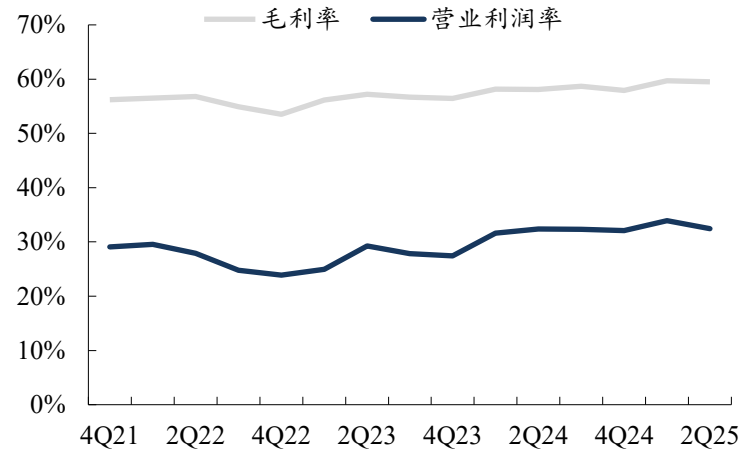
- 专为开发人员设计，在企业级平台上构建生成式 AI 应用程序
- 使用 Azure AI Studio，可以评估大型语言模型响应，并使用提示流协调提示应用程序组件以获得更好的性能

三、谷歌： Gemini 2.5 Pro发布，智能体落地

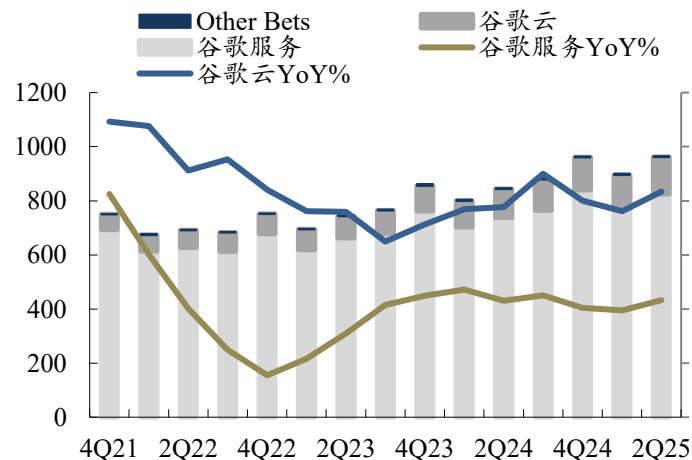
图：公司营收及同比增速（亿美元）



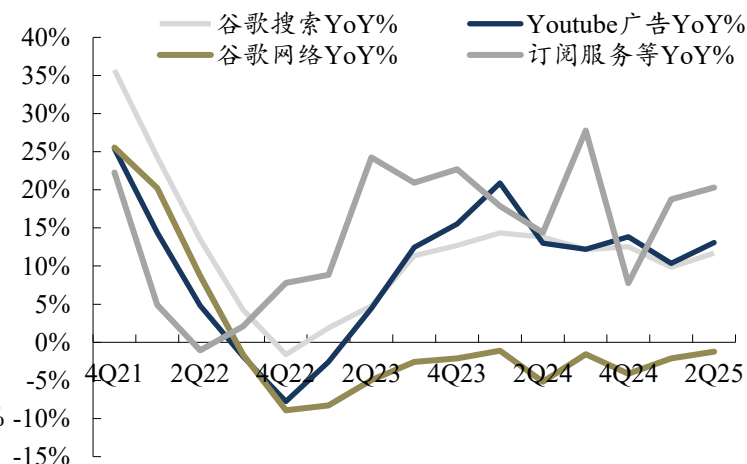
图：公司毛利率及营业利润率



图：公司分业务营收及同比增速（亿美元）



图：谷歌服务分业务同比增速



公司收入主要来自谷歌服务，营业利润率稳步提升。

2025Q2公司实现营收964.3亿美元，同比+13.8%，环比+6.9%；毛利率59.7%，同比+1.4pct，环比-0.2pct；营业利润率33.9%，同比+0.1pct，环比-1.5pct。2025Q1谷歌服务业务实现收入825.4亿美元，同比+11.7%，环比+6.8%，营收占比85.6%，仍为主要营收来源。谷歌服务主要包含谷歌搜索、Youtube广告、谷歌网络和订阅服务等，其中搜索业务占谷歌服务业务收入的65.7%。

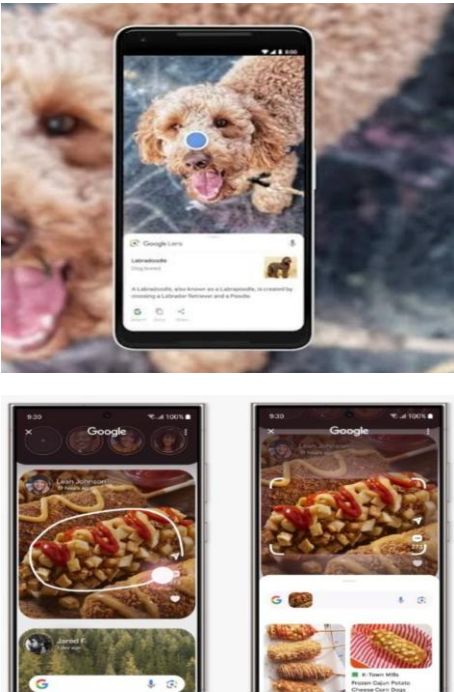
谷歌云成为第二成长曲线，上调资本开支指引。2025Q2谷歌云业务实现收入136.2亿美元，同比+31.7%，环比+11.1%，高于一致预期的131.1亿美元。近年来公司通过升级云平台服务拓展B端用户，驱动业务收入高增。考虑26年云计算供需将持续紧张，公司将25年资本开支指引从约750亿美元上调至约850亿美元。

公司推出AI概览和AI模式提升用户搜索体验。AI概览：于2024M5在美国推出，基于Gemini模型，现已扩展至200+国家/地区，每月服务超过15亿用户，其特点为：1) 清晰直观，无需浏览多个网站即能找到答案；2) 同时输出多网页链接，便于核实信息；3) 语音交互，可自选语言收听内容。AI模式：类ChatGPT等聊天机器人。其特点为：1) 可提供个性化建议。用户能将其与Google应用同步，根据用户历史行为输出内容；2) 内容更有深度。可生成详尽报告、分析复杂数据并生成图表；3) 具有代理功能。基于Project Mariner将获得代理功能，可执行购票、预订等任务。除AI概览和AI模式的更新外，搜索方式也得到拓展。Google Lens可实现视频查询，Circle to Search进一步实现手势查询，简化搜索流程，实现无缝式体验。

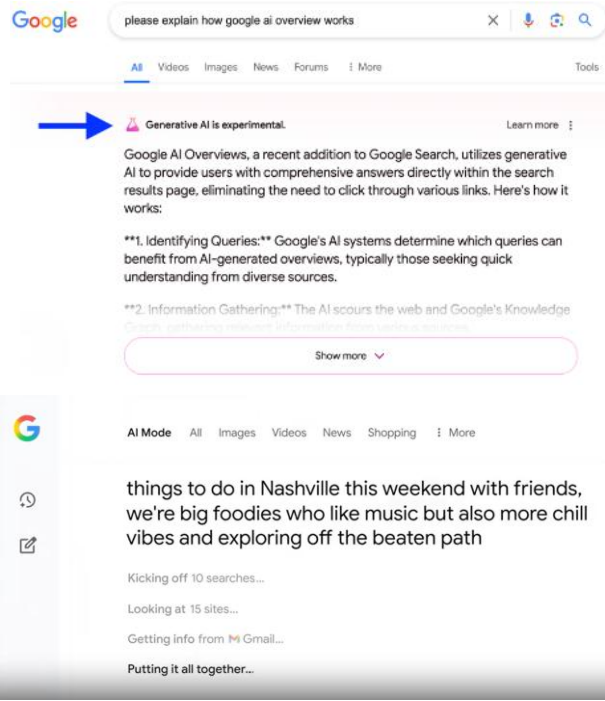
表：AI概览与AI模式对比

功能	介绍	目的	页面位置	多模态支持	个性化	实时数据访问	代理能力
AI 概览	自动生成搜索摘要	为用户查询提供快速、准确、高质量的答案	显示在传统搜索结果之上	支持摘要和链接中的文本和图像	程度有限	使用缓存数据和已验证来源	无
AI 模式	提供带推理过程的对话式响应交互界面	提供以AI为主、多模态、个性化的助手	默认为单独选项卡	<u>完整</u> ：可处理文本、图像和视频输入/输出，包括地图、表格和图表	<u>深度个性化</u> ，计划与谷歌应用和基于行为的建议同步	通过知识图谱、购物图谱和用户关联数据源访问实时数据	即将通过 Project Mariner 提供（如执行订票、预订等任务）

图：Lens与Circle to Search

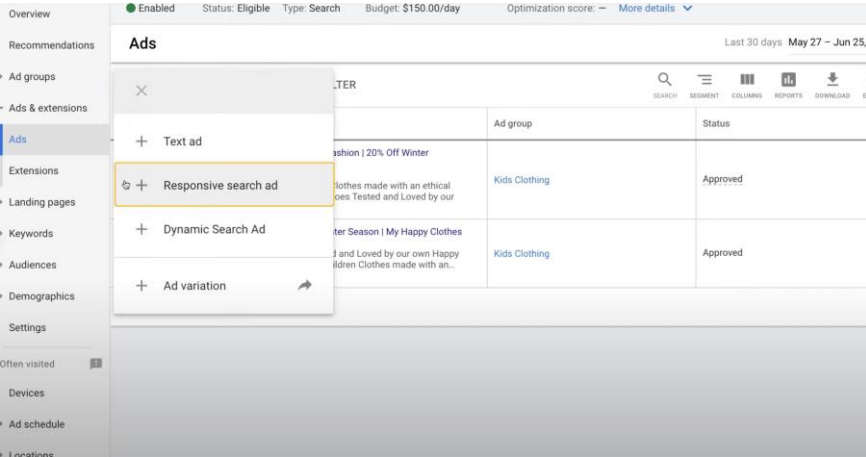


图：AI概览（上）与AI模式（下）

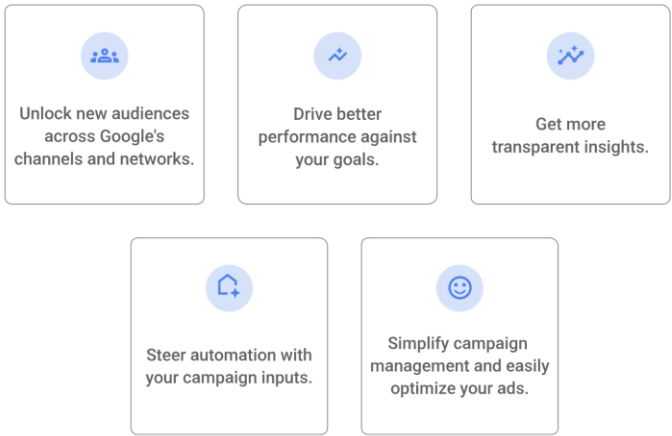


公司在搜索广告中引入响应式搜索广告（Responsive Search Ads）、在展示广告中引入响应式展示广告（Responsive Display Ads）、在视频广告中引入响应式视频广告（Responsive Video Ads）等，让广告主可以根据用户搜索意图、兴趣和行为，自动生成和优化广告的内容和格式。Performance Max 整合了公司在出价、预算优化、受众群体、广告素材和归因等方面的 AI 技术。广告商只需提供广告目标和预算、分享创意，AI 可实现在 Google 所有媒体资源中自动生成并投放高效广告活动。扩展Product Studio后，客户可以从AI上传产品图像后生成广告图像；虚拟试穿和购物广告功能的测试表明能提升60%的高质量浏览量、且实现点击率提升；根据2024Q2公司业绩会，Demand Gen与搜索或 PMax 搭配使用平均可实现转化率提升14%。

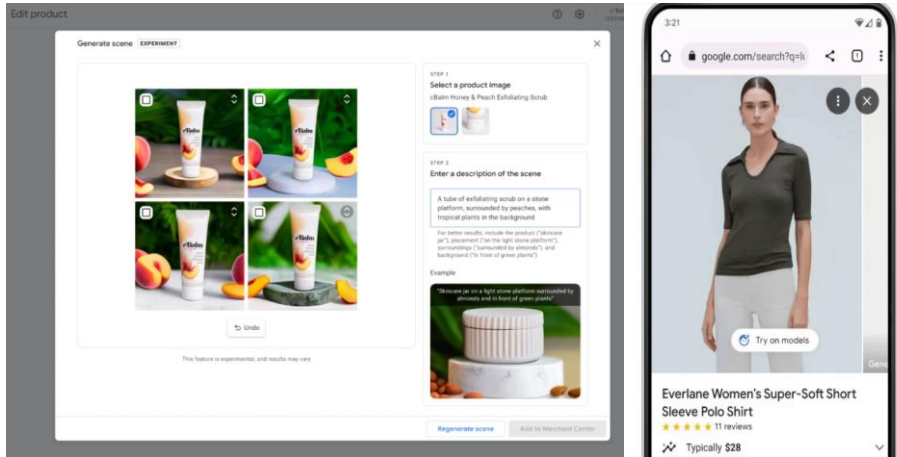
图：Google Responsive Search Ads配置页面



图：Google Performance Max优势



图：Product Studio界面与虚拟试穿案例



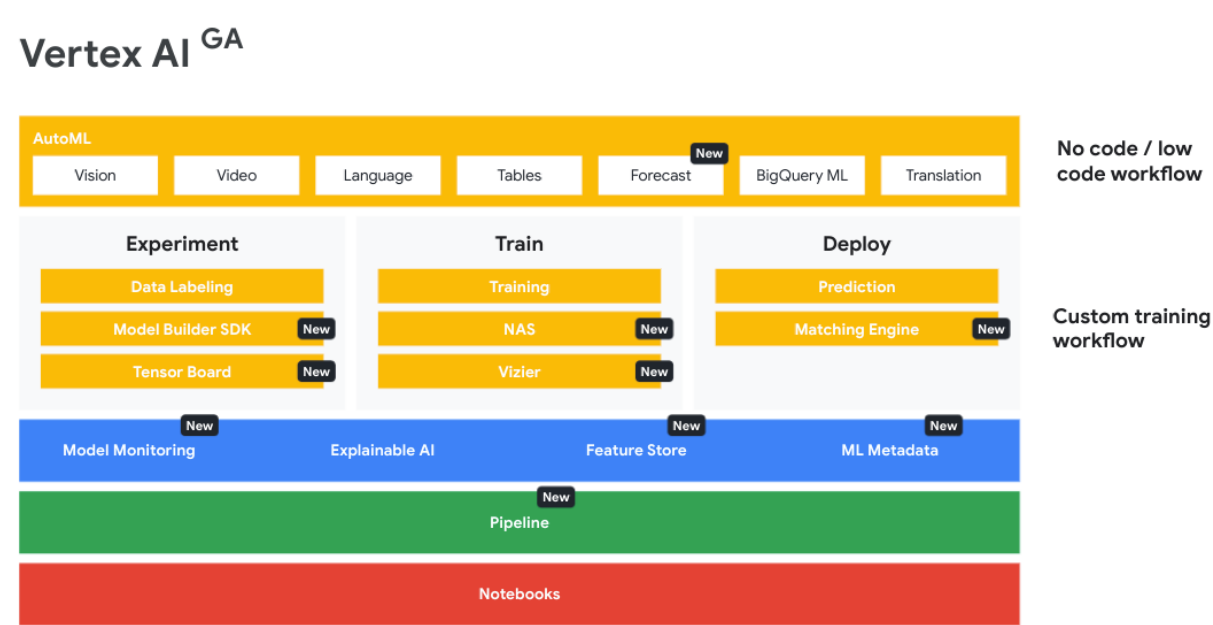
AI平台服务持续升级。2023M6 公司推出Vertex AI，为第一个提供人类反馈强化学习的企业级机器学习平台服务，B端用户能够根据自身具体应用与平台功能进行集成。2025M5公司推出新一代生成式AI媒体模型赋能企业和开发者，包括用于视频生成的 Veo 3、图像生成的 Imagen 4，以及音乐生成的 Lyria 2。

Google Cloud AI提供丰富的功能，AutoML、Cloud AI Platform、Cloud Vision API等产品帮助企业客户实现数据分析、机器学习、图像识别等功能，AI和ML模型的工具客户可以复用公司预先训练的机器学习API，如视觉 API 或者自然语言 API。公司于2025年谷歌云大会推出Agent2Agent（A2A）开放协议，助力智能体在不同生态系统中沟通协作。

图：Google Cloud AI功能及产品

Vertex AI Platform 用于训练、托管和管理机器学习模型的平台。	Vertex AI 上的生成式 AI 在 Vertex AI 上构建、调整和部署基础模型。	Vertex AI 搜索和对话 用于企业搜索和对话式 AI 的生成式 AI 应用。
AutoML 训练和开发自定义机器学习模型。	Dialogflow 面向虚拟客服的对话应用和系统开发套件。	Media Translation 将动态音频翻译直接添加到您的内容和应用中。
Natural Language AI 对非结构化文本进行情感分析和分类。	Recommendations AI 大规模提供高度个性化的商品推荐。	Speech-to-Text 支持 125 种语言的语音识别和转录服务。
Text-to-Speech 支持 220 多种语音和 40 多种语言的语音合成服务。	Translation AI 提供语言检测、翻译和术语库支持。	Video AI 利用机器学习技术对视频进行分类和识别。
Vision AI 用于检测情绪、文本等各种自定义模型和预训练模型。	Vertex AI Notebooks 面向数据、分析和机器学习工作流的单一界面。	Vertex Explainable AI 用于理解和解释机器学习模型的工具和框架。

图：Vertex AI平台架构



Gemini 2.5 Pro模型再突破。谷歌系统每月处理的Token数量从2024M5的9.7万亿增加到2025M5的480万亿，增长近50倍，根据公司业绩会目前公司每月处理超980万亿Token再度翻倍。Gemini 2.5 Flash为高效轻量版本模型，速度快成本低，同性能情况下使用的Token更少，适合常规任务。该模型支持“思考预算”机制，让用户可以控制输出质量与响应速度；Gemini 2.5 Deep Think 是为DeepMind 推出的新模型，目前暂未开放；公司还将推出Gemini Diffusion模型，首次将扩散模型用于文本生成。

智能体已实现与浏览器和APP的交互和操作。2025年Project Astra 亮相谷歌I/O大会，公司智能体具备强大的多模态理解和实时交互能力，能同时管理多达10个任务，并将经验用于未来案例。它能处理视频、音频、语音和文本输入，理解复杂上下文并记住所见所闻；还支持流畅的实时语音对话，能理解不同口音和情感；摄像头功能可识别周围环境和物体，屏幕共享功能则能理解屏幕上显示的内容并提供帮助。Google I/O大会上公司展示了用户使用AI助手辅助修理自行车的项目，AI完成了搜索产品说明书找到相应章节、检索视频、检索邮件确认螺母尺寸、拨打维修店电话订购配件的多任务流程。该案例展现了智能体的音频对话、交互页面操作、内容检索、知识锚定、智能高亮、呼叫辅助、个性化购物和上下文感知对话功能。公司将与Gentle Monster、Warby Parker知名品牌和零售商合作，推出Android XR眼镜、与三星联合推出头显Moohan，有望进一步发挥AI在公司软硬件生态和庞大数据场景中的潜力。

表： Gemini 2.5 Pro在LLM Arena榜单排名第一

First Place Second Place Third Place									
Default Compact View									
Q Model	202 / 202	Overall	Hard Prompts	Coding	Math	Creative Writing	Instruction Following	Longer Query	Multi-Turn
gemini-2.5-pro-prev		1	1	1	1	1	1	1	1
o3-2025-04-16		1	1	1	1	4	2	4	3
chatgpt-4o-latest-2		2	3	1	8	1	2	1	1
gpt-4.5-preview-202		3	3	1	4	2	2	2	1
gemini-2.5-flash-pr		3	2	1	1	1	1	1	4
gemini-2.5-flash-pr		6	3	5	4	4	2	2	4
gpt-4.1-2025-04-14		6	3	5	10	4	7	2	4
grok-3-preview-02-24		6	5	5	7	5	7	4	4
deepseek-v3-0324		6	4	2	9	5	7	5	3
o4-mini-2025-04-16		6	3	5	1	11	9	12	6
o1-2024-12-17		9	6	7	5	5	7	5	11
deepseek-r1		9	6	5	4	5	8	6	5
claude-3.7-sonnet-2		10	4	5	5	5	3	4	5

表：智能体工作案例

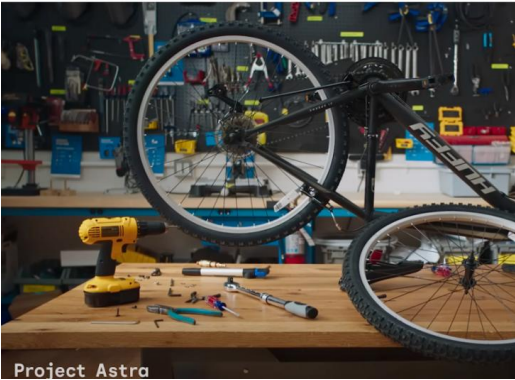
自然语言交互

上网搜索产品说明书，找到刹车系统章节

打开YouTube，播放维修教程视频

搜索与自行车店的邮件，确认螺母尺寸

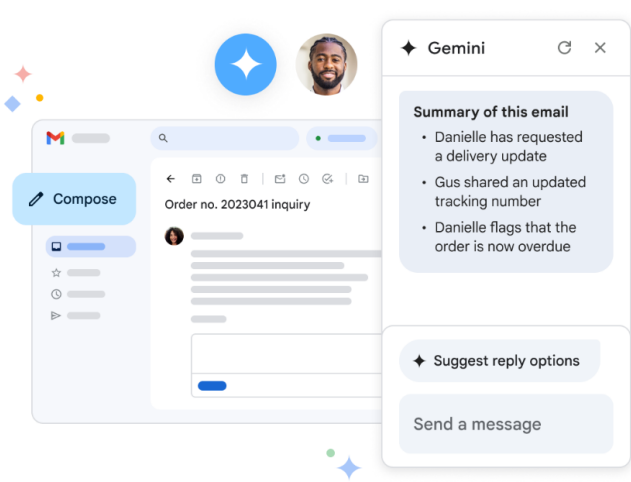
拨打维修店电话，订购配件



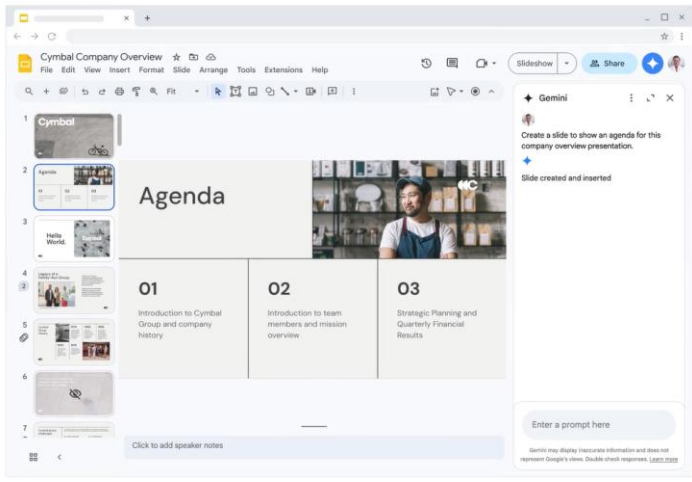
AI 深度融入 Workspace 办公套件，带来生产力革新。谷歌邮箱实现AI辅助撰写和回复邮件、智能分类、优先级排序及高效搜索功能；Google Docs实现AI 辅助创作、智能校对和自动生成摘要功能；Google Sheets 可进行 AI 驱动的数据分析、公式推荐及数据预测；Google Slides 提供 AI 辅助设计和大纲生成；Google Meet 支持实时语音转文字、噪音消除等功能。AI 显著提升办公效率，简化任务处理，促进团队实时协作。

AI 提升YouTube用户体验，增强平台价值。聊天问答功能，可以回答影片相关问题，如寻找类似主题影片，能全程保持影片播放，无须中断或跳出应用程序；AI留言整合功能，将留言分成不同主题，有助创作者从留言中汲取新的创作灵感。内容审核方面，AI 能高效识别并删除违规视频。视频推荐方面，算法基于用户观看历史和互动行为，更精准地推荐相关视频。广告投放方面，AI 优化投放策略，借助“Spotlight Moments”广告套餐自动识别热门视频，提升广告与文化场景相关性，推广优质内容。

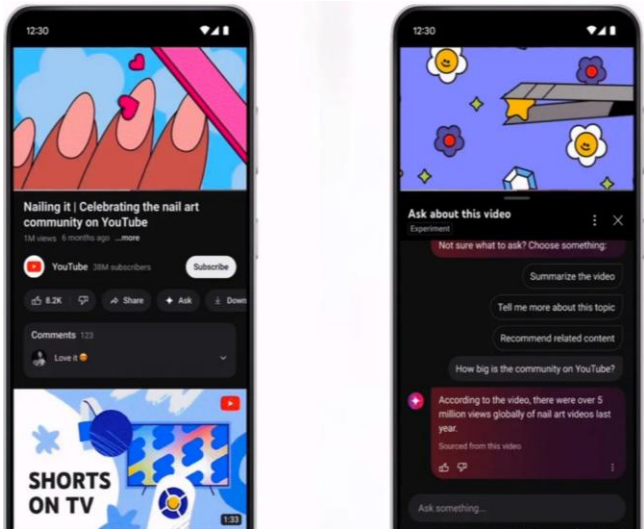
图：Gemini回复邮件



图：Gemini制作PPT



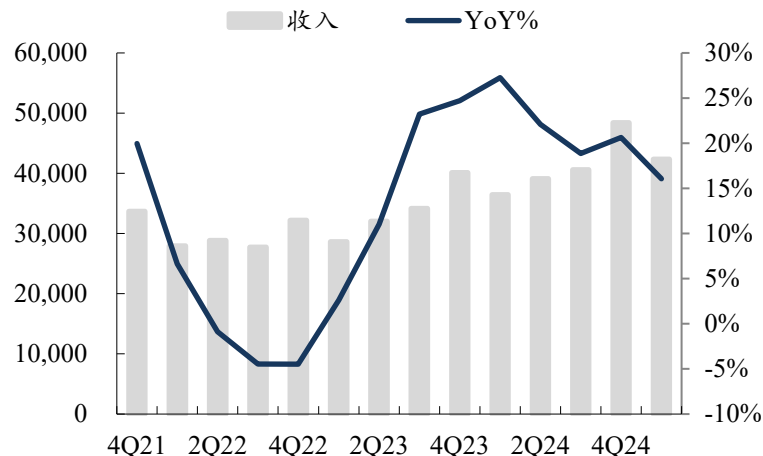
图：YouTube聊天问答功能



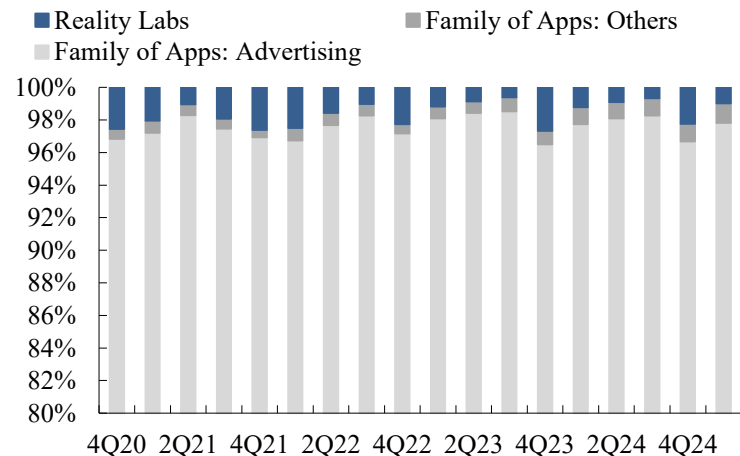
四、META：广告推荐效率提升，AI硬件持续渗透

META: 利润超预期，资本开支指引上调

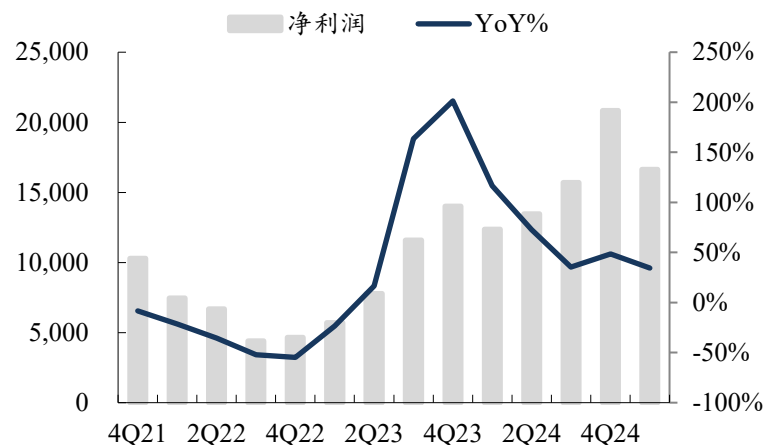
图：公司收入（百万美元）



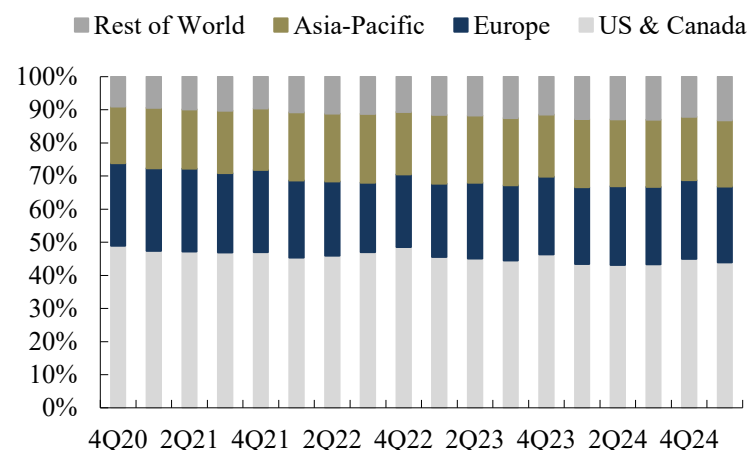
图：公司收入结构分业务



图：公司净利润（百万美元）



图：公司收入结构分地区



净利润超预期。公司2025Q1收入同比+16.1%至423.1亿美元，主要因FoA用户增加、广告推荐模型提高转化率。2025Q1 FoA广告收入同比+16.2%至413.9亿美元，占比97.8%仍为公司收入主要来源。北美、亚太、欧洲、其他地区收入占比分别同比+0.6pct、-0.4pct、-0.6pct、+0.4pct至44.0%、22.9%、19.9%、13.2%，地区收入结构维持稳定。2025Q1净利润同比+34.6%至166.4亿美元，服务器寿命延长、法律相关成本降低提振利润率。2025Q1 EPS同比+36.5%至6.43美元，高于彭博一致预期的5.25美元。2025Q1 Reality Labs亏损42.1亿美元，亏幅环比收窄。

上调资本开支指引。公司将2025年资本支出指引从600-650亿美元上调至640-720亿美元，主要因支持公司AI业务增加数据中心投资，以及覆盖基础设施硬件预期的成本上升。

Advantage+解决方案套件帮助广告主自动化广告活动设置、最大化广告表现：**1) Advantage+ Shopping Campaigns:** 适用于电商业和零售业品牌直销广告主，通过对广告创建流程（包括定位、竞价、版位和创意）应用端到端的自动系统来提升效率，广告主只需设置业务目标、所定位的国家地区、广告创意以及预算，AI系统即可完成余下所有工作。2024Q2引入灵活格式功能，允许广告主在单个广告中上传多张图片 and 视频，平台选择最优素材；**2) Advantage+ App Campaigns:** 通过在Facebook、Instagram和Meta Audience Network上设置最有效的版位，面向最相关的受众展示广告创意；**3) Advantage+ Catalog Ads:** 通过展示有关产品和服务的各种广告创意来触达优质客户。24年的一项研究表明，美国广告主在采用Advantage+购物广告活动后广告支出回报率提高22%。公司计划在25年简化Advantage+广告创建流程，通过AI自动化生成素材变体（如多语言版本、动态视频），将投放策略优化周期从“天级”压缩至“分钟级”。根据公司2024M8业绩会，过去一个月内有100万+广告主使用了至少一种解决方案。此外，Meta Lattice广告排名架构也显著提升了广告性能和分发效率。

图：AI赋能广告途径

生成式AI工具

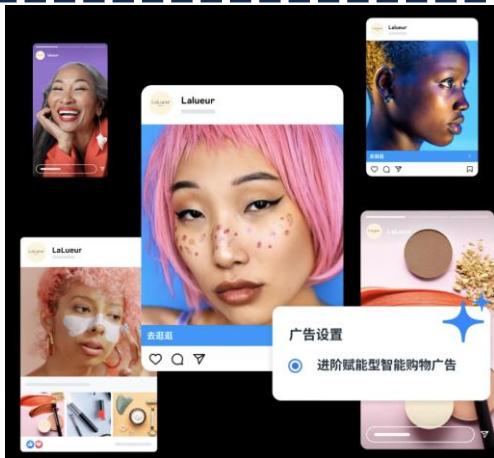


Image expansion



Background generation

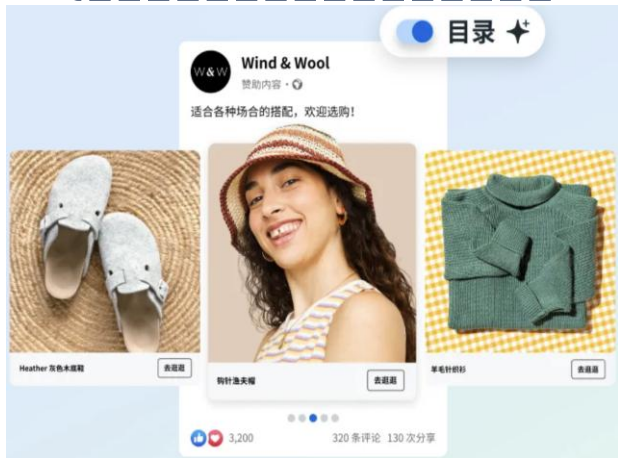
Advantage+ Shopping Campaigns



Advantage+ App Campaigns



Advantage+ Catalog Ads



广告转化效率提升是广告收入持续超预期的主要因素。过去企业需要自己制作广告创意并确定潜在受众, AI+广告降低了制作广告的门槛, 同时让企业更好地定位和找到潜在受众, 实现更好的转化, 提升企业主推广意愿。2025Q1 META广告收入同比+16.2%, 均价同比+10%, 高于彭博一致预期的7%。AI驱动广告库存、广告单价提升, 是广告收入在宏观下行期逆势增长持续超预期的主要因素。公司为短视频测试了一类新的广告推荐模型使转化率提高5%、2025Q1使用AI创意工具的广告商数量增加了30%, 广告ROI提升有望持续刺激广告需求。

AI提升产品粘性, 带来货币化机会。在过去半年里META引入AI改进推荐系统, 使Facebook/Ins/Threads 用户时长分别增加 7%/6%/35%, 2025Q1 公司平均每日活跃用户数同比+5.9%至34.3亿。AI驱动的互动内容也有望提高用户体验、增加用户时长, 带来更多货币化机会。

图: 公司广告收入及量价同比增速

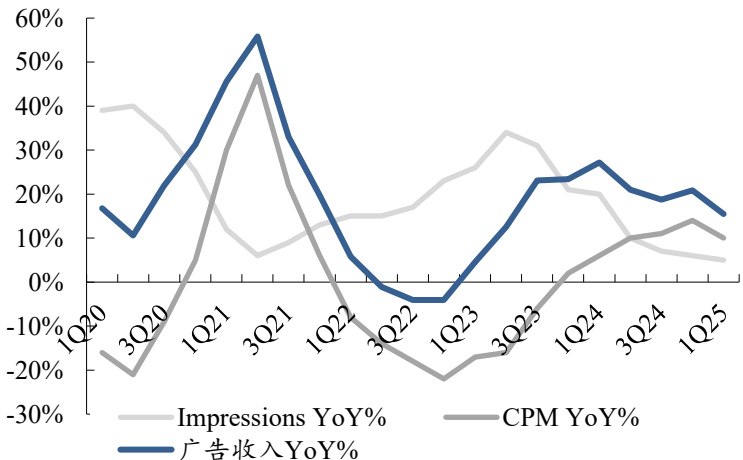


图: 公司APP日活及同比 (百万)

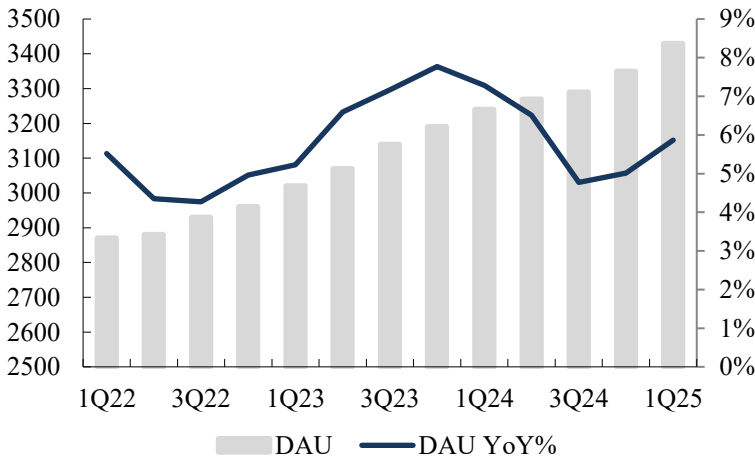
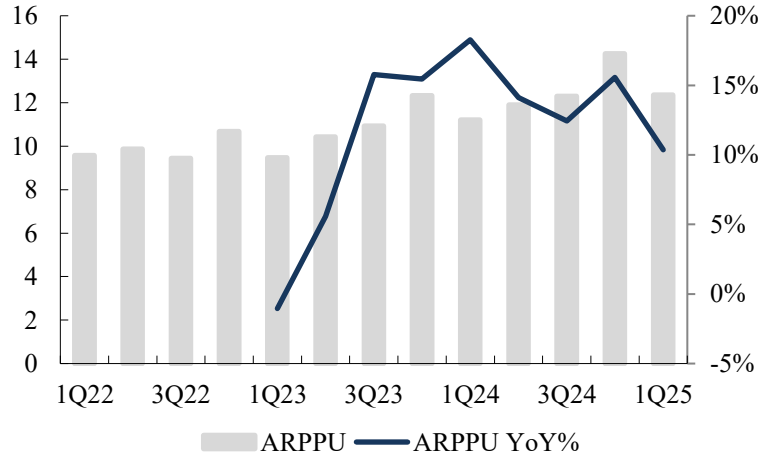


图: 公司APP ARPPU及同比 (美元)



META: AI赋能社媒产品，提升用户参与度

具体而言，AI对产品侧的赋能体现在增加交互、精准推送提升体验、提供创作工具。公司Family of Apps以Facebook和Instagram为核心，形成社交、通讯与内容生态的协同网络。以AI为基础的新功能带来新鲜感，强化用户互动频次；AI个性化推荐提升了用户参与度，AI算法的改进带来2024Q4视频类内容观看时长同比增长25%；AI照片编辑功能降低内容生产门槛，提升趣味性。

META AI助手和对话类AI产品继续迭代优化。截至2025M5 META AI月活已超10亿，提前完成公司指引。25年META AI发展重点为深化体验，强调个性化、语音对话和娱乐功能，目前已添加社交动态消息功能，用户可以发现其他人使用Meta AI的方式。

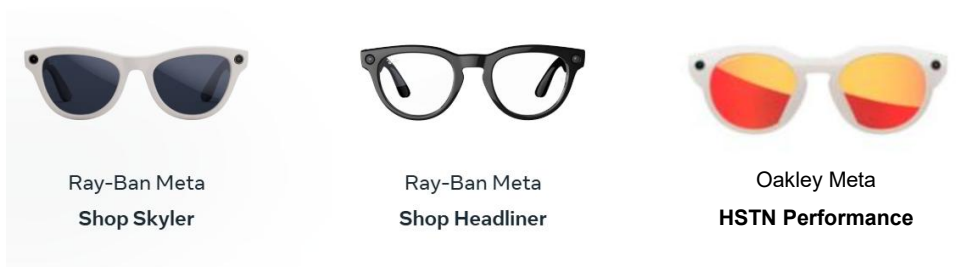
图：AI赋能C端应用



AI设备持续渗透。2025Q1智能眼镜Ray Ban Meta AI MAU为一年前的四倍多；Quest 3S让更多人接触到VR，用户参与度逐步提升，越来越多用户正在使用AI工具在 Horizon 中创造体验。2025年6月公司发布AI眼镜新品，与美国知名运动品牌Oakley合作拓展市场。

新模型发布，收购Scale AI补强数据能力。公司于2025M4发布Llama 4，含Scout与Maverick双版本。Llama 4 Scout多模态模型具备卓越的文本与视觉智能分析能力，单张H100 GPU即可高效运行，支持1000万上下文窗口，长文档无缝解析。Llama 4 Maverick 多模态模型，主打在低成本条件下提供极速响应。2025Q1公司员工数同比+11%至76,834人，技术团队扩容支撑模型与应用侧业务拓展。2025年6月公司以143亿美元收购Scale AI 49%股权，提升数据能力。

图：公司AI眼镜产品



图：Llama 4 Scout性能对比

Category Benchmark	Llama 4 Scout	Llama 3.3 70B	Llama 3.1 405B	Gemma 3 (27B)	Mistral 3.1 (24B)	Gemini 2.0 Flash-Lite
Image Reasoning	69.4	No multimodal support	No multimodal support	64.9	62.8	68.0
MMM						
MathVista	70.7			67.6	68.9	57.6
Image Understanding						
ChartQA	88.8			76.3	86.2	73.0
DocVQA	94.4			90.4	94.1	91.2
Coding						
LiveCodeBench (10/01/2024-02/01/2025)	32.8	33.3	27.7	29.7	-	28.9
Reasoning & Knowledge						
MMLU Pro	74.3	68.9	73.4	67.5	66.8	71.6
GPQA Diamond	57.2	50.5	49.0	42.4	46	51.5

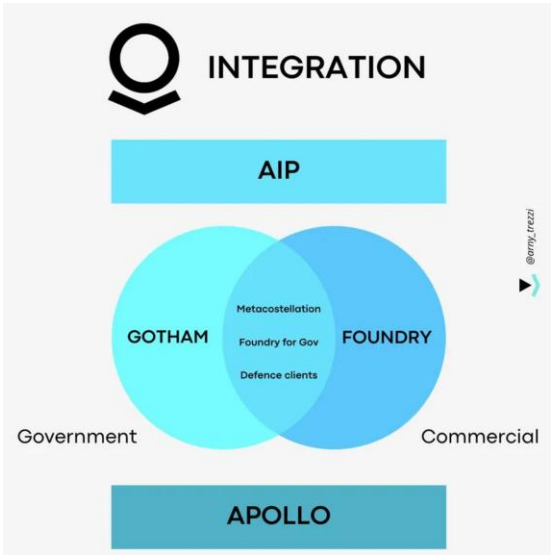
五、AI应用：营销、教育、企业服务赛道齐头并进

Palantir：政府业务起家，扩商业场景

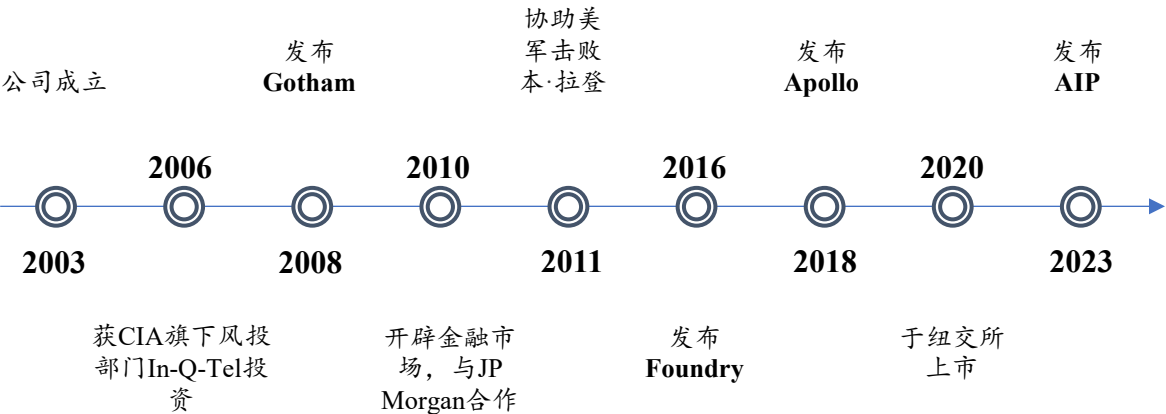
Palantir从政府业务起家，近年来积极拓展商业场景。公司由Paypal 联合创始人Peter Thiel等于2003年创立，获CIA风投部门种子轮融资，起初业务以为情报部门定制数据分析系统，协助情报部门进行反恐工作为主。2010年后开拓非政府业务，与JP Morgan开展合作，为其保护账户安全、识别盗号欺诈、解决房产抵押贷款纠纷。同年和Thomson Reuters达成协议，推出财务分析平台QA Studio。此后逐步扩展财务、保险、能源、制造场景布局，2020年公司于纽交所上市。

两大平台为内核，助力政府部门决策，为企业赋能增效。Gotham/Foundry平台分别于2008/2016年推出。Gotham平台面向政府用户，用于在高风险环境中做出决策，具体用途包括：管理军事行动、提供反恐情报、飓风地震救灾。Foundry 平台面向企业用户，可以将数据和模型集成到系统，通过详细跟踪、精细访问提高运营效率。因可扩展性、灵活性和安全性受Airbus、BP 和 Morgan Stanley等企业青睐。

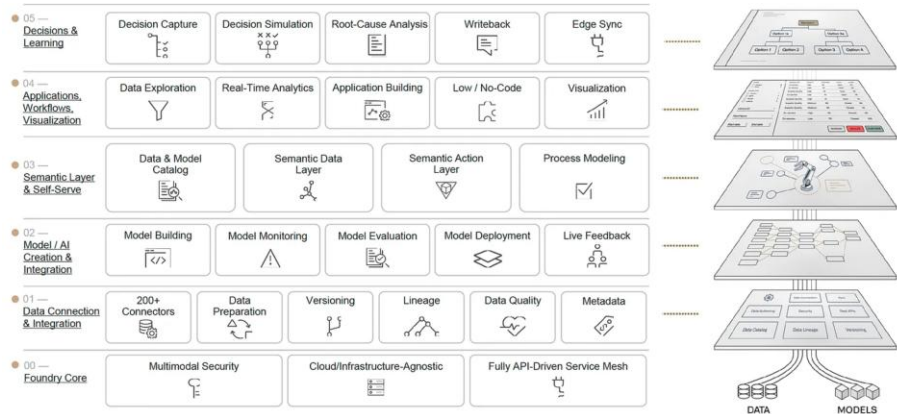
图：公司产品体系



图：公司发展历程



图：Foundry平台

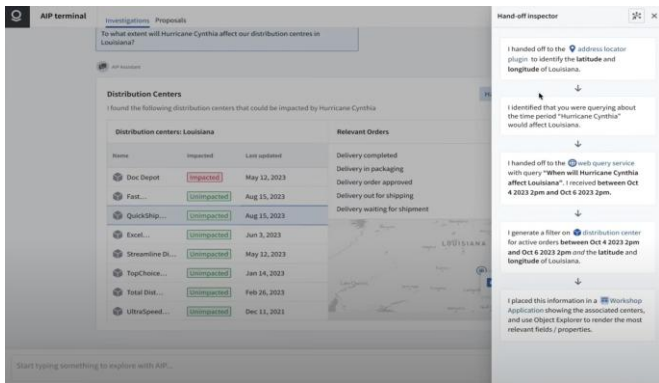


Palantir的AIP平台可以集成其他Plantir平台，结合大模型为决策和运营提供可靠答案。AIP的优势与价值在于：1) 增强数据驱动的决策能力：AIP 将 AI 与业务数据无缝结合，帮助组织做出更快、更精准的决策；2) 提升效率与自动化水平：通过自动化工作流程和操作执行，减少人工干预，提高运营效率；3) 确保数据安全与合规：内置的安全机制确保数据在使用过程中始终符合合规要求。

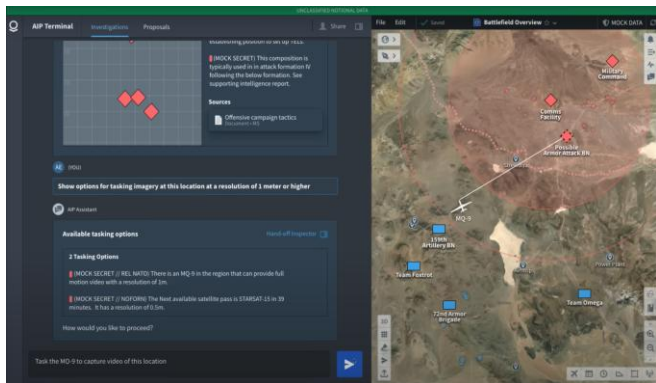
节奏上看，公司2023年年初推出AIP产品，逐步将该产品导入商业端，推动美国商业部分的收入持续超预期增长。从2024年年初开始，公司进一步将AIP产品导入政府端，美国政府方面收入此后实现连续三个季度的加速增长。

1Q25美国商业客户持续增长，订单储备充足。1Q25公司美国/非美商业客户数分别同比+65%/+15%至432/190个。1Q25商业TCV签单额同比+84%至9.3亿美元，其中美国商业TCV签单额同比+183%至8.1亿美元；剩余履约义务19.0亿美元，大幅超过一致预期的15.3亿美元。

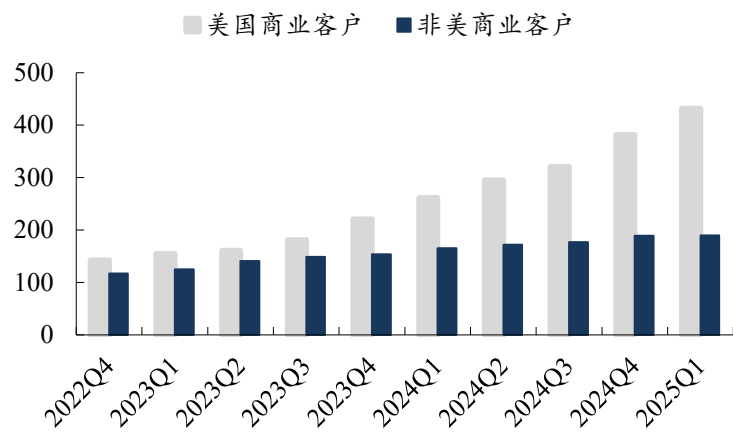
图：AIP在商业场景的应用



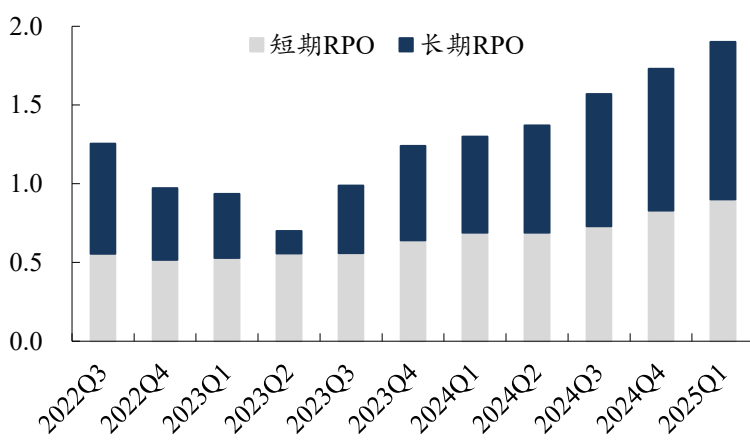
图：AIP在军事场景的应用



图：公司商业客户数（个）



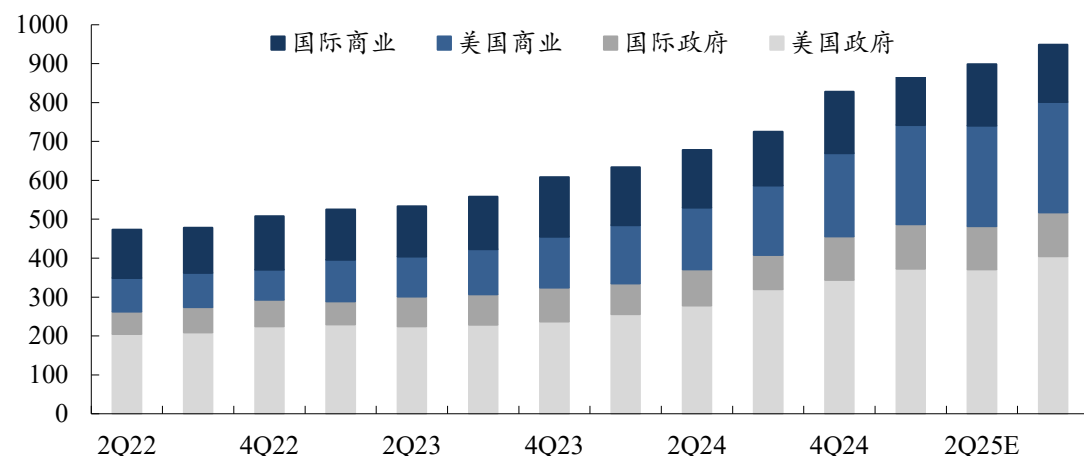
图：公司在手订单（十亿美元）



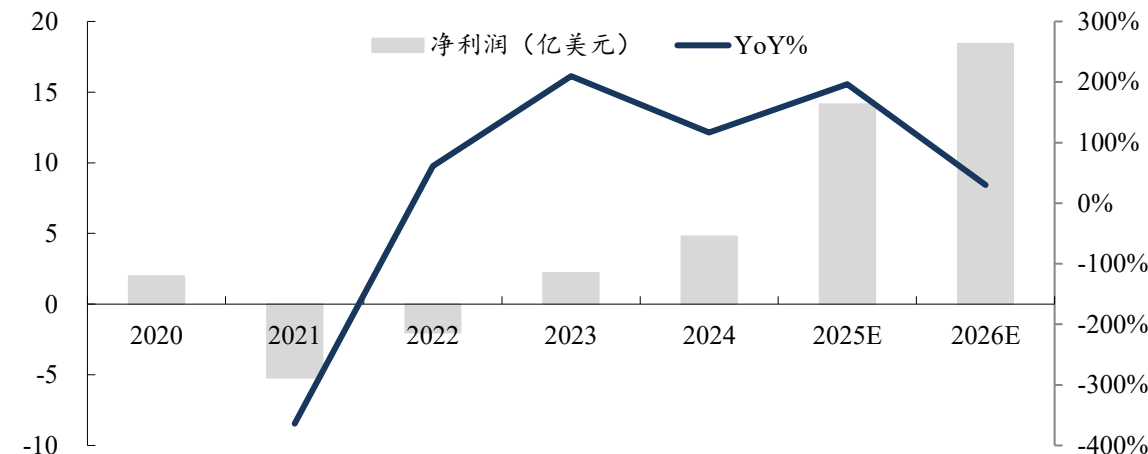
1Q25营收及利润超预期，国际商业收入不及预期。1Q25营收同比+39%至8.84亿美元，超一致预期的8.63亿美元，其中美国商业收入同比+70%至2.55亿美元；国际商业收入同比-4.7%至1.42亿美元，低于一致预期的1.60亿美元。1Q25归母净利润同比+103%至2.14亿美元，大幅超过一致预期的1.69亿美元。

上调25年营收指引，美国商业业务有望延续高增。公司指引2Q25营收9.34-9.38亿美元，中值对应同比+38%；25年营收指引从37.41-37.57亿美元上调至38.90-39.02亿美元，中值对应同比+36%，其中美国商业收入同比增速超68%，有望超过11.78亿美元。

图：公司2020-2026E营业收入（百万美元）



图：公司2020-2026E调整后净利润（百万美元）

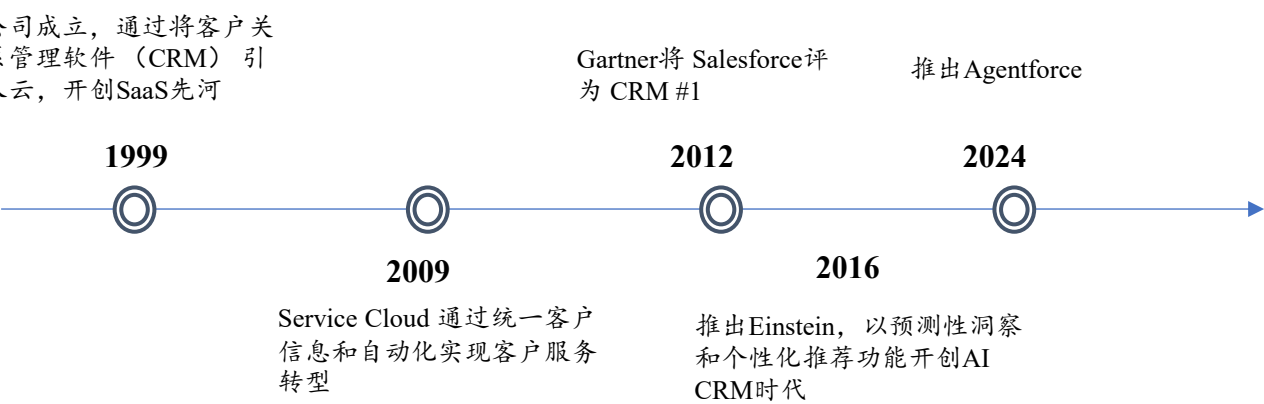


Salesforce: CRM龙头，产品矩阵完善

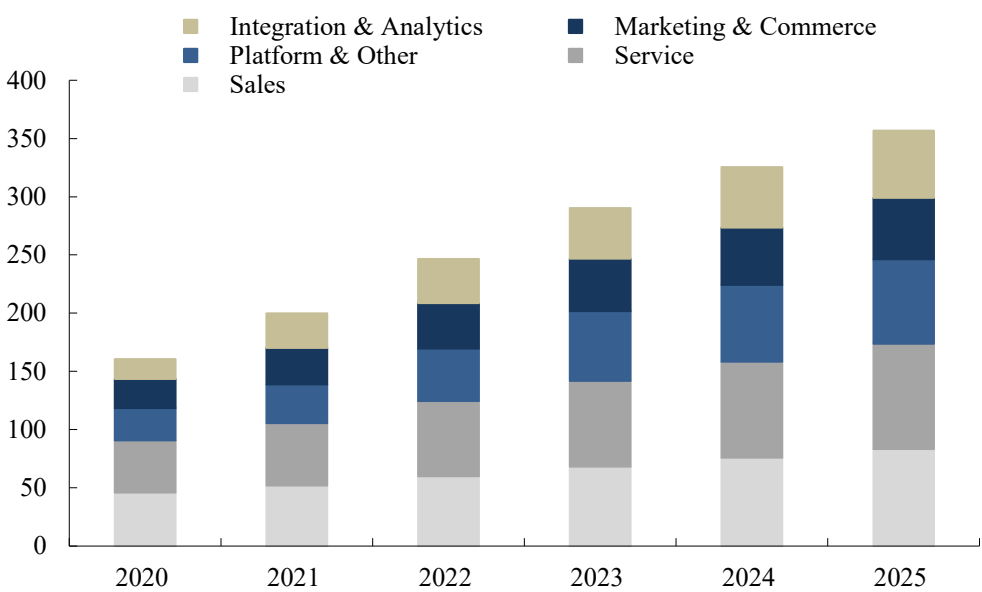
公司以CRM起家，丰富SaaS/PaaS布局。Salesforce成立于1999年，以客户管理关系（CRM）软件起家，2004年在纽交所上市。公司CRM产品可以帮助用户进行客户、产品目录、订单、销售机会等全方面管理。上市后公司陆续推出销售云、服务云、营销云、商业云等产品，完成SaaS布局；在线CRM服务业务取得成功后，公司向SaaS供应商的基础架构平台发展，建立软件开发平台Force.com和交易平台AppExchange，吸引第三方开发者加入，打造生态增强服务竞争力。

公司收入来源主要包括以下产品：1) 销售云，为客户提供工具技术提高销售效率；2) 服务云，赋能客户产品支持和服务；3) 营销云和市场云，帮助客户通过流媒体、邮件、网站等平台进行营销；4) 整合与分析，例如Tableau Next可以帮助客户进行数据管理和集成，洞察和预测需求。

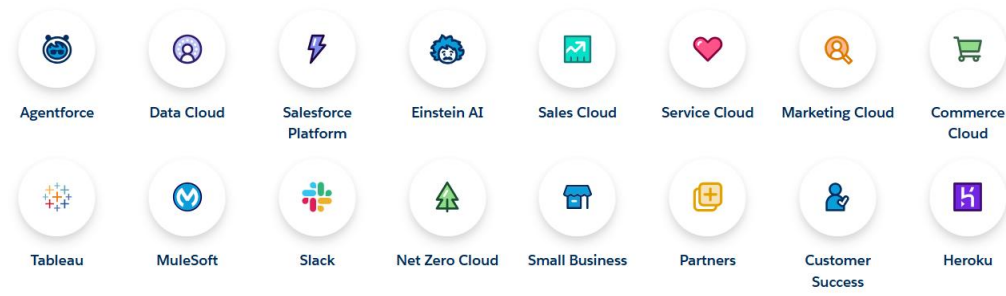
图：公司发展历程



图：公司订阅收入拆分（亿美元）



图：公司产品矩阵



公司打造Einstein GPT，以便在 Salesforce 平台内提供自动生成式AI内容。其用例包括Slack、销售、服务、营销、商业和应用程序构建器，为世界上第一个用于 CRM 的生成式 AI 工具。Einstein GPT 基于 GPT-3架构构建，并集成在所有 Salesforce 云以及 Tableau、MuleSoft 和 Slack 中，能针对客户查询生成自然语言响应、创建个性化内容，代表销售代表起草整封电子邮件。Einstein GPT 具有高度可定制的特点，能够针对特定行业、用例和客户需求微调模型。

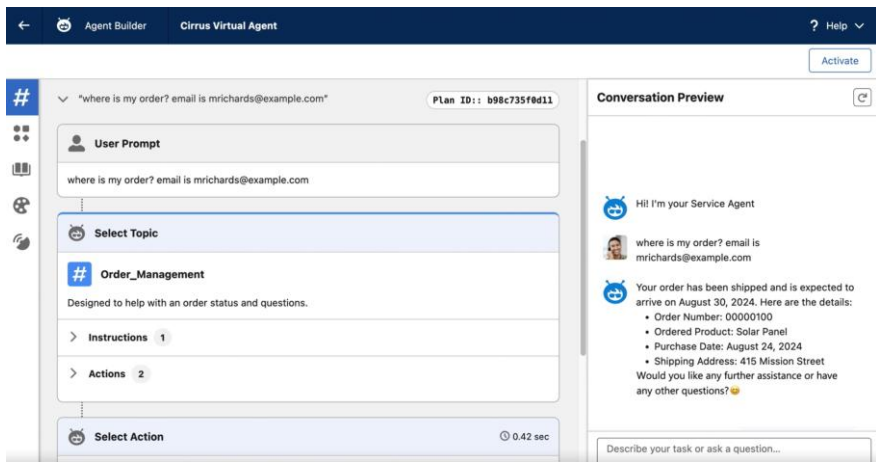
AI代理平台Agentforce深度集成了开箱即用的企业AI代理解决方案，支持客户服务、沟通获客、辅助推销谈判、个性化产品推荐、优化营销活动等。Agentforce支持多种行业场景，引入了高效的数据云，帮助客户整合和利用数据，实现自动化和智能化操作，已在医疗、教育等垂直行业有应用案例。公司目标在2026财年实现10亿个AI Agent的部署。

此外，公司也发布了BLIP-3-Video多模态模型和xGen-MM开源多模态AI模型，进一步增强文本、图像和视频的处理能力。AI产品有望通过多云交易和附加产品销售驱动收入增长。

图：Agentforce与现有业务高度协同



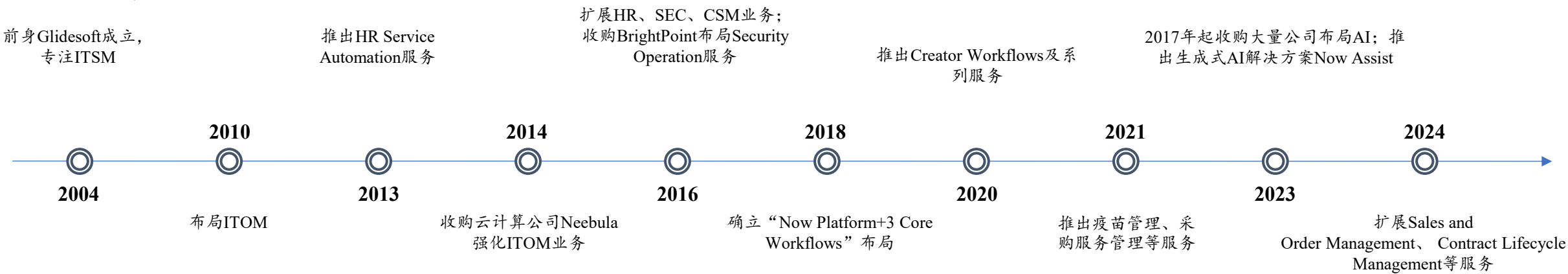
图：Agent Builder界面



ITSM龙头内延外拓，构建PaaS生态。ServiceNow 以ITSM（IT服务管理）起家，2010年起将业务延伸至ITOM（IT运维管理）。2018年，公司提出“平台+Workflows”布局，为企业数字化转型提供解决方案和服务。IT相关产品线并入Technology Workflows，人力相关产品线并入Employee Workflows，企业服务相关产品线并入Customer Workflows。2020年推出面向开发人员的Creator Workflows，打开市场空间，基础业务条线成型，公司收入主要来源于订阅付费。

收并购切入AI赛道，生成式AI融入平台。公司在2019年收购AI公司Loom Systems，2020年收购聊天机器人初创公司Passage AI，2021年收购企业AI解决方案公司Element AI，2023年收购智能物联网平台G2K Group GmbH，2024年宣布收购AI检索公司Raytion，通过一系列收并购扩充AI技术储备。自公司2023年推出Now Assist以来逐步将生成式AI融入各业务条线。

图：公司发展历程

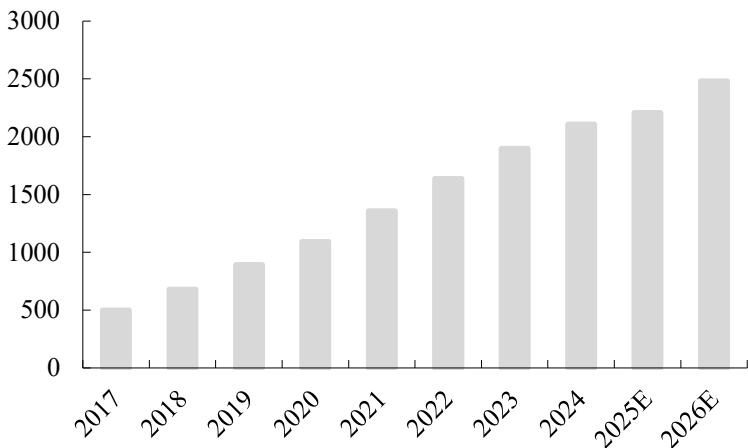


图：公司业务线架构

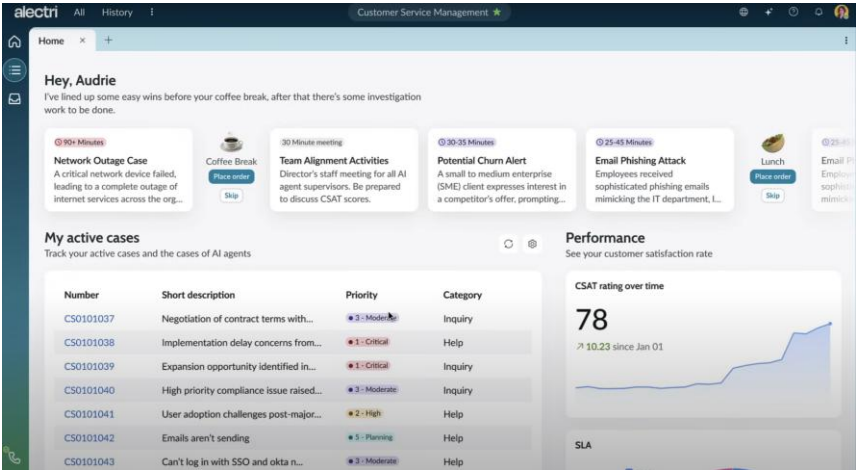
Technology Workflows	Employee Workflows	Customer and Industry Workflows	Creator and FSC Workflows
IT Service Management	HR Service Delivery	Customer Service Management	App Engine
IT Operations Management	Legal Service Delivery	Field Service Management	Automation Engine
Strategic Portfolio Management	Workplace Service Delivery	Industry Solutions	Vault
Integrated Risk Management	Contract Lifecycle Management	Sales and Order Management	Accounts Payable
Security Operations			Procurement
IT Asset Management			Supplier Operations
Cloud Observability			
Operational Technology			
Digital End-User Experience			

围绕“平台+Workflow”体系，引入AI降低使用门槛。公司坚持基于“Now Platform”平台开发服务产品，依托强大的云基础设施保障算力，节约系统成本形成规模效应。基于不同的场景，公司可提供不同的数字化管理系统（即Workflows）。Workflows为工作目标、工作流程提供可视化、交互界面、工作指导。引入AI后：1）重复型工作（例如核对票据、处理客户投诉、监控业务指标、撰写工作摘要）可以由AI完成，人工仅提供审核职能；2）产生错误时，AI基于业务庞大的数据库可以分析原因，积累经验以提供解决方案；3）通过向“Now Assist”输入自然语言完成 workflows 创建和可视化功能，替代编程过程，极大程度降低了产品使用门槛，提高使用效率。

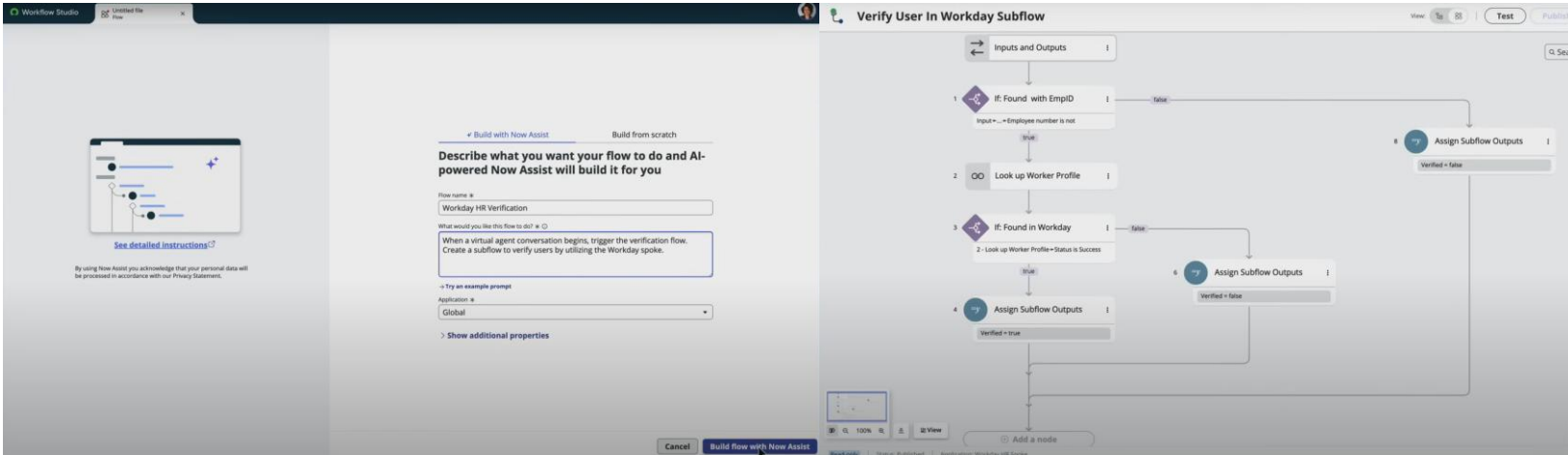
图：合约超100万美元的客户数（个）



图：Workflows交互界面示意图



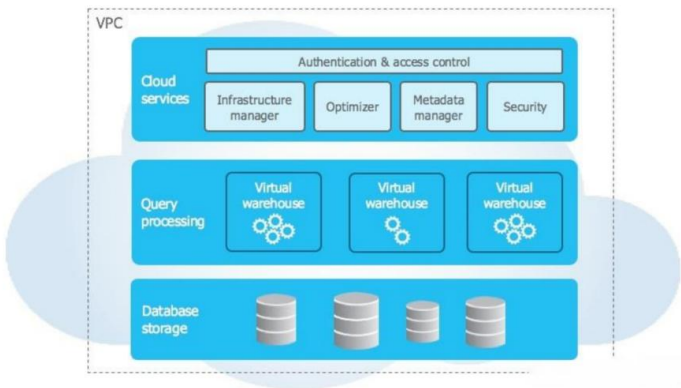
图：通过生成式AI形成Workflows



Snowflake: 数据硬件解耦，构建DaaS产品线

Snowflake成立于2012年，创始人均有数据科学工作背景，当时的数据仓库业务与硬件系统强绑定，建立新数仓必须有配套的算力及存储等硬件入场，Snowflake创新性地将数据与硬件解耦，数据仓库可以在云算力中分布式、动态存在，不必集成到一套完整的硬件系统中，公司也由此开创了DaaS产品（Data warehouse as a Service，数据即服务）。由于DaaS对数据的类型包容性更强、扩展弹性更大、生态开放程度更高，因此可以有效解决数据孤岛、数据分析与维护成本高、各用户方数据封闭等问题。

图：数据云服务解耦示意图



图：公司可提供的数据服务类目与自研工具箱

 **AI/ML**
LLMs and ML models customized with your data

 **Collaboration**
Sharing and monetizing data, apps and AI products across clouds

 **Data Lake**
Flexible architecture patterns with interoperable storage

 **Unistore**
Transactional and analytical data in one place

 **Cortex AI** NEW
Instant access to industry-leading LLMs

 **Horizon**
Built-in compliance, security, privacy and access

 **Native Apps**
End-to-end, Snowflake-native app creation and distribution

 **Snowflake ML**
Streamlined model development and MLOps from a centralized UI

 **Applications**
Easy building, distribution and scaling for applications

 **Data Engineering**
Powerful streaming and batch data pipeline building in SQL or Python

 **Data Warehouse**
Faster data analytics at an optimized cost

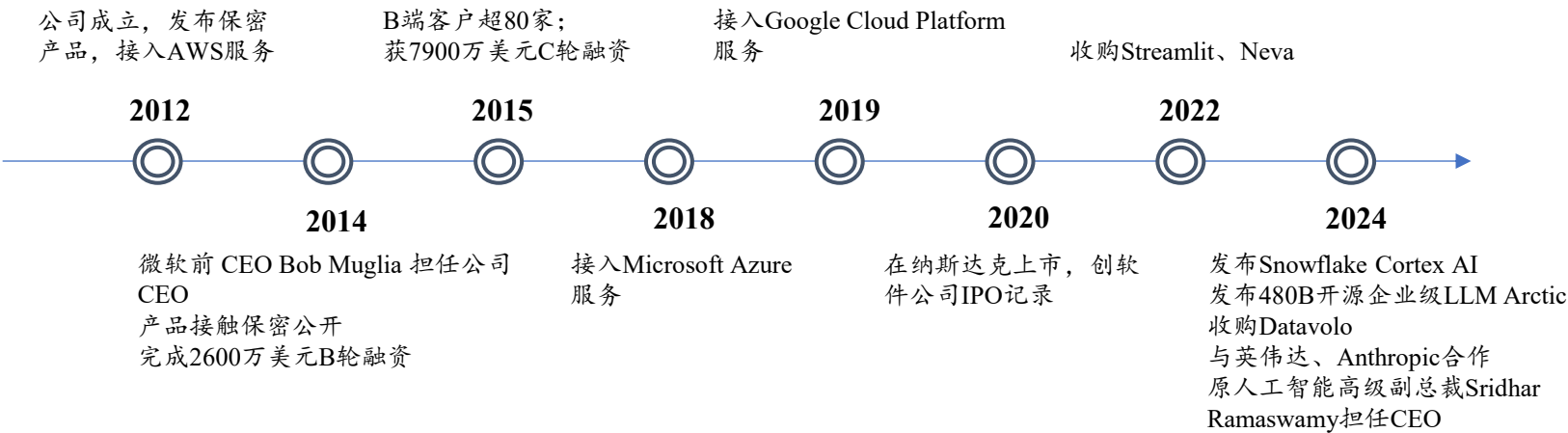
 **Data Clean Rooms**
Privacy-preserving data collaboration

 **Marketplace**
Third-party data and AI products for trial and purchase

 **Notebooks**
Interactive dev environment for data and AI teams

 **Streamlit**
Framework for transforming Python scripts into web apps

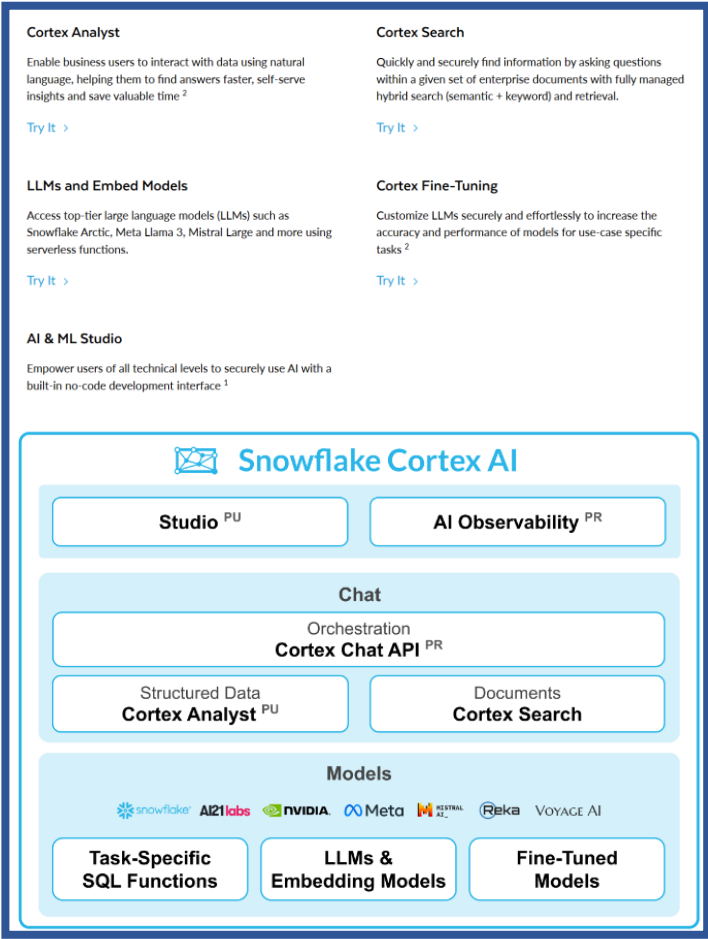
图：公司发展历程



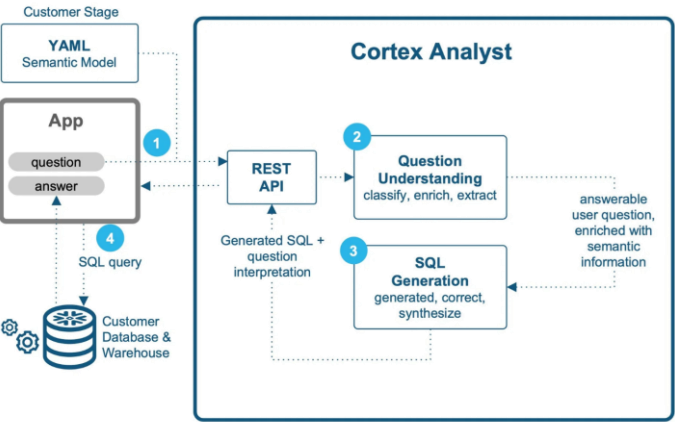
公司平台集成了Llama、Mistral、Claude4等模型，提供Cortex Analyst、Cortex Search、Cortex Chat API等功能。用户可直接通过SQL或API大规模调用行业领先的大语言模型，分析多模态数据并构建智能代理。

2025M6公司推出一系列产品更新：1) 新一代数据仓库技术DW Gen2，分析性能较上一代提升两倍；2) 自适应计算功能。让用户无需再手动配置计算资源（如虚拟仓库的数量、规格、CPU/内存配比等），通过智能系统根据负载情况自动匹配资源，简化配置流程提升计算资源利用效率；3) Dynamic Table功能增强，刷新延迟被压缩至15秒，用户可以对不同时间段的数据设置不同的刷新策略；4) 发布Open Flow数据集集成平台，支持多种数据源（如 Kafka、MongoDB、MySQL 等），通过 SaaS、Streaming等多协议构建开放生态。

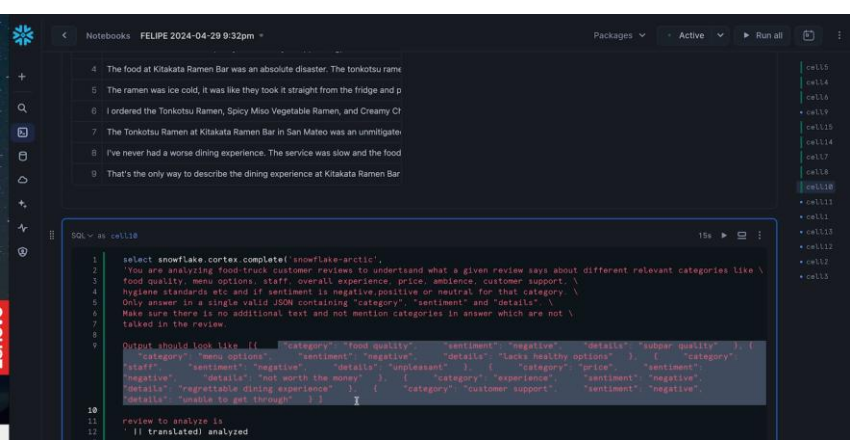
图：Snowflake Cortex AI功能



图：Snowflake Cortex Analyst工作流程



图：Snowflake Cortex Analyst工作界面

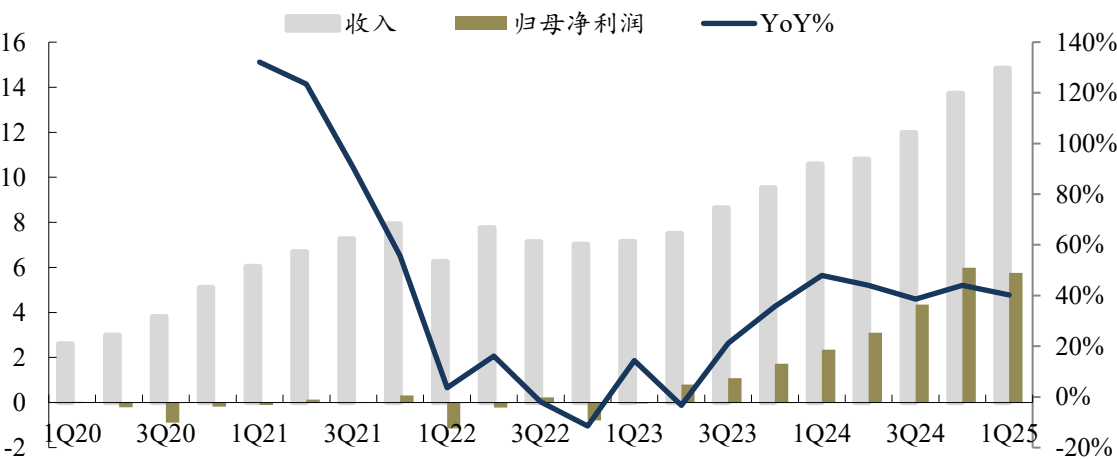


AppLovin于2012年成立，从一家初创企业发展为全球领先的移动广告技术公司，2023年以来，受到算法和营销自动化优化上取得的显著进展，公司收入增长超出预期，1Q25收入同比增长40.3%至14.8亿美元，归母净利润同比增长145.5%至5.8亿美元。

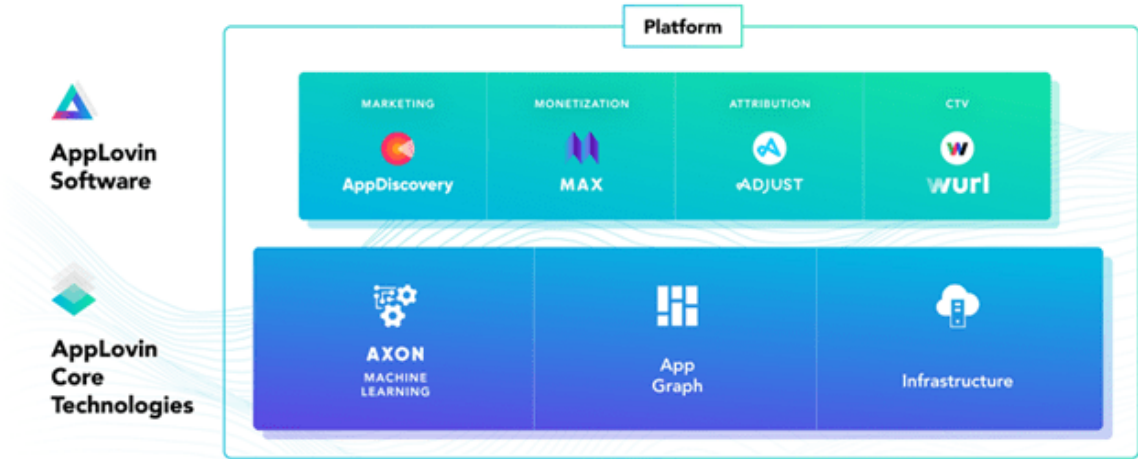
AppLovin的AI广告引擎AXON 2.0通过深度学习优化广告匹配效率，4Q24驱动广告业务收入激增73%至10亿美元；其中，非游戏类广告（尤其是电商）成为新增长点，广告点击率与ROI远超传统方式，电商广告主流量增量近100%，部分客户回报率超其他媒体渠道。包括AXON AI广告引擎在内的软件平台收入高增长是驱动业绩超预期的主要原因，AppLovin的核心技术主要包括Axon机器学习推荐引擎、App Graph 数据管理层和弹性云基础设施，AppLovin的云基础设施每天将全球数十亿次数据交互给到AXON，并利用机器学习算法将每个用户与相关的广告内容进行匹配。

2025年剥离游戏业务，押注AI营销全球化。2025M2以9亿美元出售游戏业务，转型为纯广告平台，聚焦电商客户（如亚马逊、沃尔玛）。计划2025年电商广告收入占比提升至10%以上，并与TikTok Shop等新兴平台竞争东南亚及欧美市场。

图：Applovin 收入、净利润及收入同比增速（亿美元）



图：Axon机器学习推荐引擎提升投放ROI



公司收入来自订阅（Super Duolingo、Duolingo Family、Duolingo Max）、App内购（宝石充值包）、广告以及其他业务模式（语言认证考试Duolingo English Test、B端项目Duolingo for Business）。Max为Duolingo与OpenAI共同打造的教育科技产品，通过OpenAI的最新技术GPT-4获取支持，**订阅费29.99美元/月（高于Super Duolingo个人订阅的12.99美元/月）**，包括Super Duolingo权益，以及答疑解惑（Explain My Answer）、角色扮演（Roleplay）、AI视频通话（Video Call）、多邻国大冒险（Adventures）等AI功能。

Max验证AI订阅模式可行性，渗透率提升。1Q25 Max订阅渗透率从4Q24的5%提升至7%。根据多邻国在2024年11月的指引，预计Duolingo Max在2025年的收入将达到1.4亿美元，占总收入的17%。整体用户数提升（目前多邻国占全球语言学习用户数比例较低）+Max在duolingo体系内的渗透率提升（课程数增加+AI功能迭代）有望驱动收入增长，随技术成本优化和用户规模扩大，长期利润率有望回升。

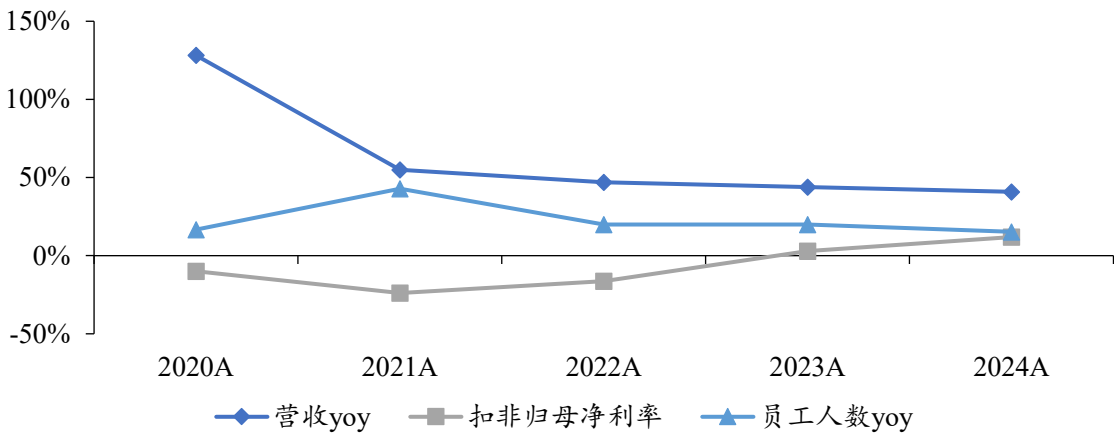
表：Super及Max订阅情况

订阅计划	订阅价格	24年付费用户数及占比	24年ARPPU估算值	24年收入及占比估算值	功能特点	目标人群差异
Super	13美元/月 84美元/年	8百万人 占付费用户的95%	65美元/年	5.4亿美元 占总收入72% 占订阅收入89%	无广告学习 无限测试机会 设定每日学习目标 跟踪个人学习进度数据	适合休闲学习者 需求为无广告、基础纠错
MAX	30美元/月 168美元/年	0.4百万人 占付费用户的5%	163美元/年	0.7亿美元 占总收入9% 占订阅收入11%	包含所有super会员功能 基于GPT-4的AI功能： - Explain my answer - Role play - Video call - 支持用英语学习西班牙语和法语	适合中高级学习者，需深度理解语法、实际对话练习、或企业培训采购

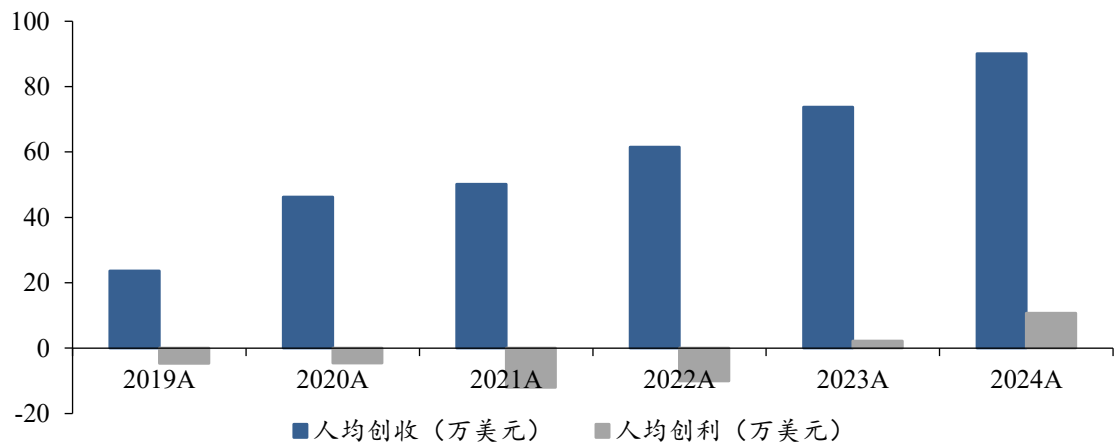
AI提高内容制作效率。多邻国从2021年开始与OpenAI合作，把GPT-3用在英语测试上，自动生成阅读材料和测试题提升内容制作效率。2023年12月，多邻国裁员几千名合同工（主要是翻译和内容创作者），改用“AI生成内容+人工检查”降低内容成本。1Q25公司宣布推出148门新语言课程，借助AI将开发百门课程的时间从12年缩短至1年。

AI带来互动新功能：2024年推出的“视频通话”功能让用户可以和虚拟角色（比如Lily）实时对话，对话内容会根据用户的语言水平自动调整，特别适合初学者练习口语。此外，基于GPT-4的“角色扮演”功能可以模拟真实场景对话，比如点咖啡、问路等，让用户学以致用。

图：多邻国营收同比、扣非归母净利率及员工人数同比

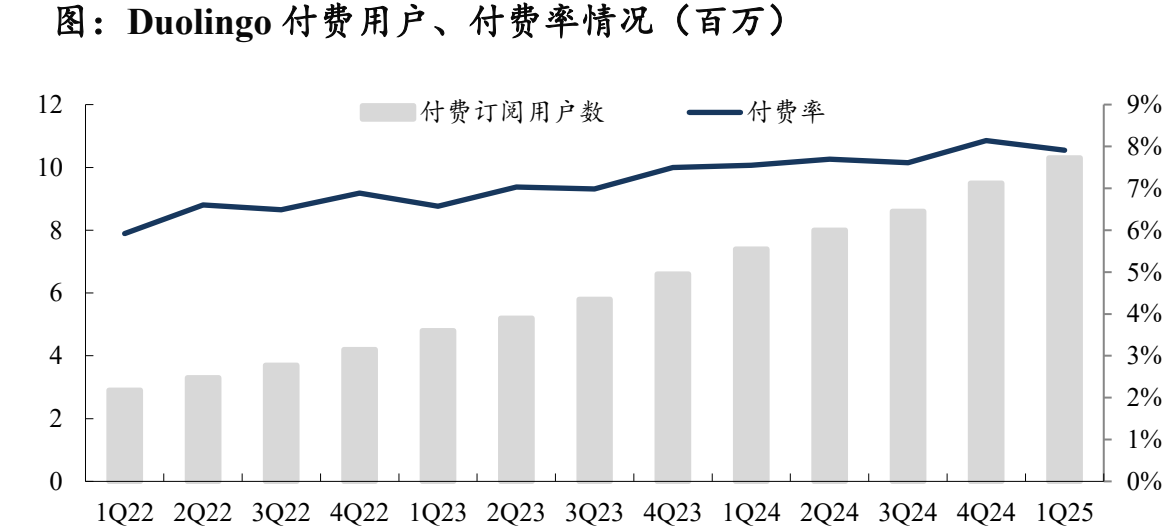
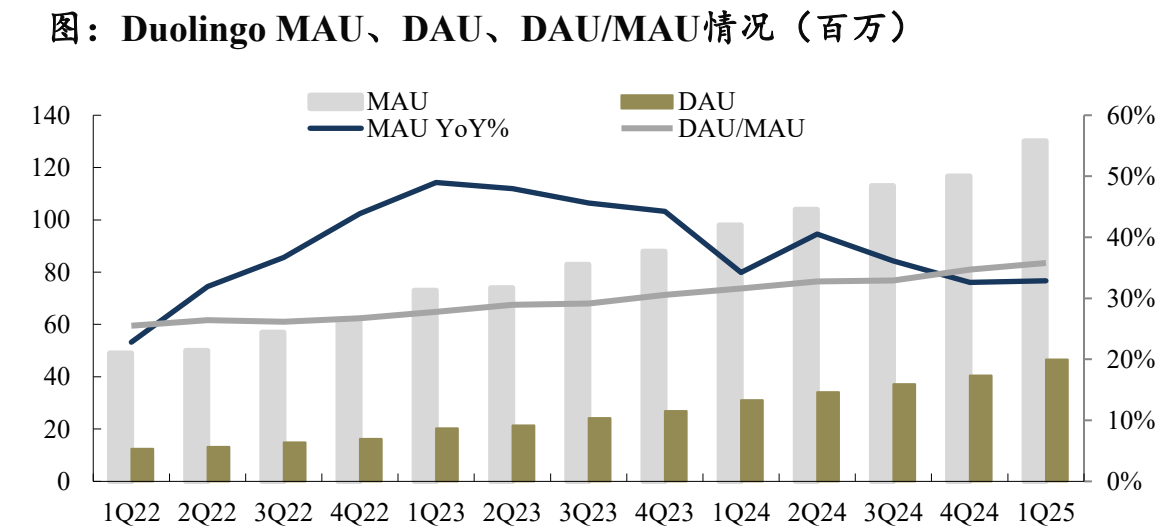


图：多邻国人效持续提升



AI技术让更多用户坚持学习：1) 通过“连续学习天数”（streak）和晋级联赛的设计，用户学习时间增加17%，高活跃用户数提升2倍。新用户7天留存率提高了1.7pct；2) 智能提醒：AI会选择最佳时间发送提醒，并利用“害怕失去”的心理（比如提醒用户不要中断连续学习），大大提高了用户打开应用的几率；3) 通过大量A/B测试验证效果，比如“半衰期回归”算法让每日留存率提高了9.5%，整体学习活动的日留存率增长了12%；4) 自研AI小模型“bird brain”模型会分析用户做题情况（比如正确率、学习频率），然后自动调整题目难度，让用户的正确率保持在80%左右，既有挑战性又不会太打击信心。高留存率助力月活增长，1Q25公司日活/月活数同比+49%/+33%至46.6/130.2百万人；付费用户数同比+40%至10.3百万人。

免费模式与付费转化：AI技术让免费用户也能获得不错的体验，同时通过个性化的付费服务（如Duolingo Max订阅）吸引用户付费。2024年订阅收入占总收入的85%，付费用户比例增加到4%。1Q25总预定额同比+38%至2.7亿美元，其中订阅预定额同比+44%至2.3亿美元。



六、投资建议

通用Agent竞争提前开启。谷歌、亚马逊、OpenAI密集发布智能体应用，入口级通用Agent竞争已经开启。Agent可深度自动化复杂任务，将重塑互联网入口，是通往AGI和具身智能的关键环节。需密切跟踪多模态模型、强化学习、工具调用可靠性、成本优化以及标准化协议进展。

长期配置平台巨头。AI与平台巨头核心业务均展现出强协同效应，正在驱动云服务、广告、电商、软件业务收入增长，长期有望充分发挥各平台数据优势与生态潜力。拥有大模型、算力、数据及生态系统的巨头具备整合垂直应用能力，最有可能主导通用Agent发展，具备长期配置价值。建议关注【阿里巴巴】【腾讯控股】。

聚焦高潜力、高壁垒垂直领域。部分赛道已形成深厚领域知识壁垒，头部公司以数据、客户基础、生态构建能力与工程化能力构筑起抗通用Agent替代的护城河，所处赛道受益技术外溢，具备高成长性。1) 在线娱乐：重点推荐【快手-W】；2) 电商：重点推荐【焦点科技】，建议关注【值得买】；3) 创意软件：重点推荐【美图公司】；4) 教育：建议关注【学大教育】【豆神教育】【粉笔】；5) 综合平台：建议关注【昆仑万维】；6) 营销：建议关注【汇量科技】【迈富时】；7) 企业服务：建议关注【创业黑马】；8) 出版：建议关注【中文在线】【果麦文化】【中原传媒】【南方传媒】；9) 游戏：重点推荐【巨人网络】，建议关注【恺英网络】；10) 金融：建议关注【同花顺】。

七、风险提示

AI发展不及预期：技术演进不及预期，底层算力供应不足的风险

AI商业化风险：新技术商业化不及预期

市场竞争风险：市场竞争加剧，技术可能被其他公司颠覆的风险

政策风险：针对AI伦理、AI生成内容政策管理的风险

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

- 公司投资评级：
- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；
 - 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；
 - 中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；
 - 减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
 - 卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。
- 行业投资评级：
- 增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；
 - 中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；
 - 减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园