

携程反垄断罚款落地, Qwen-Image-3.0 发布

商贸社服行业周报

本周餐饮旅游板块指数下跌 1.46%，表现弱于沪深 300 指数(上涨 2.65%)和创业板指数(上涨 1.52%)；商贸零售板块指数下跌 1.79%，表现弱于沪深 300 指数和创业板指数。

本周子板块相关观点：1) 电商：看好阿里云收入加速增长及 AI 云业务成长潜力，关注大模型及自研芯片催化，推荐阿里巴巴；龙头电商公司估值低位，推荐拼多多、京东集团、唯品会。2) 本地生活：美团外卖竞争趋于缓和，到店竞争长期无忧，重点推荐。3) 出行：看好后续旅游板块延续高景气度，旅游产业链上，推荐关注休闲旅游&出境游相关性较强的 OTA、景区，其次是与出行人次高度相关的交通，以及商旅需求驱动的酒店。

- 本周餐饮旅游板块指数下跌 1.46%，表现弱于沪深 300 指数(上涨 2.65%)和创业板指数(上涨 1.52%)；商贸零售板块指数下跌 1.79%，表现弱于沪深 300 指数和创业板指数。
- 携程被罚没 51.79 亿元。国家市场监督管理总局 25 日通报，依据《中华人民共和国反垄断法》相关规定，对携程集团有限公司滥用市场支配地位实施垄断行为作出行政处罚，没收违法所得 16.58 亿元，并处以罚款 35.21 亿元。同时，责令其全额退还强制扣除酒店经营者的订单储备金 1.22 亿元，要求企业全面整改并公开整改措施。2026 年 1 月，市场监管总局对携程立案调查。同时成立专案组推进案件查办，获取了大量关键、直接证据；对行业内主要竞争平台和平台内大量酒店经营者等全面调查取证；深入开展大数据分析和算法解析；组织专家研究论证；多次听取携程陈述意见，保障其合法权利。经市场监管总局调查，携程滥用在中国境内在线酒店预订平台服务市场的支配地位，以流量分配机制为核心，利用平台规则、技术手段对酒店经营者实施独家合作和“全网最低价”行为，排除、限制了市场公平竞争，限制了酒店经营者跨平台经营，侵害了酒店经营者自主定价权，损害了消费者利益，阻碍了行业健康发展。市场监管总局认定，携程实施了两种垄断行为：一是要求部分酒店开展独家合作，构成反垄断法禁止的限定交易行为；二是强制部分酒店给予“全网最低价”，构成反垄断法禁止的附加不合理交易条件行为。
- Qwen-Image-3.0 发布。7 月 21 日，图像生成基础模型 Qwen-Image-3.0 发布。新模型支持最大 4.5k token 超长输入，可一次生成涵盖公式符号、几何图形、逻辑推导步骤等多元素融合的知识图解、复杂 UI 界面，同时支持 12 国语言和 20 多款字体原生渲染，字字清晰，大幅降低多语言产品海报、影视、漫画分镜等“可读可用”商业素材的生产成本。
- 风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧；旅游行业系统性风险。

推荐（维持）

消费品/商业

行业规模

		占比%
股票家数（只）	132	2.5
总市值（十亿元）	1132.5	1.0
流通市值（十亿元）	1051.4	1.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.9	-4.9	8.1
相对表现	-1.8	-9.9	-16.3

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《商贸社服行业周报：五一假期国内出游 3.25 亿人次，抖音电商试水自营旗舰店》2026-05-14
- 2、《商贸社服行业周报：千问首发灰测 HappyHorse 模型，携程发布五一出游报告》2026-05-06
- 3、《商贸社服行业周报—阿里发布千问小酒窝，美团万亿级参数大模型开放测试》2026-04-28

丁浙川 S1090519070002

✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

✉ lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 S1090524070002

✉ panweiquan@cmschina.com.cn

李星馨 S1090524070010

✉ lixingxin@cmschina.com.cn

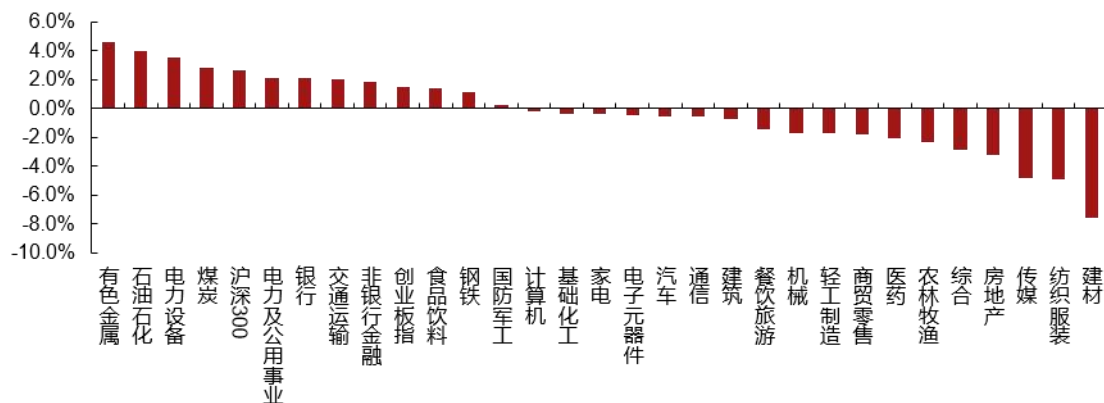
胡馨媛 S1090525060001

✉ huxinyuan@cmschina.com.cn

一、本周行情回顾

餐饮旅游板块指数本周下跌 1.46%，表现弱于沪深 300 指数(上涨 2.65%)和创业板指数(上涨 1.52%)；商贸零售板块指数下跌 1.79%，表现弱于沪深 300 指数和创业板指数；2026 年初以来，餐饮旅游板块指数下跌 32.09%，表现弱于沪深 300 指数(上涨 0.42%)和创业板指数(上涨 8.67%)；商贸零售板块指数下跌 23.71%，表现弱于沪深 300 指数和创业板指数。

图 1：A 股中信行业指数本周行情回顾（2026.07.20-2026.07.26）

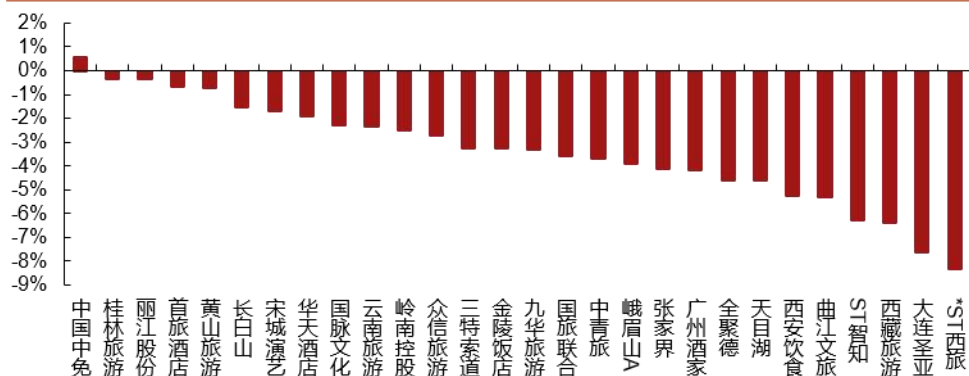


资料来源：wind、招商证券

1.1 餐饮旅游行业

本周餐饮旅游板块上涨个股为中国中免(+0.57%)，跌幅前五个股为*ST 西旅(-8.32%)、大连圣亚(-7.61%)、西藏旅游(-6.36%)、ST 智知(-6.3%)、曲江文旅(-5.3%)。

图 2：餐饮旅游板块公司本周行情回顾（2026.07.20-2026.07.26）



资料来源：wind、招商证券

表 1：餐饮旅游板块本周涨跌幅前五名（2026.07.20-2026.07.26）

	证券代码	证券名称	涨跌幅 (%)
上涨个股	601888.SH	中国中免	0.57
	000610.SZ	*ST 西旅	(8.32)
跌幅前五	600593.SH	大连圣亚	(7.61)
	600749.SH	西藏旅游	(6.36)

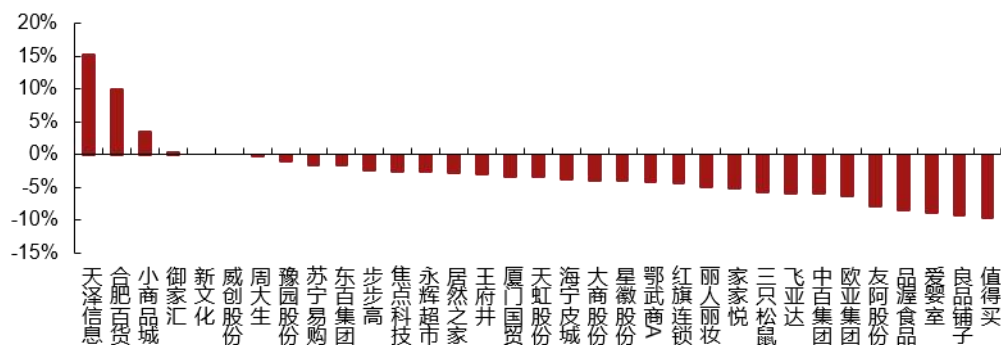
603869.SH ST 智知 (6.30)
600706.SH 曲江文旅 (5.30)

资料来源：wind、招商证券

1.2 商贸零售行业

本周商贸零售板块涨幅前五为天泽信息(+15.24%)、合肥百货(+9.84%)、小商品城(+3.4%)、御家汇(+0.35%)、新文化(+0%)，跌幅前五个股为值得买(-9.69%)、良品铺子(-9.3%)、爱婴室(-8.8%)、品渥食品(-8.43%)、友阿股份(-7.89%)。

图 3：商贸零售板块公司本周行情回顾（2026.07.20-2026.07.26）



资料来源：wind、招商证券

表 2：商贸零售板块本周涨跌幅前五名（2026.07.20-2026.07.26）

	证券代码	证券名称	涨跌幅 (%)
涨幅前五	300209	天泽信息	15.24
	000417	合肥百货	9.84
	600415	小商品城	3.40
	300740	御家汇	0.35
	300336	新文化	0.00
跌幅前五	300785	值得买	-9.69
	603719	良品铺子	-9.30
	603214	爱婴室	-8.80
	300892	品渥食品	-8.43
	002277	友阿股份	-7.89

资料来源：wind、招商证券

二、重点公司投资建议及估值

电商：互联网龙头估值低位，推荐阿里巴巴、拼多多、京东、唯品会。

- 1) 阿里巴巴：我们预计阿里巴巴 FY2027Q1 云业务收入同比增长 45%，云经调整 EBITA margin 提升至低双位数，均好于一致预期；电商业务 CMR 增速预计伴随行业趋势有所放缓；闪购亏损环比上个季度预计继续大幅减亏。看好阿里云与 AI 业务持续加速增长及盈利改善空间，预计 FY2027-FY2029nongaap 归母净利润为 957、1295、1707 亿，给予 FY2027 财年电商不考虑闪购亏损的主业净利润 8 倍 PE、云业务 6-8 倍 PS，对应目标价 161-189 港元/股，维持“强烈推荐”评级。
- 2) 拼多多：2026Q1 公司广告收入增速放缓，利息与投资收益及其他净损失影响 nongaap 净利润。公司开启品牌自营业务，基于供应链优势和品牌建设提升平台优质优价心智，有

望拓展全球市场业务长期发展空间,看好国内主站生态价值可持续增长及海外业务成长和盈利空间。考虑到品牌自营新业务投入,下调 2026-2028 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润至 1039/1373/1591 亿元,给予 2026 年 nongaap 归母净利润 10-12 倍 PE,对应目标价 107-128 美元/股,估值低位维持“强烈推荐”。

- 3) 京东:我们预计 26Q2 京东零售收入及零售 OP 同比-6%,集团 nongaap 归母净利润恢复同比增长,符合市场预期。Q2 预计带电品类受国补高基数及 3C 产品涨价影响增速承压,日百类及 3P 收入维持正增长;外卖 Q2 亏损环比继续收窄。长期看好公司自营壁垒下的稳健增长以及供应链强议价能力下的利润提升空间,预计 2026-2028 年 Non-gaap 归母净利润为 308/456/542 亿元,给予 2026 年 Non-gaap 归母净利润 10-12 倍 PE,对应目标价 131-157 港元/股,维持强烈推荐评级。
- 4) 唯品会:唯品会 Q2 收入预计同比-4.2%,位于-5%~0 指引区间内;毛利率预计保持 23% 以上的稳健水平,Nongaap 归母净利润率预计约为 7.6%。长期看公司电商主业正品特卖价值稳固,持续分红回购提升股东价值彰显经营信心,预计公司 2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润为 88/92/95 亿元,给予 2026 年 Non-GAAP 归母净利润 8 倍 PE,对应目标价 21.75 美元,估值低位强烈推荐。

本地生活:竞争边际缓解亏损改善,利润进入修复通道,推荐美团。美团 Q1 外卖竞争边际缓解,公司显著亏损改善,且公司在高价值外卖用户心智及订单市占、经营效率上仍然具备明显领先优势;长期看公司核心业务成长性与壁垒仍具,海外探索继续打开想象空间。由于外卖减亏超预期,调整公司 2026/27/28E 经调整净利润为-12.6/207/423 亿;预计公司 2026E 核心本地商业 GMV 合计约 3 万亿,给予 0.25 倍 PGMV,对应目标价 135.6 港元,短期扰动不改长期投资价值,维持“强烈推荐”评级。

零售:竞争可控,开店加速,持续推荐量贩零食。量贩零食多快好省全面领先,2026 年开店势能强于 2025 年,仍有可观开店空间;同时同店转正,强产业链地位下净利率释放确定性强;行业近期因局部摩擦升级股价回调较多,但预计仅为舆论战,对业务实质影响不大。看好行业增长势能延续。

OTA: 7 月 25 日国家市场监管总局发布携程反垄断处罚公告,预计罚金合计 51.8 亿元,认定公司通过平台规则、技术手段实施了两大垄断行为,包含要求“特牌”酒店开展独家合作、强迫“金牌”、“无牌”酒店给予“全网最低价”;公司已积极推进模式整改,包含下架金牌特牌模式、取消“全网最低价”、下线酒店调价助手、优化平台规则等整改方案。携程依旧具有稳定的流量心智、中高星酒店库存、流量分发&酒店定价权,通过自身流量属性解决中高星单体酒店库存能力出众,规则调整不影响公司长期护城河。综合来看,公司长期竞争力依旧突出,看好后续估值持续修复&长期业绩成长确定性,考虑到反垄断处罚带来的一次性影响,我们下调公司的盈利预测,预计公司 2026-2028 年实现经调整归母净利润 185/201/225 亿元,对应 27 年 PE 约为 10x,关注底部布局机会。

表 5: 商业板块海外重点公司业绩及估值表(截至 2026 年 7 月 26 日)

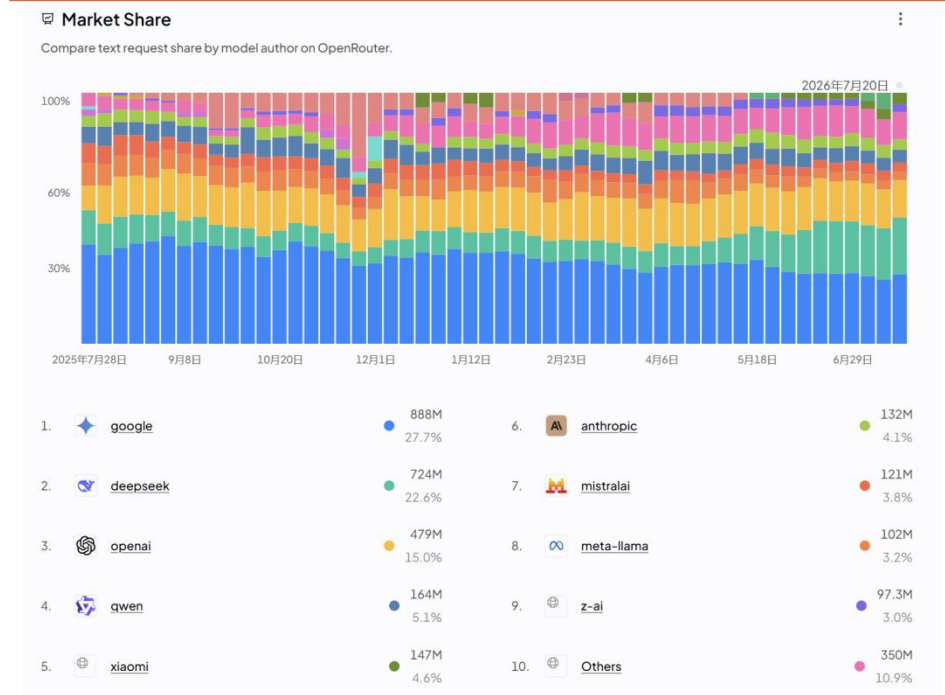
代码	公司名称	市值(亿元)	Non-GAAP 净利(2026E, 亿)	PE(2026E)	周涨跌幅(%)
9988.HK	阿里巴巴	18,275.4	957	19.10	-2.31
PDD.O	拼多多	7,993.6	1039	7.69	-1.76
9618.HK	京东集团	2,883.6	308	9.36	1.55
VIPS.N	唯品会	465.0	88	5.28	-1.72
DIDIY.OO	滴滴出行	1,071.8	12	89.32	-0.85
3690.HK	美团	4,638.1	-13	-368.11	3.65
9896.HK	名创优品	257.2	32	7.96	-4.16
9961.HK	携程集团-S	2,125.0	185	11.49	1.24
0780.HK	同程旅行	268.6	39	6.92	3.95
BZ.O	BOSS 直聘	485.6	40.5	11.99	3.42
ATAT.O	亚朵	295.3	21	13.80	-0.87

资料来源:wind、招商证券

三、AI 应用数据

据 OpenRouter，本周在 OpenRouter 平台的 token 调用量市场份额中，国产大模型公司 deepseek、qwen、xiaomi、z.ai 均排名前十，分别约为 22.6%、5.1%、4.6%、3.0%。

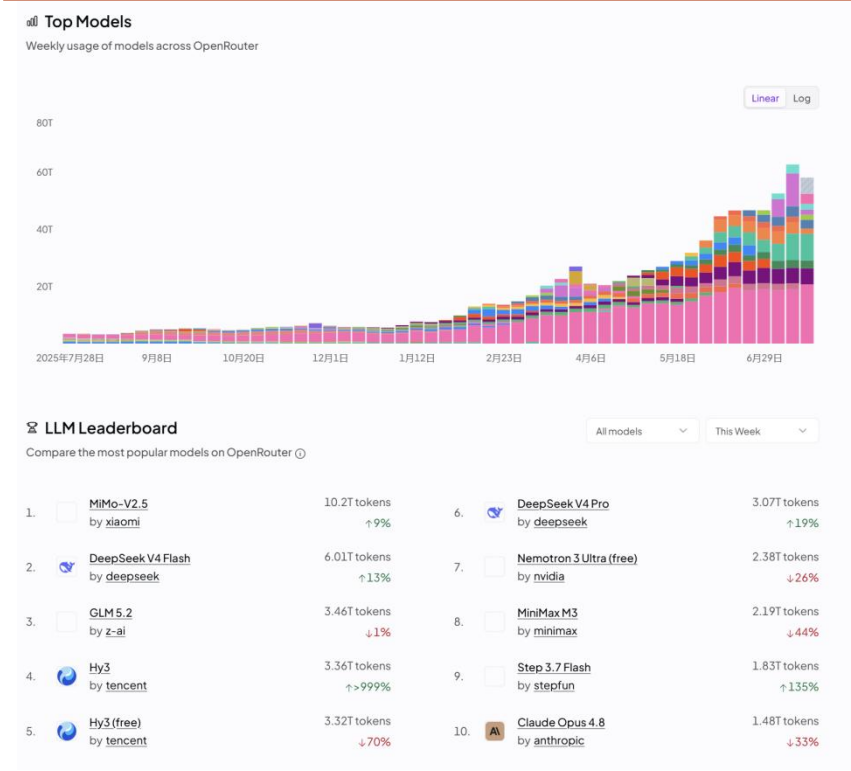
图 4：各大模型 OpenRouter 周度 token 市场份额



资料来源：openrouter、招商证券

本周各大模型在 OpenRouter 平台的 token 调用量中，国产大模型 MiMo-V2.5、Deepseek V4 Flash、GLM 5.2、Hy3、Hy3(free)、Deepseek V4 Pro、MiniMax M3、Step 3.7Flash 均排名前十，调用量分别约为 10.2T、6.01T、3.46T、3.36T、3.32T、3.07T、2.19T、1.83tokens。

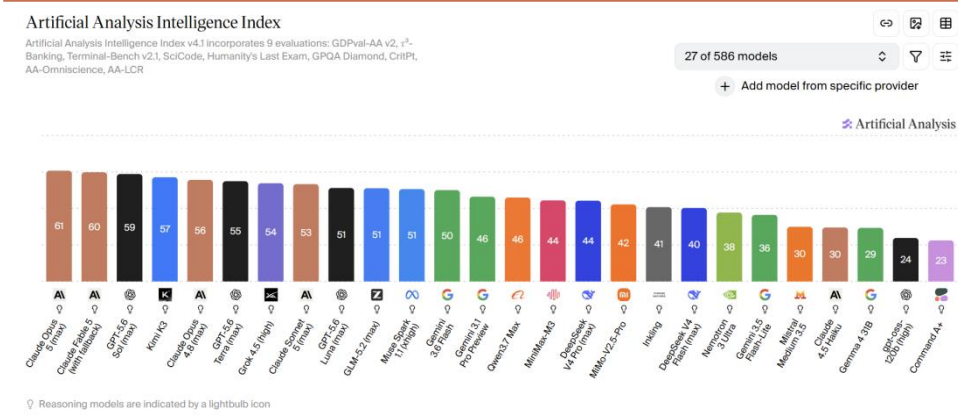
图 5：各大模型 OpenRouter 周度 token 调用量



资料来源：openrouter、招商证券

据 Artificial analysis 官网，最新人工分析智能指数排名中，国产大模型 Kimi K3、GLM-5.2（max）、Qwen 3.7-Max、MiniMax-M3、Deepseek V4 Pro(Max)、MiMo-V2.5-Pro 等排名进入前 20。

图 6：各大模型 Artificial Analysis Intelligence Index 排名



资料来源：Artificial analysis、招商证券

三、行业重大新闻

3.1 社会服务重大新闻

1、携程被罚没 51.79 亿元

国家市场监督管理总局 25 日通报，依据《中华人民共和国反垄断法》相关规定，对携程集团有限公司滥用市场支配地位实施垄断行为作出行政处罚，没收违法所得 16.58 亿元，并处以罚款 35.21 亿元。同时，责令其全额退还强制扣除酒店经营者的订单储备金 1.22 亿元，要求企业全面整改并公开整改措施。

2026 年 1 月，市场监管总局对携程立案调查。同时成立专案组推进案件查办，获取了大量关键、直接证据；对行业内主要竞争平台和平台内大量酒店经营者等全面调查取证；深入开展大数据分析和算法解析；组织专家研究论证；多次听取携程陈述意见，保障其合法权益。经市场监管总局调查，携程滥用在中国境内在线酒店预订平台服务市场的支配地位，以流量分配机制为核心，利用平台规则、技术手段对酒店经营者实施独家合作和“全网最低价”行为，排除、限制了市场公平竞争，限制了酒店经营者跨平台经营，侵害了酒店经营者自主定价权，损害了消费者利益，阻碍了行业健康发展。市场监管总局认定，携程实施了两种垄断行为：一是要求部分酒店开展独家合作，构成反垄断法禁止的限定交易行为；二是强制部分酒店给予“全网最低价”，构成反垄断法禁止的附加不合理交易条件行为。

3.2 商贸零售重大新闻

1、阿里速卖通被欧盟罚款 5.5 亿欧元

7 月 20 日，欧盟委员会对速卖通处以 5.5 亿欧元（约合人民币 42.5 亿元）罚款，原因是后者未能履行《数字服务法》（DSA）规定的义务，即未对其电商平台上销售非法、不安全或假冒产品相关风险进行审慎评估和缓解。此外，欧委会责令该平台采取整改措施。目前除了罚款，根据《数字服务法》要求，全球速卖通还必须在 2026 年 10 月 20 日前向欧委会提交一份整改方案，说明将如何采取措施，纠正此前在系统性风险评估和防控方面的违规行为。欧洲数字服务委员会收到方案后，将在一个月内给出意见。之后，欧委会再用一个月作出最终裁决，并确定落实时限。若速卖通不遵守该违规裁定，可能会面临定期罚款支付。

7 月 22 日，中国商务部就欧委会对全球速卖通罚款一事作出回应。中国商务部新闻发言人称，中方注意到有关情况，对此表示强烈不满和严正关切。中方坚决反对欧方以平台监管为由设置数字壁垒，并采取歧视性措施，限制打压中国电商企业在欧正常经营。中方敦促欧方停止利用法律条文的模糊性滥用自由裁量权，公平、公正对待中国企业。中方将坚定支持中国企业运用法律武器维权，并将采取有力措施坚定维护企业利益。

3.3 互联网 AI 重大新闻

1、Qwen-Image-3.0 发布

7 月 21 日，图像生成基础模型 Qwen-Image-3.0 发布。新模型支持最大 4.5k token 超长输入，可一次生成涵盖公式符号、几何图形、逻辑推导步骤等多元素融合的知识图解、复杂 UI 界面，同时支持 12 国语言和 20 多款字体原生渲染，字字清晰，大幅降低多语言产品海报、影视、漫画分镜等“可读可用”商业素材的生产成本。

2、Qwen-Audio-3.0-TTS 发布

7 月 20 日，语音合成大模型 Qwen-Audio-3.0-TTS 发布，在细粒度标签控制、



freestyle 指令遵循、多语种与方言覆盖以及复杂声学鲁棒性等方面系统性提升，包含面向实时交互的 Flash 版本（首包延时 300ms 级别）和面向高质量生成的 Plus 版本，让合成语音从“能说话”走向“会表达”。

3、高德模型 ABot 具身体系完成全栈升级

7 月 22 日，高德宣布 ABot 具身体系完成全栈升级，发布 ABot-N1、ABot-M0.5、ABot-ER、ABot-AgentOS、ABot-C0 五款模型。作为全球首个全栈具身技术体系，ABot 将世界模型、基座模型与具身 Agent 架构耦合为一个高度协同的“有机生命体”——五款模型分别对应机器人的“脚、手、脑、中枢和运动神经”。

四、行业重要公告

4.1 餐饮旅游重要公告

1、天目湖:股东减持股份结果公告

截至公告披露日 7 月 22 日，江苏天目湖旅游股份有限公司董事陶平先生持有公司股份 8,701,000 股，占公司总股本的 3.22%；公司董事陈东海先生持有公司股份 10,037,991 股，占公司总股本的 3.72%。上述人员所持股份来源均为公司首次公开发行前取得及上市后以资本公积金转增股本方式取得。减持计划的实施结果情况公司于 2026 年 3 月 31 日披露了《江苏天目湖旅游股份有限公司股东减持股份计划公告》。出于个人资金需求，公司董事陶平先生拟自减持计划公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内（窗口期不减持），通过集中竞价、大宗交易等方式减持其直接持有的公司股份不超过 2,312,750 股，即不超过公司股份总数的 0.855%，减持价格按市场价格确定。公司董事陈东海先生拟自减持计划公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内（窗口期不减持），通过集中竞价、大宗交易等方式减持其直接持有的公司股份不超过 2,521,997 股，即不超过公司股份总数的 0.9325%，减持价格按市场价格确定。

2、首旅酒店:关于公司经营情况等相关事项的公告

北京首旅酒店（集团）股份有限公司发布关于公司经营情况等相关事项的公告，一季度公司实现营业收入 177,698.04 万元，同比增长 0.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 16,912.51 万元，同比增长 18.51%。目前，公司将通过继续加快拓展步伐加速规模与品牌价值的双增长，通过数字店长等实现科技和组织的融合赋能与提效，通过持续打造酒店产品力提升宾客体验等，围绕发展、产品、服务体验、全域用户运营等核心战略方向，依托在线化、数字化、智能化技术系统，持续推动高质量发展。同时，公司将扎实推进迎峰度夏、防洪防汛等安全经营各项重点工作，从严抓实现场全过程安全管控，持续巩固稳定向好的安全运营局面，全力保障旅游服务安全可靠稳定。

4.2 商贸零售重要公告

1、良品铺子:股东减持股份结果公告

7 月 21 日良品铺子股份有限公司发布股东减持股份结果公告，本次减持计划实施前，良品铺子股份有限公司持股 5%以上股东达永有限公司持有公司股份

72,826,126 股，占公司当时总股本的 18.16%。该等股份均来源于公司首次公开发行股票上市前持有的股份。减持计划的实施结果情况 2026 年 4 月 14 日，公司披露了《良品铺子股份有限公司股东减持股份计划公告》。股东达永有限 2026 年 5 月 11 日至 2026 年 7 月 16 日期间通过集中竞价交易方式减持公司股份 3,979,800 股，2026 年 7 月 14 日至 2026 年 7 月 15 日期间通过大宗交易方式减持公司股份 7,959,500 股，合计减持公司股份 11,939,300 股，占公司目前总股本的比例为 3%。本次减持后，达永有限仍为公司持股 5%以上股东。股东达永有限本次减持计划实施完毕。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20% 以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20% 之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。