仅供内部参考，请勿外传

Qwen3.8-Max 版本升级性能再突破，智谱独家入驻天猫

商贸社服行业周报

本周餐饮旅游板块指数上涨 2.42%，表现强于沪深 300 指数(下跌 1.33%)，强于创业板指数(下跌 4.03%)；商贸零售板块指数上涨 1.14%，表现强于沪深 300 指数，强于创业板指数。

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，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上涨 2.42%，表现强于沪深 300 指数(下跌 1.33%)，强于创业板指数(下跌 4.03%)；商贸零售板块指数上涨 1.14%，表现强于沪深 300 指数，强于创业板指数。

- **Qwen3.8-Max 升级性能再突破。**9 月 2 日 Qwen3.8-Max 升级到 0902 版本，对 Qwen3.8-Max 进行了进一步的后训练，使得模型整体性能再度突破，更适合企业真实复杂任务、科研、长周期任务等。在 CodeArena 前端编程总榜中，Qwen3.8-Max 提升 22 分至 1691 分夺得冠军。这说明，Qwen3.8-Max 拥有更强的智能体编程能力，在多步推理、工具调用、端到端 app 生成方面均刷新了全球模型的新上限。同时，CodeArena 更新的模型性价比榜单（帕累托前沿）显示，Qwen3.8-Max-0902 新版本每百万 Tokens 综合平均仅 5 美元，而当前性能排名第二和第三的模型百万 Tokens 综合价格分别为 20 美元和 12 美元。

- **阿里妈妈双十一将投入数十亿补贴智能优惠券助商家成交。**9 月 2 日，在 2026 阿里妈妈 m 峰会上，阿里妈妈公布了今年双 11 商家侧三项核心动作，在大促从规模扩张转向存量精耕的当下，助力商家挖掘新增量。历经 17 年发展，天猫双 11 已成长为规模稳健的成熟大促，而商家的普遍焦虑是增量从何而来。对此，阿里妈妈发布全新 AI 定向产品“万相点睛”，帮商家找到传统标签识别不到的潜在新客；平台出资投入数十亿元补贴智能优惠券，精准促转化；面向商家推出全周期多重扶持计划，最高产品反哺可达 55%，放大投入产出效率。多项举措覆盖大促全周期、投放全场景，全力促成交。

- **智谱独家入驻天猫。**9 月 2 日，国产大模型厂商智谱正式入驻天猫开设官方旗舰店，将售卖 Coding Plan 套餐等产品。目前在售商品包括个人版的 Lite、Pro、Max 等类别，可按月/季/年购买订阅。消费者打开淘宝搜索智谱旗舰店，就能进店下单所需的 Coding Plan 订阅套餐。以后买 Token 可以像充话费一样丝滑方便，未来还能在大促等节点享受折扣优惠。此外，除了虚拟充值服务，天猫上还有丰富的 AI 智能硬件，比如出厂自带 Agent 智能体的电脑，以及搭载千问大模型的各类 AI 设备等，方便消费者一站式购齐。

- **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

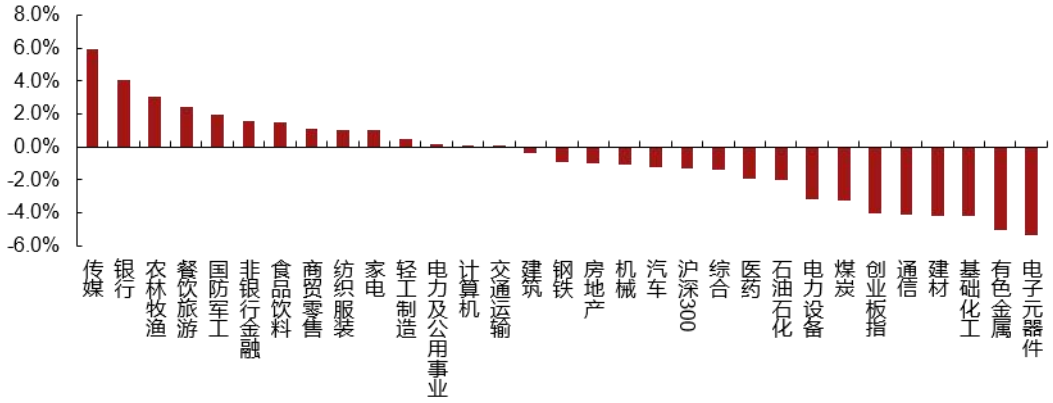
丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
潘威全 S1090524070002
panweiquan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn
胡馨媛 S1090525060001
huxinyuan@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

一、本周行情回顾

餐饮旅游板块指数本周上涨 2.42%，表现强于沪深 300 指数(下跌 1.33%)，强于创业板指数(下跌 4.03%)；商贸零售板块指数上涨 1.14%，表现强于沪深 300 指数，强于创业板指数。

图 1：A 股中信行业指数本周行情回顾（2026.08.31-2026.09.04）

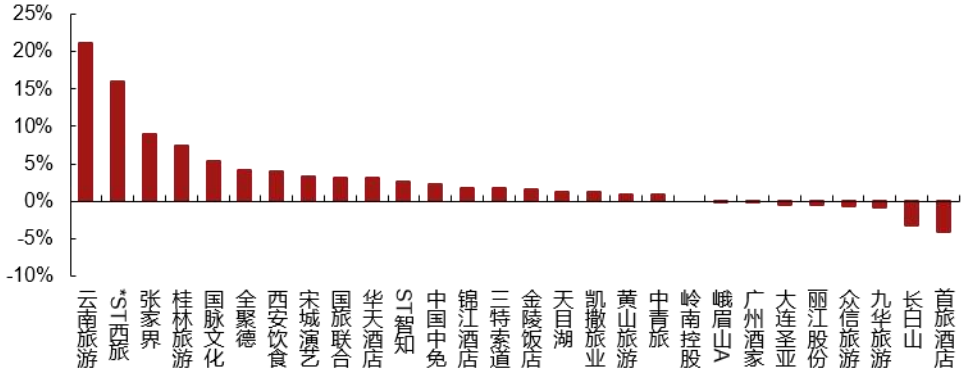


资料来源：wind、招商证券

1.1 餐饮旅游行业

本周餐饮旅游板块涨幅前五个股为云南旅游(+21.15%)、*ST 西旅(+15.96%)、张家界(+8.97%)、桂林旅游(+7.47%)、国脉文化(+5.36%)，跌幅前五个股为首旅酒店(-4.02%)、长白山(-3.17%)、九华旅游(-0.90%)、众信旅游(-0.72%)、丽江股份(-0.44%)。

图 2：餐饮旅游板块公司本周行情回顾（2026.08.31-2026.09.04）



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（2026.08.31-2026.09.04）

	证券代码	证券名称	涨跌幅（%）
涨幅前五	002059.SZ	云南旅游	21.15
	000610.SZ	*ST 西旅	15.96
	000430.SZ	张家界	8.97

仅供内部参考，请勿外传

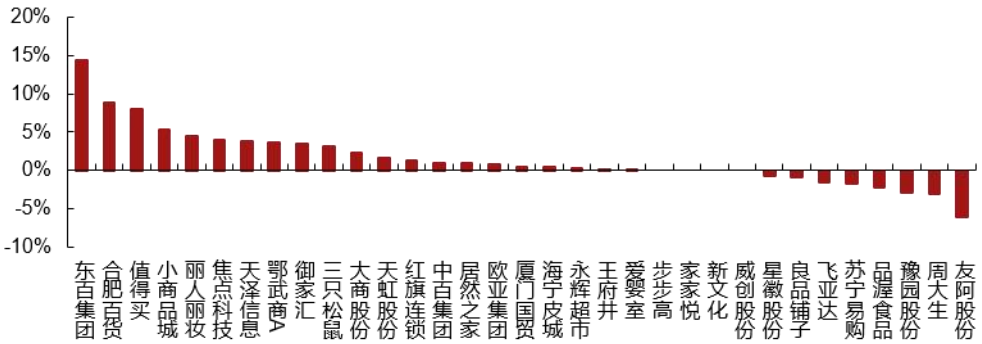
	000978.SZ	桂林旅游	7.47
	600640.SH	国脉文化	5.36
跌幅前五	600258.SH	首旅酒店	(4.02)
	603099.SH	长白山	(3.17)
	603199.SH	九华旅游	(0.90)
	002707.SZ	众信旅游	(0.72)
	002033.SZ	丽江股份	(0.44)

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东百集团(+14.33%)、合肥百货(+8.81%)、值得买(+7.98%)、小商品城(+5.30%)、丽人丽妆(+4.44%)，跌幅前五为友阿股份(-6.08%)、周大生(-3.03%)、豫园股份(-2.99%)、品渥食品(-2.32%)、苏宁易购(-1.67%)。

图 3：商贸零售板块公司本周行情回顾（2026.08.31-2026.09.04）



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（2026.08.31-2026.09.04）

	证券代码	证券名称	涨跌幅（%）
涨幅前五	600693	东百集团	14.33
	000417	合肥百货	8.81
	300785	值得买	7.98
	600415	小商品城	5.30
	605136	丽人丽妆	4.44
跌幅前五	002277	友阿股份	-6.08
	002867	周大生	-3.03
	600655	豫园股份	-2.99
	300892	品渥食品	-2.32
	002024	苏宁易购	-1.67

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：FY27Q1 阿里传统电商业务盈利稳健，9 月季度预计伴随消费需求回暖 CMR 及国内传统电商利润增速有望环比改善；云收入加速增长、EBITA margin 显著提升，公

仅供内部参考，请勿外传

司预计后续季度云收入将继续保持加速。AI+云投资回报可观、实现路径清晰，AI capex 有望三年以内回本，看好阿里云与 AI 业务长期增长潜力和利润提升空间，预计 FY2027-FY2029 nongaap 归母净利润为 959、1309、1740 亿，给予 FY2027 财年传统电商业务净利润 8 倍 PE、云业务 6-8 倍 PS，对应目标价 161-190 港元/股，维持“强烈推荐”评级。

2） 拼多多：2026Q2 广告收入增速稳健，千亿扶持计划长期投入带动平台生态健康度提升。业绩表现总体符合预期。公司持续推进品牌自营业务发展，开展供应链投资，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，考虑到国内主站利润增长逐步放缓，预计 2026-2028 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润至 990/ 1391/ 1594 亿元，给予 2026 年 nongaap 归母净利润 10-12 倍 PE，对应目标价 104-124 美元/股，估值低位维持“强烈推荐”。

3） 京东：26Q2 京东零售收入符合预期，预计 Q3 将有所修复；零售利润符合预期，外卖环比继续减亏，国际业务及京喜环比增亏。公司持续分红回购回馈股东，不断提升股东综合回报水平。看好京东零售壁垒坚实增势稳健，预计 2026-2028 年 Non-gaap 归母净利润为 305/454/539 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 收入增速位于指引区间内，nongaap 净利润受某些历史股息分配相关的一次性预扣税调整影响有所承压。考虑到税费影响，下调公司 2026-2028 年 Non-GAAP 归母净利润至 65/79/81 亿元，长期看公司正品特卖心智+供应链优势下平台价值稳固，持续派息+回购增强股东回报，给予 2026 年 Non-GAAP 归母净利润 8-10 倍 PE，对应目标价 16-20 美元，维持“强烈推荐”评级。

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 Q2 外卖盈利转正，竞争改善下公司盈利修复路径清晰，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。因外卖减亏进程超预期，调整公司 2026/27/28E 经调整净利润为 17.4/213.3/374.5 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 9 月 6 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	18,928.6	959	19.74	-3.34
PDD.O	拼多多	7,932.3	990	8.01	-4.06
9618.HK	京东集团	2,690.1	305	8.82	-0.09
VIPS.N	唯品会	425.5	65	6.55	-2.22
DIDIY.OO	滴滴出行	1,142.8	12	95.23	1.36
3690.HK	美团	4,364.8	17	250.85	5.48
9896.HK	名创优品	197.9	32	6.13	-11.25

仅供内部参考，请勿外传

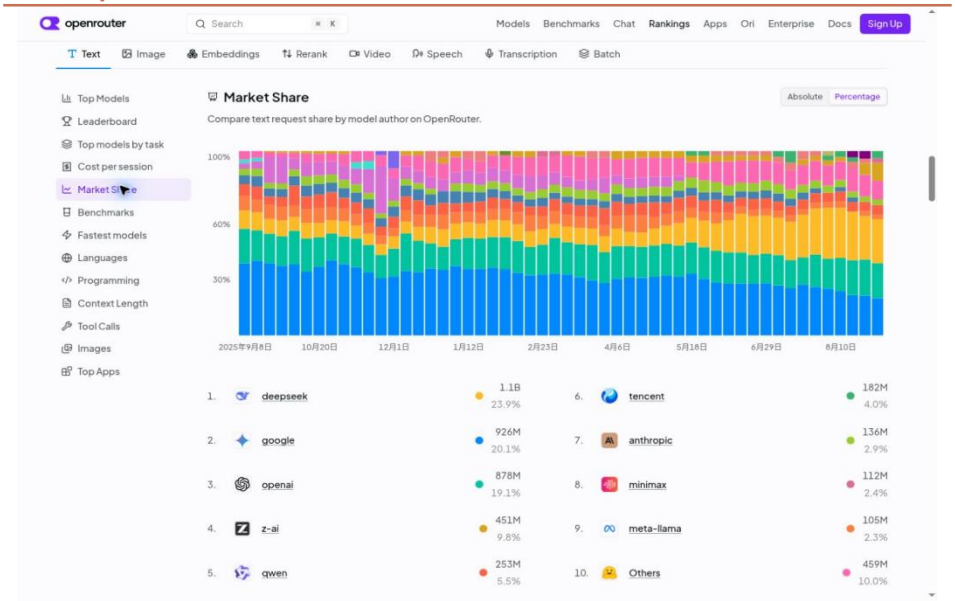
代码	公司名称	市值（亿元）	Non-GAAP 净利（2026E，亿）	PE（2026E）	周涨跌幅（%）
9961.HK	携程集团-S	2,015.4	185	10.89	-6.65
0780.HK	同程旅行	244.7	37	6.59	-0.91
BZ.O	BOSS 直聘	543.3	41	13.32	-4.94
ATAT.O	亚朵	316.9	22	14.67	-3.21

资料来源：wind、招商证券

三、AI 应用数据

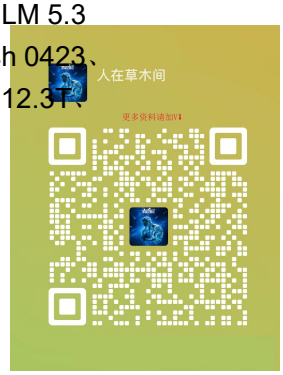
据 OpenRouter，截至 2026 年 9 月 5 日，平台文本请求量按模型厂商统计的市场份额中，国产厂商 DeepSeek、Z.ai、Qwen、Tencent、MiniMax 进入前十，份额分别约为 23.9%、9.8%、5.5%、4.0%、2.4%。

图 4：OpenRouter 模型厂商文本请求量市场份额（截至 2026.09.05）



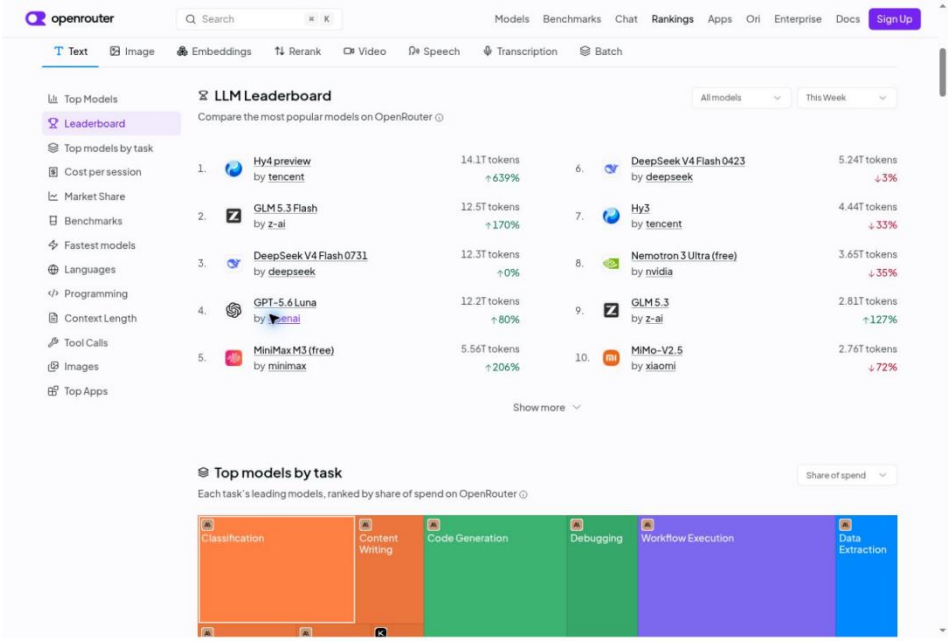
资料来源：openrouter、招商证券

OpenRouter 近七日模型 Token 调用量前十中，国产模型 Hy4 preview、GLM 5.3 Flash、DeepSeek V4 Flash 0731、MiniMax M3 (free)、DeepSeek V4 Flash 0423、Hy3、GLM 5.3、MiMo-V2.5 占据八席，调用量分别约为 14.1T、12.5T、12.3T、5.56T、5.24T、4.44T、2.81T、2.76T tokens。



仅供内部参考，请勿外传

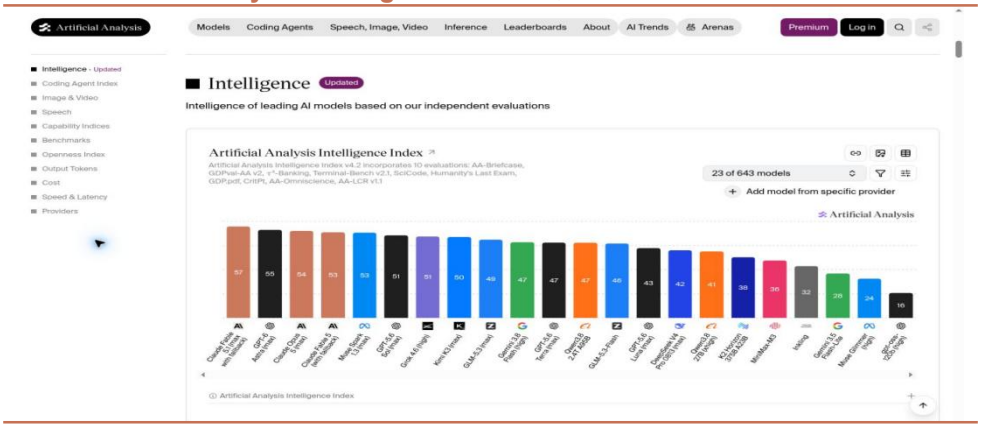
图 5：OpenRouter 模型周度 Token 调用量排名（截至 2026.09.05）



资料来源：openrouter、招商证券

据 Artificial Analysis 官网，最新 Artificial Analysis Intelligence Index 已升级至 v4.2。国产模型 Kimi K3（max）、GLM-5.3（max）、Qwen3.8 2.4T A95B、GLM-5.3-Flash、DeepSeek V4 Pro 0813（max）、Qwen3.8 27B（xhigh）、MiniMax-M3 进入前 20。

图 6：Artificial Analysis Intelligence Index 排名（截至 2026.09.06）



资料来源：Artificial analysis、招商证券

三、行业重大新闻

仅供内部参考，请勿外传

3.1 社会服务重大新闻

1、泰国政府宣布取消 60 日免签政策

据泰国媒体报道，泰国内阁当天批准取消对 90 多个国家公民的 60 天免签入境政策，恢复为之前的入境标准。泰国旅游与体育部长素拉沙·攀差伦沃拉恭 19 日表示，内阁会议已决定对 90 多个国家恢复原有免签政策，通常为免签入境 30 天左右。签证政策委员会此后将针对各国进行单独审查，并考虑安全和经济因素来制定新的免签政策。2024 年 7 月 15 日，泰国政府宣布延长包括中国（含港澳台）在内的 93 个国家和地区的公民赴泰旅游、进行商务活动和紧急工作或临时工作免签入境停留时间，单次停留不超过 60 日。

3.2 商贸零售重大新闻

1、阿里妈妈双十一将投入数十亿补贴智能优惠券助商家成交

9 月 2 日，在 2026 阿里妈妈 m 峰会上，阿里妈妈公布了今年双 11 商家侧三项核心动作，在大促从规模扩张转向存量精耕的当下，助力商家挖掘新增量。历经 17 年发展，天猫双 11 已成长为规模稳健的成熟大促，而商家的普遍焦虑是增量从何而来。对此，阿里妈妈发布全新 AI 定向产品“万相点睛”，帮商家找到传统标签识别不到的潜在新客；平台出资投入数十亿元补贴智能优惠券，精准促转化；面向商家推出全周期多重扶持计划，最高产品反哺可达 55%，放大投入产出效率。多项举措覆盖大促全周期、投放全场景，全力促成交。

2、智谱独家入驻天猫

9 月 2 日，国产大模型厂商智谱正式入驻天猫开设官方旗舰店，将售卖 Coding Plan 套餐等产品。目前在售商品包括个人版的 Lite、Pro、Max 等类别，可按月/季/年购买订阅。消费者打开淘宝搜索智谱旗舰店，就能进店下单所需的 Coding Plan 订阅套餐。以后买 Token 可以像充话费一样丝滑方便，未来还能在大促等节点享受折扣优惠。此外，除了虚拟充值服务，天猫上还有丰富的 AI 智能硬件，比如出厂自带 Agent 智能体的电脑，以及搭载千问大模型的各类 AI 设备等，方便消费者一站式购齐。

3.3 互联网 AI 重大新闻

1、Qwen3.8-Max 焕新上线

9 月 2 日 Qwen3.8-Max 升级到 0902 版本，对 Qwen3.8-Max 进行了进一步的后训练，使得模型整体性能再度突破，更适合企业真实复杂任务、科研、长周期任务等。在 CodeArena 前端编程总榜中，Qwen3.8-Max 提升 22 分至 1691 分夺得冠军。这说明，Qwen3.8-Max 拥有更强的智能体编程能力，在多步推理、工具调用、端到端 app 生成方面均刷新了全球模型的新上限。同时，CodeArena 更新的模型性价比榜单（帕累托前沿）显示，Qwen3.8-Max-0902 新版本每百万 Tokens 综合平均仅 5 美元，而当前性能排名第二和第三的模型百万 Tokens 综合价格分别为 20 美元和 12 美元。

2、GPT-6 Astra 发布

9 月 4 日凌晨，OpenAI 正式发布新一代旗舰大模型 GPT-6 Astra，公司在开发者

仅供内部参考，请勿外传

社区公告中将其定义为“目前全球最智能、且对齐程度最高的模型”。这是继 GPT-5 系列之后 OpenAI 最具分量的一次旗舰更新，也是 OpenAI 首次将“Astra”作为旗舰模型的后缀命名。OpenAI 联合创始人兼总裁格雷格·布罗克曼在发布电话会议上直言“欢迎来到 AGI 时代”。按照官方披露的滚动计划，Astra 即日起先向“可信访问”（Trusted Access）和 Daybreak 网络安全项目中的有限企业组织开放，未来几天内陆续覆盖 ChatGPT Plus、Pro、Business、Enterprise 订阅用户，并通过 OpenAI API 和亚马逊 AWS 对外提供服务。与 OpenAI 上一代 GPT-5.6Sol 相比，Astra 在数学推理、网络安全、计算机操作和科学研究等领域实现了代际式跃升。根据 OpenAI 官网发布的技术文档，GPT-6 Astra 整合了数年来在预训练、强化学习和对齐领域的研究积累，核心突破集中在智能体执行能力和深度推理两个维度。

四、行业重要公告

4.1 餐饮旅游重要公告

1、曲江文旅：控股股东所持 800 万股司法拍卖未成交

9 月 2 日，曲江文旅（600706.SH）披露控股股东所持部分股份拍卖进展。此前杜邑投资集团竞得旅游投资集团所持公司 800 万股无限售流通股，占公司总股本的 3.14%；因买受人未在规定时间内缴纳拍卖余款，本次拍卖未成交。公司表示，该事项不会影响生产经营，也不会导致公司控股股东及实际控制人发生变更。

4.2 商贸零售重要公告

1、永辉超市：调整向特定对象发行 A 股股票数量上限

9 月 5 日，永辉超市（601933.SH）公告，因已回购股份注销导致总股本发生变化，公司将 2025 年度向特定对象发行 A 股股票的发行数量上限由不超过 27.23 亿股调整为不超过 26.78 亿股。除发行数量上限调整外，本次向特定对象发行股票的其他事项未发生变化；募集资金总额仍不超过 31.14 亿元，拟用于门店升级改造、物流仓储升级改造及补充流动资金或偿还银行贷款。

仅供内部参考，请勿外传

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±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。