



NISELOR
RESEARCH

贵州茅台公司研究

调价打开了收入空间，利润和现金仍要拿数据说话

研究截止 2026-07-26

市场参考 2026-07-24 收盘

报告版本 3.4.0

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

一页导读

总体观点 | 中性

我们对贵州茅台未来12个月的研究观点为中性。公司拥有罕见的品牌、产区和供给周期优势，7月调价也增加了单位收入的可能性；但截至研究基准日，公开财务还没有证明收入恢复已经同时带来利润率和销售收现的改善。

为什么是现在

2025年公司收入和归母净利润分别下降1.21%和4.53%，2026年第一季度收入增长6.54%，归母净利润只增长1.47%，销售收现增长0.44%。这组数据把研究重心从“是否调价”推向“调价之后，量、利、现能否一起改善”。

最强反方

最强的反方是，核心品牌的稀缺性和渠道控制可能使调价兑现快于目前能够看到的财务数据；如果销量稳定、毛利率修复且回款跟上，我们现在的谨慎会显得偏保守。

三个时间范围

未来3个月

2026-07-26 至 2026-10-26 | 中性

中性：调价后的首要观察是量、利润和销售收现是否一起改善，而不是事件后的价格波动。

改变看法：半年报显示收入恢复同步转化为毛利率和销售收现改善时转为更正面；销量、价格秩序或回款恶化时转弱。

核验事项：正式半年报披露；调价后终端成交与库存数据

下一复核：半年报及事件后首轮复核，2026-08-01 至 2026-09-30

3-12个月

2026-10-27 至 2027-07-26 | 中性

中性且有条件：只有多个财务期同时证明量价、利润和现金改善，研究观点才会上调。

改变看法：连续两个财务期量、利、现同向改善时转为更正面；核心产品增长与回款持续背离时转弱。

核验事项：三季报与年度报告；连续两个财务期同向改善

下一复核：三季报至年度报告复核，2026-10-24 至 2027-04-30

1-2年

2027-07-27 至 2028-07-26 | 正面

有条件正面：品牌、产区与供给周期仍支持价值捕获，但渠道健康和现金兑现必须跟上。

改变看法：品牌溢价、核心产品收入和渠道现金持续增强时维持正面；终端需求或品牌溢价长期收缩时转为中性或负面。

核验事项：年度核心产品收入与毛利；渠道库存、终端成交与回款

下一复核：年度滚动复核，2027-10-01 至 2028-04-30

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

目录

一页导读	2
目录	3
1. 我们怎么看	4
2. 生意如何把品牌变成现金	5
3. 收入恢复，为何还不足以确认修复	6
4. 产业调整如何传导到公司	8
5. 市场已经要求公司做到什么	9
6. 反方、证伪与三段展望	12
证据与来源	14
出版信息与免责声明	15

1. 我们怎么看

贵州茅台不是一门依靠短期促销驱动的生意。它把品牌认知、独特产区、基酒陈化和投放纪律放在同一套经营体系里：消费者愿意为品牌与稀缺性支付溢价，公司再通过生产节奏和渠道安排，把这部分溢价沉淀为收入、毛利和现金。这样的结构决定了公司质量不应只看一个季度的增速，也不能因为增速回落就把护城河视为消失。

品牌质量与当期价值需要分开看。高端白酒处在渠道库存、终端价格和消费场景共同调整的阶段，品牌端即使维持很高的毛利率，也可能先受到销量节奏、渠道利润和回款速度的约束。研究的难点并不在于确认茅台的品牌地位，而在于判断这种地位是否足以穿过当前调整，并以怎样的速度反映在利润与现金上。

截至7月24日，市场参考价为1297.41元。这个价格只是可复算的市场锚，不是对公司好坏的投票，也不会自动改变研究观点。它的作用是把经营假设放回价格坐标中：如果后续经营只能停留在低增长和利润率承压的状态，价格对公司提出的要求会更高；如果调价和渠道优化被财务数据验证，市场的判断也会随之改变。

我们给出中性观点，并不等于“没有判断”。它表达的是两件同时成立的事：公司长期商业基础仍然强，短中期的利润和现金修复尚未被足够的公开证据证实。把这两件事拆开，读者才不会把“公司好”误读成“任何时点都具有同样的价值吸引力”，也不会把阶段性压力误读为品牌能力失效。

本报告不提供交易动作。读者可以据此持续跟踪三个问题：核心产品有没有维持量价韧性；直销增长到底来自终端新增还是渠道迁移；现金和合同负债是否重新与收入、利润形成更健康的组合。后文的判断、反方和期限展望，都围绕这三个问题展开。

研究也要承认可见性的边界。公开财报能确认收入、利润、渠道口径和部分现金流量，却看不到所有终端成交、社会库存和受影响销量。看不到的部分不是可以用市场传闻补上的空白，而是决定我们为何把观点设为中性、为何把后续验证写得具体的原因。

研究结论必须能被新的事实推翻。若未来披露显示调价后的销量、毛利率和销售收现显著好于本报告能够看到的基线，我们会重新计算情景并签发新的观点；若这些数据走弱，也不会因为公司过去长期优秀就维持原有判断。研究的价值不在于避免改变，而在于把改变的条件提前说清。

研究基准日为2026年7月23日，市场数据只截至7月24日收盘。7月23日盘中行情没有被用来补足估值、市场观察或任何依赖价格的结论。盘后公告可以进入事实层，但不能替代一个已经完成双源核验的完整交易日。

把研究观点写得明确，不代表把不确定性藏起来。贵州茅台的中性观点有清楚的正反两面：一面是核心品牌、产区和供给周期仍然稀缺，另一面是最新公开财务中收入、归母净利润和销售收现并未同步。读者不必在“公司优秀”和“阶段数据承压”之间二选一，而应当把它们视为同一判断的两个条件。只有后续数据说明品牌能力已经把渠道压力转成更好的利润与现金，当前的中性才有理由上调。

研究截止、财务截止和市场截止需要分开记录。7月18日的调价公告可以成为最新事实，但它不能让同日或次日尚未完成双源核验的盘中行情进入估值和市场观察。财务数据的披露日、会计期与市场完整交易日各自回答不同问题：公告说明发生了什么，报表说明经营已经兑现了什么，收盘价只是当时市场给出的可复算锚。把三者混在一起，往往会让一句新公告看起来像已经被财务和市场共同证明。

2. 生意如何把品牌变成现金

从2025年结构看，茅台酒收入约1465亿元，约占酒类收入的86.8%，毛利率为93.53%。这说明公司的盈利底盘主要来自核心产品，而不是把收入分散在大量低差异化品类上。核心产品的品牌信任、稀缺供给与生产周期共同形成定价基础，也是公司在行业调整中仍具韧性的来源。

但收入集中也意味着研究必须盯紧核心产品的真实承接。提价能够抬高名义单价，却不能保证每一瓶都以更高价格被终端消化。若终端需求不足，压力会以销量放缓、渠道库存上升、返利和费用增加，或回款变慢的形式回传到公司。高端白酒的利润表常常滞后于渠道体感，因此不能只用公告后的短期价格反应来判断经营已经改善。

渠道结构是第二道传导链。2025年直销与批发代理收入接近各半；2026年第一季度，直销占酒类主营收入约54.8%。直销比重提高，可以加强价格管理和客户触达，也可能只是原有交易在不同渠道之间转移。两种解释对收入表面的影响相近，对终端增量、渠道利润和未来现金的含义却不同。

i茅台在第一季度约占酒类主营收入40.0%，约占直销收入73.1%。它属于直销内部，不是与直销、批发代理并列的第三条渠道。把它与直销和批发简单相加，会制造不存在的规模。读者真正需要观察的是，数字平台带来的客户关系和定价控制，能否让终端成交、毛利与回款更稳定，而不是只看平台收入本身。

现金的解释要比“经营现金流高不高”更细。2025年销售商品、提供劳务收到的现金约1839.90亿元，约为营业收入的1.09倍；但合并经营现金流受到财务公司存放同业等项目影响，不能机械把经营现金流与酒类业务的终端现金创造画等号。对茅台而言，销售收现、合同负债、投放节奏和渠道库存需要一起阅读。

公司质量的基础仍然稳固，渠道周期的约束也真实存在。品牌和陈化周期给公司提供了较强的调整能力；终端需求、价格秩序和经销商利润则决定这种能力能否在本轮调整中顺利兑现。公司研究必须把两端并列，而不是用品牌故事覆盖渠道约束。

在实际跟踪中，渠道结构应当与产品结构一起看。若直销提升同时伴随核心产品收入、毛利率和销售收现改善，它更像效率提高；若直销提升而批发端、合同负债或现金持续走弱，就需要警惕收入只是换了确认路径。公开信息不足时，本报告不会把这两种情形提前选成确定答案。

产品结构也决定了报告的跟踪方法。茅台酒收入占比高，意味着核心产品量价的变化比全公司单一收入增速更有解释力；系列酒、直销和批发的变化则帮助判断增长来自哪里。若核心产品保持韧性、直销提升又能带来毛利和收现改善，渠道调整更接近效率优化；若只看到收入在渠道之间流转，利润和现金没有跟上，研究就不能把这种变化写成终端需求已经扩张。

渠道研究还应当避免把“直销比例更高”当作天然的好消息。直销可以改善客户触达和价格管理，却也会改变收入确认、渠道分工和库存承担方式。对公司最有价值的不是某一个渠道占比达到多高，而是各渠道能否在终端接受、合理利润和回款质量之间形成稳定组合。因此，后续披露若只显示直销继续上升，却没有核心产品收入、毛利与销售收现的配合，报告仍会把它记录为需要解释的结构变化，而不是自动升级为经营利好。

核心产品与渠道结构

核心产品与渠道如何构成收入？

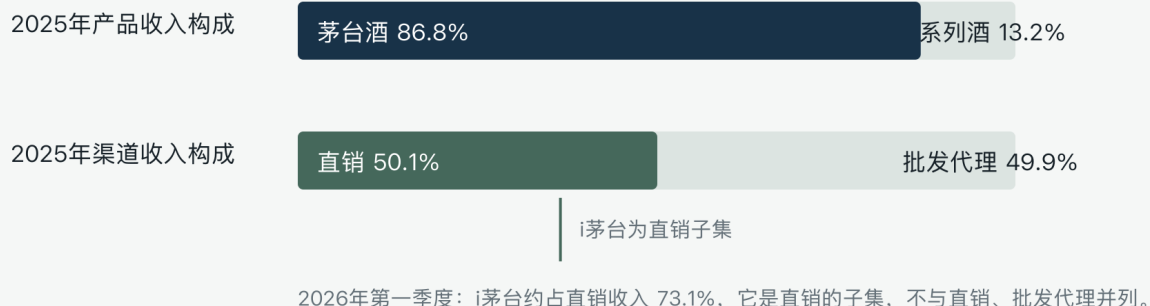


图 1 | 核心产品与渠道结构

收入高度集中于茅台酒，直销已成为主要渠道；i茅台是直销内部的重要组成。

3. 收入恢复，为何还不足以确认修复

2025年是这轮研究的财务基线。公司营业收入约1688.38亿元，同比下降1.21%；归母净利润约823.20亿元，同比下降4.53%。利润降幅大于收入降幅，说明压力不只是规模变化，也进入了产品结构、费用、价格和利润率的层面。核心茅台酒收入仍小幅增长，系列酒收入和整体利润率则拖累了公司合并表现。

2026年第一季度出现了收入恢复：营业收入约539.09亿元，同比增长6.54%。归母净利润约272.43亿元，同比增长1.47%，增速明显低于收入。单个季度不能直接推演全年，但这组差异已经给出了研究约束：收入回升还没有自动转化为利润的同幅增长。若后续依然如此，市场对恢复速度的预期就需要降温。

销售收现提供了另一层检验。第一季度销售商品、提供劳务收到的现金同比仅增长约0.44%，低于收入增速；合同负债较年末下降约62.2%。合同负债会受投放和结算时点影响，不能被当作终端需求的单一替代指标，可它与收入、利润和收现一起偏弱时，足以要求研究者保留对“收入已经全面修复”的怀疑。

第一季度的数据并非只指向负面。收入增长和直销比重上升说明公司仍有调整渠道与产品结构的能力；问题在于，这种能力还没有穿过利润和现金两道验证门。我们因此把第一季度视为“出现改善线索、尚未形成完整证据链”，而不是把它归为已经完成的经营拐点。

后续看半年报和三季报时，不能只看收入增速。更有信息量的组合是：茅台酒与系列酒的量价变化、直销和批发的结构、毛利率、销售收现、合同负债，以及管理层对投放和库存的可核解释。如果收入增长继续领先利润和现金，渠道迁移或结算时点的解释就需要更严格；若三者逐步同向，调价和结构优化的可信度才会上升。

会计口径也需要保持克制。2025年年报已经审计，第一季度报告未经审计；本报告将它们分别作为不同强度的事实使用。我们不把合并现金流、合同负债或单一渠道指标直接变成对终端动销的确定判断，更不会把看不到的销量、库存或批价补成精确数字。

季度数据的价值还在于建立比较基准。2025年的收入和利润同步承压，第一季度收入已恢复增长但利润和收现没有同步，这使后续数据具备明确的判断坐标。半年报若只给出更高收入、却没有改善的利润和现金，就只能说明恢复仍不完整；若三项同步改善，研究的证据姿态才会改变。

比较季度数据时，还要避免把会计确认时点当作真实需求的完整画像。合同负债下降可能与投放和结算安排有关，销售收现也会受到回款节奏影响；因此它们不能单独做结论，却能和收入、利润放在一起形成有效约束。本报告的判断不要求每个指标在同一季度完全一致，但要求后续至少跨两个财务期看到方向趋同。这个标准比追逐一条单季数字更慢，却能减少把渠道切换误判为经营修复的风险。

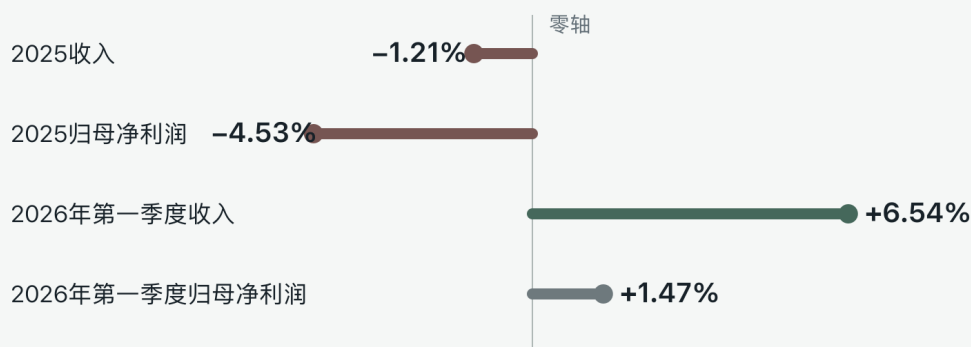
财务变化的另一个重要维度是比较基数。2025年已经是收入和利润共同承压的一年，2026年第一季度的收入增长因而具有一定修复含义；但低基数不能替代利润和现金的质量验证。研究不会因为一个同比数字由负转正就宣布周期结束，也不会忽略第一季度收入恢复所释放的积极线索。更合理的做法是把基数、增速和绝对经营质量分开：前者解释变化速度，后者决定变化是否足以改变观点。

关键证据排序

支持证据 2025年茅台酒占酒类收入约86.8%，毛利率93.53%。 核心产品仍是公司质量和价值捕获的主要支点。 茅台酒收入占比 86.8%
反方证据 2026年第一季度收入增长6.54%，归母净利润只增长1.47%。 收入恢复尚未证明盈利质量同步修复。 收入与归母净利润增速差 5.07个百分点
反方证据 2026年第一季度销售收现增长0.44%，合同负债较年末下降约62.2%。 现金与预收性质指标没有跟随收入同幅改善。 合同负债较年末变化 -62.2%
尚待确认 i茅台零售价与销售合同价自7月18日起各上调100元。 单位收入空间上升，但覆盖销量与利润转化仍待验证。 价格调整 100元/瓶
尚待确认 7月24日收盘价为1297.41元。 该价格位于条件基准价值区间内，仍需经营兑现。 收盘价 1297.41元/股

收入与利润的同步性

收入恢复是否同步转化为利润？



收入恢复并未等比例转化为利润增长；负值与正值使用同一零轴。

图 2 | 收入与利润的同步性

收入恢复尚未同步转化为同等幅度的利润增长。

收入、收现与合同负债

收入、销售收现与预收性质指标是否同向？



三项并列只用于观察经营同步性；合同负债同时受投放与结算时点影响。

图 3 | 收入、收现与合同负债

收入、收现和合同负债的变化方向并不一致。

4. 产业调整如何传导到公司

贵州茅台所在的正式统计层级是白酒制造，监管分类为酒的制造；“高端及超高端价格带”是为研究价格、品牌、渠道和利润传导而设定的产业边界，并不是监管或指数的正式名称。这一区分不是文字游戏：标准分类回答公司属于什么行业，研究边界回答哪一段价值链和哪一类竞争关系最能解释公司的经营。

这一价格带的价值链从原粮和酿造要素开始，经过基酒生产与陈化、品牌所有和勾调投放，再到经销零售与终端消费。品牌所有者通常拥有较高的利润捕获能力，但并不能脱离渠道独立存在。终端消费承接不足时，库存和价格压力会先侵蚀经销环节，随后通过投放节奏、费用、收入和现金传回品

牌端。

行业调研显示，2026年上半年渠道仍处在去库存和价格秩序调整中。86.7%的受访流通企业表示营业利润下降，56.6%认为价格倒挂较上年同期加重。这些比例来自调研样本，不是全行业普查，也不能直接代入茅台的具体经营；它们的价值在于说明“头部品牌必然不受渠道周期影响”并不是可以接受的默认假设。

对于茅台，7月价格调整是一项公司层面的事实，不是行业复苏的证明。价格上调可以改善单位收入空间，但终端是否愿意承接、渠道是否保有合理利润、投放是否会调整，仍要由后续销量、成交价格、库存周转和回款来验证。研究应当把调价放在产业传导链中，而不是把它从链条中抽离出来当作结论。

行业的存量调整也可能带来集中度提升。头部品牌的品牌力、资金实力和供给管理能力，往往比区域性、价格敏感度更高的参与者更能承受调整。这个方向对茅台构成中长期支持，却不能替代短期的渠道验证：集中度提高若只伴随库存向强品牌集中，并不等同于利润池已经恢复健康。

公司与产业因此是两个独立产品。公司报告只使用产业研究来说明外部约束、传导逻辑和验证指标；产业报告本身还要解释边界、价值链、利润池、供需和周期。读者不应把一家公司当成整个行业，也不应把行业的样本压力机械压到每一家公司的报表上。

行业背景也提醒我们区分公司能控制什么、不能控制什么。投放节奏、品牌沟通和渠道安排属于公司可调节的变量；宏观消费场景、行业库存和渠道资金约束则是外部条件。研究高端白酒时，只有把这两类因素拆开，才不会把外部压力误写成管理失误，也不会把品牌能力写成对周期的豁免。

产业传导在这里不是背景材料，而是估值假设的边界。高端及超高端价格带的品牌端拥有较高毛利并不意味着渠道端压力不会回传。终端价格、经销利润、库存周转和回款如果持续变弱，品牌端可能通过销量、投放节奏、费用或现金质量受到影响。反过来，若渠道秩序先稳定，调价和直销效率才更可能变成可持续的经营改善。公司研究引用产业坐标，正是为了把这些外部约束放进判断，而不是把产业压力直接等同于公司结果。

产业研究对公司估值的作用也应保持边界。行业渠道压力可以降低对利润率和收入兑现的把握，却不能直接给某一家公司设定结果；公司品牌、产品结构和投放策略仍需要单独证据。反过来，公司的调价也不能代替行业方向。本报告在价值分布中只把可解释的经营条件放入输入，并把行业变量作为限制和验证点，而不是把调查样本或市场情绪强行折算为单一估值折扣。

5. 市场已经要求公司做到什么

7月18日起，飞天53度500毫升产品的i茅台零售价由1539元调至1639元，销售合同价由1269元调至1369元。两条价格路径各上调100元。公告没有披露受影响销量、覆盖范围或净利润弹性，所以“提价”是事实，“利润将增加多少”仍然只是需要验证的推演。

我们用三种条件情景审视价值，而不是给出一个醒目的单点答案。压力测试假设核心产品和系列酒继续承压，归母净利率降至48.0%，对应每股价值约945至1071元；条件基准假设核心产品低个位数增长、系列酒接近企稳、净利率49.0%，对应约1148至1351元；执行改善假设调价与结构改善兑现，对应约1426至1640元。情景不是预测概率，也不应被读作价格承诺。

1297.41元处于条件基准的区间内。它传递的不是“价格便宜”或“价格昂贵”的口号，而是一个更具体的要求：市场没有按照历史高增长阶段来定价，但也没有给渠道和利润率风险留下可以忽略的空间。若经营只停留在收入恢复、利润和现金滞后的状态，条件基准的上沿就难以成立；若量、利、现同步，市场的定价基础才会更扎实。

三种价值条件不互相加权，也不替代对未来结果的承诺。它们分别呈现经营继续承压、接近基准和执行改善时的收入、利润率与价值区间。读者要比较的不是某一档输入是否“正确”，而是新财报和渠道数据是否让公司更接近其中一组条件。

公开研报样本提供了另一面镜子。近90天可复核的14条样本中，2026年每股收益预测中位数约68.13元，样本范围为66.68至70.67元。这个样本来自单一聚合平台，不等同于全市场一致预期，也不应与公司正式披露混在一起。它只能帮助判断市场讨论的盈利中心大致在哪里，不能代替本报告的情景分析。

估值吸引力在本报告中是有条件的，而非单纯由股价升跌决定。价格锚、情景价值和经营证据分别记录：价格变化只更新市场上下文；只有在新的经营事实、模型假设和价值计算重新签发后，才可能改变估值吸引力或总体研究观点。

情景之间的差别必须能够被读者复查。压力测试不是对公司下结论，而是把收入和利润率继续承压时的估值承受度摊开；条件基准要求低个位数增长与小幅度利润率修复；执行改善则额外要求调价、销量和渠道现金共同成立。它们分别对应不同条件，不能被合并成一个看似精确的平均数。

三种情景的作用是展示条件，而不是向读者承诺一个结果。压力测试讨论的是经营继续承压时的价值承受度；条件基准对应低个位数增长和小幅度利润率修复；执行改善则要求调价、销量、渠道秩序和现金一起兑现。它们的差异来自已披露的经营基线和公开可复查的输入，并没有被赋予概率。读者应把区间当成检查问题的坐标：新的财务和渠道事实更接近哪一组条件，才决定下一次研究如何重新计算。

价格区间的解读同样需要避免一个常见误读：区间不是把不同结论平均之后得到的答案。每一个区间端点都对应一组收入、净利率和估值倍数条件；条件之间不存在未经计算的概率权重。1297.41元落在条件基准内，说明市场目前要求公司至少交出接近该组条件的经营表现，并不说明未来必然沿着条件基准运行。读者后续最该检查的是假设是否被新事实支持，而不是把区间上沿或下沿当作交易目标。

条件块把需要验证的事实、据此计算的模型输入和暂时不能断言的结果分开。后续披露若只支持其中一部分条件，读者应当保留这种不完整，不能把区间中位或上沿当成结论。

三种价值条件

压力测试
945—1071元/股
核心产品和系列酒继续承压，归母净利率降至48.0%。
依据：以2025年收入、利润共同下降，以及2026年第一季度利润和销售收现落后于收入作为压力锚。
限制：若调价后销量、毛利率和回款同步改善，这组条件的适用性会下降。
条件基准

1148—1351元/股

核心产品低个位数增长、系列酒接近企稳，归母净利率为49.0%。

依据：核心产品增长、系列酒企稳和利润率小幅修复都需要由半年报及后续量价、渠道现金验证。

限制：核心产品增长和利润率不能同时恢复时，这组条件需要下修；调价兑现且渠道稳定，才有上修基础。

执行改善

1426—1640元/股

调价有效覆盖、销量未明显受损，产品和渠道结构改善，归母净利率为50.0%。

依据：调价有效覆盖、销量承接和渠道结构改善均是需要验证的条件，不把提价公告本身当作利润事实。

限制：终端成交、库存、回款或毛利率任一项持续恶化时，不能采用这组条件。

价格调整的直接变化

2026年7月价格调整改变了什么？



图 4 | 价格调整的直接变化

调价提高单位收入空间，但覆盖销量与利润转化仍待验证。

条件价值分布

1297.41元处在怎样的条件价值区间？

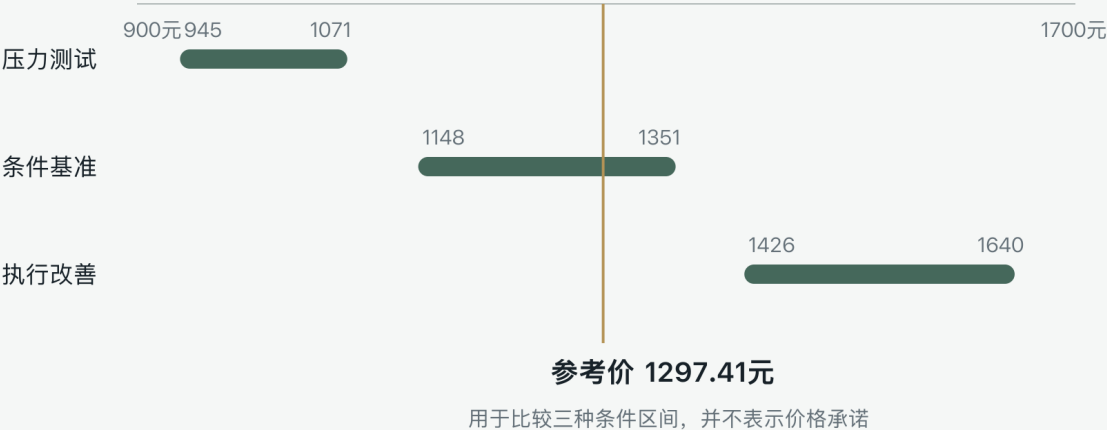


图 5 | 条件价值分布

1297.41元落在条件基准区间内，不足以忽略渠道和利润率风险。

6. 反方、证伪与三段展望

中性观点最容易犯的错误，是低估一家公司在品牌、供给和渠道控制上的自我修复能力。若调价覆盖比公开信息显示得更广，且终端需求并未受损，直销结构的改善可能比当前一季度数据更快地反映到毛利与回款上。这个反方不是一句“品牌强”就能成立，它需要在后续财务和渠道信息里留下量、利、现同步改善的痕迹。

下行反例同样具体。调价若压缩渠道利润或终端承接，可能出现销量走弱、批价与成交价承压、库存上升、费用增加或回款变慢。到2026年第三季度累计，如果茅台酒收入和归母净利润都没有恢复增长，且合同负债或销售收现继续恶化、又无法用可核验的投放和结算时点解释，本报告的条件基准就需要被否定或下修。

未来3个月的范围是2026年7月26日至10月26日。我们维持中性：半年报和旺季前数据要先回答调价之后的量价、直销与批发结构、毛利率、销售收现和合同负债是否朝同一方向变化。市场的短期波动不是本段观点的依据，财务和渠道的第一轮验证才是。

超过3个月至12个月的范围是2026年10月27日至2027年7月26日。我们仍持中性但保留上行空间：需要跨多个财务期看到核心产品增长、利润率和现金改善，而不是只看到一次事件或一个季度的收入跳升。若连续两个财务期量、利、现同向改善，并且价格秩序稳定，研究观点可以转为更正面；若核心产品增长与回款持续背离，则应转弱。

超过12个月至24个月的范围是2027年7月27日至2028年7月26日。我们对公司的结构能力保持有条件正面：品牌、产区、陈化周期和供给管理仍可能支持较强的价值捕获。条件是渠道不能长期靠压缩利润和增加库存来维持名义价格，终端需求也不能持续走弱。若品牌溢价、核心产品收入和渠道现金在年度维度共同增强，这个长期判断才能成立。

读者最后应带走的不是一句标签，而是一套可复查的判断。现阶段，公司商业质量强，价值吸引力有条件，核心命题等待经营数据验证。每次新财报或新渠道信息出现时，都可以回到本章的改变条件：它是否改变了量、利、现的组合，是否削弱了反方，是否足以让情景和观点重新签发。

三段展望也不互相替代。短期的事件和财报验证不能直接证明长期品牌价值，长期结构优势也不能抹去眼前的渠道约束。我们把期限写成互斥日期，是为了让每一次复核都知道自己在检验哪一段判断，而不是用模糊的“长期”掩盖尚未发生的数据。

对未来的安排也必须抵抗“时间一过，观点自然变好或变坏”的诱惑。未来3个月主要验证事件后的第一轮量价、利润和收现；3至12个月要求跨财务期确认；1至2年才讨论品牌、供给和渠道能否形成更健康的价值捕获。每一段都有明确的改变条件，因此没有新事实时，研究不会因为股价波动或期限推进而自动重写。这样做既保留了清楚的观点，也让读者知道下一份财报应当如何改变或维持它。

最后，研究态度需要同时对上行和下行负责。若半年报与三季报的组合显示核心产品量价稳定、利润率和销售收现改进，继续维持中性将不再合乎证据；若收入恢复却始终不能传到利润和现金，单靠长期品牌故事也不足以维持条件基准。本报告把这些改变条件写入总体和三段展望，目的不是预设某个结局，而是让更新具备可追溯的理由，并让每次重签都能说明究竟是哪一条事实改变了判断。

还有一项需要持续保留的限制：公开资料能够帮助确认事实和检查条件，却无法替代对全部终端交易与渠道库存的实时观察。因此，任何未披露的数据都不能被报价、传闻或盘中行情补足。本报告

的中性观点不是把未知当成负面，而是在关键未知没有被新的财务和渠道证据消除前，拒绝把可能性写成已经发生的结果。对于读者而言，这意味着应优先跟踪公司正式披露与可核验的渠道指标，而非把单日价格变化当成经营结论。

证据与来源

以下来源按读者可理解的自然名称列示。来源用途、日期与限制必须同时阅读。

1. 贵州茅台2025年年度报告

类型：公司正式披露 | 日期：2026-04-17

用途：年度财务、产品与渠道结构

限制：合并报表口径。

链接：<https://www.moutaichina.com/mtgf/articleFileDir/2026-04/17/1b9fae59825c41bf9a776892a00565f7.pdf>

2. 贵州茅台2026年第一季度报告

类型：公司正式披露 | 日期：2026-04-25

用途：季度财务、产品与渠道结构

限制：未经审计。

链接：<https://www.moutaichina.com/mtgf/articleFileDir/2026-04/27/caf6cef38da94e9e9e71949ad0064f77.pdf>

3. 贵州茅台重大事项公告

类型：官方信息披露 | 日期：2026-07-18

用途：价格调整

限制：未披露覆盖销量与利润弹性。

链接：<https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-07-18/1225431263.PDF>

4. 上海证券交易所行情

类型：证券交易所 | 日期：2026-07-22

用途：完整交易日收盘价

限制：未复权现货价格。

链接：<https://yqh.sse.com.cn:32042/v1/sh1/dayk/600519?begin=-120&end=-1&select=date,open,high,low,close,volume,amount>

5. 腾讯证券历史行情

类型：独立行情数据 | 日期：2026-07-22

用途：收盘价交叉核验

限制：历史日线未提供同日成交额。

链接：<https://web.ifzq.gtimg.cn/appstock/app/kline/kline?param=sh600519,day,2026-06-01,2026-07-23,60>

6. 东方财富个股研报聚合

类型：公开研报观察样本 | 日期：2026-07-23

用途：公开预测样本

限制：单一聚合平台，不等同于全市场一致预期。

链接：<https://reportapi.eastmoney.com/report/list?code=600519&qType=0>

7. 2026中国白酒市场中期研究报告

类型：行业协会与专业机构联合调研 | 日期：2026-06-17

用途：行业渠道压力与验证条件

限制：调研样本不等同全行业普查。

链接：<https://kpmg.com/cn/zh/insights/2026/06/2026-chinese-baijiu-market-mid-term-research-report.html>

出版信息与免责声明

出版方	Niselor Research
报告编号	NIS-STK-600519-20260726-R10
版本	3.4.0
研究截止	2026-07-26
财务截止	2026-03-31
市场参考	2026-07-24
产品类型	公司研究

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。

本报告只呈现截至所示日期的独立研究观点。后续价格变化不会自动改写观点；观点变化必须由新的研究证据与版本明确签发。