



NISELORI
RESEARCH

贵州茅台：品牌仍强，调价效果要看利润和回款

收入已经恢复增长，利润率和销售收现尚未同步

研究截止 2026-07-27

市场参考 2026-07-24 收盘

报告版本 3.7.2

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

贵州茅台的品牌、产区和供给周期仍有明显优势。7月调价提高了单位收入空间，但现有财务数据尚未证明收入恢复已经同步改善利润和销售收现，未来12个月维持中性。

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

2026-07-27 至 2026-10-27 | 中性

半年报先看调价后的量价、毛利率、销售收现和合同负债能否朝同一方向变化。

改变看法：上调条件：半年报显示调价后销量没有明显受损，毛利率和销售收现开始改善，渠道价差保持稳定。；下调条件：半年报显示销量或终端成交转弱，利润和回款继续明显弱于收入，且不能由结算时点解释。

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

2026-10-28 至 2027-07-27 | 中性

跨两个财务期检查核心产品增长、利润率和现金；只有三者同步改善，观点才具备上调基础。

改变看法：上调条件：核心产品量价、毛利率和销售收现连续两个财务期同向改善，渠道价格秩序保持稳定。；下调条件：两个财务期内销量、渠道库存或终端成交持续转弱，利润和回款没有跟上收入。

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

2027-07-28 至 2028-07-27 | 正面

品牌、产区和供给周期仍支持长期价值，最终要由稳定的渠道利润和现金回收证明。

改变看法：上调条件：年度数据表明品牌溢价能稳定转化为渠道利润和现金回收，核心产品量价保持韧性。；下调条件：终端需求持续弱化，品牌溢价和渠道利润连续年度收缩，现金回收能力下降。

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. 这门生意的基础没有变	4
2. 品牌溢价怎样落到现金	4
3. 收入恢复后还缺哪一步	5
4. 渠道压力怎样传回公司	8
5. 当前价格对应三种经营条件	8
6. 反方与转向条件	10
证据与来源	12
出版信息与免责声明	13

1. 这门生意的基础没有变

贵州茅台的核心优势仍是品牌、茅台镇产区和长周期基酒。2025年茅台酒收入约1465亿元，占酒类收入86.8%，毛利率93.53%；公司的利润基础仍集中在核心产品。这些优势解释了公司为什么能维持高毛利，却不能直接回答当前价值。高端白酒仍在去库存，终端价格、经销商利润和回款速度都会影响品牌优势兑现的节奏。本报告把商业质量和阶段判断分开：公司质量仍强，未来12个月的利润与现金修复尚未被充分证明。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。持续跟踪只需抓住三件事：核心产品能否维持量价韧性；直销增长究竟来自终端新增还是渠道迁移；销售收现和合同负债能否重新与收入、利润配合。后文的反方和期限展望都围绕这三件事。公开财报能确认收入、利润、渠道结构和部分现金流，却看不到全部终端成交、社会库存和调价覆盖销量。这些缺口决定了当前判断为什么保持中性，也决定下一次需要补查什么。

2. 品牌溢价怎样落到现金

2025年直销与批发代理收入接近各半。2026年第一季度，直销约占酒类主营收入54.8%；i茅台约占酒类主营收入40.0%，它是直销的子集，不与直销、批发并列。直销提高可以加强价格管理和客户触达，也可能只是交易从经销渠道迁移到公司渠道。区分两种情况要看核心产品收入、毛利率、销售收现和合同负债，而不是只看渠道占比。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。合并经营现金流受财务公司项目影响，因此本报告用销售收现、合同负债和投放节奏共同检查酒类现金质量。

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。

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。

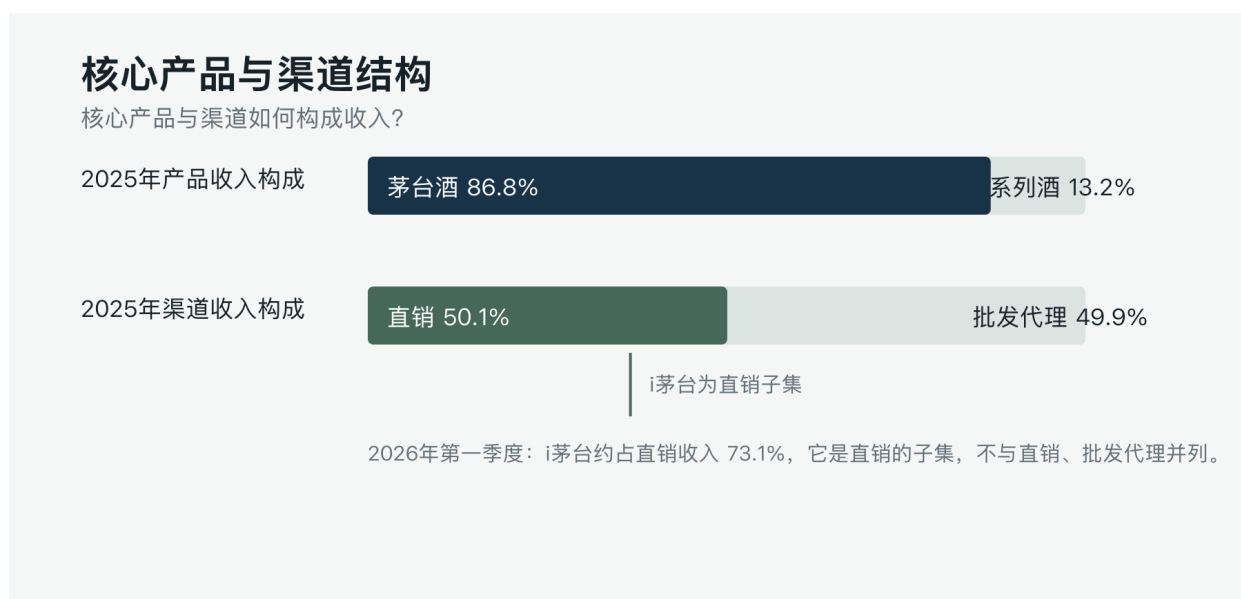


图 1 | 核心产品与渠道结构

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. 收入恢复后还缺哪一步

2025年营业收入1688.38亿元，同比下降1.21%；归母净利润823.20亿元，同比下降4.53%。利润降幅大于收入，说明压力已经进入产品结构和利润率。2026年第一季度营业收入539.09亿元，同比增长6.54%；归母净利润272.43亿元，同比增长1.47%，销售收现同比增长0.44%。收入恢复较快，利润和现金没有跟上。合同负债较年末下降约62.2%，可能受投放和结算时点影响，不能单独代表终端需求。半年报应把核心产品量价、渠道结构、毛利率、销售收现和合同负债放在同一期间解释。

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验解释。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。

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

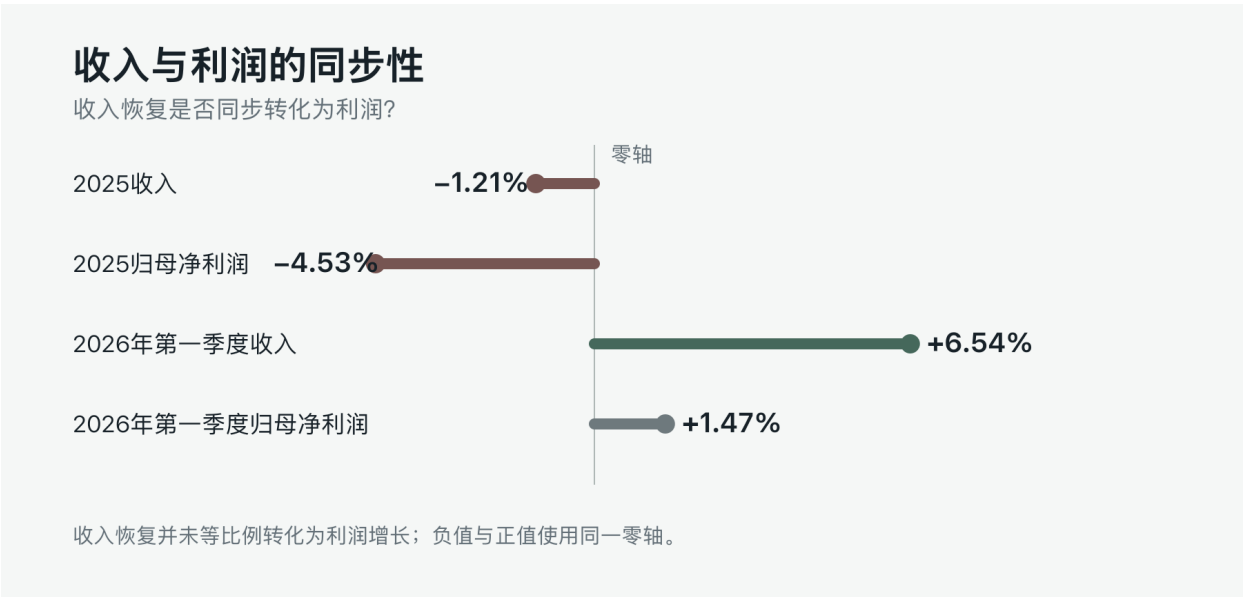


图 2 | 收入与利润的同步性

收入恢复尚未同步转化为同等幅度的利润增长。



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. 渠道压力怎样传回公司

高端白酒渠道仍在调整。2026年上半年调研中，86.7%的受访流通企业营业利润下降，56.6%认为价格倒挂加重。这是样本调查，不是全行业普查，但足以说明渠道压力不能忽略。7月调价提高了名义单价，尚未证明终端愿意承接全部涨幅。若销量稳定、渠道价差合理、库存和回款改善，调价才会进入利润；否则压力会通过投放、费用和现金回到公司。头部集中是最强反方。茅台可能比行业更早稳定，但相对优势不能代替公司自己的利润和现金证据。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，却不能替代短中期的渠道验证：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。

5. 当前价格对应三种经营条件

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。公告没有披露覆盖销量，因此不直接估算利润增量。压力测试对应核心产品和系列酒继续承压、归母净利率48.0%，每股价值约945至1071元；条件基准对应核心产品低个位数增长、系列酒接近企稳、净利率49.0%，约1148至1351元；执行改善要求调价、销量和渠道现金共同兑现，约1426至1640元。7月24日收盘价1297.41元落在条件基准区间。三种情景没有概率，也不能取平均。新财报若只满足部分条件，就只承认已经验证的部分。

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，而非单纯由股价涨跌决定。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

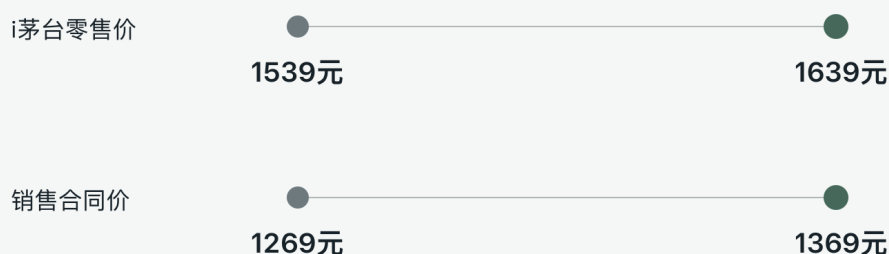
调价有效覆盖、销量未明显受损，产品和渠道结构改善，归母净利率为50.0%。

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？



两条路径各上调100元；覆盖销量与利润转化率仍需后续财务和渠道数据验证。

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。

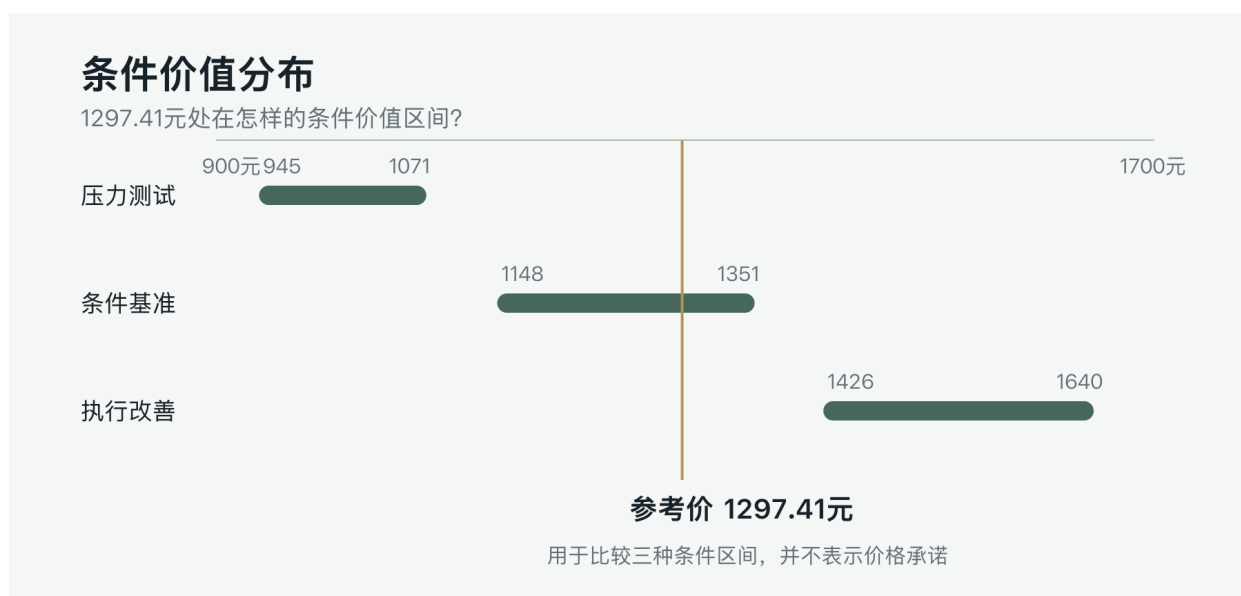


图 5 | 条件价值分布

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. 反方与转向条件

最强反方是品牌稀缺性和渠道控制让调价兑现快于当前财务数据。若销量稳定、毛利率和回款一起改善，当前中性判断会偏保守。

上调条件：核心产品量价、毛利率和销售收现连续两个财务期同向改善，渠道价格秩序保持稳定。

下调条件：调价后销量、终端成交或渠道库存明显转弱，归母净利润和回款持续弱于收入，且无法由结算时点解释。

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个月先看半年报和旺季前数据。调价后的量价、直销与批发结构、毛利率、销售收现和合同负债如果朝同一方向变化，近端证据才算完整；市场波动不承担这项验证。

3至12个月要跨多个财务期核对核心产品增长、利润率和现金。连续两个财务期量、利、现同向改善，且价格秩序稳定，观点可以转为更正面；核心产品增长与回款持续背离，则应转弱。1至2年看品牌、产区、陈化周期和供给管理能否继续转化为价值捕获。渠道若长期依靠压缩利润和增加库存维持名义价格，结构判断就要下修；品牌溢价、核心产品收入和渠道现金共同增强，才支持有条件正面。现阶段的结论很明确：商业质量强，价值吸引力取决于经营条件，利润和现金修复仍待验证。新财报或渠道资料出现后，逐项核对改变条件，不需要把整篇报告重新读成一个模糊标签。

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。

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-600519-20260727-R13M
版本	3.7.2
研究截止	2026-07-27
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。