仅供内部参考，请勿外传！

华泰证券 HUATAI SECURITIES

以日为鉴，清酒行业的重构与启示

华泰研究

2026 年 7 月 06 日 | 中国内地　　专题研究

以日为鉴，探寻传统酒种的价值重构之路

清酒作为日本代表性传统酒种，在经济高增阶段实现量价齐升，但随着宏观增速换挡、人口结构变化、饮酒习惯迁移和替代品类扩张，行业逐步进入长期量缩阶段。我们认为，日本清酒行业的核心启示并不在于销量反转，而在于传统酒种如何在总量收缩中通过品质分层、品牌表达、场景运营、海外拓展和新客群培育实现价值重构。对中国酒类而言，白酒因蒸馏酒属性、陈年认知、社交场景和品牌壁垒具备更强韧性；黄酒作为低度发酵酒，与清酒在产品属性、佐餐场景、地方文化和年轻化难题上更为相似，具备更高借鉴适配性。

历史复盘：从量价齐升到长期量缩，清酒周期映射宏观与人口变化

复盘日本清酒行业发展历程，可大致分为四个阶段：1960—1973 年的量价齐升期、1974—1991 年的结构调整期、1992—2013 年的深度出清期，以及 2014 年至今的价值重构期。进入 1960 年代后，日本经济高增、城镇化推进和大众消费扩张，推动清酒成为国民酒类并在 1973 年达到产量高点；此后经济增速换挡、替代酒类扩张和税制变化推动行业进入量缩价升阶段；日本股市和地产泡沫破裂后，商务宴请、礼赠和家庭晚酌等传统场景收缩，清酒的国民品类地位逐步弱化。2013 年以来，日本国内清酒总量仍在收缩，但产品结构升级、出口扩张和海外日料场景共同推动行业均价提升。

跨周期归因：经济换挡、人口变化与品类竞争共同压制总量需求

清酒长期量缩并非单纯的品类萎缩，而是宏观环境、人口结构和竞争格局共同变化后的结果。经济增速下台阶削弱了大众酒类消费扩张基础；少子老龄化、年轻人饮酒频率下降和消费偏好多元化压制本土需求；啤酒、烧酒、威士忌、RTD 等替代品类持续拆分清酒原有消费场景。由此看，传统酒种一旦失去宏观和场景红利，行业增长逻辑将从“总量放大”转向“结构分化”，企业间差异也会从规模扩张能力转向产品定位、渠道效率和场景运营能力。

应对之策：高端化、国际化与新客群培育打开存量市场空间

在长期量缩过程中，日本清酒并未实现国内销量全面反转，但通过三条路径改善行业价格端。第一，高端化，通过特定名称酒体系、精米步合、酒米水源、产区风格和品牌叙事提升单位价值，代表品牌如獭祭以纯米大吟酿和精米步合强化高端认知。第二，国际化，依托日料全球化、海外餐饮渠道、文化背书和本土化运营，推动清酒从日本传统酒种转向全球餐饮场景中的日本酒。第三，新客群培育，通过低度化、气泡化、小容量、包装创新和佐餐教育，降低消费者理解成本、购买成本和试错成本，打开年轻消费者和轻饮人群的增量入口。

投资建议

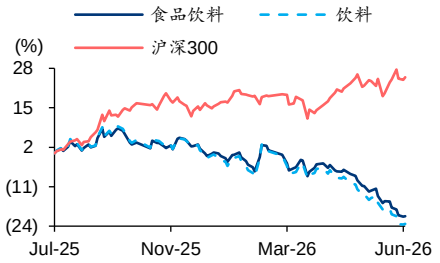
我们认为，中国传统酒业正从依赖宏观红利和场景惯性的“放量增长”，转向通过品牌壁垒、品质分层、渠道秩序、场景运营和终端触达实现的“价值重构”。**黄酒方面，**建议关注与清酒发展经验更具适配性的低度发酵酒龙头，近年来行业格局显著优化，出清进入尾声，龙头利润释放潜力较大，推荐**会稽山、古越龙山。白酒方面，**建议优选品牌壁垒深厚、价格共识稳固、渠道质量领先且具备穿越周期能力的龙头酒企，推荐**贵州茅台、泸州老窖**，以及具备清香品类势能和全国化扩张能力的**山西汾酒**。

风险提示：宏观经济增长不及预期；酒类消费需求恢复不及预期；行业竞争加剧；新客群培育和国际化拓展不及预期；食品安全问题等。

食品饮料	增持（维持）
饮料	增持（维持）

宋英男　　研究员
SAC No. S0570523100004　　songyingnan@htsc.com
SFC No. BVO704　　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
山西汾酒	600809 CH	184.11	买入
泸州老窖	000568 CH	118.98	买入
贵州茅台	600519 CH	1,719.25	买入
会稽山	601579 CH	21.08	买入
古越龙山	600059 CH	10.77	买入

资料来源：华泰研究预测

相关研究

1、《业绩综述：白酒深度调整，大众品开门红兑现》(2026.05)
2、《白酒：供需重构修复渐明》(2026.04)
3、《黄酒行业：格局优化，剑指高端》(2025.05)

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

日本清酒：产品属性、分级体系与文化基础 4

历史复盘：行业兴衰与周期共振 6

1、行业周期复盘 6

1.1、量价齐升期（1960-1973 年）：经济高增红利下迎来黄金时代 6

1.2、结构调整期（1974-1991 年）：需求见顶后的中枢下行与结构变革 8

1.3、深度出清期（1992—2013 年）：长期量缩中的品质化孕育 10

1.4、价值重构期（2014 年至今）：日本国内量缩延续，结构升级与出口扩张优化行业价值 12

2、跨周期归因：长期量缩下清酒行业因何而变 15

2.1、经济引擎：经济增速换挡削弱行业长期增长红利 15

2.2、人口结构：少子老龄化与饮酒习惯变化压制长期需求 16

2.3、竞争格局：多品类竞争削弱清酒地位 17

应对之策：日本清酒在存量市场的突围之路 20

高端化：以品质分层和品牌拓展价值空间 20

国际化：从出口增长到海外场景运营 22

新客群培育：打破传统标签，挖掘存量市场低渗透人群 24

他山之石：中国黄酒行业与日本清酒行业更为相似 26

投资建议 27

风险提示 29

图表目录

图表 1： 清酒作为发酵酒，与蒸馏酒存在显著差异 4

图表 2： 清酒行业术语释义 4

图表 3： 清酒行业特定名称酒分类 4

图表 4： 特定名称酒零售价格（含税）分布 5

图表 5： 日本城镇化率迅速提高 6

图表 6： 日本人均可支配收入迅速增长（万日元/人） 6

图表 7： 日本大米供需情况（万吨） 7

图表 8： 清酒行业总量不断增长（万 kL） 7

图表 9： 东京地区清酒零售均价（日元/L） 7

图表 10： 日本 GDP 增速中枢下移 8

图表 11： 日本人均可支配收入增速中枢下移（万日元/人） 8

图表 12： 日本泡沫经济逐渐形成（数据经标准化处理，1985=100） 8

图表 13： 日本在泡沫经济时期出现消费结构分化 8

图表 14： 日本清酒行业总量出现趋势性下滑（万 kL） 9

图表 15： 日本清酒制造场所数持续减少（家） 9

图表 16： 东京地区清酒零售均价（日元/L） 9

图表 17： 日本清酒行业 CPI 数据 9

仅供内部参考，请勿外传！

图表 18： 清酒行业税制变革过程.....10
图表 19： 日本经济长期处于低增长状态.....10
图表 20： 日本居民收入预期显著下滑（万日元/人）.....10
图表 21： 日本清酒行业总量持续下滑（万 kL）.....11
图表 22： 日本酒类行业各品类份额（以国税厅课税量计）.....11
图表 23： 清酒行业特定名称酒所占份额不断提升（以国税厅课税量计）.....11
图表 24： 清酒行业出厂均价（含税）.....12
图表 25： 不同品类清酒价格带（日元/L）.....12
图表 26： 日本经济有所回暖.....13
图表 27： 2011-2025 年日元汇率表现.....13
图表 28： 访日外国游客数量迅速增长（万人）.....13
图表 29： 海外日料餐厅数持续增长（家）.....13
图表 30： 清酒行业总量仍在持续萎缩（kL）.....14
图表 31： 清酒出口量迅速增长（kL）.....14
图表 32： 清酒结构持续分化（以国税厅课税量计）.....14
图表 33： 特定名称酒内部结构变动（以国税厅课税量计）.....14
图表 34： 清酒行业出厂均价（含税，日元/L）.....15
图表 35： 清酒出口单价持续提高（含税，日元/L）.....15
图表 36： 日本经济增速换挡.....16
图表 37： 日本人口结构变化.....17
图表 38： 日本酒类行业各品类份额占比（按课税量计）.....18
图表 39： 日本清酒品牌年度出厂发货总量（万石）.....18
图表 40： 獭祭部分产品.....20
图表 41： 獭祭公司（原旭酒造）历年销售额（亿日元）.....20
图表 42： 代表性精品酒藏通过不同路径塑造高端化认知.....21
图表 43： 2023 财年（2023/4/1—2024/3/31）日本传统零售渠道相关数据.....21
图表 44： 品牌与推广机构通过餐饮搭配拓展海外消费场景.....22
图表 45： 2025 年各地区清酒出口情况.....22
图表 46： 2025 年各地区清酒出口单价（日元/L）.....22
图表 47： 獭祭在美国设立品牌.....23
图表 48： IWA 5 以全球精品酒语言重构清酒表达.....23
图表 49： 日本酒类地理标志（GI）图.....24
图表 50： GI 制度强化产地识别与品牌信任.....24
图表 51： 宝酒造“澪”系列产品.....25
图表 52： 久保田“黑/白雪峰”适配不同场景.....25
图表 53： 重点公司推荐一览表.....28
图表 54： 重点推荐公司最新观点.....28

仅供内部参考，请勿外传！

日本清酒：产品属性、分级体系与文化基础

日本清酒是日本代表性传统酒类之一，以大米、米曲和水为主要原料，经过制曲、发酵、压榨、过滤、杀菌等工序酿造而成。作为米基发酵酒，清酒与日本稻作文化、地方水源、酒米品种和传统酿造技艺密切相关，既是日常饮用酒，也长期出现在祭祀、节庆、礼赠和餐饮场景中。

从产品属性看，清酒整体口感较为柔和，风味主要来源于米、米曲和发酵过程，其品鉴核心在于追求鲜味、果香与米旨味的纯净、协调与平衡。多数清酒更强调新鲜度和适饮期，长期陈放并不必然带来品质提升，过度储存反而可能导致其鲜爽感和果香氧化衰减。因此清酒的高端化更多依托当期品质、工艺表达、产区风格、品牌认知和消费场景。

图表1：清酒作为发酵酒，与蒸馏酒存在显著差异

	清酒（发酵酒）	白酒（蒸馏酒）
原料	大米（酒造好适米如山田锦）、水、米曲、酵母	高粱为主，辅以小麦、玉米、大米、糯米等；使用大曲/小曲/麸曲等糖化发酵剂
工艺类型	并行复发酵（糖化与发酵同步进行），不蒸馏	固态发酵＋蒸馏提纯，分香型工艺（如酱香、浓香、清香）
酒精度	14%–20%，常见为15%–16%	38%–65%，常见为52%–53%
风味体系	以米香、果香、花香为主，风格细分如薰酒、爽酒、醇酒、熟酒	香型复杂：酱香（如茅台）、浓香（如五粮液）、清香（如汾酒）等，香气浓郁、层次厚重
口感特征	清爽、甘甜、柔和，入口顺滑，适合冷饮或常温	辛辣、醇厚、回味长，入口刺激性强，适合常温或小杯品饮

资料来源：中国酒业协会，日本国税厅，华泰研究

产品属性塑造了清酒行业独特的产业特征。清酒产品较难依靠长周期库存形成渠道蓄水池，企业更为重视终端动销。同时，清酒品质受到酒米、水源、酵母、制曲和发酵管理影响，不同产区和酒藏易形成差异化风格，如新潟的“淡丽辛口”、山形的“浓醇甘口”，产区品牌与企业品牌相互赋能。因此，行业长期呈现中小酒藏众多、地方特色明显的格局，头部企业具备规模优势，但地方精品酒藏同样可以依托产区、风味和品牌故事占据细分市场。根据日本国税厅 2025 年发布的《酒类制造业及酒类批发业概况》，参与清酒制造业调查的企业有 1233 家，其中大企业（资本金＞3 亿日元且常务员工＞300 人）仅 9 家。

日本清酒的品质分层主要依托特定名称酒体系。该体系以原料纯度、精米步合、米曲使用比例、酿造工艺为四大核心门槛，将清酒划分为 8 类特定名称酒：1）按原料纯度分为纯米系（仅大米、米曲、水酿造，禁止添加酿造酒精）和本酿造系（可添加≤白米重量 10%的酿造酒精）两大分支；2）按工艺与精米度从高到低依次为大吟酿级、吟酿级、特别级、基础级。特定名称酒之外的清酒统称为普通清酒。

图表2：清酒行业术语释义

特定名称	使用原料	精米步合	品质分级
纯米大吟酿酒	大米、米曲	≤50%	超高端
大吟酿酒	大米、米曲、酿造酒精	≤50%	高端
吟酿酒	大米、米曲、酿造酒精	≤60%	次高端
纯米吟酿酒	大米、米曲	≤60%	次高端
特别纯米酒	大米、米曲	≤60% 或 特别法	中端
特别本酿造酒	大米、米曲、酿造酒精	≤60% 或 特别法	中端
纯米酒	大米、米曲	无强制要求	大众
本酿造酒	大米、米曲、酿造酒精	≤70%	大众

资料来源：日本国税厅，华泰研究

图表3：清酒行业特定名称酒分类

术语	官方定义	核心原理/作用
精米步合	白米相对于玄米（糙米）的重量比例例：精米步合60%=削去玄米表层40%，仅保留60%米芯	玄米胚芽和表层富含蛋白质、脂肪、灰分等，过量会严重劣化清酒的香气和口感
米曲	在白米上繁殖米曲菌，将白米淀粉转化为可发酵糖分	清酒发酵的核心环节，负责将大米淀粉转化为酵母可利用的糖分
酿造酒精	由淀粉质或含糖质原料发酵制成的食用酒精	1. 提升清酒香气，赋予清爽利落的口感 2. 抑制会导致清酒变质的乳酸菌（火落菌）繁殖，延长保质期
吟酿酿造法	低温缓慢发酵的专属酿造工艺	使用精磨度更高的白米，在低温环境下缓慢发酵，提高酯类物质含量，产生清酒特有的花果香

资料来源：日本国税厅，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

对消费者而言，纯米、吟酿、大吟酿、精米步合等标签，将复杂的酿造差异转化为直观的品质语言；对企业而言，这一体系也为产品定价、品牌表达和消费者教育提供基础。因此，**特定名称酒体系不仅是清酒的分类标准，也是其高端化和价格分层的重要基础。**

根据日本国税厅发布的《酒类制造业及酒类批发业概况（令和 7 年问卷调查）》，2023-2024 财年日本国内清酒全品类平均不含税出厂价为 808 日元/L。与行业平均出厂基准形成对应，日本本土终端零售市场中，清酒价格带与法定分级体系基本一致，呈现出清晰的梯度分层。

图表4：特定名称酒零售价格（含税）分布

特定名称酒分类	常用容量	价格区间(日元JPY)	折合每升单价(日元/L)
纯米大吟酿酒	720ml	1,800-6,000	2,500-8,333
大吟酿酒	720ml	1,600-4,800	2,222-6,667
吟酿酒	720ml	1,400-3,000	1,944-4,167
纯米吟酿酒	720ml	1,200-2,500	1,667-3,472
特别纯米酒	1800ml	2,600-3,800	1,444-2,111
特别本酿造酒	1800ml	2,300-3,200	1,278-1,778
纯米酒	1800ml	2,200-2,900	1,222-1,611
本酿造酒	1800ml	1,900-2,500	1,056-1,389

资料来源：日本酒类零售品牌龙头 Yamaya 电商平台，华泰研究

从文化属性看，清酒长期嵌入日本社会生活。古代日本以稻作为重要农业基础，米酒与祭祀、祈福和节庆仪式关系密切；在神道仪式、婚礼、年节和地方祭典中，清酒既是供奉神明的祭品，也具有联结共同体和表达礼仪的作用。进入现代社会后，清酒的消费场景进一步扩展至日式餐饮、地方旅游、酒藏参观、文化体验和海外日料消费，成为日本饮食文化的重要组成部分。2024 年 12 月，联合国教科文组织将日本的“日本使用米麹菌酿酒的传统知识和技能”列入非物质文化遗产名录，进一步强化了清酒作为日本传统酿造文化的全球辨识度。

仅供内部参考，请勿外传！

历史复盘：行业兴衰与周期共振

自 1960 年日本政府启动“国民收入倍增计划”起，日本经济进入高速增长阶段。复盘日本清酒行业 1960 年以来的发展轨迹，可以看到清酒并非孤立演进的传统酒种，而是深刻映射了日本经济的起伏周期、社会结构的变迁以及消费潮流的转向。

我们沿清酒行业“总量扩张—需求见顶—深度出清—价值重构”主线展开：1960-1973 年，清酒受益于经济高增和大众消费扩张，实现量价齐升；1974—1991 年，经济增速换挡、替代酒类扩张和税制变化推动行业进入结构调整；1992—2013 年，股市和地产泡沫破裂后传统宴请、礼赠和家庭饮酒场景收缩，行业进入长期量缩与品质化孕育阶段；2014 年以来，日本国内需求压力仍在延续，但产品结构升级、出口扩张和海外日料场景共同推动清酒在价值端出现改善。

在周期复盘基础上，我们进一步从经济、人口和竞争格局三个维度解释清酒长期量缩的原因。经济增速换挡削弱了日本大众酒类消费扩张的宏观基础；少子化老龄化和饮酒习惯变化压制了本土长期需求；替代品扩张，则持续拆分清酒原有消费场景。由此可以看到，日本清酒的长期下行并非单纯的品类萎缩，而是宏观红利消退、人口结构变化、消费场景迁移和替代品竞争共同作用下的行业再定位。清酒行业景气度后续改善主要体现为价格端重构，而非日本国内销量全面反转。

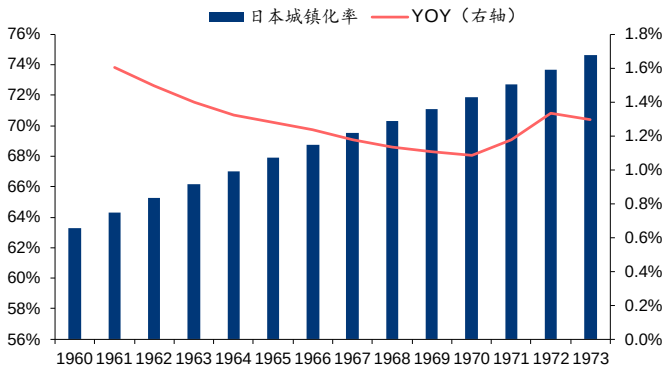
1、行业周期复盘

1.1、量价齐升期（1960-1973 年）：经济高增红利下迎来黄金时代

本阶段清酒行业迎来发展的黄金期，核心特征为经济高速增长带动大众消费全面崛起，清酒作为日本国民饮品实现了产量与价格的同步快速上行，产销规模持续扩张，1973 年行业产量达到历史顶点。

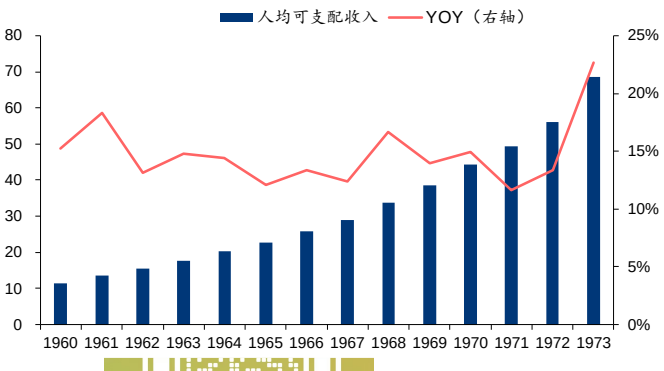
1）宏观层面，1960 年日本政府正式启动“国民收入倍增计划”，开启了经济高速增长的黄金时代，1960-1973 年日本实际 GDP 年均增速普遍保持在 8%以上，城镇化率从 1960 年的 63.26%提升至 1973 年的 74.63%，城市人口快速集聚与居民消费能力的跃升为酒类消费市场打开广阔的增长空间。

图表5：日本城镇化率迅速提高



资料来源：日本国税厅，华泰研究

图表6：日本人均可支配收入迅速增长（万日元/人）

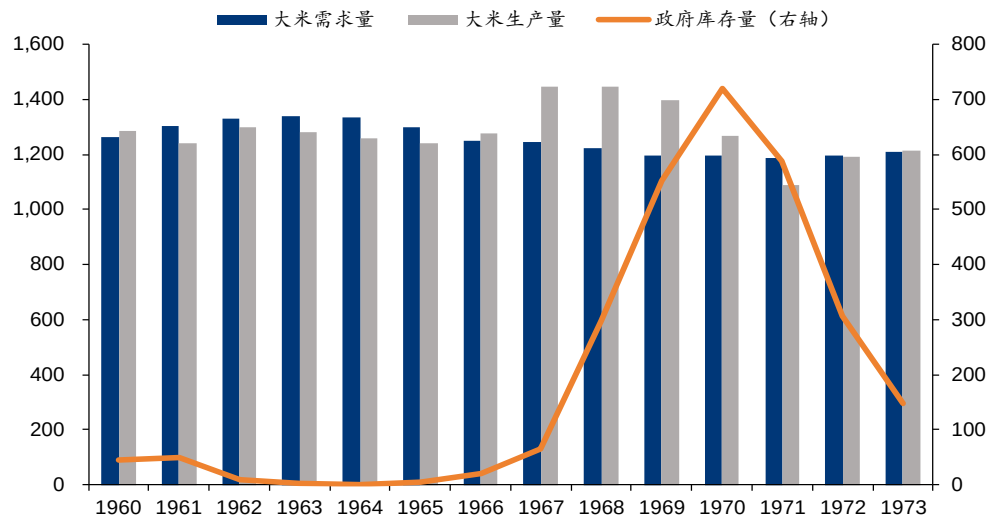


资料来源：日本国税厅，华泰研究

此外，日本农林水产省资料显示，在 1961—1965 年大米生产量低于总需求量之后，1966 年日本大米生产量重新超过总需求量，1967—1970 年度又连续丰收，政府库存迅速增加，1970 年超过了年度生产量的一半。在这一背景下，大米流通管制逐步松动。1969 年日本导入“自主流通米制度”，即在国家管理之外引入自主流通米渠道；1970 年，基于原料米分配的清酒生产管制被废止；1973 年生产自主规制废止，日本清酒进入完全生产自由化阶段。日本政府对粮食管制的逐步放开，使清酒企业获得了更稳定、更自主的原料米供应条件，为清酒生产的规模化提供了原料基础。

仅供内部参考，请勿外传！

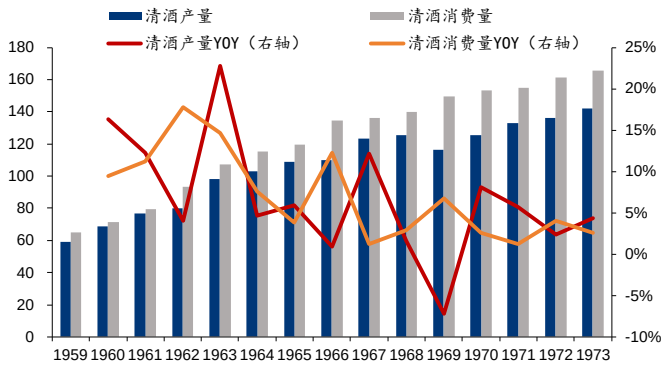
图表7：日本大米供需情况（万吨）



资料来源：日本农林水产省，华泰研究

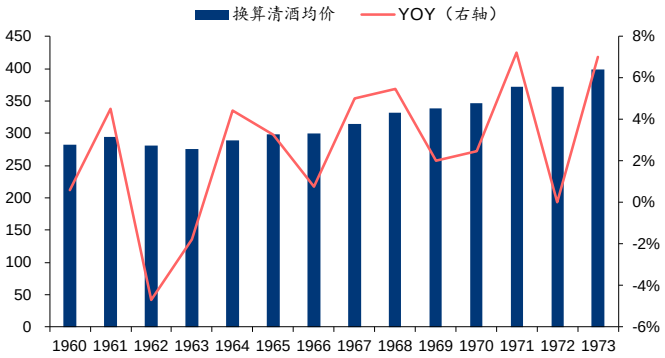
2）行业层面，清酒实现了量价双升的稳健增长。供需方面，1960-1973 年日本清酒产量复合增速达 5.77%，并在 1973 年达到 142.1 万 kL 的历史峰值，清酒消费量复合增速更是达到 6.69%，显著高于产量增速；价格方面，1960-1973 年东京地区清酒零售价格复合增速达 2.69%，整体呈现稳定增长。本阶段清酒工业化生产进程持续加速，规模化酿造企业完成全国化渠道布局，全国酒造数量长期稳定在 3000 家以上，形成了普惠式的繁荣格局，1970 年行业 CR10（以产量计）仅 29.1%，产品结构以大众化清酒为主，全行业充分享受宏观经济增长带来的增量红利。

图表8：清酒行业总量不断增长（万 kL）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

图表9：东京地区清酒零售均价（日元/L）



注：由于日本政府早期并未统计全国层面的数据，因此可采用《零售物价统计调查》中“主要品目的东京都区零售价格”中“清酒”项目的数据作为参考
资料来源：日本总务省统计局，华泰研究

本阶段行业的核心矛盾在于供不应求，如何匹配快速增长的大众消费需求、实现规模化生产与供应是行业需要解决的主要问题。尚未出现需求萎缩、竞争内卷等问题，行业发展由宏观经济增长与大众消费崛起驱动。1973 年第一次石油危机成为日本经济的分水岭，也为清酒行业的量价齐升时代画上句号。

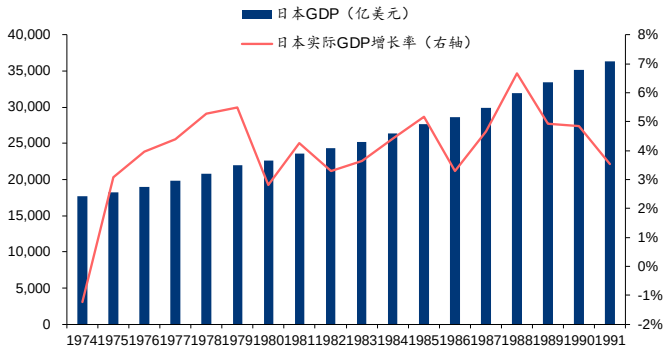
仅供内部参考，请勿外传！

1.2、结构调整期（1974-1991 年）：需求见顶后的中枢下行与结构变革

1974—1991 年是日本清酒行业由 1960 年后增量繁荣转向存量竞争的关键阶段，该阶段的主线可以概括为总量见顶+结构变革。1973 年，清酒产量达到历史峰值，行业完成大众酒类扩张周期；此后，宏观经济增速换挡、成本和税负压力上升、消费偏好多元化以及替代酒类扩张，共同推动行业进入高位回落区间。1980 年代后期，泡沫经济带来的财富效应和消费活跃，使清酒行业出现阶段性修复。

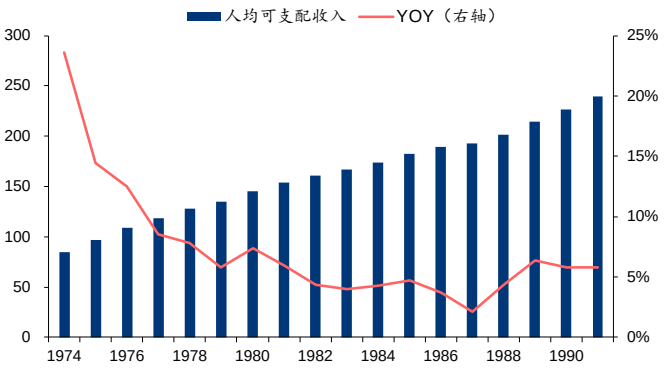
1）宏观环境的变化是本阶段产业周期发生变化的起点。第一次石油危机后，日本经济增速换挡，1974-1991 年日本 GDP 增速中枢降至 4.5%左右，居民收入增速中枢降至 5.5%左右，消费扩张的宏观基础发生变化。其中，进入 1980 年代后，日本经济逐步修复，并在 80 年代后半期进入泡沫经济阶段。广场协议后的日元升值效应与日本银行连续降息共同塑造了低利率、流动性宽松的宏观环境，股票和土地等资产价格随之加速上行，并进一步推动消费结构分层，1986-1990 年间日本家庭部门耐用消费品支出 CAGR 达 15.7%，远超全消费支出数据，反映该阶段居民财富效应增强和改善型消费需求释放，整体消费氛围升温，也为清酒中高端产品、礼盒化表达和餐饮消费修复提供了阶段性支撑。

图表10： 日本 GDP 增速中枢下移



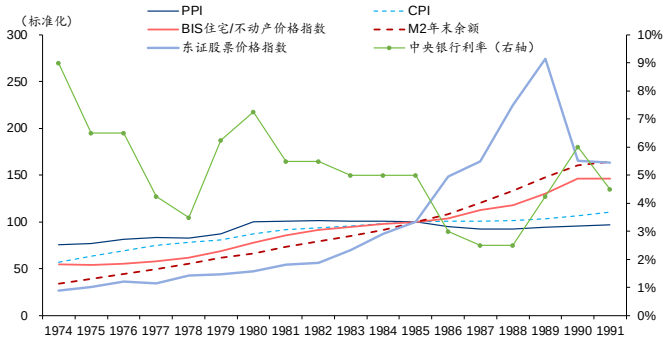
资料来源：世界银行，华泰研究

图表11： 日本人均可支配收入增速中枢下移（万日元/人）



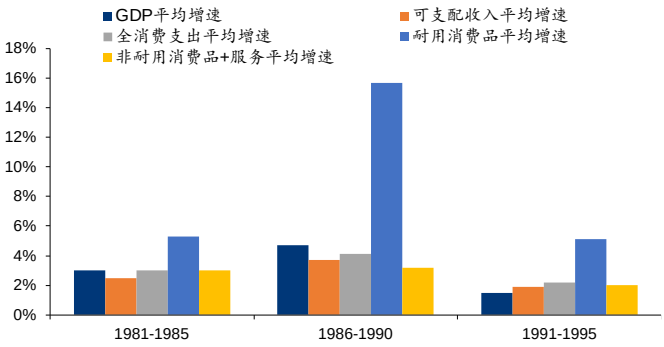
资料来源：日本国税厅，华泰研究

图表12： 日本泡沫经济逐渐形成（数据经标准化处理，1985=100）



资料来源：国际清算银行，国际货币基金组织，日本国税厅，华泰研究

图表13： 日本在泡沫经济时期出现消费结构分化

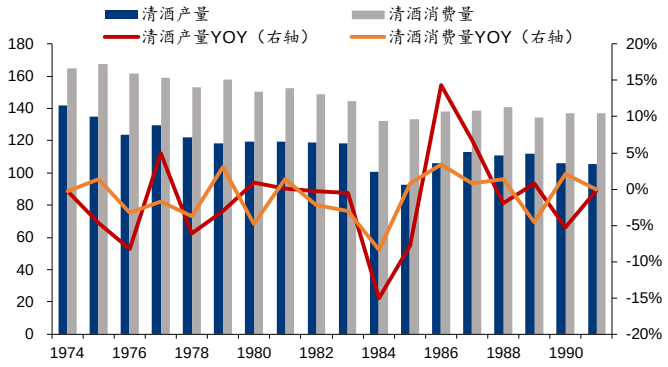


注：除 GDP 外，其他数据反映的是日本 SNA 国民账户下的家庭部门情况
资料来源：日本内阁府经济社会综合研究所，华泰研究

2）行业端，日本清酒行业呈现出明显的“量缩价升”特征。量的层面，清酒总产量与消费量均出现趋势性下滑，1974-1991 年产量/消费量复合增速分别为-1.70%/-1.09%。需求端看，清酒在酒类整体中的份额（以国税厅课税量计算）从 1975 年的 28.0%降至 1989 年的 15.4%；与之形成对比，1975－1991 年间，日本酒类整体应税数量从 625 万 kL 增至 951.5 万 kL，即清酒并未跟随酒类市场扩张，而在啤酒、烧酒、洋酒等替代品扩张中丢失份额。供给端看，清酒制造场所数在这一阶段加速下滑，1960-1973 年/1974-1991 年复合增速分别为-1.54%/-1.74%，中小酒造企业在成本上升压力下，经营承压加剧，行业持续出清。

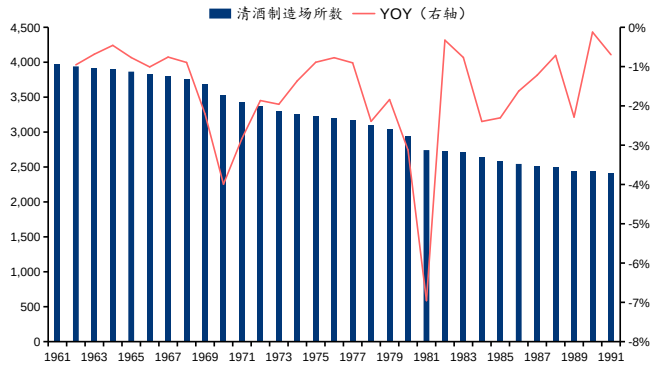
仅供内部参考，请勿外传！

图表14：日本清酒行业总量出现趋势性下滑（万 kL）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

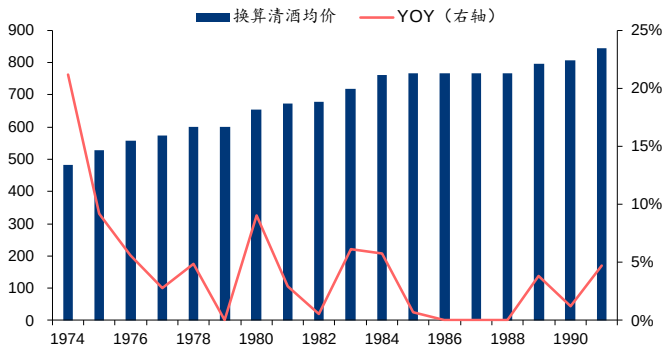
图表15：日本清酒制造场所数持续减少（家）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

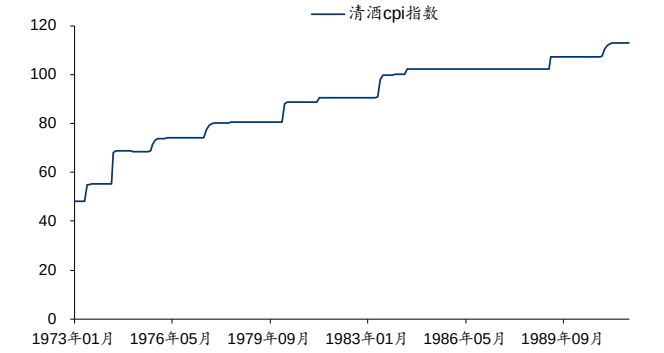
价格层面，清酒并未因需求走弱而形成简单的降价周期，反而由于成本和税制变化对清酒价格体系形成支撑。石油危机后，原料米、燃料、包装、人工和物流成本上升，叠加 1975、1978、1981、1984 年日本政府多次提升清酒税率，税负调整叠加成本上行，成本压力反而推动清酒价格缓慢上涨，1974-1991 年东京地区清酒零售均价 CAGR 达 3.34%。

图表16：东京地区清酒零售均价（日元/L）



注：由于日本政府早期并未统计全国层面的数据，因此可采用《零售物价统计调查》中“主要品目的东京都区零售价格”中“清酒”项目的数据作为参考
资料来源：日本总务省统计局，华泰研究

图表17：日本清酒行业 CPI 数据



资料来源：日本国税厅，华泰研究

在 1989 年以前，清酒分特级、一级、二级，与不同税率绑定，中高等级清酒税负显著较高，税制本身构成也成为清酒价格分层的重要基础。1989 年，日本推行酒税改革，逐步废止特级、一级、二级的等级税率，推动清酒税率向统一化过渡。短期看，原二级清酒等低税负品类的税负上升，大众型清酒的价格和利润率承压；但**中长期看，高价清酒不再受到旧式等级税和从价税的约束，企业开始用新的品质标识重建价格阶梯。**

仅供内部参考，请勿外传！

图表18：清酒行业税制变革过程

年份	与清酒相关的税制变化（数据均为基准税率）	对价格体系的影响
1975/1976	清酒特级、一级的从量税率分别上调约22.3%和15.0%；清酒二级、合成清酒等税率不变。	明显增加中高等级清酒税负，而二级清酒税率不动，使二级酒相对便宜。这强化了“特级/一级价格压力上升、二级相对有利”的结构。
1978	清酒特级、一级的从量税率分别上调约17.5%和6.9%；二级税率未见同步上调；同时扩大日本酒造组合中央会的事业范围，以支持清酒制造业经营稳定。	继续把税负压力集中在特级、一级，二级仍作为大众酒被保护。与此同时，政府已开始把清酒行业视为需要结构调整和现代化扶持的行业。
1981	清酒特级、一级、二级的从量税率分别上调约24.2%、14.5%、9.6%。同时，对清酒、合成清酒等低酒精产品，降低可适用减算税率的酒精度下限，为低酒精清酒留下制度空间。	这次开始让二级酒也承担一定增税，但增幅仍低于一般上调幅度。低酒精清酒的税制空间扩大，有利于产品多样化；但成本和税负上升继续压迫大众酒利润。
1984	清酒特级、一级、二级的从量税率分别上调约12.0%、14.0%、14.8%；将清酒行业纳入第四次现代化计划和结构调整框架。	三个等级都增税，但仍按等级进行差异化调整。二级酒的低税率保护有所削弱，中高等级酒仍承受更高绝对税负。
1989	启动清酒等级制度废止并进入过渡期（最终于1992年废止），废止部分高价酒适用的从价税制度，并重新调整酒类之间的税率结构；同时创设酒类标示基准制度。	这是清酒价格体系的制度断点。旧的“特级、一级、二级”税法等级不再作为长期价格锚，清酒价格体系开始从“税法等级驱动”转向“工艺、品质和品牌驱动”。
补充内容	1989年11月制定《清酒制法品质标示基准》，1990年4月起适用。该制度规定吟酿酒、纯米酒、本酿造酒等特定名称的表示基准，并规定清酒标签中必须、可以和不得标示的事项。	1991年仍处在旧等级向新标示体系转换阶段。消费者识别清酒档次的依据，逐步从“特级、一级、二级”转向“吟酿酒、纯米酒、本酿造酒、精米比例、原料和品牌”。

资料来源：日本国税厅，华泰研究

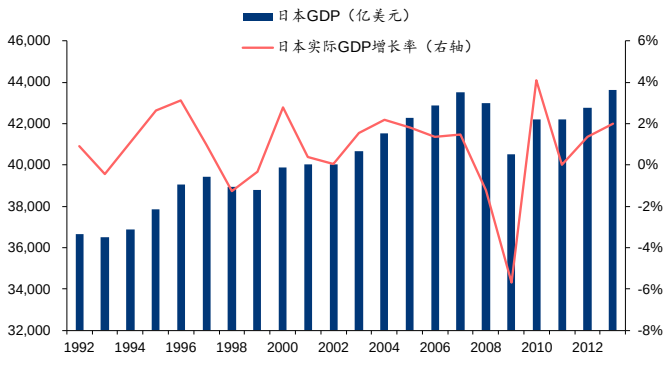
整体来看，本阶段清酒行业既承受了增长中枢下移带来的需求压力，也在泡沫期高端餐饮、礼品和地方特色消费升温中获得阶段性支撑。税制改革后，清酒价格体系从“税法等级驱动”逐步转向“工艺与品牌驱动”，推动吟酿酒、纯米酒等品质化产品获得更多市场认知。

1.3、深度出清期（1992—2013 年）：长期量缩中的品质化孕育

1992—2013 年是日本清酒行业由结构调整进入深度出清的阶段。经济泡沫破裂后，日本经济长期低迷，传统宴饮、礼赠和家庭饮酒场景收缩，清酒作为曾经的国民品类，行业地位持续弱化。与此同时，普通酒大众消费基础持续弱化，中小酒藏经营压力加大，在此背景下特定名称酒、地方精品酒藏和出口市场开始孕育新的价值逻辑。

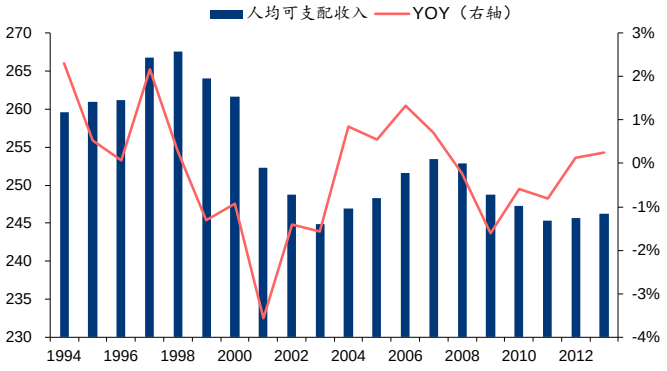
1）宏观层面，日本经济进入长期低增长阶段，传统酒类消费场景受到持续压制。经济泡沫破裂后，日本股票和地产价格大幅回落，企业部门投资意愿下降，本阶段居民人均可支配收入 CAGR 由正转负至-0.28%，消费信心转向保守。泡沫期较为活跃的接待、聚饮和礼赠需求降温后，清酒过去依赖的传统消费土壤明显削弱。

图表19：日本经济长期处于低增长状态



资料来源：世界银行，华泰研究

图表20：日本居民收入预期显著下滑（万日元/人）

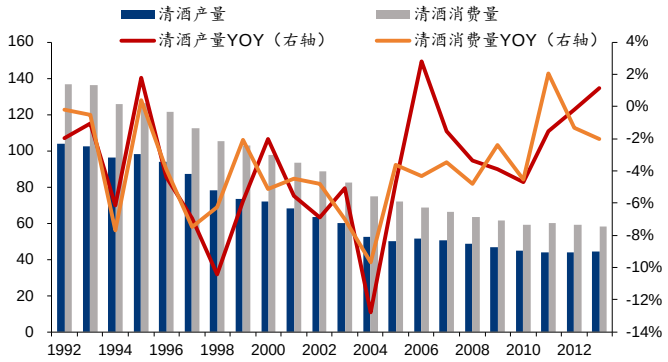


注：日本政府自 1994 年起采用了新的统计口径
资料来源：日本国税厅，华泰研究

2）行业总量来看，1992—2013 年日本清酒延续长期量缩趋势，且下行已从周期性回落演变为品类地位下降。经济泡沫破裂后，商务宴请、礼赠和家庭晚酌等传统消费场景收缩，清酒产量与消费量均处于下行通道，区间 CAGR 大幅降至-3.96%/-4.00%。与此同时，日本酒类消费选择进一步多元化，1989—2013 年间清酒在日本酒类总消费中的占比从 15.4%持续回落至 6.5%，行业地位逐步弱化。

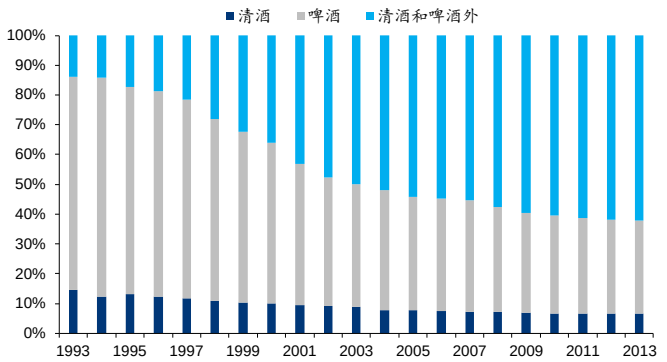
仅供内部参考，请勿外传！

图表21：日本清酒行业总量持续下滑（万 kL）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

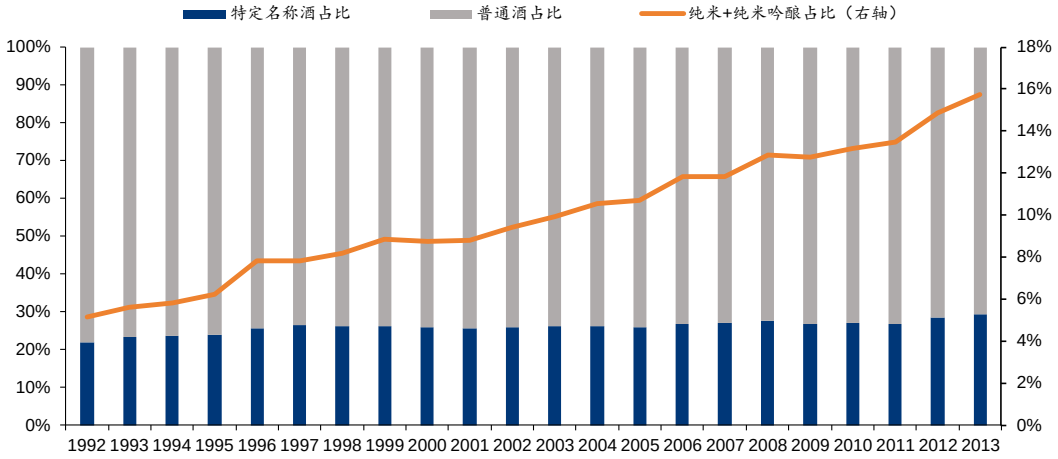
图表22：日本酒类行业各品类份额（以国税厅课税量计）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

长期量缩倒逼清酒行业从普通酒放量转向品质分层和品牌表达。随着普通酒需求持续承压，行业开始强化特定名称酒及其高端品类布局，通过水源、酒米、风味、产区和餐饮搭配建立差异化。1992-2013 年，特定名称酒应税量占比从 21.9%提升至 29.4%，具体看纯米+纯米吟酿高端品类，其应税量占比从 5.1%提升至 15.7%，普通酒的大众属性在存量市场中逐步弱化，占比持续下滑。

图表23：清酒行业特定名称酒所占份额不断提升（以国税厅课税量计）

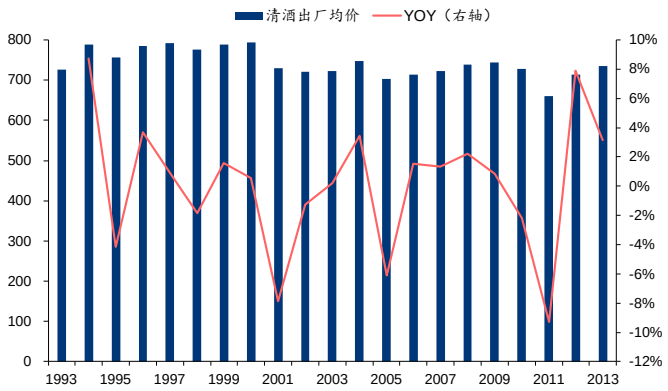


资料来源：日本国税厅，华泰研究

从价格端看，本阶段清酒的价格体系显著分化。普通酒作为低端消费品，受现代零售渠道扩张、价格透明化和促销竞争影响，终端价格持续承压，底线下探至 600 日元/L 区间。相对而言，纯米酒、吟酿酒等品质化产品逐步形成消费者认知，渠道和餐饮端也获得了可靠的价格解释依据，清酒价格体系逐步从普通酒规模化供给，转向工艺、原料、风味、产地和品牌共同驱动，优质产品获得了一定价格支撑，高端品类甚至突破至 8,000 日元/L 价格带，测算行业出厂均价基本保持稳定，并未随着清酒行业产量萎缩而下行。**本阶段价格端的核心特征可以概括为：普通酒承压，高附加值产品提供结构性托底。**

仅供内部参考，请勿外传！

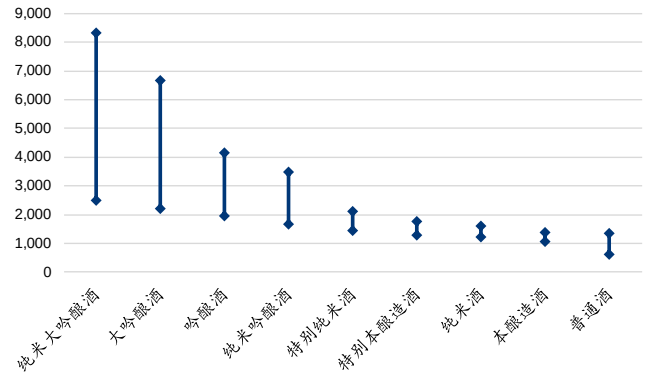
图表24：清酒行业出厂均价（含税）



注：该数值为基于清酒製造品出荷額、清酒課税量測算的近似值，未完全剔除出口及免税移出部分，结果较真实值存在小幅正向偏差

资料来源：日本经济产业省，日本国税厅，华泰研究

图表25：不同品类清酒价格带（日元/L）



注：网站取样整理统计，数据截止 2026 年 4 月底

资料来源：日本酒类零售品牌龙头 Yamaya 电商平台，华泰研究

3）出口市场在本阶段也逐步成为价值重构的基础。21 世纪初，清酒出口规模相较国内市场仍然较小，但特定名称酒体系对产品的标准化塑造，叠加海外日料网络扩张、日本饮食文化传播和高端餐饮渠道发展，使清酒逐步进入海外餐酒和文化消费场景。2013 年，清酒出口额突破百亿日元，出口量占日本国内清酒产量的比例达到 3.65%，具备一定比重。出口增长对短期销量贡献有限，但其提升了清酒的国际认知和高端表达空间，为后续国际化、高端化和文化背书加速奠定基础。

整体来看，1992—2013 年是日本清酒行业旧增长模式出清、新价值逻辑孕育的关键阶段。宏观经济低增长、消费场景收缩和替代品竞争推动清酒产/销量持续下行，普通酒大众消费模式逐步失效，中小酒藏经营分化加深；与此同时，特定名称酒体系、地方精品酒藏和出口市场开始积累认知。经过这一阶段的长期调整，清酒行业的竞争重心逐步从普通酒放量转向品质分层、品牌溢价、餐饮场景和海外市场，为 2013 年之后清酒行业的价值重构塑造了基础。

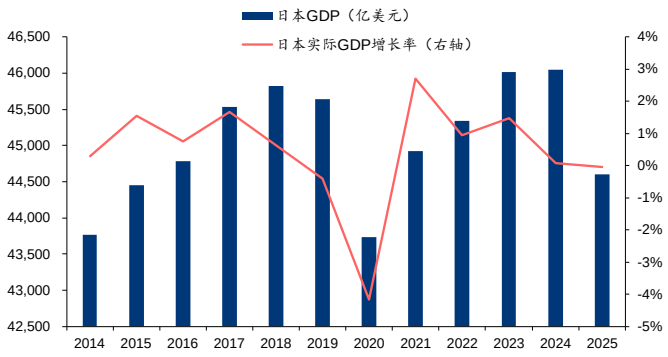
1.4、价值重构期（2014 年至今）：日本国内量缩延续，结构升级与出口扩张优化行业价值

2014 年至今，日本清酒行业进入价值重构阶段。国内产量和消费量仍处于下行通道，但产品结构、出口市场和吨价水平出现改善。普通酒继续承压，特定名称酒和中高端品类权重提升，出口量、出口额和出口单价增长，使清酒在日本国内量缩背景下呈现出价格改善的特征。

1）宏观层面，日本国内需求约束延续，但外部消费场景和价格环境较上一阶段明显改善。国内看，日本经济仍处于低速增长阶段，少子老龄化、年轻人饮酒频次下降、健康意识提升和生活方式变化继续压制传统酒类消费基础，日本本土酒类市场难以回到历史高位。**与 1992—2013 年长期消费品价格下行和内需疲弱主导的环境相比，2014 年以来更具阶段特色的变化来自外部需求：**弱日元提升了日本产品和赴日旅游的价格吸引力，访日游客规模快速增长、游客消费额持续提升，带动日本饮食、伴手礼和地方消费场景扩张。访日外国游客数量由 2014 年的约 1,341 万人增至 2019 年的约 3,188 万人，疫情后快速修复，并在 2025 年达到约 4,268 万人；访日游客消费额也在 2025 年升至约 9.5 万亿日元。与此同时，海外日料餐厅数量大幅增长，说明日本饮食文化的海外触达能力显著增强。

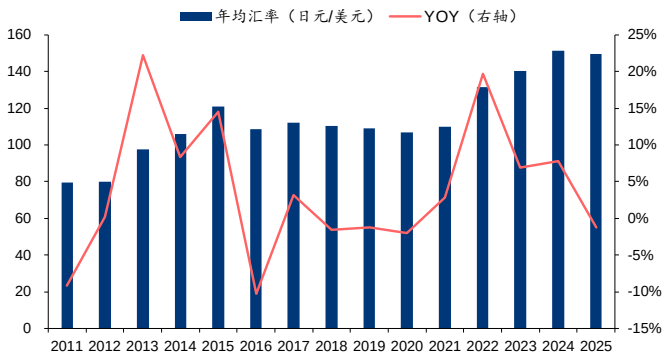
仅供内部参考，请勿外传！

图表26：日本经济有所回暖



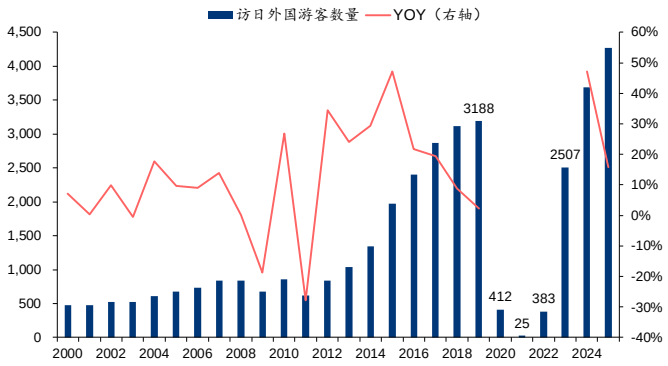
资料来源：世界银行，华泰研究

图表27：2011-2025 年日元汇率表现



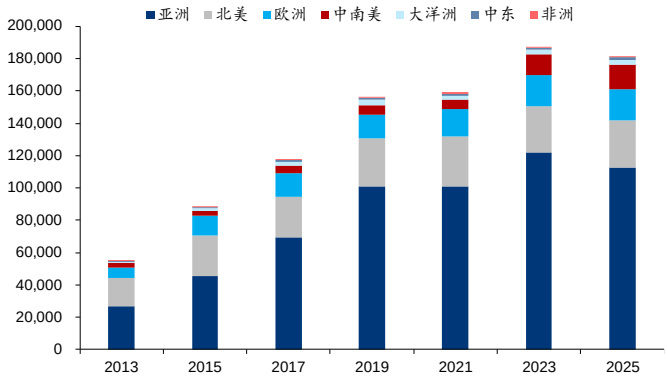
资料来源：世界银行，华泰研究

图表28：访日外国游客数量迅速增长（万人）



资料来源：日本政府观光局，华泰研究

图表29：海外日料餐厅数持续增长（家）

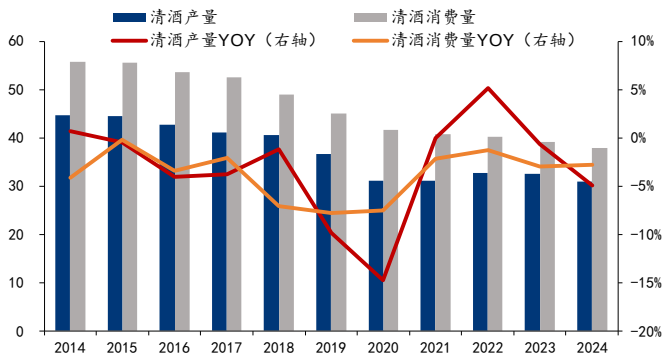


资料来源：日本农林水产省，华泰研究

2）行业端，从销量来看 2014 年以来日本国内清酒需求仍处于下行通道，但外部市场开始承担更重要的增量角色。日本国内市场方面，清酒产量与消费量延续收缩趋势，2014 年-2024 年复合增长率分别为-3.59%/-3.75%，本土消费仍受人口结构、饮酒习惯和传统消费场景变化影响，行业增长逻辑逐步脱离单纯依靠本土大众消费扩张的路径。与国内市场形成对照的是，出口量持续提升，在本阶段逐步成为清酒量端的重要补充，**2014 年-2024 年日本清酒全国年出口数量从 16,314kL 增长至 31,054kL，年复合增长率达 6.65%，占日本国内清酒产量的比例从 3.64%提升至 10.02%。随着“和食”非遗、海外日料网络扩张和日本饮食文化传播，清酒海外认知持续提升。**

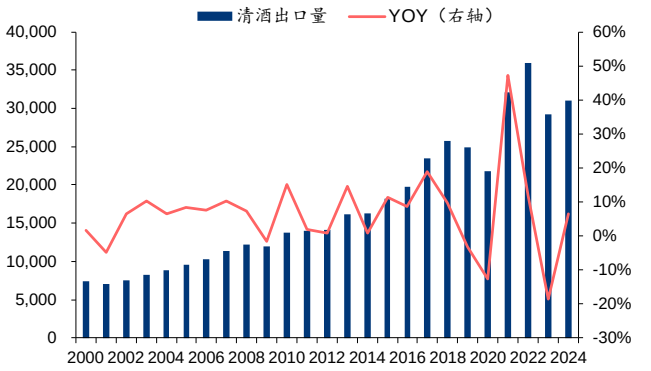
仅供内部参考，请勿外传！

图表30：清酒行业总量仍在持续萎缩（kL）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

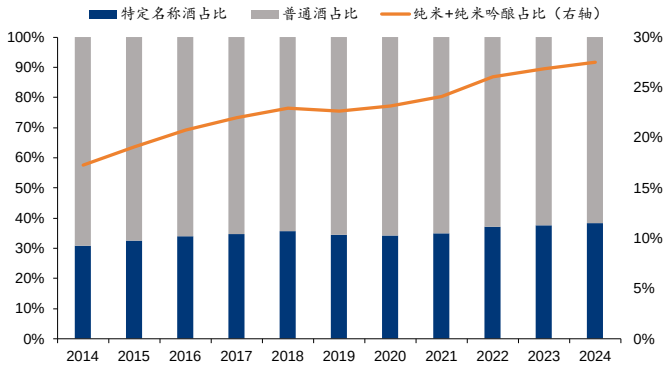
图表31：清酒出口量迅速增长（kL）



资料来源：日本财务省贸易统计，华泰研究

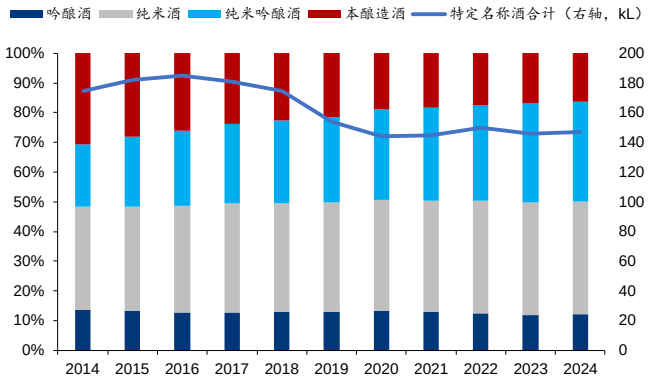
结构层面，清酒行业的产品结构升级可以分为两个层次：一是普通酒与特定名称酒之间的结构迁移，二是特定名称酒内部的品类分化。从大类结构看，特定名称酒凭借更清晰的原料、工艺和品质标识占据更重要位置，应税量占比进一步提升至 2024 年的 38.5%。进一步看，特定名称酒内部也呈现分化，中高端品类占比持续提升，其中，纯米+纯米吟酿酒在特定名称酒内部的合计应税量占比已从 2014 年的 34.7%提升至 2024 年的 45.6%，反映消费者对原料纯粹性、风味表达和餐饮适配性的认知不断增强。

图表32：清酒结构持续分化（以国税厅课税量计）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

图表33：特定名称酒内部结构变动（以国税厅课税量计）

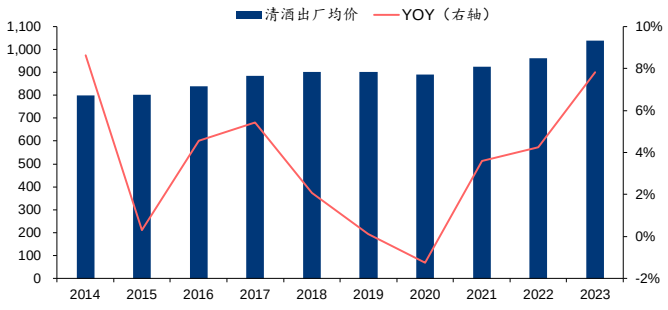


资料来源：日本国税厅，华泰研究

价格层面看，2014 年以来清酒价值提升更加明确。在日本国内总量持续收缩的背景下，产品结构升级和外部高端消费场景扩张，共同推动行业均价改善。国内口径下，清酒行业出厂均价呈上行趋势，2014-2023 年 CAGR 由负转正至 3.51%，反映高附加值产品在收入结构中的权重提升；海外口径下，清酒出口单价持续抬升，2014-2024 年 CAGR 高达 7.09%，说明清酒在部分海外市场中逐步摆脱低价酒形象，更多进入日料餐饮、礼赠、精品零售和文化消费场景。

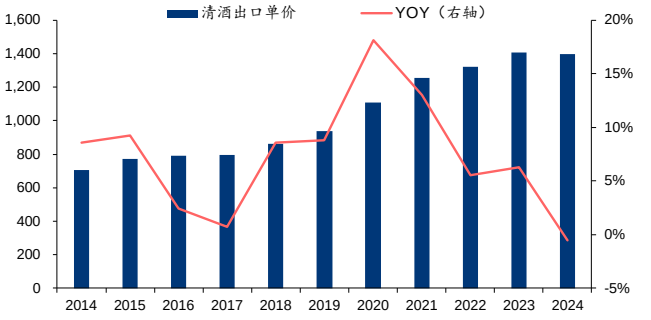
仅供内部参考，请勿外传！

图表34：清酒行业出厂均价（含税，日元/L）



注：该数值为基于清酒製造品出荷額、清酒課税量測算的近似值，未完全剔除出口及免税移出部分，结果较真实值存在小幅正向偏差
资料来源：日本经济产业省，日本国税厅，华泰研究

图表35：清酒出口单价持续提高（含税，日元/L）



资料来源：日本财务省贸易统计，华泰研究

2014 年至今，日本清酒行业在国内总量继续收缩的背景下，已经实现较为清晰的价值端改善，清酒行业的转型逻辑已经从前期的被动出清，逐步进入依靠品质分层、品牌表达、海外场景和文化资产实现价值重构的阶段。

2、跨周期归因：长期量缩下清酒行业因何而变

从 1960 年至今，日本清酒行业经历了从大众酒繁荣、需求见顶、深度出清到价值重构的完整周期。复盘其长期变化，清酒行业的量缩并非由单一因素导致，而是宏观经济换挡、人口结构变化、消费习惯转向和替代品竞争共同作用的结果。与此同时，清酒并未在总量下行中完全失去产业价值，长期出清也为后续产品结构升级、出口扩张和价值重构提供了基础。

整体来看，日本清酒行业长期量缩的核心原因可以归纳为三条线索：**第一，经济增速换挡削弱了大众酒类消费扩张的宏观基础；第二，少子老龄化和饮酒习惯变化压制了本土长期需求；第三，替代品扩张和消费场景迁移持续稀释清酒主流地位，并倒逼行业走向品质化、品牌化和价值重构。**

2.1、经济引擎：经济增速换挡削弱行业长期增长红利

宏观经济周期是清酒行业长期演进的底层背景。1960 至 1973 年，日本经济高速增长、城市化推进、居民收入提升，大众餐饮、家庭饮酒和企业聚饮场景快速扩张，清酒作为传统国民酒种充分受益。这一阶段，清酒行业增长的核心来自总量红利，企业竞争重点集中在扩大产能、提升供给能力和强化全国渠道覆盖。

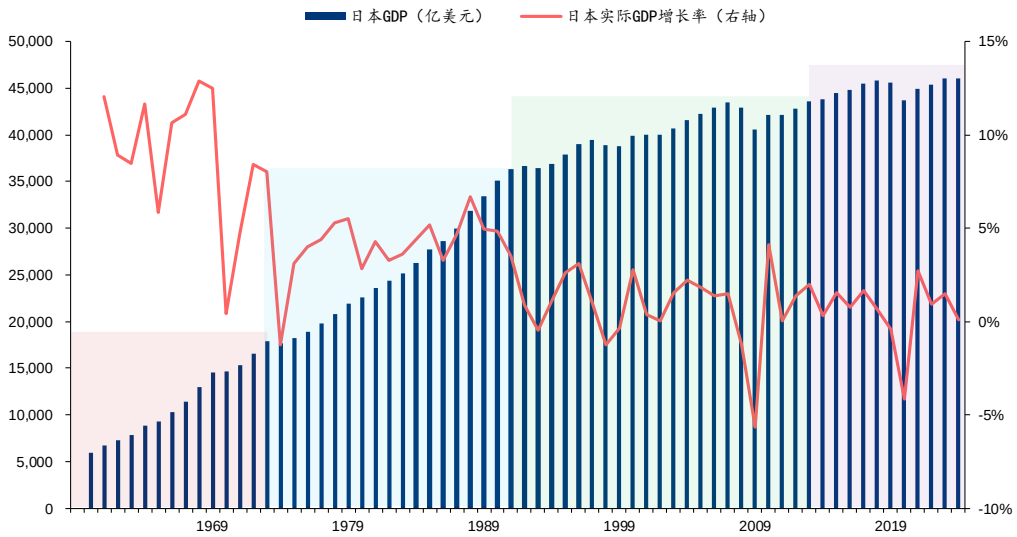
1973 年第一次石油危机后，日本经济增长中枢下移，高速增长期结束，居民收入增长预期和大众消费扩张速度放缓。清酒在 1973 年前后达到总量高点，此后行业由增量扩张进入高位回落。经济增速换挡对于清酒行业的意义在于，它标志着大众酒类消费从“普惠式增长”进入“存量竞争”阶段。清酒过去依靠家庭晚酌、传统餐饮和聚饮消费形成的放量基础开始减弱，行业总量难以继续跟随日本酒类市场整体扩张。

1991 年经济泡沫破裂进一步放大了这一趋势。资产价格大幅回落后，企业投资和交际支出趋于谨慎，居民财富效应减弱，消费行为从扩张和排场逐步转向理性和节约。对于清酒而言，泡沫破裂的影响不仅体现为购买力承压，更体现在核心消费场景的收缩。商务宴请、礼赠、传统餐饮和家庭饮酒场景降温后，清酒原有的大众消费土壤明显削弱，普通酒模式率先承压，行业进入更长周期的深度出清。

2013 年以来，日本国内经济仍处低速增长环境，但清酒行业所处的外部宏观条件出现新的变化。弱日元、访日旅游增长、海外日料网络扩张和日本饮食文化出海，为清酒提供了新的外部消费场景。宏观环境对清酒的影响由此呈现出“双重结构”：国内市场仍受低增长和人口压力制约，海外市场和入境消费则为清酒价值重构提供新的空间。清酒行业后续能够在总量收缩中实现单位价值提升，正是建立在这一宏观环境变化之上。

仅供内部参考，请勿外传！

图表36：日本经济增速换挡



资料来源：世界银行，华泰研究

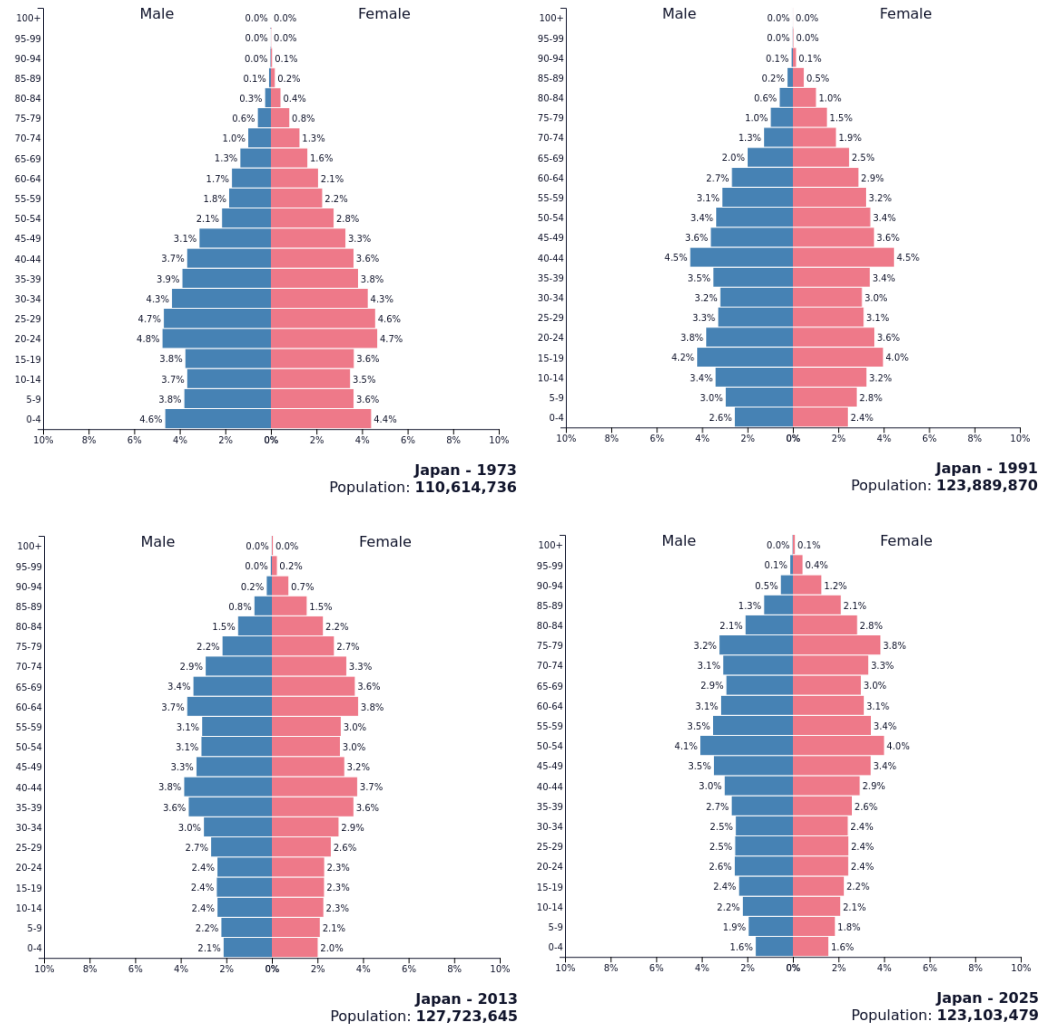
2.2、人口结构：少子老龄化与饮酒习惯变化压制长期需求

人口结构变化是清酒长期需求承压的深层原因。1973 年前后清酒产量见顶时，日本尚未进入人口减少阶段，行业拐点更多由经济增速换挡、替代品竞争和消费场景变化触发。

随着时间推移，少子老龄化逐步成为压制传统酒类消费的长期约束。一方面是老龄化程度持续加深，1985 年 65 岁及以上人口占比已超过 10%，到 2005 年进一步超过 20%，2025 年达到 29.3%；另一方面，少子化和劳动年龄人口收缩趋势延续，1985 年 15 岁以下人口占比为 21.5%，2025 年 15 岁以下人口占比降至 10.9%，同比减少 34 万人，人口金字塔底部持续收窄。与此同时，日本家庭结构也在小型化、单身化，普通家庭平均成员数由 1985 年的 3.14 人/户降至 2020 年的 2.21 人/户，单人户占比由 2005 年的 29.5%升至 2020 年的 38.1%。上述变化共同削弱了清酒过去依赖的家庭晚酌、多人共餐、公司聚饮和节庆礼赠等传统消费基础。

仅供内部参考，请勿外传！

图表37：日本人口结构变化



资料来源：联合国人口司，PopulationPyramid.net 可视化整理，华泰研究

饮酒习惯变化进一步放大了人口结构对清酒需求的影响。中老年群体仍是清酒的重要传统消费基础，但随着年龄上升，健康约束增强，饮酒频次和单次饮用量难以持续提升；年轻一代消费者数量减少，对传统清酒的自然接触也弱于上一代。与此同时，新进入酒类消费市场的入门型消费者更加重视低负担饮用、口感友好、购买便利和场景适配。清酒在饮用方式、风味理解、适饮温度和产品分类上需要更多消费者教育，首次尝试门槛相对较高，导致新客群主动选择清酒的频次下降。随着传统消费者逐步老化，而新一代入门消费者尚未形成足够接续，清酒过去依赖的家庭晚酌、聚饮和礼赠场景也随之收窄，长期需求基础进一步弱化。

这一变化也解释了清酒行业后续转型的必要性。国内饮酒人口和传统场景承压后，行业继续依靠普通大众消费放量的空间有限，传统消费者的单位价值提升和新消费人群的接续成为更重要的课题。由此看，人口结构因素对清酒行业的影响并非短期冲击，而是贯穿长期量缩周期的底层约束，也推动行业后续围绕品质分层、外部市场和新消费入口寻找增长支点。

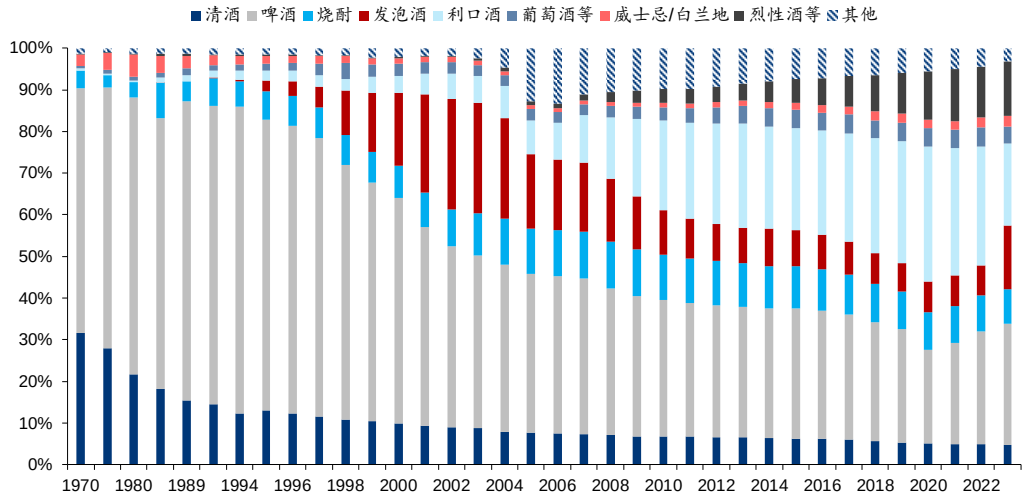
2.3、竞争格局：多品类竞争削弱清酒地位

竞争格局变化是清酒份额持续回落的直接变量。1970 年代以后，日本酒类市场进入多品类竞争阶段，啤酒、烧酎、威士忌、葡萄酒、发泡酒、利口酒和 RTD 等品类先后扩张，不同酒种围绕价格、口味、饮用方式和消费场景形成更清晰的分工。清酒过去兼具家庭饮用、聚饮、宴请、餐饮和礼赠属性，但在酒类选择不断丰富后，其综合性场景优势被持续拆分，行业份额随之回落。

仅供内部参考，请勿外传！

从具体品类看，啤酒和发泡酒主要分流大众聚饮和家庭即饮场景，烧酎依靠价格优势、兑饮方式和地方消费基础切入日常饮用场景，葡萄酒和威士忌更多承接西式餐饮、时尚消费和部分高端场景，低度利口酒和 RTD 则强化便利化、轻饮化和即饮消费。上述品类的扩张使清酒不再是日本家庭、餐饮和社交场合中的默认选择，而逐步成为多元酒类市场中的细分品类。

图表38： 日本酒类行业各品类份额占比（按课税量计）



资料来源：日本国税厅，华泰研究

在份额持续萎缩的背景下，清酒行业内部同样经历了剧烈的洗牌，产业生态逐渐向集中化与优胜劣汰演变。大量中小型酿酒厂因无法承受成本压力和竞争而倒闭或被收购，清酒酿造企业的数量从高峰时的近 4000 家下降至 2024 年约 1500 家。行业 CR4（以产量计）从 1965 年的 11.4%提升至 2020 年的 38.0%，清酒量端向头部大众酒企业集中。

图表39： 日本清酒品牌年度出厂发货总量（万石）

1965			1970			1975			1980			1985			1990		
排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量
1	月桂冠	27.01	1	月桂冠	52.62	1	月桂冠	75.16	1	月桂冠	59.33	1	月桂冠	47.13	1	月桂冠	49.35
2	白雪	16.13	2	白雪	34.82	2	白雪	44.1	2	白鹤	39.19	2	白鹤	33.06	2	白鹤	37.26
3	白鹤	15.74	3	白鹤	31.17	3	白鹤	42.29	3	日本盛	37.55	3	日本盛	32.35	3	日本盛	36.18
4	大关	14.62	4	日本盛	30.27	4	日本盛	40.29	4	大关	34.36	4	大关	31.77	4	大关	35.88
5	日本盛	11.93	5	大关	23.45	5	大关	35.28	5	白雪	29.87	5	黄桜	25.62	5	松竹梅	25.33
6	只鹤	11.1	6	只鹤	19.14	6	松竹梅	23.35	6	黄桜	26.61	6	白雪	21.99	6	黄桜	24.9
7	白鹿	10.37	7	菊正宗	18.58	7	白鹿	22.55	7	松竹梅	23.85	7	松竹梅	21.54	7	白雪	23
8	菊正宗	8.99	8	白鹿	17.84	8	黄桜	22.55	8	菊正宗	21.74	8	菊正宗	20.45	8	菊正宗	22.55
9	富久娘	6.44	9	黄桜	16.23	9	菊正宗	21.5	9	白鹿	19.06	9	白鹿	15.03	9	白鹿	15.3
10	忠勇	5.84	10	松竹梅	14.67	10	只鹤	21.35	10	只鹤	17.66	10	只鹤	14.47	10	剑菱	14.83
			11	富久娘	14.06	11	富久娘	16.36	11	剑菱	16.86	11	剑菱	13.46	11	只鹤	13.86
			12	北の誉	10.67	12	剑菱	14.03	12	富久娘	12.74	12	富久娘	10.06	12	富久娘	11.14
			13	千蔵鶴	8.82	13	多	10.18	13	瑚漫	9.17	13	高清水	7.08	13	世界農G	9.8
			14	多间	8.76	14	瑚漫	10.17	14	多聞	8.47	14	瑚漫	7.07	14	高清水	7.7
			15	瑚漫	7.54	15	北の誉	9.18	15	千福	8.07	15	千福	7.04	15	千福	7.16
			16	忠勇	7.42	16	千福	8.87	16	高清水	7.63	16	多间	6.71	16	瑚漫	7
			17	千福	7.33	17	富贵	8.22	17	北の誉	5.91	17	賀茂鶴	6.36	17	多间	7
			18	正宗	5.21	18	千蔵鶴	7.34	18	白牡丹	5.46	18	世界農G	6.14	18	賀茂鶴	6.36
			19	高清水	4.34	19	賀茂鶴	6.61	19	千鶴	5.44	19	白牡丹	4.96	19	白牡丹	5.6
			20	-	-	20	高清水	6.3	20	-	-	20	会津迁去机	4.83	20	清洲楼	5.21

1995			2000			2005			2010			2015			2020		
排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量	排名	品牌	数量
1	月桂冠	47.25	1	月桂冠	41.39	1	白鹤	34.3	1	白鹤	33.17	1	白鹤	32.52	1	松竹梅	26.63
2	白鹤	36.88	2	白鹤	38.08	2	月桂冠	30.87	2	月桂冠	27.96	2	松竹梅	28.11	2	白鹤	26.07
3	大关	36.48	3	大关	31.82	3	松竹梅	25.59	3	松竹梅	25.46	3	月桂冠	26.08	3	月桂冠	20.16
4	松竹梅	30.67	4	松竹梅	26.09	4	大关	23.65	4	大关	19.54	4	世界農G	14.16	4	才工	14.42
5	日本盛	28.06	5	日本盛	25.86	5	日本盛	18.19	5	才工	14.07	5	大关	13.33	5	大关	8.87
6	黄桜	22.21	6	菊正宗	18.34	6	世界農G	13.08	6	日本盛	14.01	6	才工	10.74	6	黄桜	8.29
7	菊正宗	22.06	7	黄桜	16.44	7	黄桜	13.08	7	世界農G	13.39	7	黄桜	9.85	7	菊正宗	7.34
8	白雪	20.96	8	白雪	15.43	8	菊正宗	12.23	8	黄桜	10.82	8	菊正宗	9.03	8	日本盛	6.76
9	白鹿	14.77	9	白鹿	13.73	9	才工	11.45	9	菊正宗	9.92	9	日本盛	8.57	9	清洲楼	4.24
10	世界農G	13.95	10	世界農G	12.73	10	白雪	9.19	10	白雪	7.2	10	清洲楼	5.82	10	白鹿	3.38
11	剑菱	11.02	11	只鹤	9.74	11	白鹿	8.52	11	白鹿	6.73	11	白鹿	5.67	11	朝日山	2.68
12	只鹤	11.02	12	剑菱	9.6	12	清洲楼	7.11	12	清洲楼	5.34	12	只鹤	3.81	12	菊水	2.65
13	富久娘	9.03	13	清洲楼	7.65	13	只鹤	6.84	13	只鹤	5.34	13	朝日山	3.71	13	獭祭	2.56
14	清洲楼	7.4	14	富久娘	6.09	14	剑菱	5.91	14	剑菱	4.19	14	北冠	3.52	14	福州锦	2.43
15	高清水	6.83	15	朝日山	5.79	15	朝日山	4.97	15	朝日山	4.16	15	菊水	3.25	15	只鹤	2.36
16	瑚漫	6.05	16	瑚漫	4.88	16	菊水	4.14	16	菊水	3.21	16	剑菱	2.91	16	高清水	2.04
17	多间	5.86	17	高清水	4.87	17	高清水	3.26	17	高清水	2.65	17	高清水	2.7	17	世界農G	1.86
18	千福	5.8	18	多间	4.61	18	瑚漫	3.25	18	北冠	2.43	18	立山	1.89	18	剑菱	1.86
19	賀茂鶴	5.56	19	菊水	4.27	19	千福	2.9	19	漫	2.35	19	獭祭	1.78	19	白河銘酸・谷乃越	1.38
20	朝日山	5.25	20	千福	4.23	20	賀茂鶴	2.86	20	立山	2.2	20	一蔵	1.7	20	一蔵	1.06

资料来源：日本日刊经济通信社，日本国税厅，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

除横向的份额竞争外，还存在消费价值锚点的问题。对于基础饮用场景，消费者更重视价格、便利性和口味易接受度；对于高端和餐饮场景，消费者更重视风味表达、品牌故事、餐食搭配和文化属性。随着低价、便利、低门槛品类持续扩张，清酒在大众饮用场景中的竞争效率下降，过去依赖普通酒铺货和传统消费惯性的模式逐步弱化。

因此，替代品竞争的影响不只是总量下滑，也改变了清酒行业的竞争坐标。普通酒继续在大众场景中与低价、便利型酒种竞争，难度越来越高；品质化产品、地方酒藏和海外市场则为清酒保留了更适合自身属性的价值空间。**这一变化为后续高端化、国际化和新客群培育提供了背景。**

综上，日本清酒行业自 20 世纪 70 年代产量见顶后的长期调整，是宏观经济换挡、人口结构变化、饮酒习惯迁移和竞争格局演变共同作用的结果。清酒在国内市场的总量压力并未根本消失，过去依靠大众化产品与传统场景支撑规模扩张的增长方式，也难以重新成为行业主线；但在长期出清中，特定名称酒、地方精品酒藏、出口市场和新消费入口逐步形成，为行业价值重构提供了基础。

仅供内部参考，请勿外传！

应对之策：日本清酒在存量市场的突围之路

从产业实践看，清酒的转型路径可以概括为三条主线：第一，通过品质分层和高附加值产品提升单位价值，在总量下行中改善收入结构；第二，通过日料全球化、出口扩张和文化背书拓展海外市场，使清酒从本土传统酒转向全球餐饮文化中的日本酒种；第三，通过低度化、气泡化、小容量和包装创新降低尝试门槛，改善清酒在年轻消费者中的传统化认知。

高端化：以品质分层和品牌拓展价值空间

高端化是清酒在国内总量下行背景下提升单位价值的核心路径。由于清酒缺少白酒式的普遍陈年增值认知，其高端化更依赖品质分层、工艺表达、品牌叙事和场景溢价。**清酒高端化的基础在于品质分层体系。特定名称酒体系将复杂的原料和工艺差异转化为消费者能够理解的标签，例如纯米、吟酿、精米步合等。**对于普通消费者而言，这些标签降低了理解清酒品质差异的门槛；对于餐饮和零售渠道而言，这些标签提供了更稳定的推荐语言；对于酒藏而言，这些标签则为产品定价、品牌故事和渠道教育提供了基础。清酒过去较难像白酒一样依靠普遍陈年共识形成高溢价，高端化更依赖工艺、风味、产地、品牌和餐饮场景共同塑造。

案例一：獭祭——以精米步合打造高端品质符号

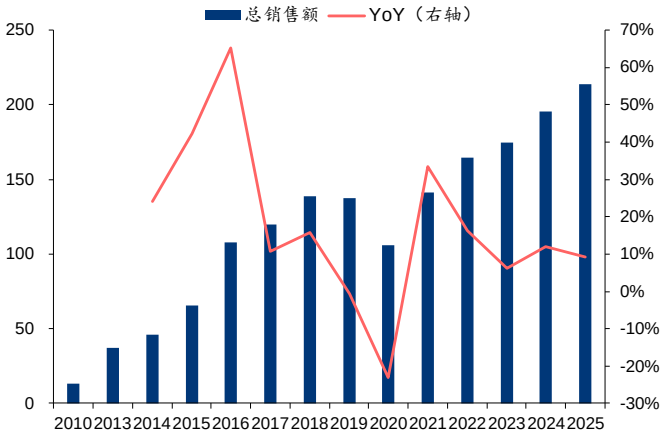
獭祭是清酒高端化路径中较具代表性的案例。在行业长期量缩背景下，公司将资源集中于纯米大吟酿这一高附加值品类，创立高端品牌“獭祭”，并通过“精米步合”这一简单、直观的指标强化消费者认知。例如著名的“獭祭二割三分”，即米粒精磨至 23%，这一标签把原本偏行业内部的技术参数转化为消费者能够感知的高端符号。尽管精米步合本身并不能完全等同于品质，但其具有强传播性，能够帮助消费者快速理解产品定位，也为獭祭建立高端形象提供了清晰抓手。

图表40：獭祭部分产品



资料来源：獭祭官网，华泰研究

图表41：獭祭公司（原旭酒造）历年销售额（亿日元）



注：该数据是公司总销售额，包括但不限于清酒；獭祭官方披露 2024 年 9 月总销售额 195.49 亿日元；清酒销售额 187 亿，其中海外销售额 87 亿、国内 100 亿。
资料来源：公司公告，帝国数据银行调查，SAKETIMES 采访，华泰研究

在产品之外，獭祭的高端化还体现在原料、渠道和品牌叙事的系统配合。其长期强调使用优质酒米“山田锦”、聚焦纯米大吟酿品类，并通过东京高端餐饮、百货、海外渠道和礼赠场景强化品牌认知。相比传统地方酒厂依赖本地渠道和大众产品维持销量，獭祭选择以更清晰的产品定位切入高端市场，将精米步合、果香型风味、餐饮适配和现代化酿造管理结合起来，用“高端红酒式”叙事建立“日本拉菲”形象，再通过“四季酿造”技术和远心分离工艺，打造出带有菠萝、蜜桃般果香的新鲜口感，使清酒具备“白葡萄酒式”的佐餐适配度，形成更容易被国内外消费者理解的高端清酒表达。

仅供内部参考，请勿外传！

据獭祭公司披露，2024 年度销售额约 195 亿日元，其中清酒销售额约 187 亿日元、海外销售额约 87 亿日元，纯米大吟酿产量稳居日本全国第一，并作为国礼被日本政府赠予奥巴马，成功出口到 30 多国，显示其高端化与国际化已形成较强商业化成果。獭祭案例的意义不在于所有清酒企业都应复制“更低精米步合”的路线，而在于其证明了传统清酒可以通过清晰的品质符号、聚焦的产品结构和现代化渠道策略重新建立价格体系。

案例二：精品酒藏——以产区风土与工艺叙事塑造溢价

除了工艺标准，成功的清酒品牌还善于通过品牌叙事和文化赋能为产品注入高附加值。有些强调产区、水源、酒米、酵母和杜氏技艺，突出地方风土与酿造传统，如朝日酒造依托新潟产区“淡丽辛口”的风格认知，塑造当地水源、酒米和清爽适饮的风味表达。有些通过复兴古法工艺、季节限定、限量批次和艺术化包装增强稀缺性与收藏属性，如“新政酒造”通过复兴“生酛”等古法工艺吸引资深爱好者。与大众普通酒相比，这类产品不再只满足基础饮用需求，而是更强调风味鉴赏、餐酒搭配、礼赠表达和文化体验，从而打开更高价格带。

图表42：代表性精品酒藏通过不同路径塑造高端化认知

品牌/酒藏	产地	代表产品/系列	品牌思路	高端化抓手
獭祭	山口县	獭祭二割三分、三割九分	技术指标转化为高端品牌符号	精米步合、纯米大吟酿、山田锦、海外渠道
久保田/朝日酒造	新潟县	久保田万寿、千寿	产区风格与地方品牌表达	新潟产区、淡丽辛口、水源、餐饮适配
八海山/八海醸造	新潟县	八海山大吟酿、纯米大吟酿	地域风土支撑高端品牌形象	雪国水源、清爽酒体、稳定品质
黑龙/黒龙酒造	福井县	石田屋、二左卫门	稀缺产品树立高端价格锚点	高端限量款、礼赠属性、品牌稀缺性
十四代/高木酒造	山形县	龙泉、七垂二十贯	强品牌认知推动高溢价	稀缺供给、圈层认知、高端餐饮
新政酒造	秋田县	No.6、Colors	传统工艺与爱好者圈层溢价	协会6号酵母、生酛、木桶等传统工艺
醸し人九平次/萬乘醸造	爱知县	Kuhehiji系列	向葡萄酒学习餐酒化和风土叙事	餐酒搭配、米品种、风土表达
风之森/油长酒造	奈良县	风之森系列	产品风格创新带动年轻化与精品化	无过滤生原酒、微气泡、现代口感

资料来源：日本农林水产省，华泰研究

以新潟朝日酒造为例，公司 2025 年 9 月销售额约 79.57 亿日元、员工 168 人，说明精品酒藏仍可依托清晰品牌矩阵和地域风格维持一定经营规模。

从渠道结构看，清酒销售渠道存在“放量效率”和“价值解释能力”的错位。超市、量贩店、便利店等大众零售渠道覆盖面广、周转效率高，更适合纸盒装、小规格和价格敏感型产品，但对原料、产区、工艺等高端清酒溢价要素的解释能力有限；酒类专卖店和百货等渠道能够通过推荐、试饮和礼赠场景完成价值解释，但规模化触达效率弱于大众零售。因此，高端清酒需要餐饮渠道助力价值解释，将清酒风味与餐食搭配、饮用方式和品牌故事结合起来。由此看，高端清酒的渠道建设在于通过更强的场景解释能力提升单位价值、建立价格认知。

图表43：2023 财年（2023/4/1—2024/3/31）日本传统零售渠道相关数据

	清酒零售量（万kL）	各渠道清酒零售量占比	渠道清酒零售量占全酒类零售量比例	全酒类零售销售额（亿日元）	全酒类零售毛利（亿日元）	全酒类渠道毛利率	渠道属性
超市	14.22	37.98%	4.90%	9740.72	1476.57	15.16%	量端最大/家庭购买
一般酒类零售店	8.65	23.10%	10.30%	6991.86	1281.09	18.32%	传统专业渠道
家居/药妆店	3.71	9.92%	3.50%	3971.19	482.51	12.15%	低价/大众客流
量贩/折扣店	3.07	8.19%	3.70%	3072.74	365.48	11.89%	低价/高周转
其他（农协、生协等）	2.65	7.07%	6.00%	2645.33	565.07	21.36%	区域性渠道/社区
便利店	2.39	6.39%	2.50%	2236.91	646.93	28.92%	便利/即时消费
商用批发主力店	2.30	6.14%	3.40%	3969.51	718.62	18.10%	B端采购渠道
百货商店	0.45	1.21%	9.40%	407.31	98.85	24.27%	高端礼赠/品牌展示

注：相关报告于 2026 年 1 月发布，已为最新数据；受限于数据可得性，缺少清酒品类在零售渠道的毛利率
资料来源：日本国税厅，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

总体来看，清酒高端化的本质，是将复杂的酿造差异转化为消费者可理解的品质语言，再通过品牌、产区和餐饮场景放大价格弹性。特定名称酒解决“如何识别差异”，精品酒藏和品牌叙事解决“为什么值得支付溢价”，高端餐饮和礼赠场景则提供了价格承载空间。

国际化：从出口增长到海外场景运营

清酒出海的基础，在于日本饮食文化的全球扩张。海外消费者接触清酒，往往不是从单纯的酒类货架开始，而是从寿司、怀石料理、居酒屋、omakase 和高端日料等餐饮场景切入。餐饮场景能够自然解释清酒的饮用方式、适饮温度、风味特征和餐食搭配，也能通过侍酒服务、菜单推荐和品牌故事降低认知门槛。

日本农林水产省数据显示，海外日料餐厅数量从 2013 年的约 5.5 万家增至 2025 年的 18.1 万家。日料网络扩张，使清酒拥有了比普通酒类铺货更稳定的文化和餐饮场景基础。随着海外日料渠道成熟，清酒国际化的重点也从单纯产品出口，逐步转向围绕餐饮场景开展消费者教育、品牌表达和价格解释，使清酒从“日料附属饮品”向具备独立认知的日本酒类品类升级。

图表44：品牌与推广机构通过餐饮搭配拓展海外消费场景

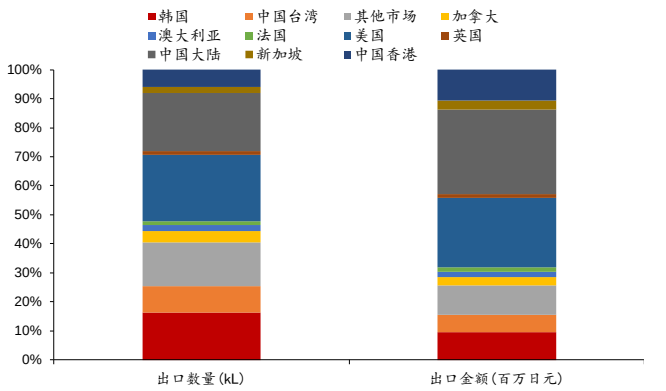
主体 / 项目	所在市场	餐饮结合方式	代表意义
JFOODO “SEAFOOD LOVES SAKE”	香港等市场	与餐厅合作推出海鲜/粤菜与日本清酒搭配菜单	推动清酒从日料场景延伸至本地餐饮场景
JFOODO “Japanese Sake Pairing Campaign”	新加坡	2025年进一步推出清酒与多类型餐饮菜单搭配活动	用策展式餐饮活动进行消费者教育
DASSAI BLUE	美国	酒厂参观、品饮、omakase 配餐、清酒 pairing	从出口贸易升级为海外本土体验运营
IWA 5	全球高端餐饮	强调可贯穿整餐、适配多种菜品的餐酒属性	用葡萄酒/香槟式语言重构清酒高端表达
高端日料/omakase 渠道	北美、香港、中国等	通过侍酒服务和高端菜单搭配销售高端清酒	支撑高单价市场和精品品牌认知

资料来源：日本财务省贸易统计，华泰研究

日本财务省贸易统计资料显示，2025 年日本清酒出口数量为 33,549kL、出口金额为 458.79 亿日元；日本清酒已出口至 81 个国家和地区，亚洲、北美和西欧三大区域合计贡献出口金额的 96.2%。这意味着清酒出海已经不再只是面向少数日本餐饮圈层的补充销售，而是在多个区域形成了相对稳定的消费基础。

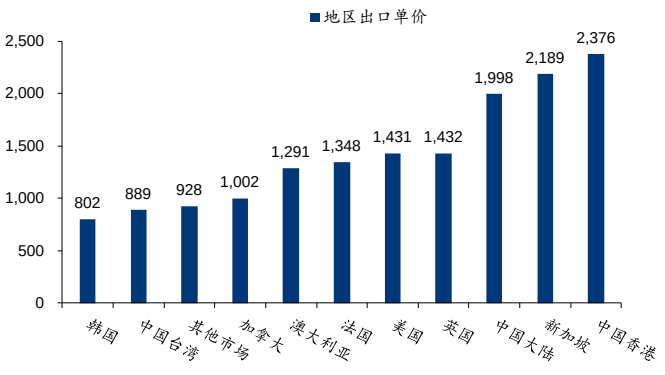
资料同时提到，中国香港市场偏好高价产品，韩国和中国台湾市场纸盒装产品较多。由此看，清酒企业面对的并不是一个统一的海外市场，而是需要根据不同地区的餐饮结构、消费能力、礼赠习惯和渠道成熟度配置产品组合：高单价市场更适合承接纯米大吟酿、限定款和高端餐饮渠道，规模型市场则更依赖基础款、居酒屋、连锁日料和大众餐饮渗透。

图表45：2025 年各地区清酒出口情况



资料来源：日本财务省贸易统计，华泰研究

图表46：2025 年各地区清酒出口单价（日元/L）



资料来源：日本财务省贸易统计，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

企业层面，领先品牌已经从单纯出口走向更深层次的海外运营，主要体现为**本土化运营与高端酒表达两类路径。**

案例一：DASSAI BLUE——海外建厂深化本土运营

以獭祭为例，公司在美国推出 DASSAI BLUE 品牌，并在纽约建立酒厂。DASSAI BLUE 官网明确表示，美国酒厂并非为了简单复制日本獭祭或降低物流成本，而是使用哈得逊河谷水、美国米，并结合美国本土环境酿造；官网同时提供 omakase 预约、酒厂参观和品饮服务，将生产、本地体验和餐饮搭配结合起来。

工厂于 2023 年 9 月在纽约投产，设计年产能约 126 万升。销售端看，DASSAI BLUE 在 2024 财年实现销售额约 6.6 亿日元，实现销量约 11 万升，对应销售单价约 6000 日元/L；2025 财年销量约 750 石，折合约 13.5 万升。尽管 DASSAI BLUE 仍处于市场培育期，但其销售单价已处于较高水平，说明獭祭通过本土生产、品饮体验和重点区域渠道培育，能够在海外市场延续高端清酒定位，提升海外消费者对清酒产品的认知。**清酒国际化正在从“产品出口”升级为“本土生产、体验场景和消费者教育”的综合能力竞争。**

案例二：IWA 5——以全球高端酒语言重构清酒表达

IWA 5 由曾任唐培里侬香槟第五任首席酿酒师的理查德·杰弗鲁瓦创立，品牌定位强调“扎根日本、与世界对话”，并坚持在日本本土建立酒藏、采用传统方法酿造。其价值在于，通过国际化团队、葡萄酒和香槟式审美、餐酒搭配语言和高端设计表达，将清酒置于全球精品酒和高端餐饮的比较框架中，降低海外消费者的理解门槛，推动清酒从“日本传统酒”进入更广义的全球高端饮品语境。

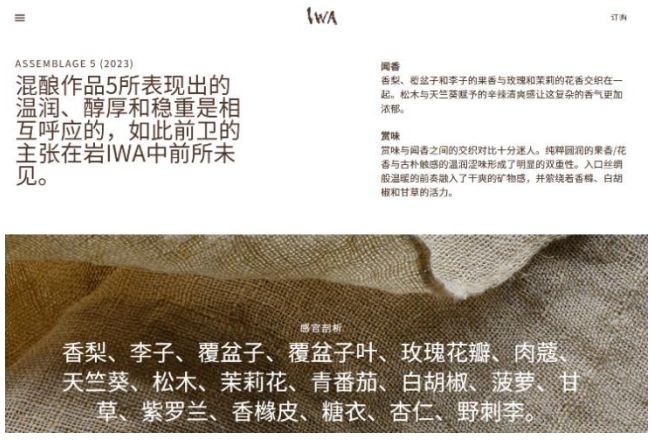
从海外零售价格样本看，IWA 5 Assemblage 系列在美国零售渠道价格约 195~285 美元/720ml，按照 1 美元=161 日元计算，约合 4.4 万~6.4 万日元/L，显著高于日本本土清酒价格带，直观地体现其全球高端酒定位。

图表47：獭祭在美国设立品牌



资料来源：DASSAI BLUE 官网，华泰研究

图表48：IWA 5 以全球精品酒语言重构清酒表达

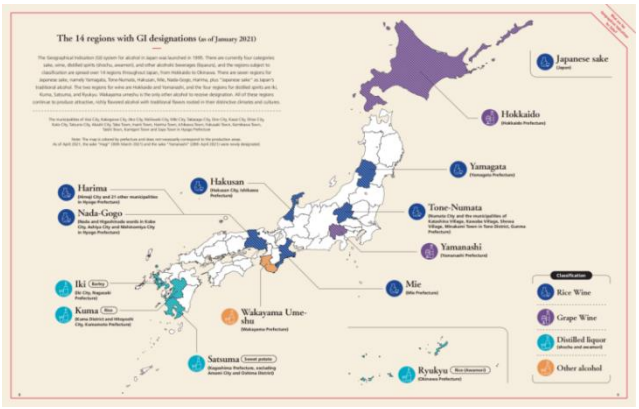


资料来源：IWA 5 官网，华泰研究

制度和文化背书进一步强化了清酒国际化的信任基础。GI 制度（Geographical Indication，即地理标志）明确了清酒原料及成品产区，塑造了清晰的身份边界，有助于区分日本产清酒和海外产清酒；“和食”非遗和日本传统酒造技艺非遗，则提升了清酒作为日本饮食文化符号的辨识度。对于海外消费者而言，这些背书降低了产地和品质认知成本，也为地方酒藏讲述产区、工艺和文化故事提供了更强支撑。尤其是在海外清酒生产逐步增加的背景下，日本产清酒需要通过产地制度、文化叙事和品牌信任，继续强化自身差异化。

仅供内部参考，请勿外传！

图表49：日本酒类地理标志（GI）图



注：深蓝色为清酒产区（Japanese Sake）

资料来源：日本国税厅，华泰研究

图表50：GI 制度强化产地识别与品牌信任

类型	代表GI	作用	对国际化的意义
国家级身份GI	日本酒	明确日本产米、日本国内酿造	区分日本产清酒与海外产清酒，提升国家品牌信任
代表性产区GI	白山、灘五郷、伊丹	保护传统产区声誉	将历史和酿造文化转化为品牌资产
县级产区GI	山形、新潟、長野、滋賀、佐賀、静岡、青森、京都等	建立区域风格与品质标准	帮助海外消费者按产区理解清酒差异
小产区GI	信濃大町、南会津、喜多方等	强化水源、酒米、气候和地方风土	为中小地方酒藏提供差异化品牌抓手
2025新增GI	京都、鳥取、福岡	扩大清酒GI覆盖面	结合旅游、饮食和地方产业推广，增强海外传播素材

资料来源：日本国税厅，华泰研究

总体来看，清酒国际化已经从早期出口增长，逐步升级为围绕海外日料场景、重点市场分层、品牌本土化和文化背书展开的系统工程。对于国内总量长期承压的清酒行业而言，国际化的意义不只是增加销量，更在于帮助清酒进入全球餐饮和文化消费体系，并进一步建立品牌溢价和价格解释能力。

新客群培育：打破传统标签，挖掘存量市场低渗透人群

我们所指的新客群并不简单对应某个年龄或性别标签，而是指对传统清酒接触频次较低、认知较少、消费场景尚未充分打开的入门型和轻饮型消费者。这类消费者未必排斥清酒，但传统清酒在产品分类、适饮温度、风味表达和餐食搭配上存在一定理解门槛，容易给人留下“正式、传统、需要专业知识”的印象。因此，清酒企业培育新客群的关键，是降低理解成本、购买成本和试错成本，让消费者在更轻松的场景中完成第一次接触。

日本酒造组合中央会 2023 年《日本酒需要動向調査》显示，在清酒饮用者中，52.7%表示愿意购买低度清酒，其中 Z 世代（1994 年以后出生）有 72.3%具备购买意愿，明显高于团块世代（1953 年前出生）的 36.3%；从饮用场景看，清酒消费仍以居家饮用为主，但 Z 世代消费者在外饮用的倾向更高，外出就餐频率也相对更高，说明年轻客群与餐饮场景的接触更频繁；在餐饮店选择清酒时，Z 世代不仅重视“知名度较高”（34.8%），也更关注“佐餐契合度”（33.5%，高于整体 24.0%）以及“朋友、熟人推荐”（13.6%，高于整体 8.8%）。这表明年轻消费者的清酒消费决策更容易受到餐食搭配和社交推荐影响。

因此，清酒企业培育年轻新客群的关键，不只是强调传统酒种认知，而是通过低酒精、轻量化产品降低首次尝试门槛，并依托餐饮搭配、店内推荐和朋友社交传播提升接触频次。

产品低门槛化是打开新客群的第一步。低度化、气泡化、小容量、甜润口感和现代包装，能够弱化传统清酒的厚重感和距离感，使其更接近入门消费者熟悉的轻饮体验。低度产品降低饮用负担，气泡和果香提升入口友好度，小容量减少一次性购买压力，现代化瓶型和标签设计则改善清酒偏传统的品类印象。这类产品的价值并不在于替代传统清酒的品质表达，而在于为清酒打开新的消费入口。

场景轻量化是新客群培育的另一条主线。新客群的酒类消费更加场景化和即时化，可能出现在居家小酌、朋友聚会、露营、音乐活动、甜点搭配、轻食搭配、便利店购买和餐前酒等场合。气泡清酒、低度清酒、小瓶装清酒和清酒调饮，能够降低清酒与正式餐饮场景之间的强绑定，使其进入更轻松、更日常的消费语境。

案例一：宝酒造——以气泡低度产品打开轻饮入口

仅供内部参考，请勿外传！

宝酒造“澪”品牌是低门槛产品创新的代表案例。该产品以气泡清酒为定位，通过较低酒精度、微甜口感、清爽气泡和小容量包装，弱化传统清酒的厚重感和正式感，更接近年轻消费者熟悉的轻饮场景。**“澪”品牌于 2011 年 6 月上市，经典款产品规格覆盖 150ml、300ml 和 750ml，酒精度为 5 度，最新样本零售价约 1900~2300 日元/L，定位大众型产品。**

据 2026 年 3 月宝酒造新闻稿，“澪”迎来上市 15 周年，其在日本国内外的累计销量已突破 1 亿瓶（300ml 换算），并出口至 44 个国家。对于清酒行业而言，“澪”这类产品的意义在于扩大消费入口，使清酒可以进入聚会、居家轻饮、女性消费和低度微醺等过去渗透不足的场景。

案例二：久保田雪峰——联名户外品牌，拓展清酒轻量化消费场景

久保田雪峰是清酒场景轻量化的代表案例。该产品由朝日酒造与户外品牌 Snow Peak 合作推出，将清酒从传统餐饮和礼赠场景延伸至露营、户外用餐和自然体验等场合。相比强调正式饮用礼仪和专业品鉴语言，久保田雪峰更突出“在自然中饮用”和“搭配户外餐食”的场景表达，让传统清酒进入更轻松、更日常、更具生活方式表达的新消费场景。

从产品属性来看，久保田雪峰为纯米大吟酿，酒精度 16 度，最新样本零售价对应约 8500 日元/L，其价格带明显高于“澪”这类大众型产品。**这说明场景轻量化并不局限于低价低度产品，也可以与精品表达结合，通过户外、自然和生活方式场景减少高端清酒的距离感。**

图表51：宝酒造“澪”系列产品



资料来源：公司官网，华泰研究

图表52：久保田“黑/白雪峰”适配不同场景



资料来源：公司官网，华泰研究

总体来看，新客群培育的意义在于为传统清酒建立新的入口，而不是替代清酒原有的品质表达。气泡、低度、小容量和现代包装解决的是首次尝试问题；后续能否形成复购，仍取决于品牌是否能够将消费者从入口产品引导至更完整的清酒风味、餐饮搭配和品质体系中。

仅供内部参考，请勿外传！

他山之石：中国黄酒行业与日本清酒行业更为相似

对中国传统酒种而言，日本清酒经验并不能简单线性外推，但其对于低度发酵酒如何在总量承压阶段实现价值重构，仍具备较强参考意义。**不同酒种在产品属性、消费场景和商业模式上存在明显差异，其借鉴方式需要分层理解。以白酒为例，**其酒体稳定性、陈年认知和社交属性更强，高端白酒还深度绑定商务宴请、礼赠和正式社交场景，头部品牌具备较强价格共识、渠道利润和品牌壁垒。日本清酒对中国白酒的参考意义更多体现在周期观察和价值经营方法上，**此外，清酒国际化的成功经验也为白酒提供借鉴意义，国际化的关键，不只在于让海外消费者理解其文化来源，更在于让消费者理解如何饮用、在何种场景中饮用，并通过稳定渠道形成复购。**

相比白酒，黄酒与清酒在产品属性、消费场景和产业约束上更为相似：二者同属低度发酵酒，均具备较强佐餐属性，与地方饮食、传统节令、区域文化和日常饮用场景深度绑定；同时也共同面临传统消费人群老化、年轻消费者认知不足、饮用场景偏窄和产品价值表达不清晰等问题。因此，清酒行业从“国民酒类”退为细分品类后，通过品质分层、场景延展和新客群培育实现价值端改善的经验，对中国黄酒更具借鉴适配性。

从投资角度看，清酒经验对黄酒的启示，并非预期黄酒行业重新进入快速放量周期，而在于存量市场中的价值重构。未来黄酒行业的投资主线，更应关注企业能否建立清晰的产品价格体系、打开新的消费场景、提高真实动销和复购、在行业调整期实现份额集中和利润率改善。

启示一：品质分层决定价格带上移能力，黄酒高端化需走向“价值共识”

清酒高端化能够推进，关键并不只是产品价格更高，而是行业通过特定名称酒、精米步合、纯米、吟酿、大吟酿等标签，将复杂的酿造差异转化为消费者、渠道和餐饮终端能够共同理解的品质语言。对于投资者而言，这一点对应的是产品结构升级能否真正兑现：只有当消费者能够清楚理解不同产品之间的差异，企业的价格带上移才不只是短期提价，而是有可能形成可持续的品牌溢价。

对黄酒而言，高端化不能停留在“年份更久”“包装更贵”“礼盒更高端”等表层表达上，而应围绕年份、原酒比例、产区、工艺、甜型、酒体风格和饮用温度，建立更清晰的产品分层体系，以此提升消费者对高端黄酒的价格接受度，推动产品结构上移，并改善行业长期偏低的吨价和盈利能力。

启示二：场景扩容决定需求边界，也是低度发酵酒破局的关键

清酒在本土总量承压后，并未只依赖传统礼仪和家庭饮用场景，而是通过高端日料、居酒屋、精品零售、酒藏旅游、气泡清酒、小容量产品和现代包装等方式，重新定义消费者接触清酒的入口。其核心在于降低传统品类与现代消费者之间的距离，使清酒从“需要懂酒、需要正式场合”的传统酒，转向可在佐餐、轻饮、聚会、旅游和生活方式场景中被自然接受的酒类选择。

对黄酒而言，未来黄酒企业需要围绕中式餐饮、日常佐餐、居家小酌、朋友聚会、轻社交、低度微醺和地方文旅等场景，建立更明确的饮用理由，并通过小规格、低门槛、易入口、低度化、冰饮化和场景化包装，降低首次尝试成本。从投资维度看，场景扩容的意义在于提升行业的渗透率和消费频次。入口产品的价值不只是贡献短期收入，而是帮助消费者完成第一次购买和第一次饮用；后续能否通过稳定品质、清晰价格带和场景复购，将尝鲜消费者转化为长期消费者，才是判断企业新产品和年轻化战略有效性的关键。

启示三：行业调整期将加速集中，投资应从规模增长转向经营质量与结构改善

仅供内部参考，请勿外传！

清酒长期量缩过程中，行业并未简单走向整体衰退，企业之间的分化反而更加明显。具备清晰产品定位、稳定品质表达、较强渠道管理和场景运营能力的酒藏，仍能在存量市场中获得结构性机会；而依赖大众普通酒、地方惯性消费和低效率渠道的企业，则更容易在需求收缩和替代品竞争中承压。

黄酒行业同样进入更考验经营质量的阶段。从投资角度看，黄酒板块的核心观察指标应从“收入是否快速放量”转向“增长质量是否改善”、“产品结构优化成效”等角度。未来更值得关注的不是单纯规模扩张最快的企业，而是能够持续优化产品结构、稳固核心市场、提升渠道效率、扩大新场景触达并改善盈利质量的龙头公司。

总体来看，日本清酒对黄酒的核心启示在于：低度发酵酒的长期竞争力，取决于能否把历史文化、酿造工艺、地方饮食和消费场景，转化为当代消费者能够理解、愿意尝试并持续复购的价值体系。对于投资者而言，黄酒行业的机会不在于总量快速反转，而在于行业调整期中龙头企业通过产品结构上移、场景边界拓宽和经营质量改善，率先实现价值回归。

投资建议

黄酒在产品属性、消费场景和商业模式上与清酒更为相似，同属低度发酵酒、佐餐属性突出，并与地方饮食、传统节令和地域文化深度关联,因而对清酒“品质分层—场景延展—客群接续”的价值重构范式具备更高借鉴适配性。参考我们此前深度报告（《黄酒行业：格局优化，剑指高端》20250519），我们认为过去发展缓慢的黄酒行业在近期发生了许多积极变化，首先行业格局显著优化，出清进入尾声；其次技术进步带来黄酒产品的进步；最后政策引导下，龙头就行业高端化策略达成一致。行业有较清晰的高端化和治理改善逻辑，未来看好行业龙头的利润释放潜力，**推荐行业龙头会稽山、古越龙山。**

此外，我们认为中国传统酒业自行业调整期实现破局的核心，已从依赖宏观红利与场景惯性的“放量增长”，转向通过品质分层、品牌表达、场景运营和触达终端实现的“价值重构”；同时，当前白酒龙头目前正处于出海布局期，清酒国际化的成功经验也为白酒提供了借鉴意义。综合考虑产品的陈年增值属性、社交宴请场景绑定强度、品牌壁垒与价格共识、渠道蓄水能力等要素，我们认为头部白酒企业在本轮需求换挡中具备更强韧性。**看好中长期品牌壁垒稳固、价格秩序与渠道质量领先的白酒龙头，推荐贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖。**

仅供内部参考，请勿外传！

图表53：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万) (当地币种)	EPS (元) 2025	EPS (元) 2026E	EPS (元) 2027E	EPS (元) 2028E	PE (倍) 2025	PE (倍) 2026E	PE (倍) 2027E	PE (倍) 2028E
山西汾酒	600809 CH	买入	109.25	184.11	133,281	10.04	9.69	10.21	10.94	10.88	11.28	10.70	9.99
泸州老窖	000568 CH	买入	77.20	118.98	113,631	7.36	6.61	7.42	8.37	10.49	11.68	10.40	9.22
贵州茅台	600519 CH	买入	1,194.45	1,719.25	1,493,160	65.74	68.77	70.96	73.67	18.17	17.37	16.83	16.21
会稽山	601579 CH	买入	14.80	21.08	7,096	0.51	0.62	0.74	0.90	29.01	24.01	19.89	16.39
古越龙山	600059 CH	买入	7.60	10.77	6,928	0.24	0.27	0.31	0.36	31.16	28.36	24.47	21.23

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表54：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
山西汾酒 (600809 CH)	公司发布 26 年一季度业绩，26Q1 公司实现总营收/归母净利/扣非净利 149.23/53.83/53.79 亿（同比-9.68%/-19.03%/-19.18%）。我们认为公司主动调整节奏体现汾酒复兴纲领第二阶段“稳健”基调下的务实选择，渠道健康度的维护优于短期报表增长，为后续经营恢复打下坚实基础。展望 26 年，产品端公司将坚持四轮驱动；渠道端持续优化经销商考核结构、深化“汾享礼遇”体系；市场端在稳固基地市场基础上，发力全国化市场扩张。中长期视角下，公司复兴纲领第二阶段稳步推进，期待动销边际修复，维持“买入”评级。 公司 26Q1 主动调整虽致表观承压，但渠道健康度的维护和库存的去化将为后续动销修复打下基础。我们维持前次盈利预测，预计公司 26-28 年 EPS 为 9.69/10.21/10.94 元。参考可比公司 26 年平均 PE 19 倍（Wind 一致预期），维持公司 26 年 19xPE，维持前次目标价 184.11 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：山西汾酒(600809 CH,买入): 26Q1 主动调整蓄势长远**
泸州老窖 (000568 CH)	公司发布 25 年报及 26 年一季报，25 年实现营收 257.31 亿元，同比-17.52%，归母净利 108.31 亿元，同比-19.61%；其中 25Q4 实现营收 26.04 亿元，同比-62.23%，归母净利 0.68 亿元，同比-96.37%；26Q1 实现营收 80.25 亿元，同比-14.19%，归母净利 37.08 亿元，同比-19.25%。25 年公司营收和利润表现低于预期（此前预测营收/归母净利分别为 278 亿元/114 亿元），主因外部需求下滑影响。25 年受外部环境影响公司主动降速纾压释放压力，Q3-Q4 以渠道健康和长期发展为核心，理性控货消化市场库存；26Q1 公司延续健康为先基调。中长期视角，公司战略务实理性，组织管理市场化且有战斗力，同时重视股东长期利益，维持“买入”评级。 公司品牌核心竞争力突出，组织管理市场化且有战斗力，24-26 年度高分红规划稳步兑现，看好公司长期势能。但考虑外部需求改善仍需时间，我们下调盈利预测，预计公司 26-27 年营业收入为 240.5/261.5 亿元（较前次-18%/-18%），同比-6.5%/+8.7%；EPS 为 6.61/7.42 元（较前次-23%/-22%），新引入 28 年 EPS 为 8.37 元。参考可比公司 26 年平均 PE 15 倍（Wind 一致预期），考虑公司在行业调整期具备更强的品牌力与渠道管控能力，给予公司 26 年 18xPE，目标价 118.98 元（前值 153.54 元，对应 26 年 18xPE，可比公司估值对应 26 年 16xPE），维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 29 日 **点击下载全文：泸州老窖(000568 CH,买入): 公司降速纾压蓄力未来**
贵州茅台 (600519 CH)	公司发布 26 年一季度业绩，26Q1 公司实现总营收/归母净利/扣非净利 547.0/272.4/272.4 亿（同比+6.3%/+1.5%/+1.5%）。产品端，26Q1 茅台酒/系列酒收入同比+5.6%/+12.2%，在 25 年主动纾压基础上实现稳健开局；渠道端，26Q1 直销/批发收入同比+27.1%/-10.9%，直销占比同比+8.8 pct 至 54.8%；2026 年公司全面开启市场化营销改革，i 茅台 3 月上线飞天系列激活长尾需求，3 月末公司出厂价和零售指导价同步上调，改革红利加速释放。展望 2026 年，我们认为公司 25 年积极纾压后，领先的品质和品牌优势、日趋精细化的量价策略和公司治理将延续，提价进一步验证公司在行业内的品牌力优势，维持“买入”。 公司作为行业龙头，治理更趋市场化和精细化，前期批价和股价波动充分释放市场风险，未来高质量发展可期。我们维持前次盈利预测，预计公司 26-28 年 EPS 为 68.77/70.96/73.67 元。参考可比公司 26 年平均 PE 16 倍（Wind 一致预期），作为强品牌力龙头，给予公司 26 年 25xPE，维持前次目标价 1719.25 元，维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 25 日 **点击下载全文：贵州茅台(600519 CH,买入): Q1 稳健开局改革红利加速释放**
会稽山 (601579 CH)	公司发布 26 年一季报，26Q1 实现营收 5.00 亿元（同比+3.94%），归母净利 1.2 亿元（同比+27.96%），扣非净利 1.15 亿元（同比+24.08%）。一季度公司经营延续较好增长势头，26 年公司或将继续聚焦 1743、典酒、兰亭三大核心单品，我们预计费用投放效率也将显著提升，叠加 25-27 年享受 15%高新技术企业所得税优惠，盈利能力有望持续提升。经过长期挤压出清，当前黄酒行业竞争格局愈发明朗，龙头份额提升为行业发展创造良好条件，维持“买入”。 公司竞争格局稳步优化，高端化进程顺利，新品布局顺畅，经营势能持续释放。团队市场化激励到位，省外稳步开拓，有望持续释能。我们维持盈利预测，预计 26-28 年 EPS 为 0.62/0.74/0.90 元；参考可比公司 26 年均 PE 34 倍（Wind 一致预期），维持公司 26 年 34xPE，目标价维持 21.08 元，维持“买入”。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 27 日 **点击下载全文：会稽山(601579 CH,买入): 所得税政策优惠提振利润表现**

仅供内部参考，请勿外传！

股票名称	最新观点
古越龙山 (600059 CH)	公司发布 25 年报及 26 年一季报，25 年实现营收 18.31 亿元，同比-5.45%，归母净利 2.22 亿元，同比+8.14%；其中 25Q4 实现营收 6.45 亿元，同比-0.14%，归母净利 0.87 亿元，同比+23.28%；26Q1 实现营收 5.41 亿元，同比+0.22%，归母净利 0.62 亿元，同比+5.1%。25 年公司业绩表现超我们此前预期（归母利润 2.0 亿元），主因经过长期挤压出清，当前黄酒行业竞争格局愈发明朗，龙头份额提升为行业发展创造良好条件。公司作为黄酒行业龙头，近年来加强产品高端化、年轻化和营销全国化布局，未来有望继续引领黄酒行业价值回归。维持“买入”。 我们认为公司在高端化方面的持续布局、治理方面的积极改善或有望维持公司长期稳健可持续发展。我们上调盈利预测，预计 26-27 年 EPS 为 0.27/0.31 元（较前次上调 8%和 7%）。新引入 28 年 EPS 为 0.36 元。考虑公司利润表现受园区建设项目影响，采取 PB 估值法，给予 26-27 年 BPS 为 6.69/6.92 元（较前次-1%/-1%），新引入 28 年 BPS 为 7.20 元。参考可比公司 26 年平均 PB 1.61x（Wind 一致预期），给予其 26 年 1.61x PB，给予目标价 10.77 元（前次目标价 12.48 元，基于可比公司估值均值给予的 26 年 1.84xPB ），维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，消费需求不达预期，食品安全问题。 报告发布日期：2026 年 04 月 23 日 **点击下载全文：古越龙山(600059 CH,买入)：高端化全国化布局持续**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

1）宏观经济增长不达预期。如果宏观经济复苏的情况无法持续，将影响消费者的消费意愿和消费能力，对食品饮料行业需求产生负面影响。

2）行业竞争激烈程度高于预期的风险。在行业需求偏弱的背景下，企业间为了争夺市场份额可能加大费用投放和产品促销的力度，这对公司的盈利能力会产生负面影响。

3）食品安全问题。以非洲猪瘟为代表的事件会引起消费者对食品安全问题的担忧，这也将对行业的需求增长产生负面影响。

4）需求恢复速度不及预期。当下酒行业正面临需求压力，若动销复苏不及预期，库存消化时间变慢，行业周期向上的拐点将延后。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，宋英男，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传！

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 贵州茅台（600519 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋英男本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 贵州茅台（600519 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传！

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司