南华期货白糖产业周报

——新糖定价接管，郑糖下探成本线

王映 投资咨询证书：Z0016367
联系邮箱：wangying@nawaa.com
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2026年11月14日

第一章 核心矛盾及策略建议

1.1 核心矛盾

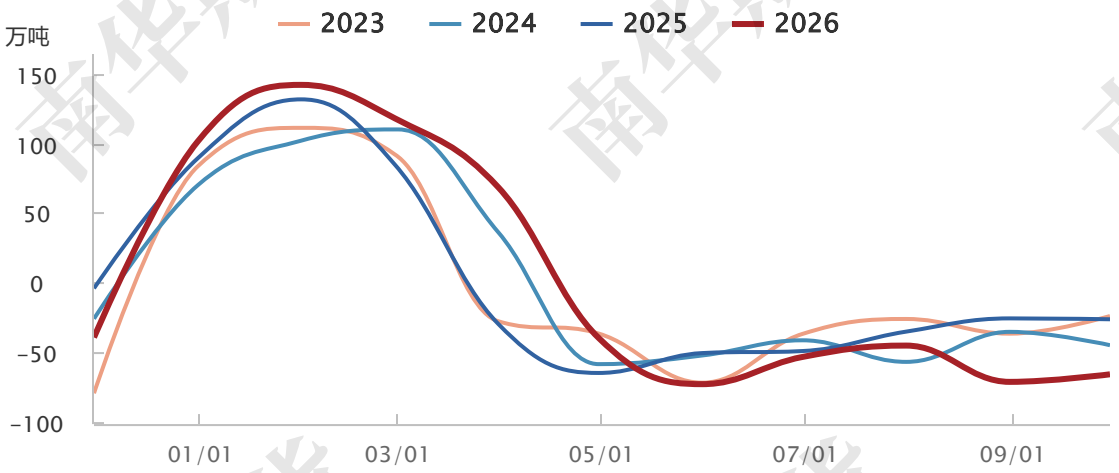
本周郑糖定价权集中于新糖上市节奏。盘面在前一周的低位拉锯后始终未能有效反弹，周内虽随外盘回补出现冲高，但每次上冲都被新增空头压回，临近周末增仓下破前低，重心再下一台阶。利空因素主要为广西开榨时点明确、计划开榨家数多于去年，云南已有多家糖厂开机且新糖报价率先下调，供给增加逐步转为现实；广西主要集团陈糖提前售罄，陈糖库存压力意外释放，青黄不接的窗口被新糖预售迅速填补，现货并未获得喘息；原糖跌破关键位后失去方向，雷亚尔疲弱与原油回落共同压制巴西制糖比与出口报价，进口成本锚继续下沉。期货由贴水现货转为平水，期现回归这层支撑随之消失。多空筹码在成本线附近正面博弈，空头基于看得见的增量，新糖集中上市、结转库存高企、销区采购清淡，叠加印度开榨进度成倍领先、政府停收糖制乙醇令可糖量进一步释放、泰国估产被二次上修，前期减产加缺口的叙事被逐条修正；多头依据主要为成本，盘面跌破广西现货成本线后糖厂即期销售与套保同时无利润，挺价惜售情绪抬头，配额外进口成本对盘面仍维持大幅升水。双方在成本线附近反复拉锯。

下周进入开榨定价的实质验证期。广西糖厂在周末前后集中点火，开秤价与集团新糖报价取代外盘，成为主要的边际定价信号，也决定近月能否守住前低。开秤价持稳、集团延续挺价，盘面在成本线下方获得修复窗口；开秤价随行就市下移、现货补跌，则前低失守，向下寻找配额内成本与产业买盘的位置。外盘重点关注巴西双周报的制糖比与出糖率、印度日榨进度，以及雷亚尔能否止跌：原糖在乙醇比价与印度进口需求处有支撑，但基金净多仍庞大，关键位失守易引发踩踏。

* 近端交易逻辑

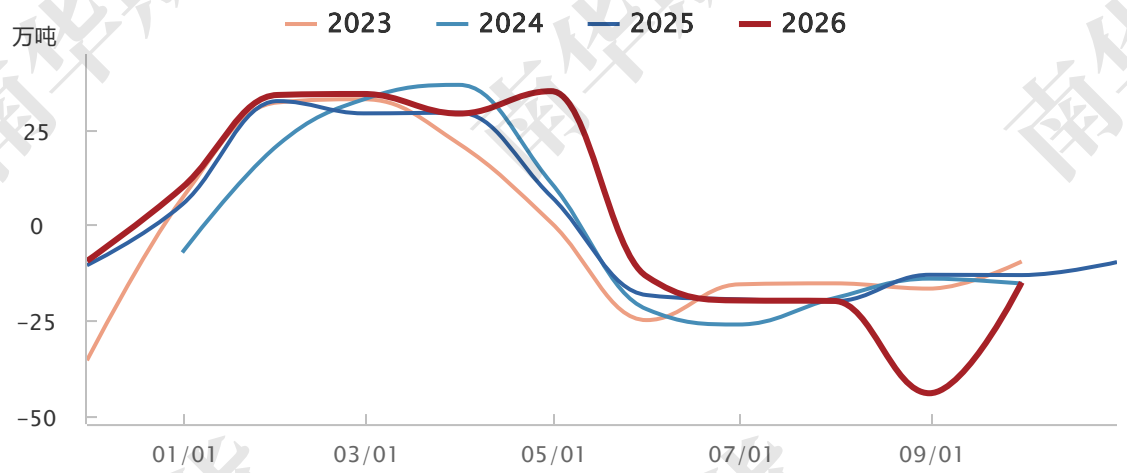
近月定价的锚已切换为新糖开秤价。此前近月的支撑来自配额外倒挂与期现贴水，如今进口窗口半开、基差收敛至平水，两层保护同时变薄，近月必须独自面对新糖放量、高结转与淡季采购的三重挤压。糖厂在盘面倒挂下不愿低价卖保，但开榨即意味着现金流需求，顺价销售仍是主流选择，集团报价的下移节奏就是近月的下跌节奏。仓单在反弹中回升，说明卖保盘并未离场，只是在等更好的价格。近月的博弈重心因此从“方向”转为“节奏”：开秤价不破，前低附近易有反复；开秤价下移，则现货补跌带来最后一跌。

广西糖单月库存变量季节性



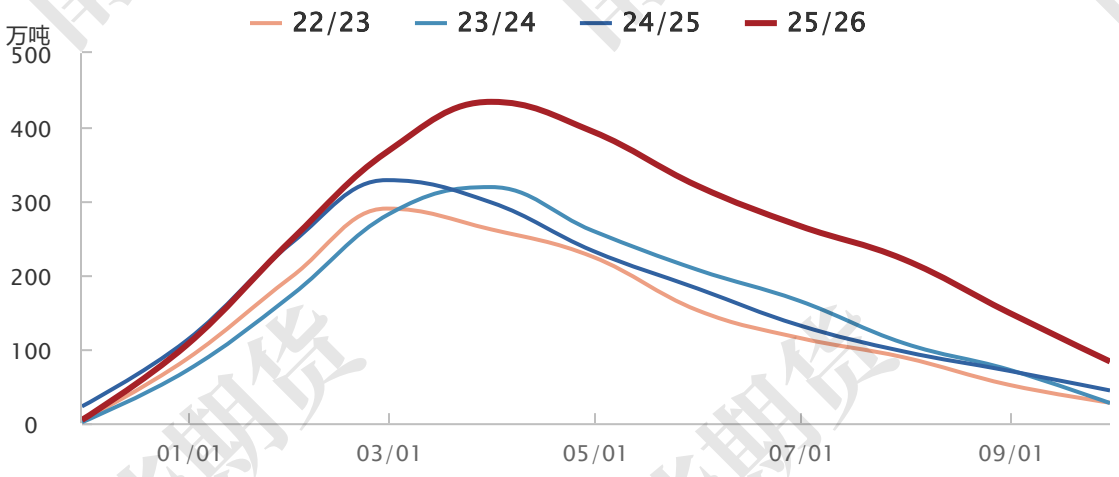
source：同花顺,南华研究

云南糖单月库存变量季节性



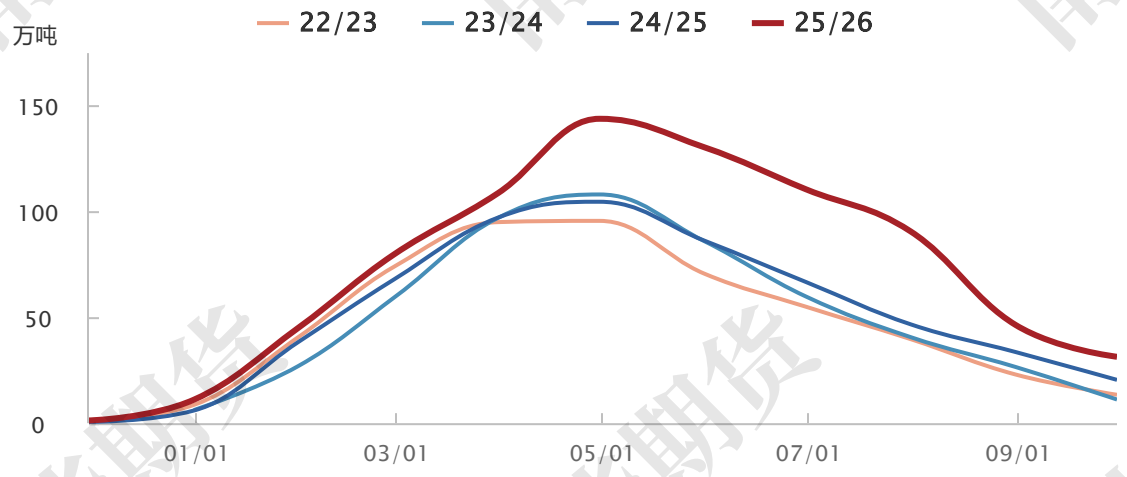
source：同花顺,南华研究

广西糖月度工业库存季节性



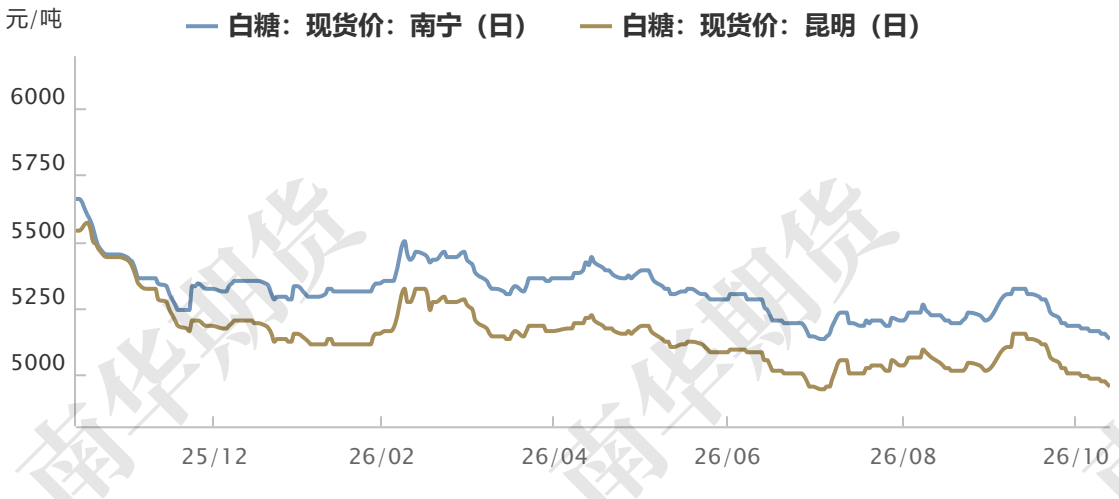
source：中糖协,南华研究

云南糖月度工业库存季节性



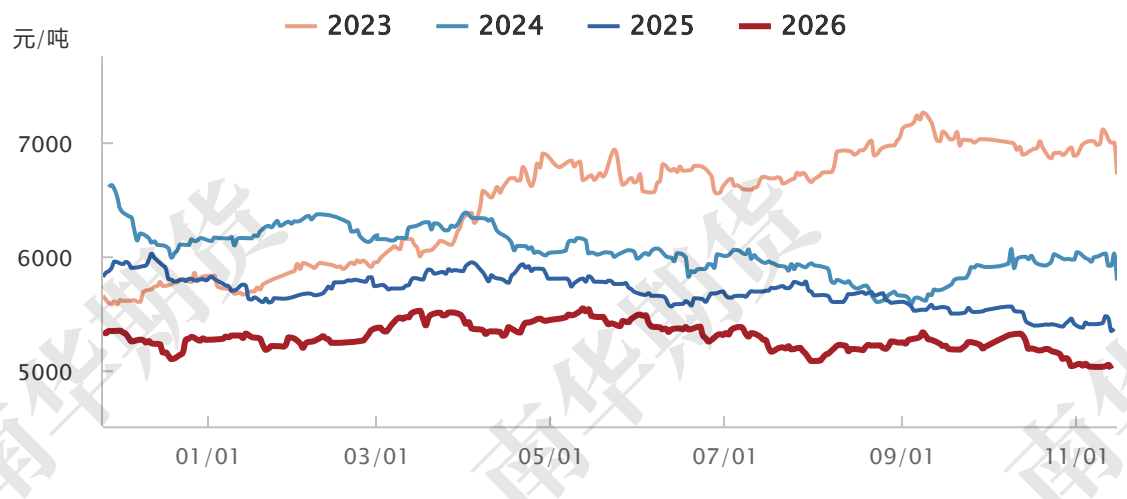
source：中糖协,南华研究

白糖主产区现货价



source：沐甜科技，南华研究

白糖11合约收盘价季节性

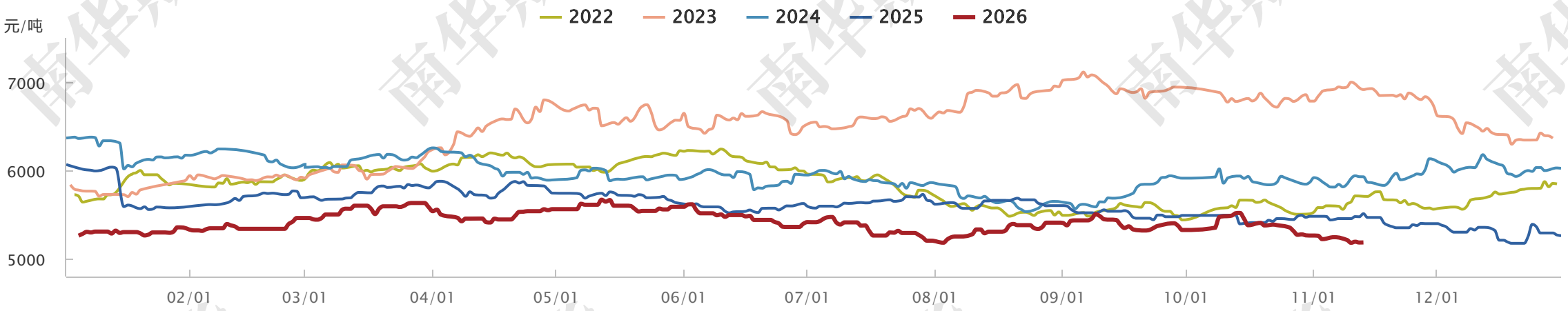


source：wind,南华研究

*** 远端交易逻辑**

远月的估值锚由进口成本与国内成本共同构成，前者随外盘与汇率下沉，后者构成硬底。全球平衡表的中期缺口尚未被证伪，巴西累计减产、美国农业部下调其产量与出口、泰国收购价跌破种植成本引发改种。这些都在为远月保留修复空间。同时，远端承受南半球复产的预期压制，机构对巴西下一榨季增产的预估已被提前定价，远月的升水结构本身就体现了这份预期。因此远月更适合按“低估值加慢变量”的思路配置，接下来以逢低分批为主：以外盘企稳与成本锚回升作为加仓信号，远月中长期估值修复方向仍偏多，但上方空间受复产预期约束。

白糖01合约走势季节性



source：*同花顺,南华研究*

1.2 价格及价差走势研判

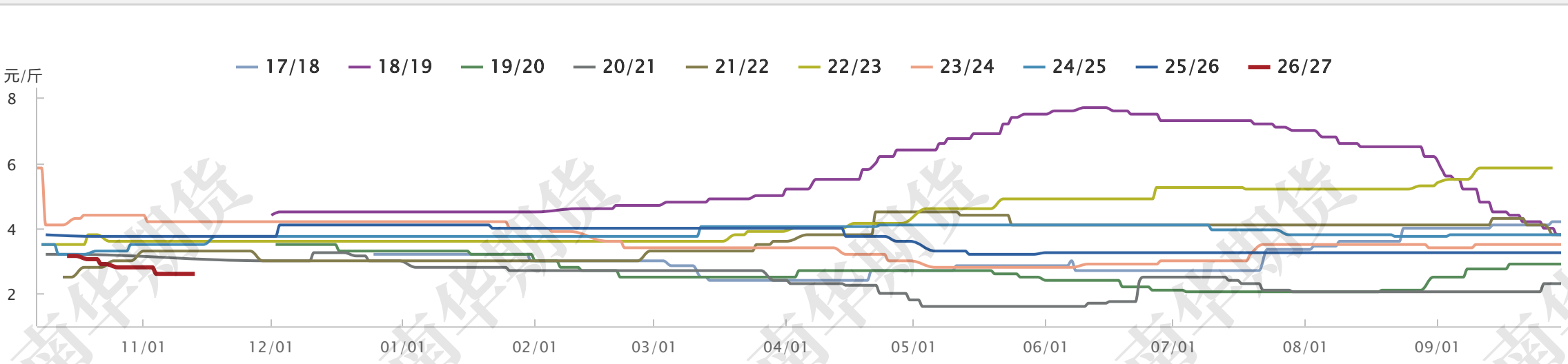
***价格走势研判：**主力参考区间 5100—5230 元/吨。下沿 5100—5130 汇集前低、配额外深度倒挂与产业买盘，是空头需要现货配合才能突破的位置；上沿 5200—5230 由广西成本线、集团套保与新糖预售报价共同构成压制。周内以成本线上下反复为主，方向或跟随开秤价。

***月差走势研判：**1-5 价差维持在远月升水60元/吨左右的窄幅区间，反套动能较前期明显衰减。近月受新糖上市压制，远月受南半球复产与进口成本下移压制，两端各有掣肘，价差缺乏单边驱动。短期以区间震荡对待，若开秤价大幅下移、近月补跌，价差仍有短暂走扩；反之收敛空间亦有限

***基差走势研判：**南宁现货对主力 的基差已由深度贴水收敛至平水附近，期现回归基本完成，基差对盘面的向上牵引消失。后续方向完全取决于集团开秤价，报价持稳则基差在平水附近震荡，报价下移则现货补跌、基差重新走弱。基差交易的意义已从“做修复”转为“做验证”。

***盘面利润走势研判：**糖厂即期销售与盘面套保同时亏损，卖出套保缺乏利润，这是本周最值得关注的估值信号，套保压力被动后移，盘面下跌的产业抛压反而减轻。配额外进口利润在盈亏平衡附近徘徊，窗口半开意味着内外价差继续修复的空间有限。若雷亚尔企稳、原糖反弹，进口成本抬升将带动盘面利润修复；若汇率继续走弱，则成本锚再下一个台阶。

苹果一二级纸袋80#栖霞现货季节性



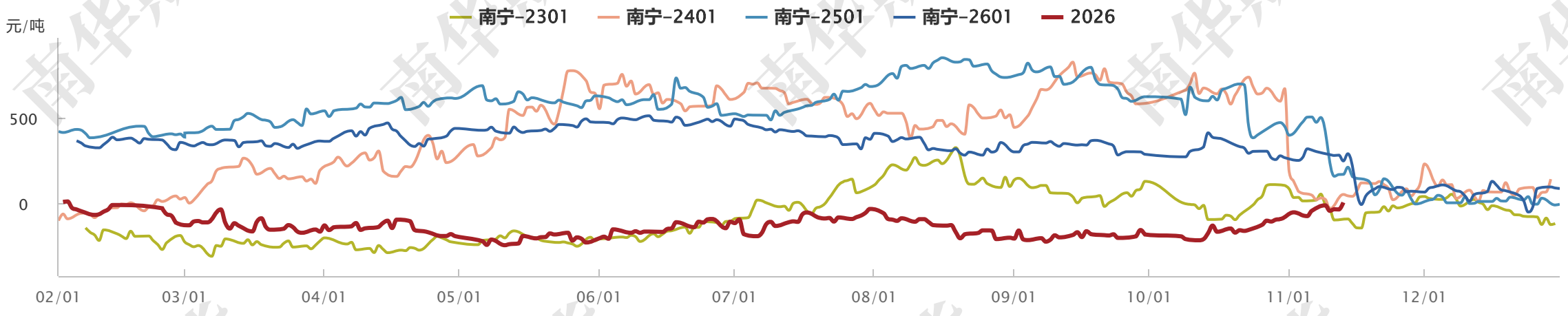
source：*南华研究*

白糖价格区间预测

价格区间预测（月度）	当前波动率（20日滚动）	当前波动率历史百分位（3年）
5200-5800	5.85%	2.2%

source：*南华研究,wind,同花顺*

白糖01合约基差季节性（南宁）



source：*同花顺,南华研究*

1.3 风险提示

广西开秤价高于预期、主产区降水异常、巴西雷亚尔大幅波动、印度产量兑现超预期。

第二章　本周重要信息及下周关注事件

2.1 本周重要信息

【利多信息 】

1、陈糖提前清库：广西湘桂、广糖、东糖等集团陈糖先后售罄，11月以来已有三家集团完成清库，陈糖工业库存降至偏低水平，青黄不接阶段的现货抛压小于预期。

2、糖厂挺价惜售：盘面跌破广西成本线后，糖厂即期销售与套保均无利润，出现明显挺价惜售心态，现货报价下调幅度持续小于期货。

3、巴西减产延续：UNICA 数据显示 10 月下半月巴西中南部糖产量同比下降 0.7%，而甘蔗压榨量同比增长 3.6%，制糖比与出糖率同步走低，减产由“量的下滑”转为“质的走弱”。

4、机构继续下修巴西：USDA 驻巴西办事处将 26/27 榨季产量下调 4% 至 4050 万吨、出口下调 4.8% 至 3170 万吨，甘蔗出糖量同比下滑 12%。

5、泰国远忧未解：本榨季甘蔗基准收购价同比下降 23%、已低于种植成本，部分农户计划改种木薯，远期供给能力受损。

6、印度进口需求：印度将免税进口窗口延长至年底，为国际糖价提供底部需求支撑。

7、仓单压力有限：郑糖仓单回升至两万张出头，绝对量仍处历史低位，近月交割压力可控。

【利空信息】

1、广西集中开榨：广西定于 11 月 15 日开榨，11 月中下旬计划开榨 40 家以上，多于去年同期的 35 家，新糖供给快速上量。

2、云南提前放量：截至 11 月 12 日云南已有 3 家糖厂开榨，新糖报价下调，全省预计 51 家开榨、产糖量或达 340 万吨的历史新高。

3、新糖预售重心下移：广西新糖预售报价较前期继续下调，盘面贴水新糖的幅度扩大，现货定价中枢随之下移。

4、国内产量预估上调：农业农村部 11 月报告将新榨季产量上调 67 万吨至 1360 万吨，产需缺口收窄至 230 万吨，高结转与增产双重压制未解。

5、印度开榨提速：截至 11 月 5 日印度已有 184 家糖厂开榨、累计产糖 128.5 万吨，约为去年同期四倍；政府停止采购以食糖及甘蔗为原料的乙醇，糖供应缺口预期收敛。

6、泰国估产上修：泰国甘蔗及糖业委员会二次调研将甘蔗产量上修至 9700 万吨、食糖产量上修至 1050 万吨，前期减产利多被修正。

7、雷亚尔疲弱叠加原油回落：雷亚尔一度跌至 15 个月低点，巴西出口商抛售意愿上升；原油走弱压制乙醇价格，糖厂制糖比回升预期增强。

8、干旱题材降温：广西多地降雨改善土壤墒情，市场对产区减产的交易明显降温。

2.2 下周重要事件关注

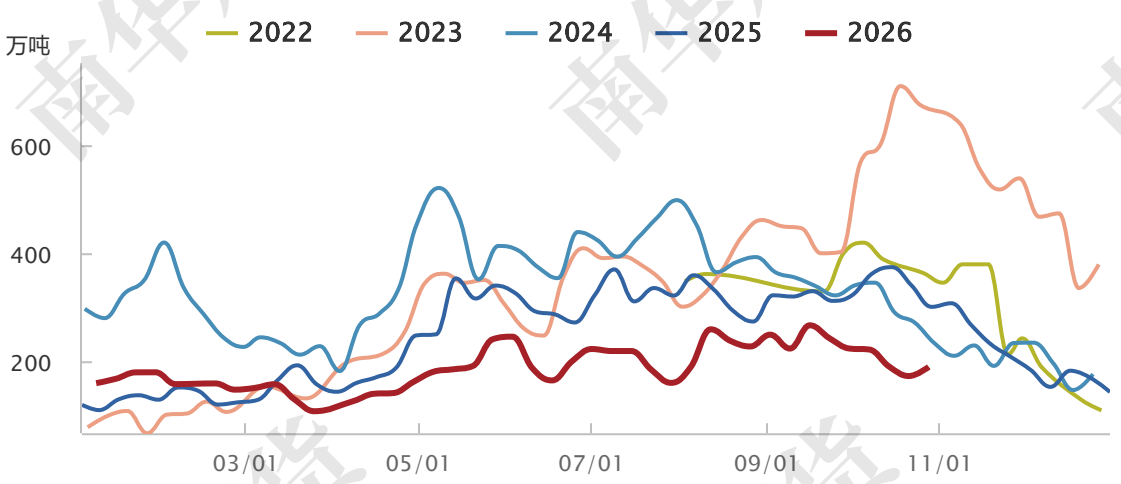
1、广西糖厂开榨进度与首批开秤价（11 月 15 日后集中开榨，核心变量）。

2、巴西中南部双周压榨数据（UNICA，北京时间周二前后）。

3、巴西港口周度待运食糖数量及船只数（北京时间周四）。

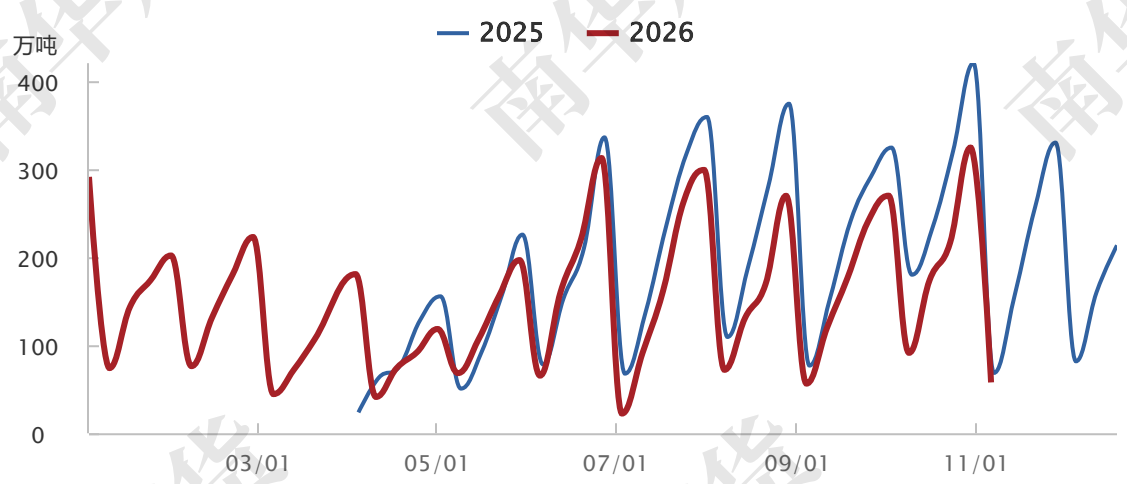
4、CFTC 持仓报告与雷亚尔汇率走向（北京时间周六凌晨）。

巴西港口待运食糖量



source：*Williams,南华研究*

巴西糖及糖蜜周度出口数量季节性



source：*上海钢联,南华研究*

美元兑巴西雷亚尔



source：*同花顺,南华研究*

第三章 盘面解读

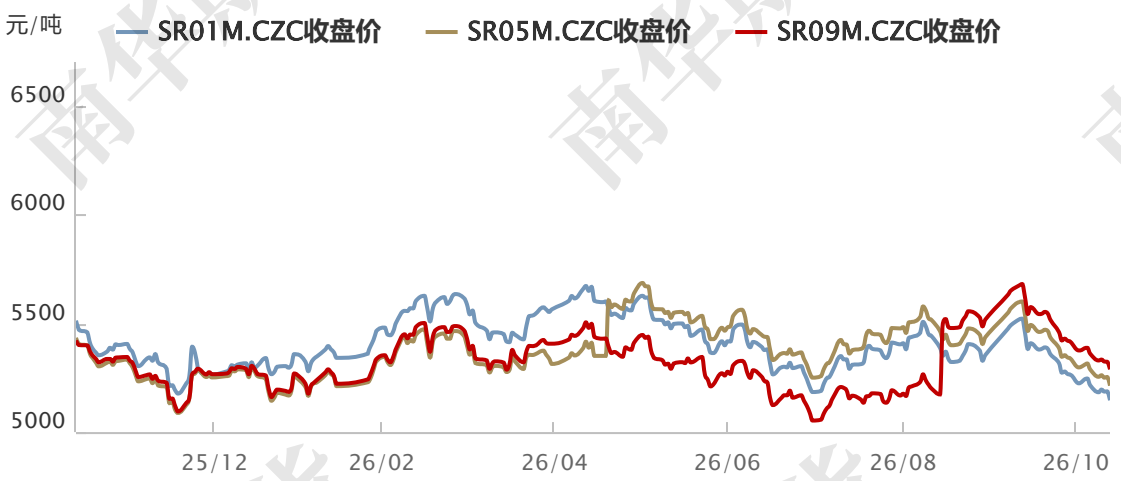
3.1 价量及资金解读

【内盘】

* 单边走势

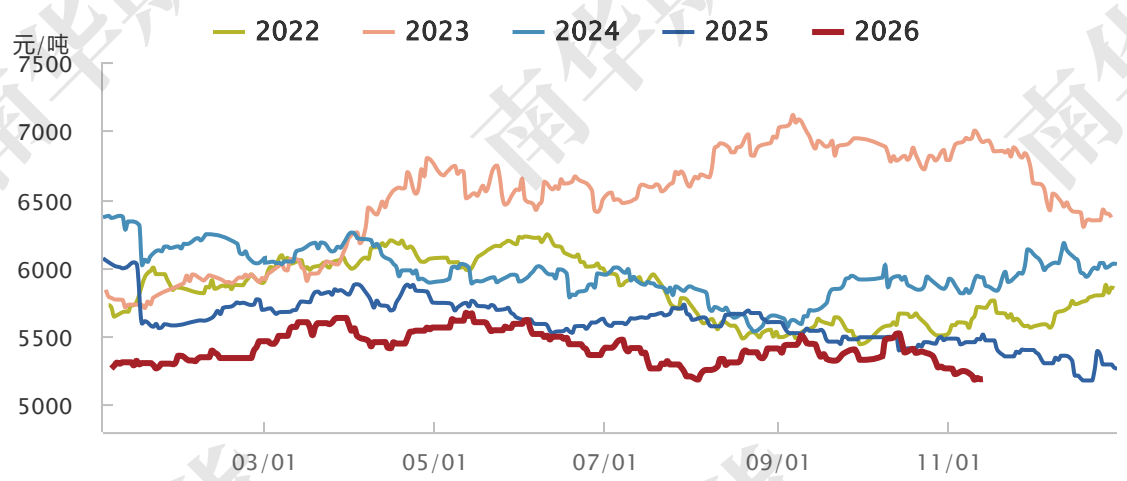
（11.9-11.13）当周，主力 SR2701 周五收 5146 元/吨，周跌 1.32%，持仓由 61.3 万手增至 71.9 万手。白糖中最大得利席位净空头小幅减仓，外资席位净空头小幅增仓。

白糖期货价格走势图



source：同花顺,南华研究

白糖01合约走势季节性



source：同花顺,南华研究

* 基差月差结构

基差结构：南宁现货 5150 元/吨，对郑糖主力 由上周贴水74元收敛至平水附近（升水约 4 元），周内收敛约70元，驱动力是期货跌幅大于现货。最便宜可交割品已由陈糖转向新糖，后续基差空间取决于集团开秤价与销区补库节奏。

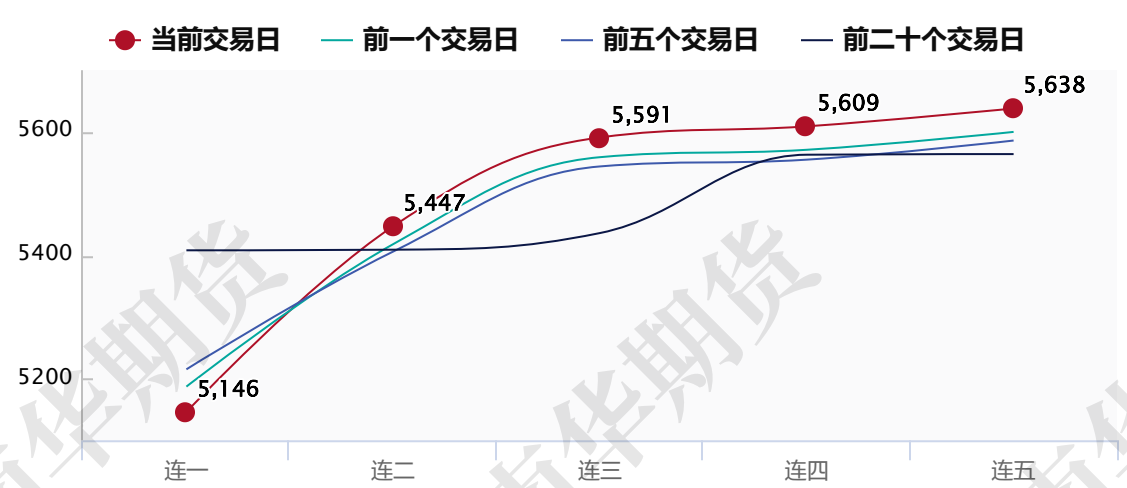
月差结构：1-5 价差在-60至-70区间窄幅波动，较上周略有收敛，反套动能衰减。整条曲线仍为近低远高的正向结构（2611 至 2709 逐级抬升），反映市场对新榨季供给宽松与成本上移的双重定价，短期结构判断为区间震荡。

白糖11合约基差变化（元/吨）（周度）

2026-11-13	最新价格	上周价格	周度价格变化
南宁糖价	5150	5170	-20
柳州糖价	5160	5170	-10
进口加工估算价（配额外，50%关税）：巴西领先45天	5843	5885	-42
郑糖主力收盘价	5146	5215	-69
昆明糖交割价	5090	5120	-30
白糖最便宜可交割品价格	5090	5120	-30
郑糖11合约	5005	5025	-20
郑糖11合约基差	85	95	-10
数据来源：上海钢联 同花顺 南华研究			

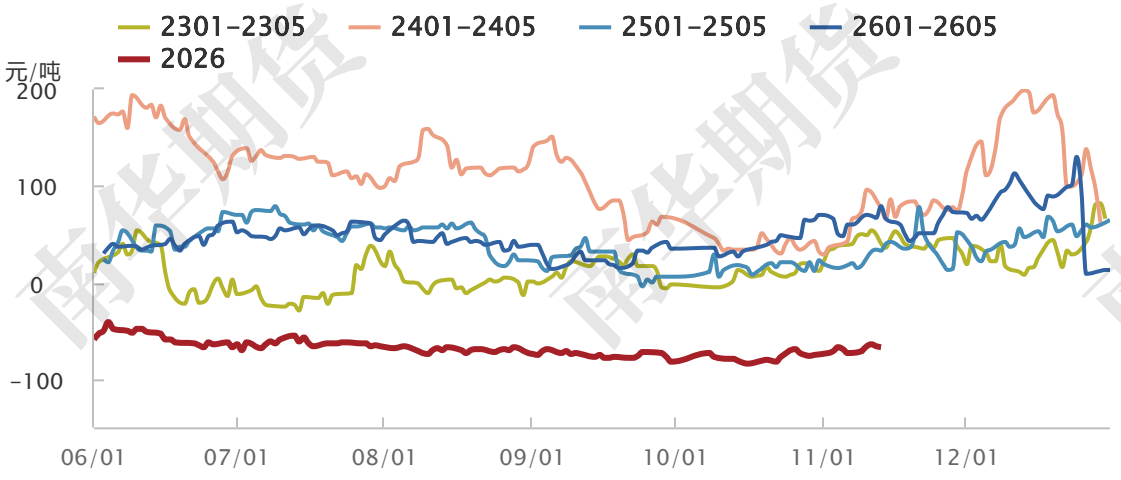
source：同花顺,上海钢联,南华研究,wind

郑商所白糖期货期限结构图



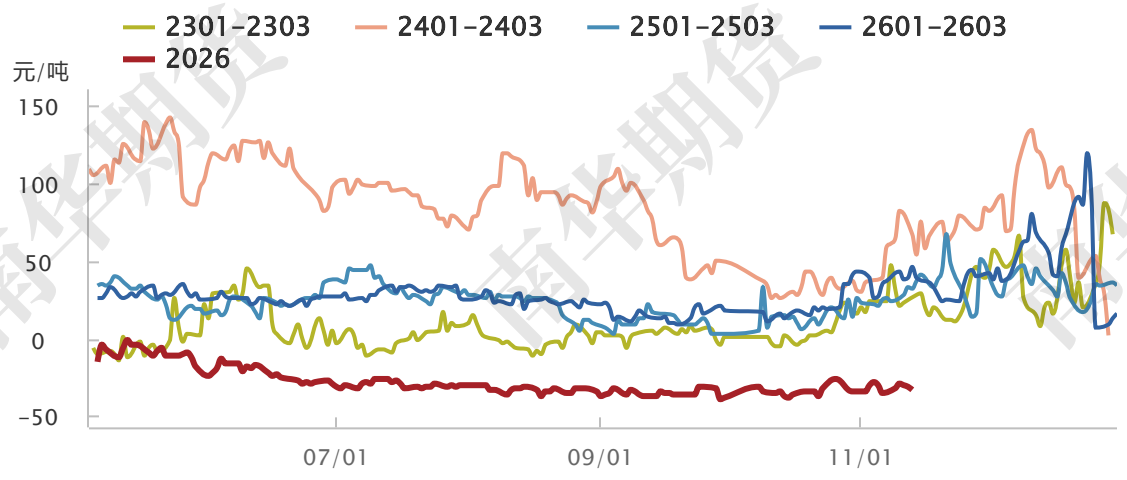
source：同花顺,wind,南华研究

白糖期货月差（01-05）季节性



source：同花顺,南华研究

白糖期货月差（01-03）季节性



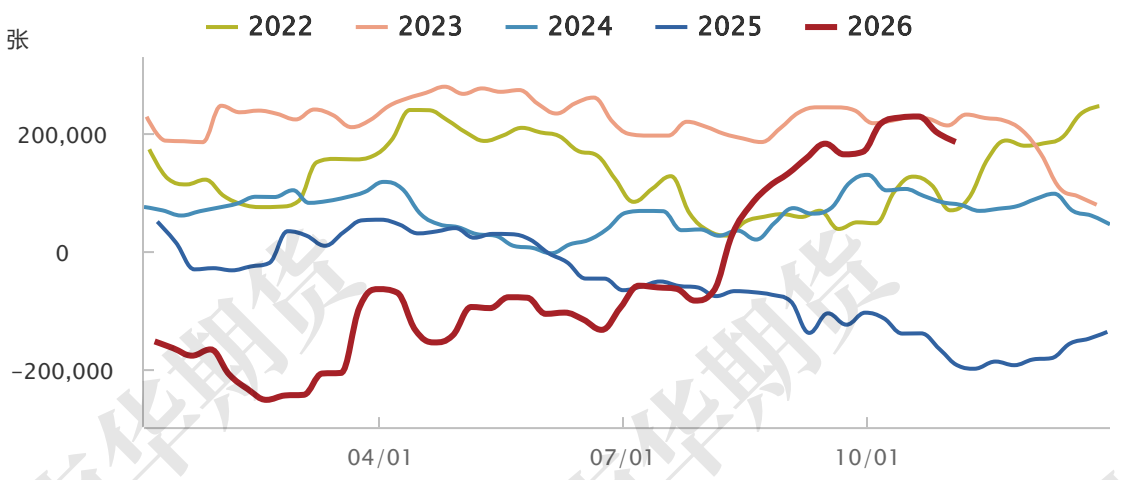
source：同花顺,南华研究

【外盘】

* 单边走势

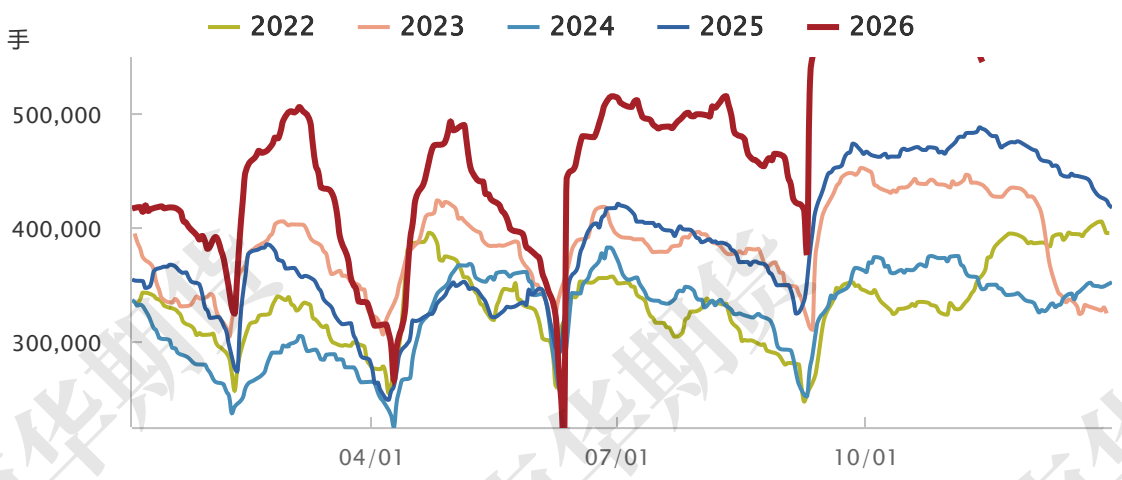
当周（11.9-11.13）ICE 3 月合约周五收 18.40 美分/磅，周涨 0.88%，结束连续三周下跌；基金净多降至 22.4 万手，周内减约 1.4 万手。

11号糖CFTC非商业净多头持仓



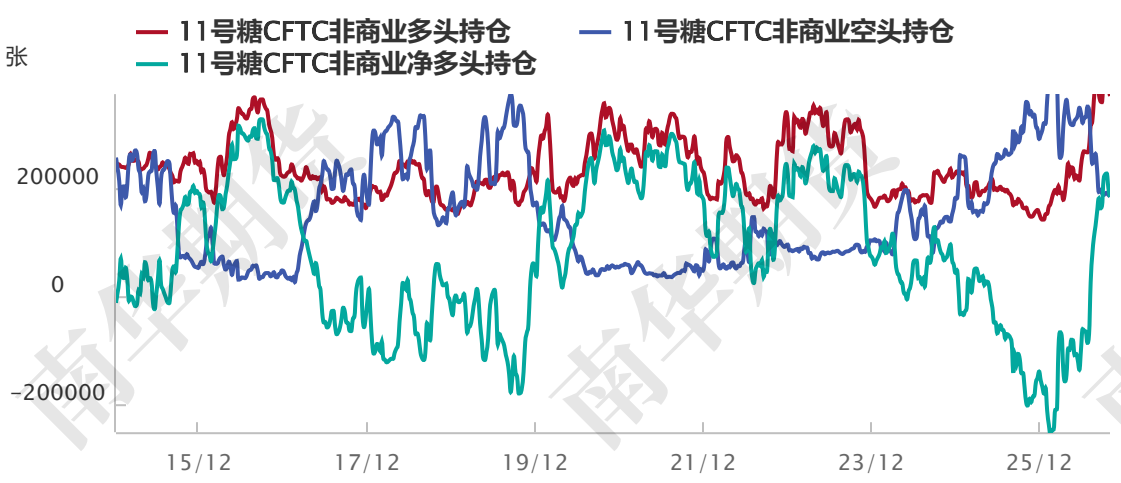
source：同花顺,南华研究

糖11号主力持仓量季节性



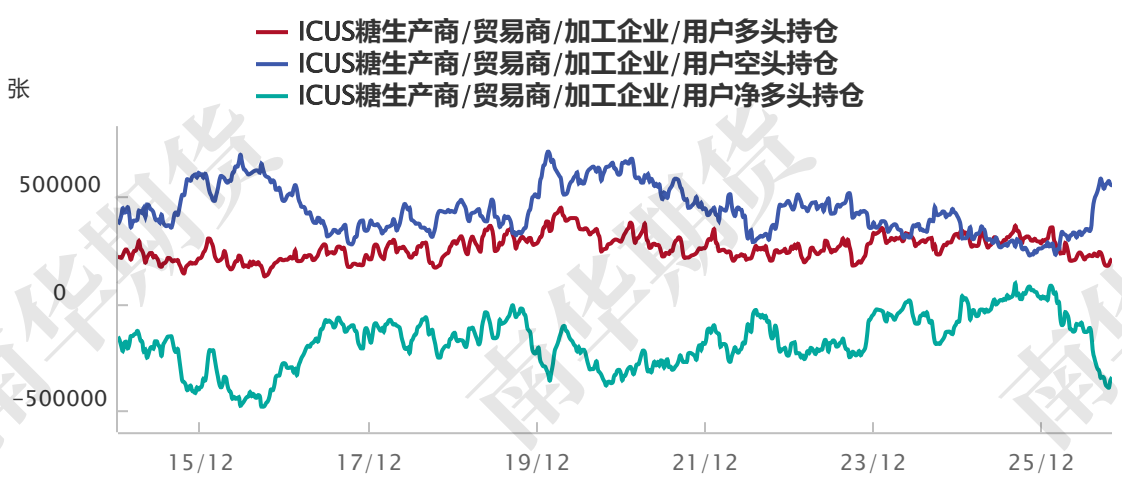
source：同花顺,南华研究

ICE11号糖管理基金多空持仓汇总



source：同花顺,南华研究

ICE11号糖产业资金多空持仓汇总

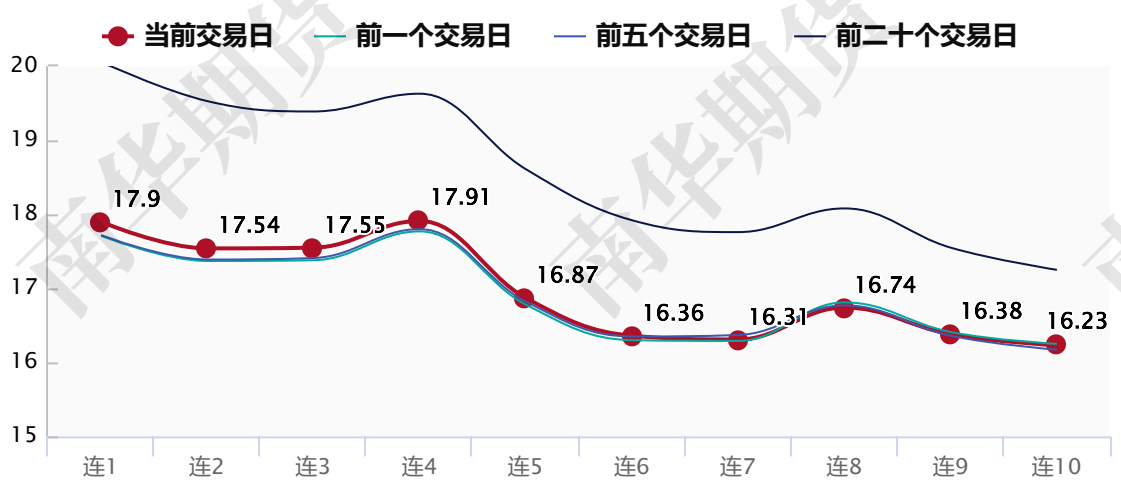


source：同花顺,南华研究

* 月差结构

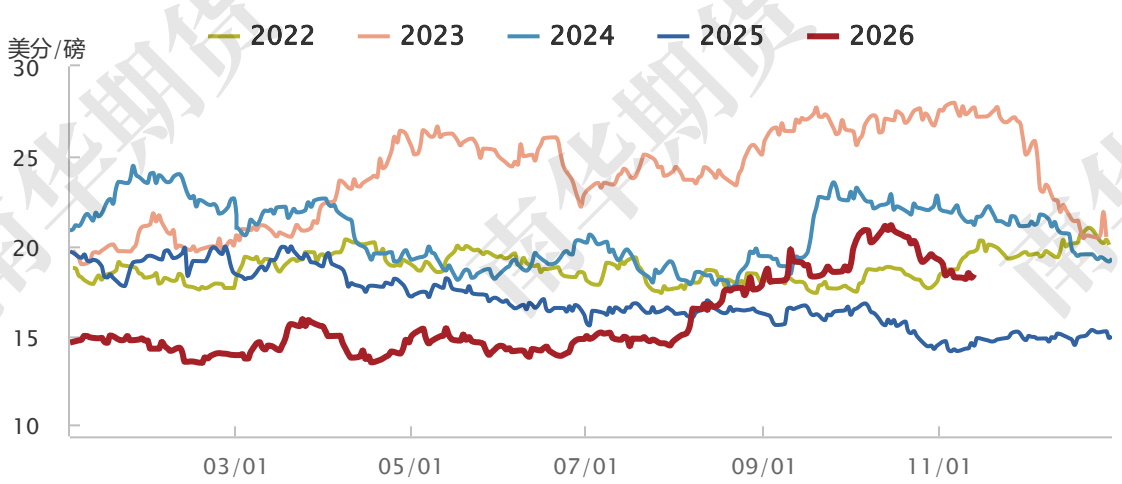
当前原糖期货结构呈现温和反向市场，曲线呈“驼峰”状。短期供应紧张、中期天气风险溢价与远期改善预期的三层定价。近月受巴西制糖比下滑、厄尔尼诺影响北半球天气威胁新季产量支撑；2027年3月对应北半球压榨高峰，产量变数最大，市场给予最高不确定性溢价，故价格凸起；更远合约则因预期全球种植恢复、供应转向宽松而走低。整条曲线反映出市场对当前紧平衡、中期悬疑与长期改善的逐层定价逻辑。原糖呈近高远低的反向结构，3/5 价差约 50 点、3/7 价差约 84 点，近端升水持续收窄。

ICE原糖期限结构图



source：wind,南华研究

美原糖收盘价季节性



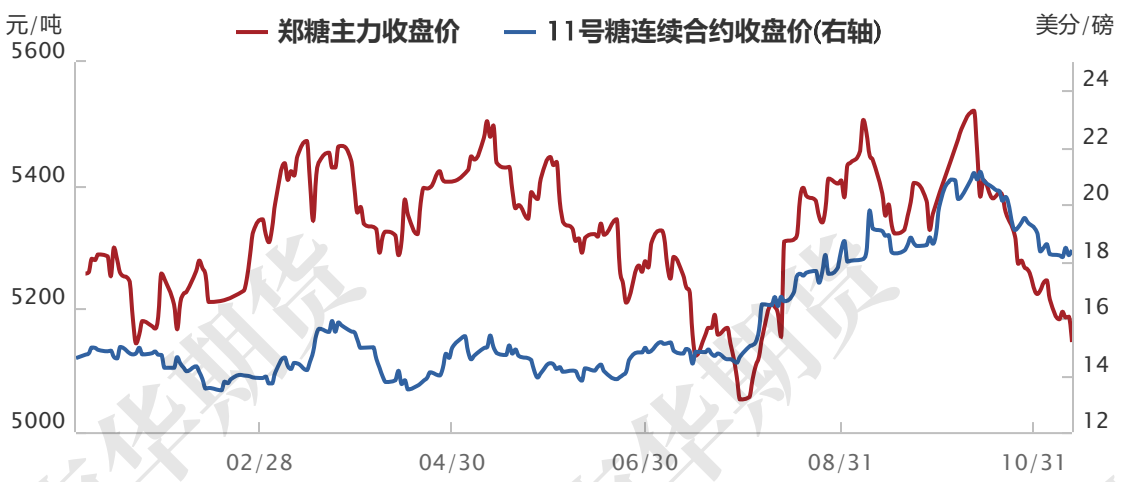
source：同花顺,南华研究

【内外价差跟踪】

内外联动由“外强内弱”转为“同步走弱”。原糖回落叠加雷亚尔疲弱，配额外进口成本随之下沉，与国内现货的价差收窄至近乎持平，加工糖售价与进口成本的比价也回到盈亏平衡附近，进口通道的估值保护由厚转

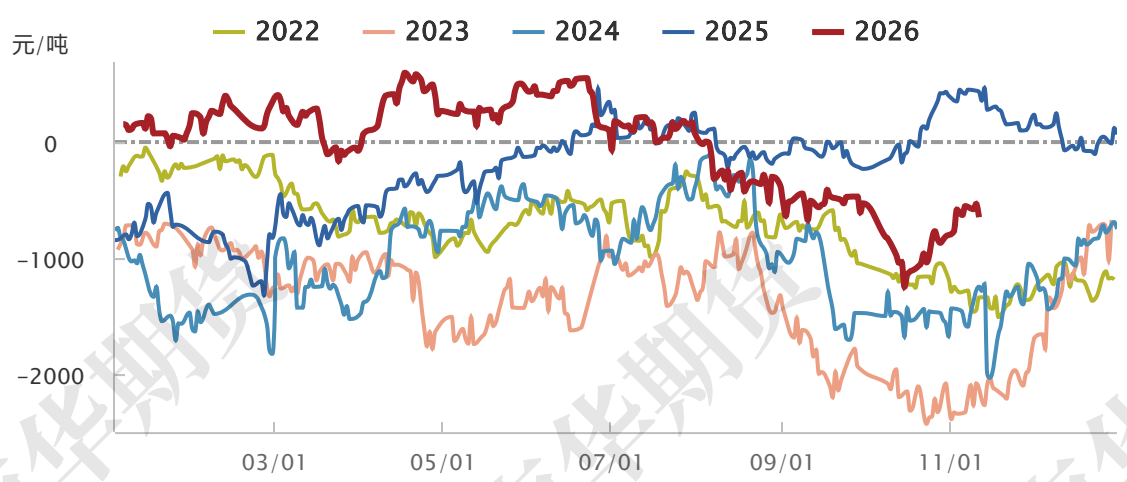
薄。郑盘相对配额外成本仍保留深度贴水，这是国内唯一还算坚实的估值垫，但其厚度正被汇率与外盘逐周侵蚀。

郑糖主力与原糖价格走势对比



source：同花顺,南华研究,wind

巴西糖配额外进口利润（郑糖）



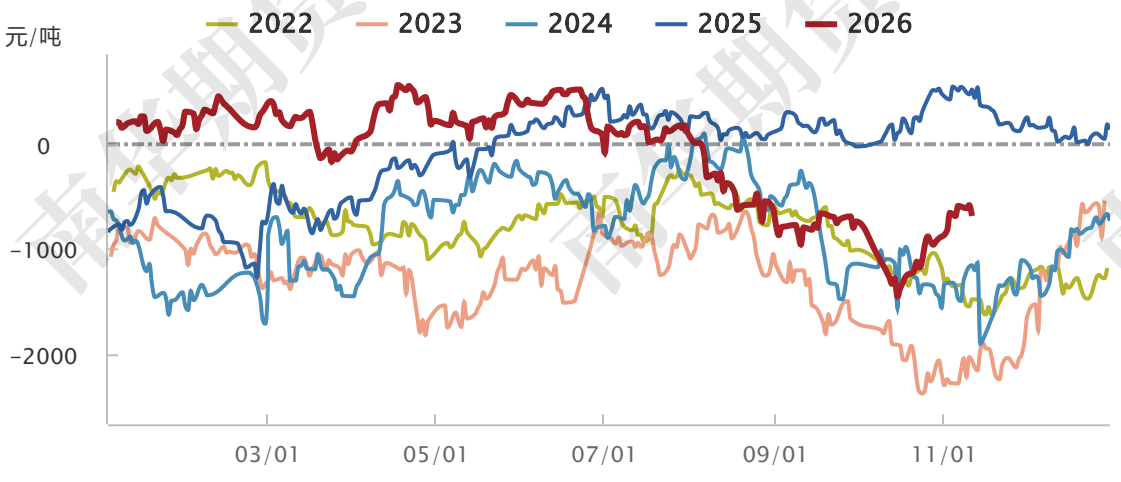
source：同花顺,南华研究

第四章 估值和利润分析

4.1 进口利润跟踪

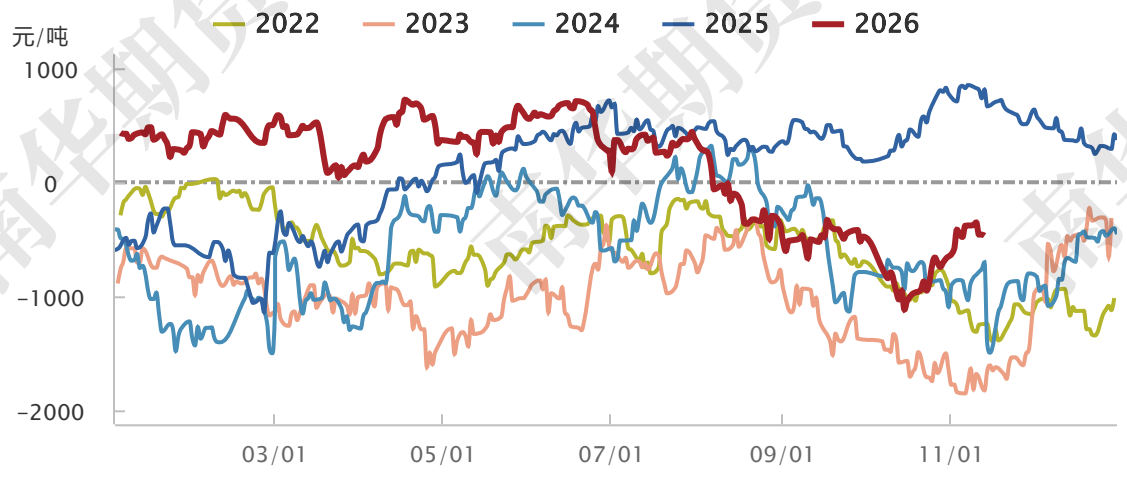
我国是食糖的净进口国，且种植成本较高的情况下导致生产成本远高于国际市场。因此我国实行配额制度，当前的配额制度是进口配额关税为15%，配额外关税是50%。近期由于外强内弱，配额外进口利润呈现震荡回落态势。此外，除了食糖进口，还可以通过糖浆以及预混粉进口来补充供应。去年年底开始我国关闭了从泰国和越南等国的进口窗口，不过随着进口利润的扩大，我国从马来西亚等其他亚洲国家的进口量有明显增加。不过由于老挝进口口径被暂停，从近期数据看，糖浆以及预混粉的进口折糖量连续回落。

巴西糖配额外进口利润（柳糖）



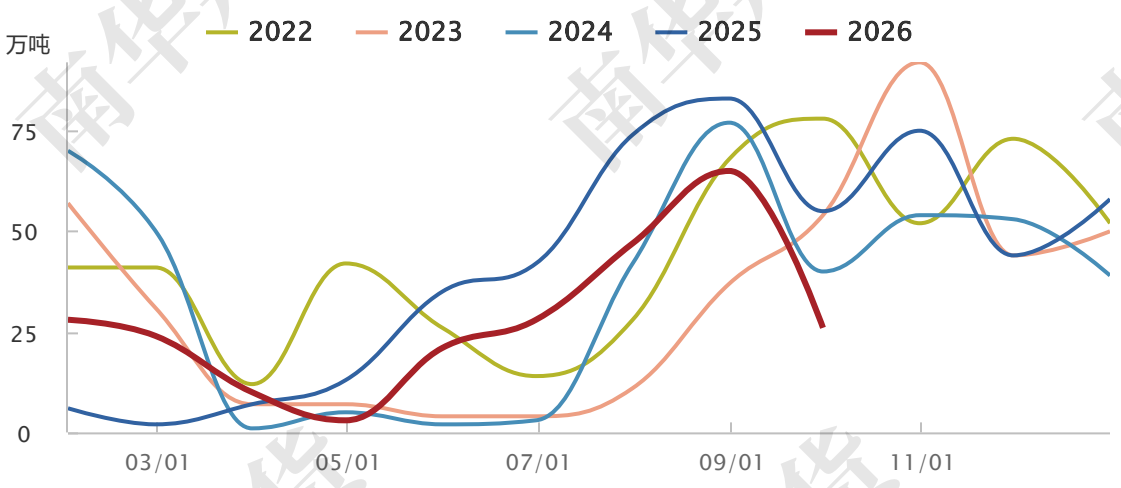
source：同花顺,南华研究

巴西糖配额外进口利润（日照）



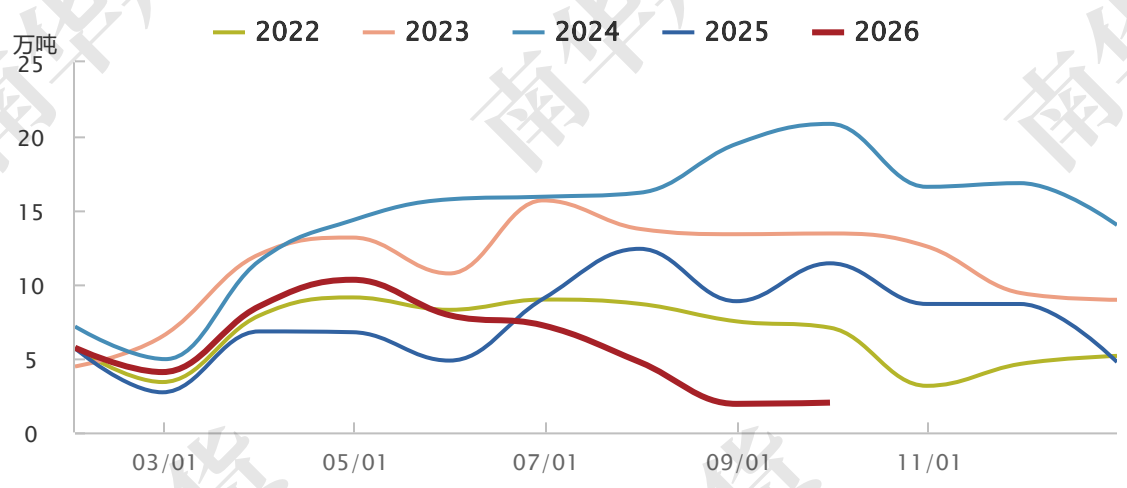
source：同花顺,南华研究

中国食糖当月进口量



source：海关总署,南华研究

进口糖浆及预拌粉折糖量



source：海关总署,南华研究

第五章 供应及库存推演

5.1 供需平衡表推演

新榨季国内产量预估被再度上修，产需缺口相应收窄，而结转库存仍处高位，供给端呈现“增产加高结转”的双重压力。需求端处于季节性淡季，销区贸易商以刚需采购为主，替代品价格优势仍在，表观消费难有明显起色。综合来看，本榨季国内供需由“紧平衡”向“宽松”倾斜，缺口的收敛意味着国内价格对进口成本的依赖度下降、对自身成本线的依赖度上升，这也是盘面在跌破成本线后反复争夺的根本原因。本榨季总供给攀升，表观需求量预计达到1835.4万吨，为近五年新高。

国内食糖供需平衡表（周更）

国内食糖供需平衡表（万吨）							
榨季		20/21	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26（预计）
上季工业结转库存		56.62	104.86	89	44	35.72	**35**
产量		1066.66	956	897	996	1116.21	**1360**
销量		961.8	867	853	960.28	1081.21	**1278.4**
销糖率		90.17%	90.69%	95.09%	94.38%	96.86%	**94%**
当季工业结转库存		104.86	89	44	35.72	35	**81.6**
进出口	进口	633	534	389	475	461.89	**430**
	糖浆预拌粉等折算（估计）	50	96.62	116.05	157.2	116.02	**110**
	出口	13	16.0	18.5	15	16	**18**
	净进口	620	518	370.5	460	445.89	**412**
	净进口（含糖浆预混粉）	670	614.62	486.55	617.16	561.91	**522**
储备库	国储抛储量	0	0	2.67	0	0	**0**
	广西抛储量	0	0	0	0	0	**0**
供给量	当年总供给	**1756.28**	**1594.86**	**1375**	**1515**	**1613.82**	**1690.4**
	当年总供给（含糖浆预混粉）	**1806.28**	**1691.48**	**1491.05**	**1672.16**	**1729.84**	**1800.4**
	国内总供给（含糖浆预混粉）	**1862.9**	**1796.34**	**1580.05**	**1716.16**	**1765.56**	**1835.4**
表观需求量		1862.9	1796.34	1580.05	1716.16	1765.56	1835.4
数据来源：中糖协 云糖网 海关总署 南华研究							

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司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。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP　南华期货公众号　南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富