

# 郑糖估值偏低，但驱动向下
# —白糖周报

2026年11月9日—11月15日


- 招商农业-李依穗
- liyisui1@cmschina.com.cn
- 联系电话：0755-82959861
- 执业资格号：Z0020997


CMF 招商期货

2026年11月15日

# 周观点：区间震荡

1

- **市场表现：**ICE原糖03合约收18.4美分/磅，周涨幅0.82%。郑糖01合约收5154元/吨，周跌幅1.32%。南宁现货-郑糖01合约基差150元/吨，配额外巴西糖加工完税估算利润为-770元/吨。

2

- **供给方面：**
  - 巴西：据巴西农业部数据，截至10月下半月，巴西2026/27榨季累计甘蔗入榨量为56,511.86万吨，同比减少1,465.07万吨；累计产糖3,394.56万吨，同比减少524.82万吨；乙醇产量300.25亿升，同比增加13.43亿升。其中，10月下半月巴西压榨甘蔗3,700.38万吨，同比增加37.68万吨；产糖237.07万吨，同比减少5.84万吨，生产乙醇19.14亿升，同比减少2.40亿升。甘蔗入榨量单期同比转为正增长1.03%，为9月上半月以来首次回正；产糖降幅收窄至2.40%，累计产糖降幅由13.39%取代上期的14.12%，节奏回补已在数据端兑现。
  - 中国：
    - 广西：将于11月开榨，产量预计840万吨。

3

- **基本面：巴西当前榨季处于压榨尾声，糖醇比已大幅提升，压榨量也随着天气改善逐步追上，利空原糖03，下一季巴西的增产预期为4200-4400万吨同时也利空远月原糖。国内因为市场给的广西的产量预估810万吨，产量偏低，后期需要被向上修正，国内驱动向下。**

4

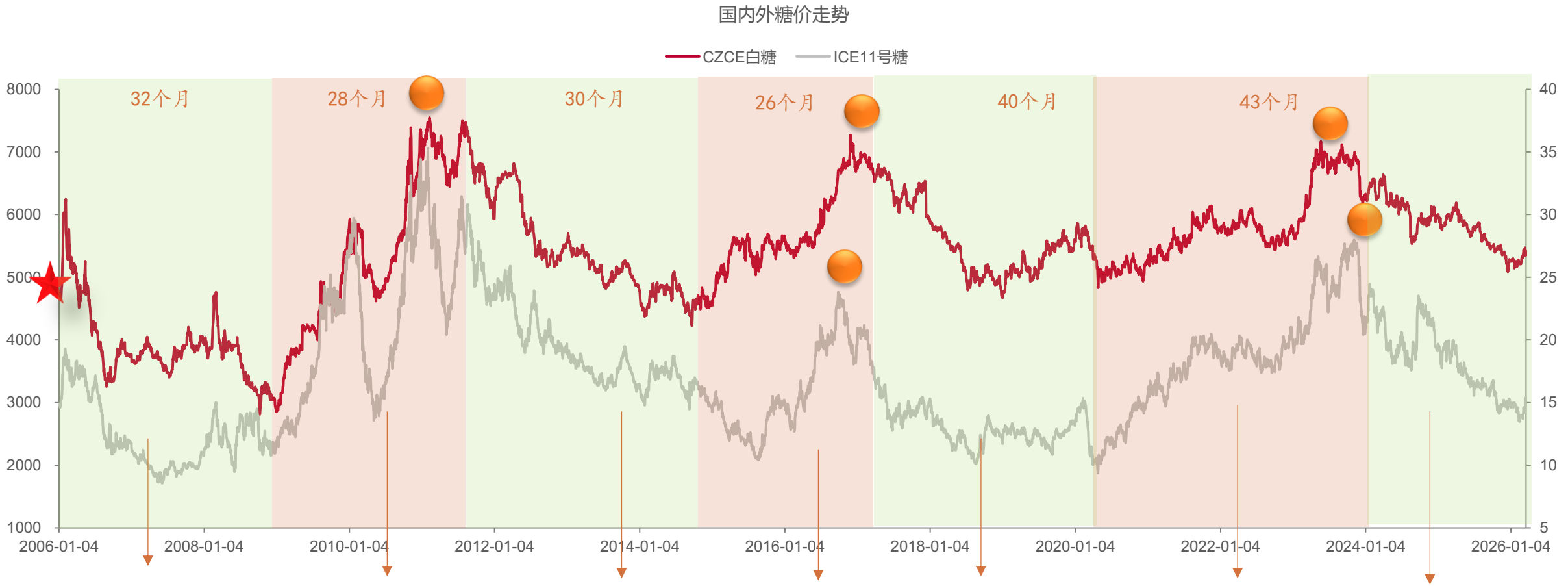
- **交易策略：观望**

5

- **风险提示：宏观、政策、天气、进口量**

数据来源：招商期货

# 糖周期回顾




- 郑州白糖期货上市初期，国储糖连续拍卖12次抑制了糖价
- 国际增产周期

- 09/10厄尔尼诺，大牛市触发-内外同步大幅减产，且美国政府推出QE量化宽松，2011年的商品牛市

- 熊市加剧下行阶段-供应过剩，库存高企

- 2016 年主产国减产确认

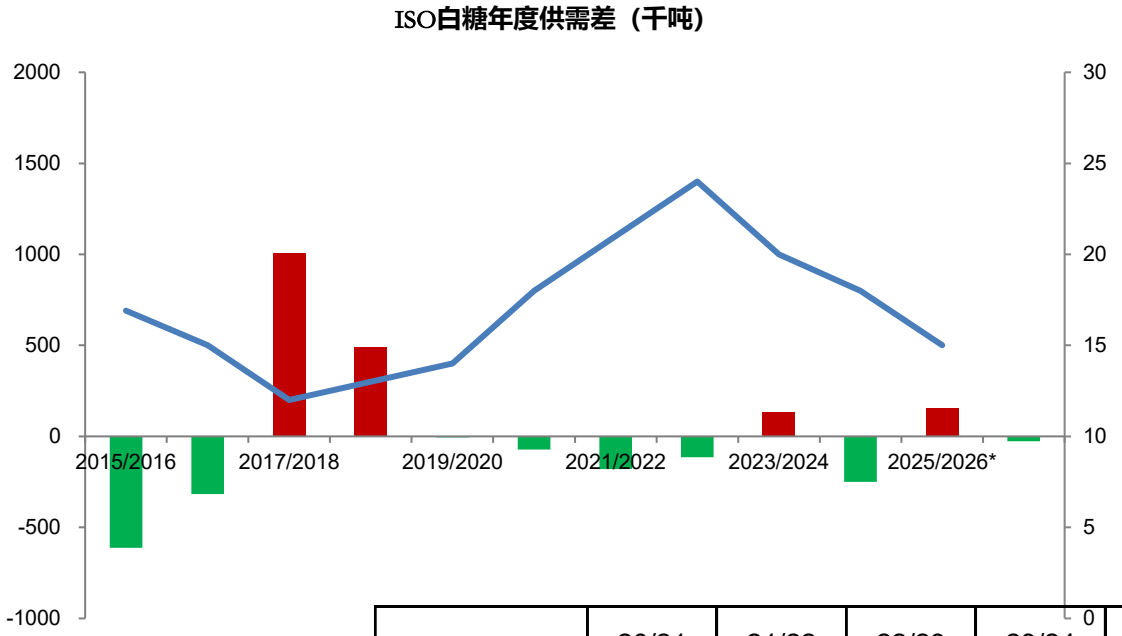
- 国储糖的连续抛储
- 配额外关税下调至45%
- 主产国增产周期，印度增产，种植面积扩张

- 2022年俄乌战争爆发，原油、宏观带动商品集体上涨，22/23厄尔尼诺导致主产国减产，糖市强势上行

国内外进入增产周期，全球种植面积扩张

数据来源：WIND，招商期货

# 全球糖供需预期：26/27年度全球市场供需缺口26.2万吨



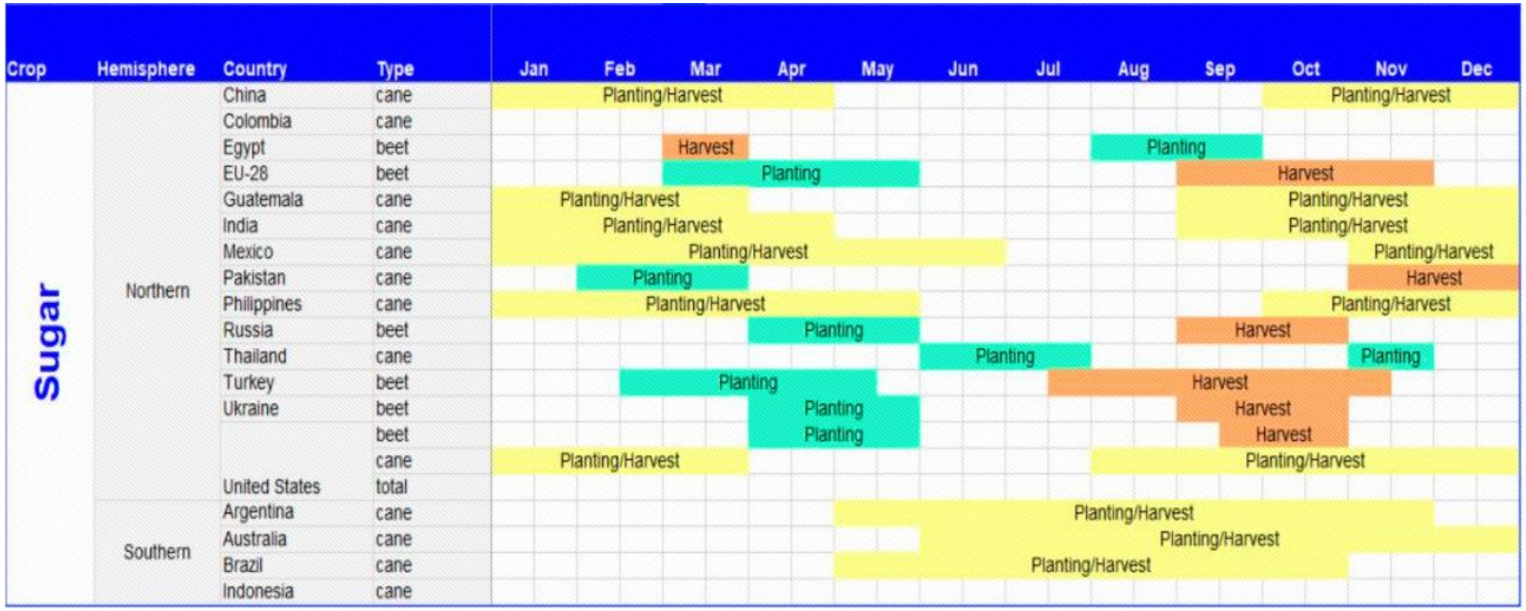

| 各机构对26/27榨季盈余缺口看法 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 月度 | 11月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 |
| ISO | | | | | | | (26) |
| StoneX | | | | | | | (55) |
| Czarnikow | | | | | 340 | 110 | 140 |
| Green Pool | | | 16 | | (160) | | (430) |
| Datagro | | | | | 226 | | 317 |
| Safras&Mercado | | | | | | | |
| CovrigAnalytics | | | 140 | | | 80 | |
| Copersucar | | | | | | | |

| | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25/26 | 26/27* | 同比 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 巴西中南部 | 3846 | 3206 | 3370 | 4240 | 4017 | 4050 | 3900 | -150 |
| 印度 | 3036 | 3600 | 3280 | 3167 | 2580 | 2750 | 2750 | 0 |
| 泰国 | 757 | 1013 | 1103 | 880 | 1005 | 1200 | 1050 | -150 |
| 欧盟 | 1067 | 1662 | 1460 | 1560 | 1660 | 1600 | 1500 | -100 |
| 中国 | 1454 | 958 | 896 | 996.32 | 1118 | 1280 | 1380 | 100 |
| 美国 | 923 | 916 | 925 | 931 | 940 | 946 | 946 | 0 |
| 墨西哥 | 606 | 656 | 553 | 510 | 540 | 590 | 590 | 0 |
| 巴基斯坦 | 570 | 780 | 660 | 650 | 616 | 630 | 730 | 100 |
| 合计 | | | | | | | | -200 |

数据来源：ISO，招商期货

# 全球甘蔗分布和种植日历

- 全球白糖主要由甘蔗和甜菜两种植物制成，甘蔗糖和甜菜糖分别占总供给的80%和20%，美洲和亚洲的甘蔗产量占全球90%以上
- 甘蔗糖有着季产年销的特性




**世界主要食糖生产国（地区）榨季起止时间**

| 国家(地区) | 开榨-收榨时间 | 食糖生产销售年度 |
|---|---|---|
| 印度 | 11月至翌年9月 | 10月初至翌年9月末 |
| 泰国 | 11月至翌年1月 | 12月初至翌年11月末 |
| 巴西 | 中南部为5月至12月 | 东北部为9月至翌年4月 5月初至翌年4月末 |

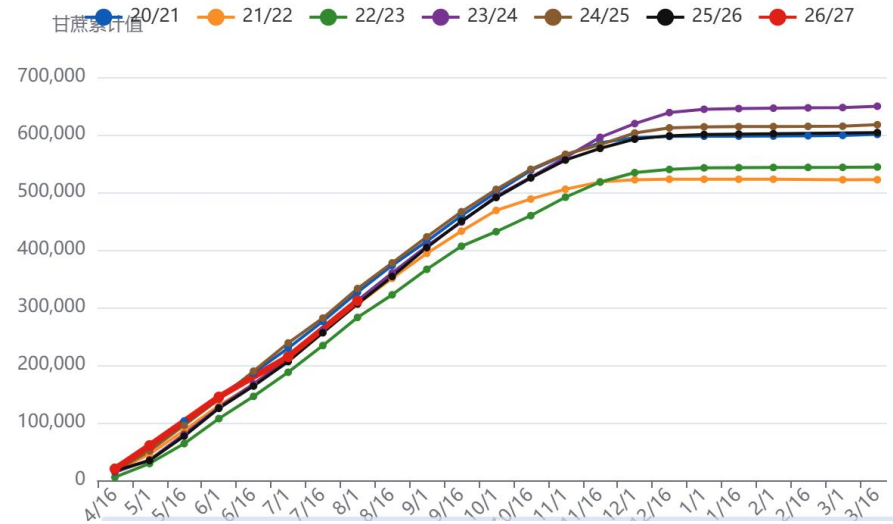
数据来源：Sucrose，招商期货

# 01 国际供需格局

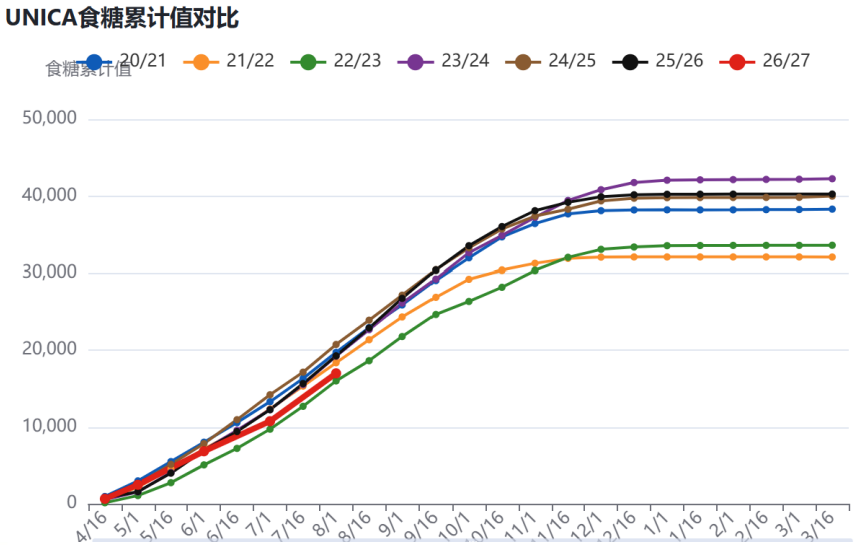
# 巴西：26/27制糖比预计回升，但UNICA数据过于滞后

CMF 招商期货

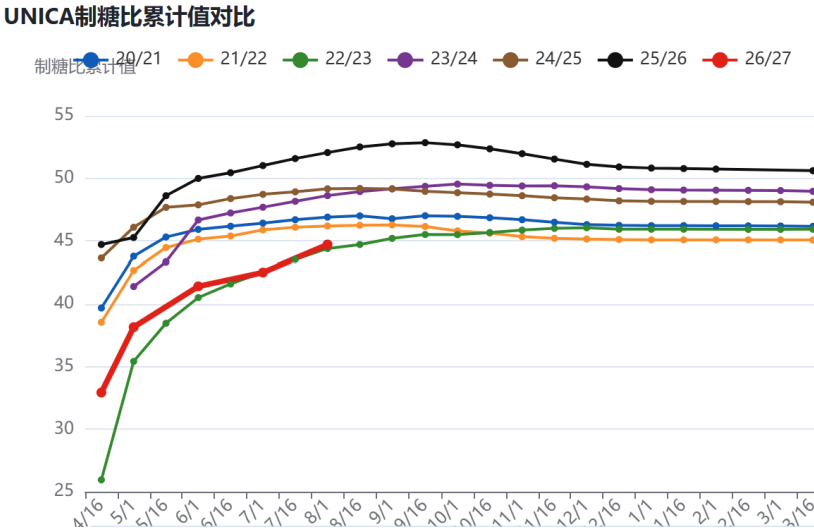
UNICA甘蔗累计值对比



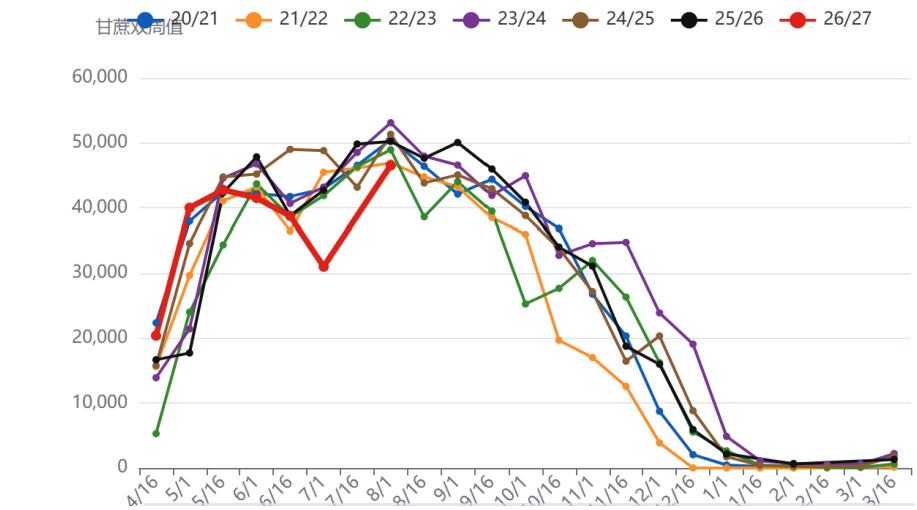

UNICA食糖累计值对比



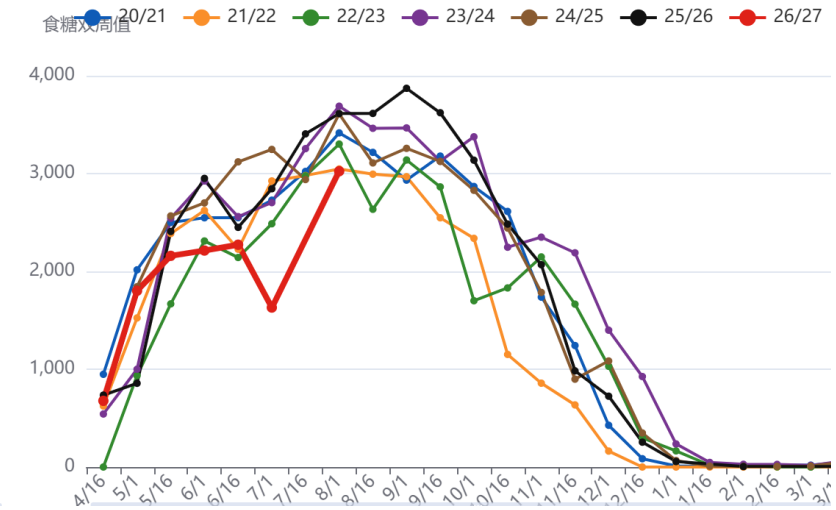

UNICA制糖比累计值对比



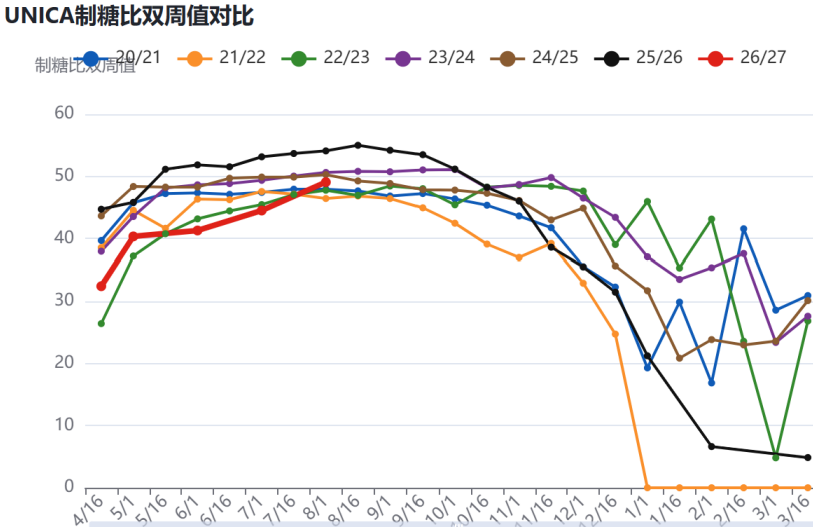

UNICA甘蔗双周值对比




UNICA食糖双周值对比



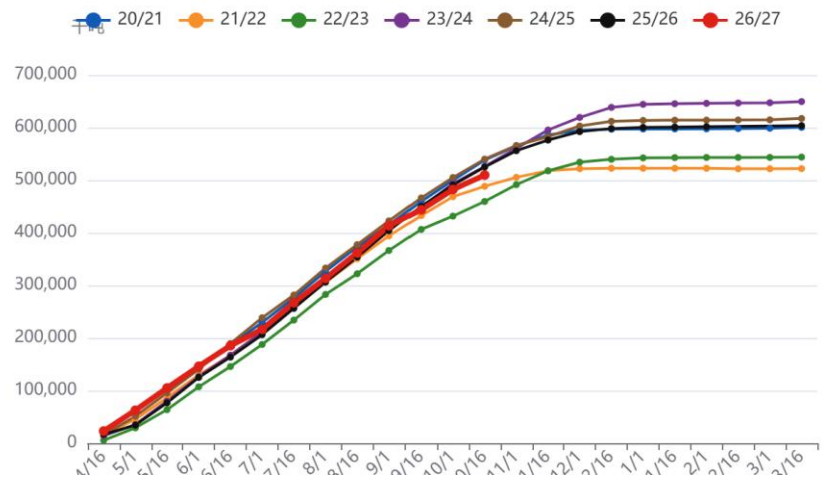

UNICA制糖比双周值对比



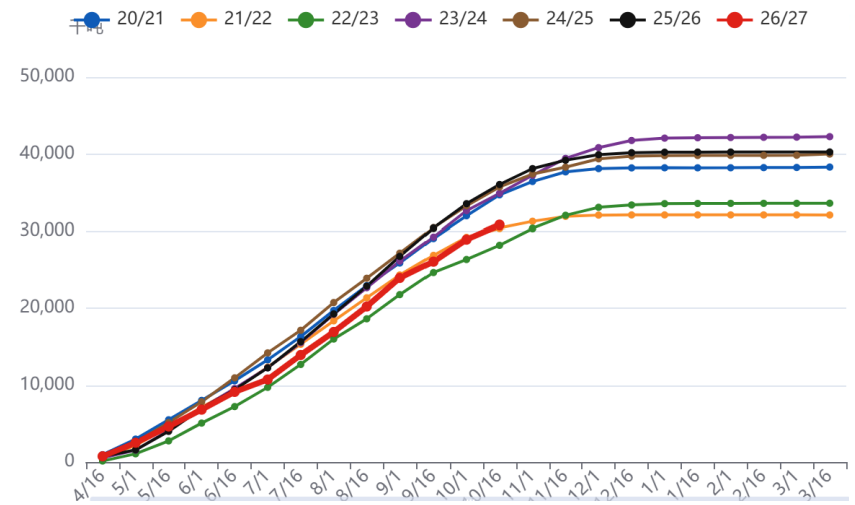

数据来源：UNICA，招商期货

# 巴西：ANP 10月上半月压榨进度因雨水过多大幅放缓

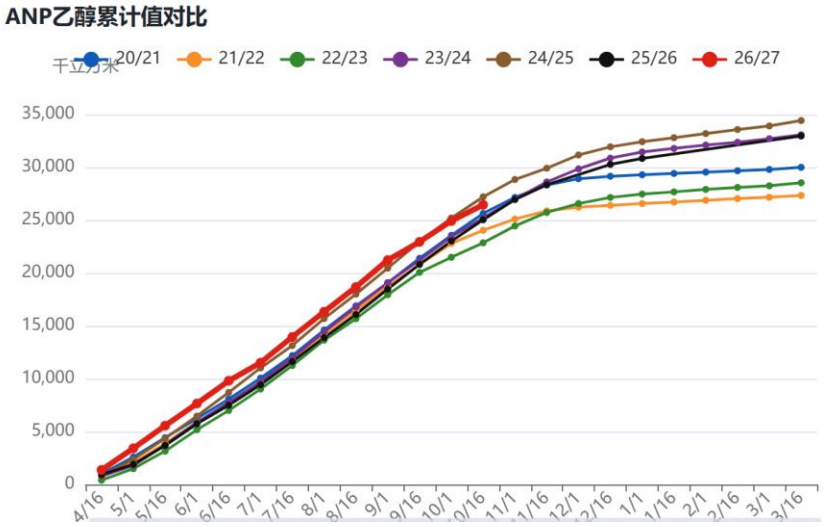
ANP甘蔗累计值对比



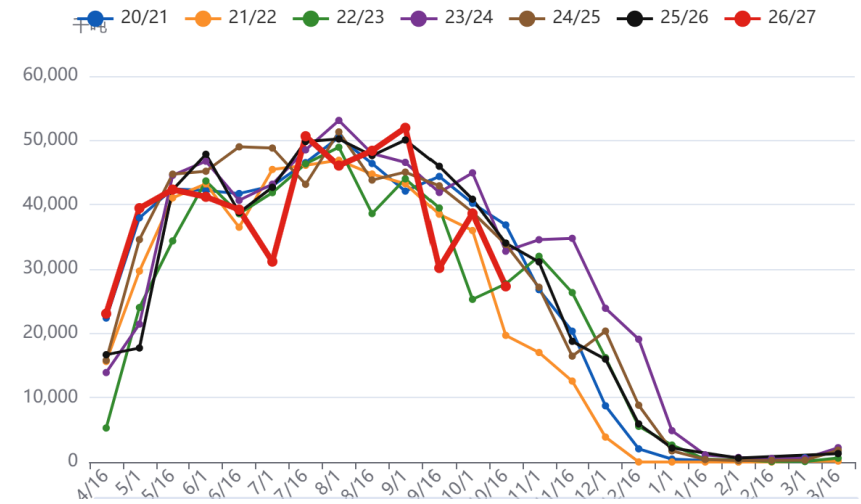

ANP糖累计值对比



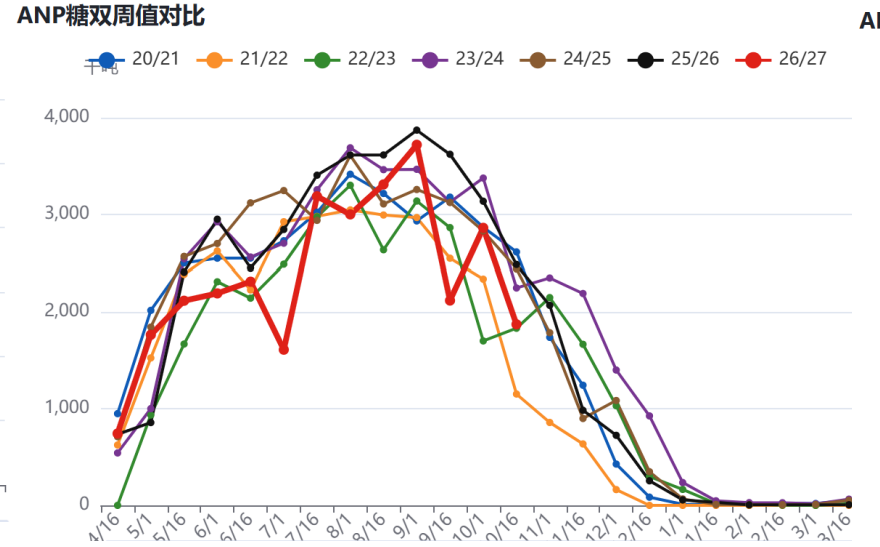

ANP乙醇累计值对比



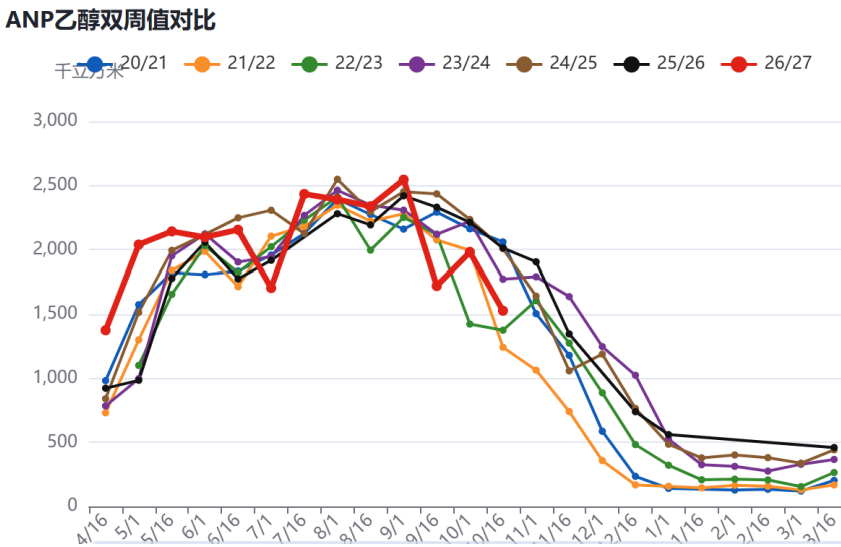

ANP甘蔗双周值对比




ANP糖双周值对比



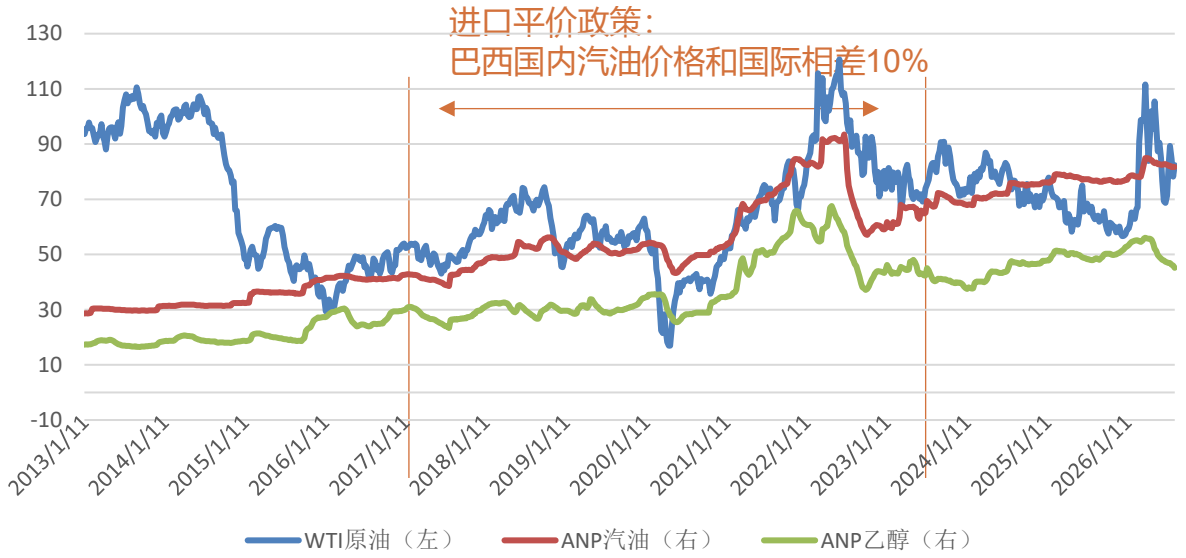

ANP乙醇双周值对比



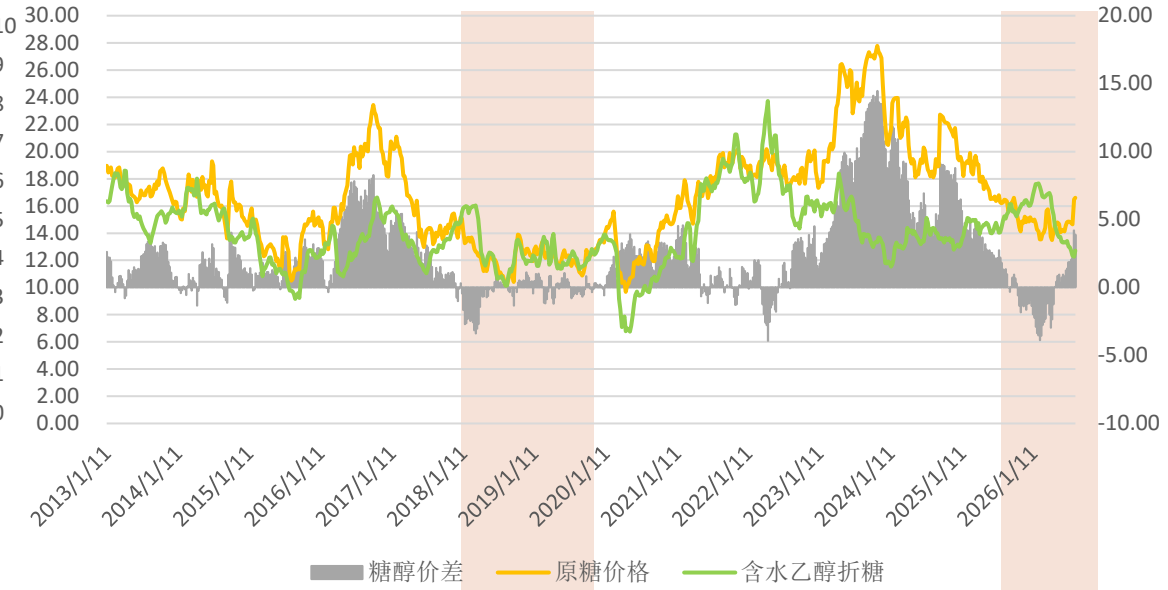

数据来源：ANP，招商期货

# 巴西：乙醇价格回升至16.5美分

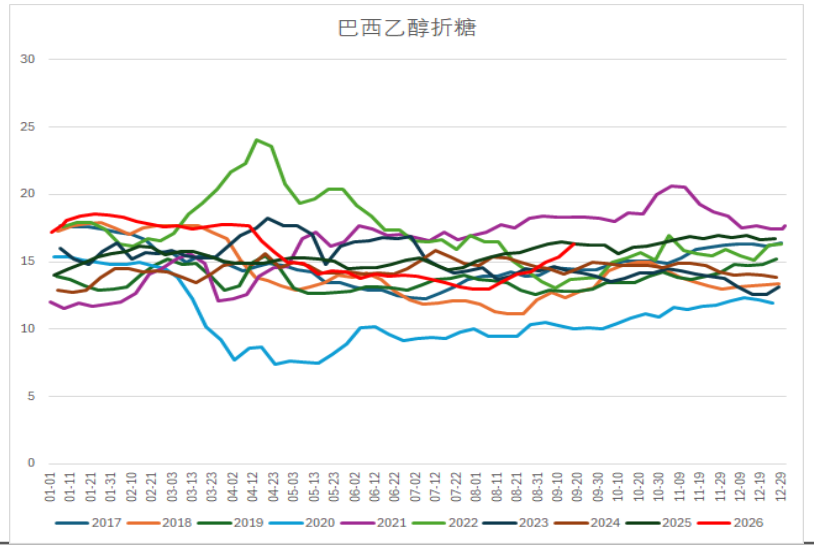
国际汽油价格和巴西国内汽油、乙醇价格关联



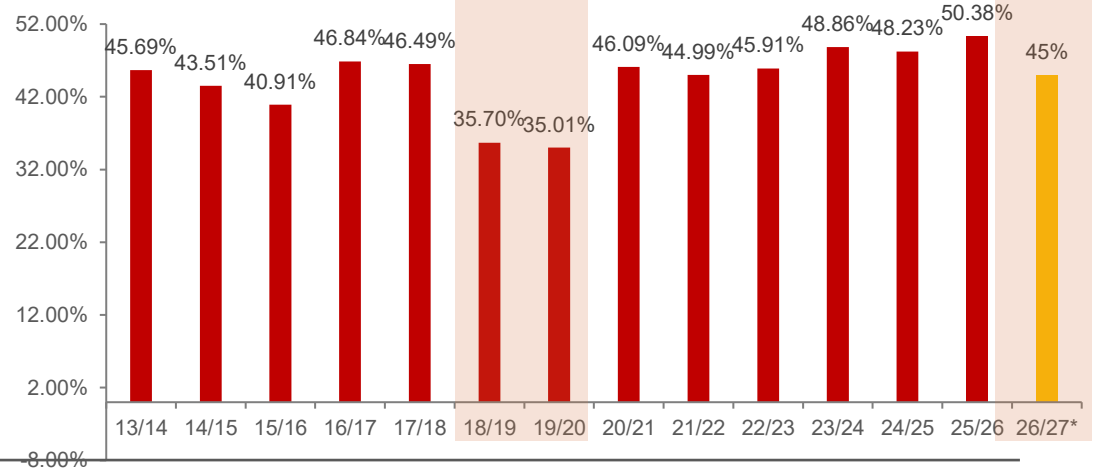

原糖vs含水乙醇折糖




巴西乙醇折糖

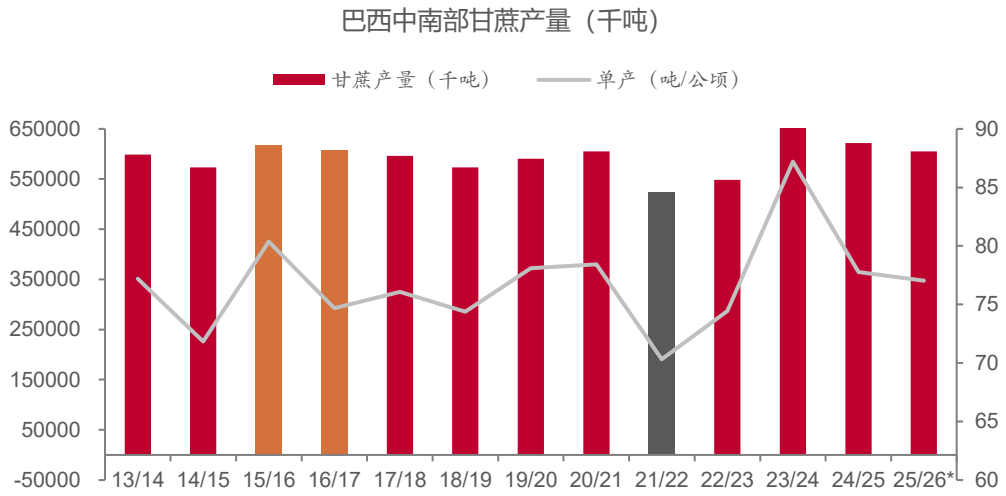


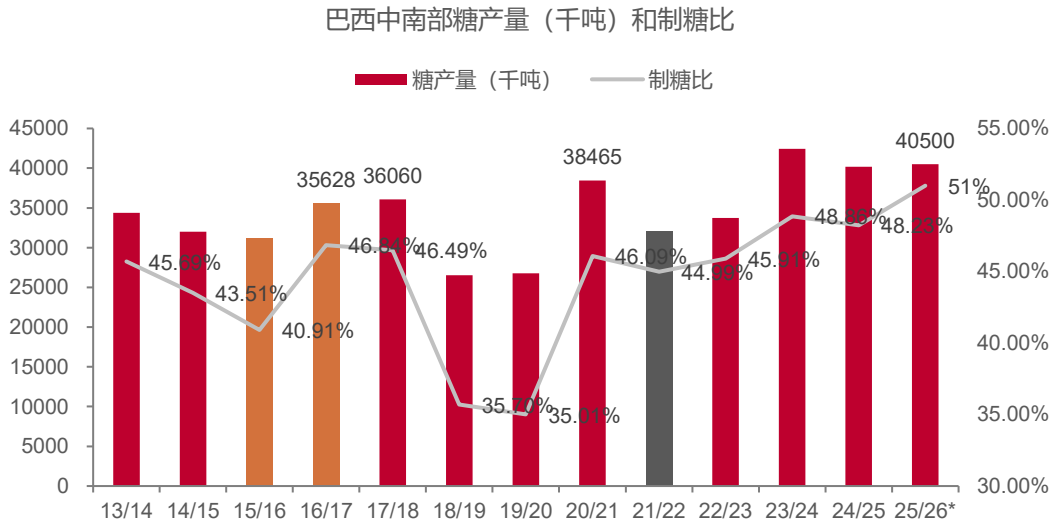

巴西中南部制糖比例




数据来源：ANP，招商期货

# 巴西：目前市场预计26/27糖醇比为46%，比上季下调5个百分点



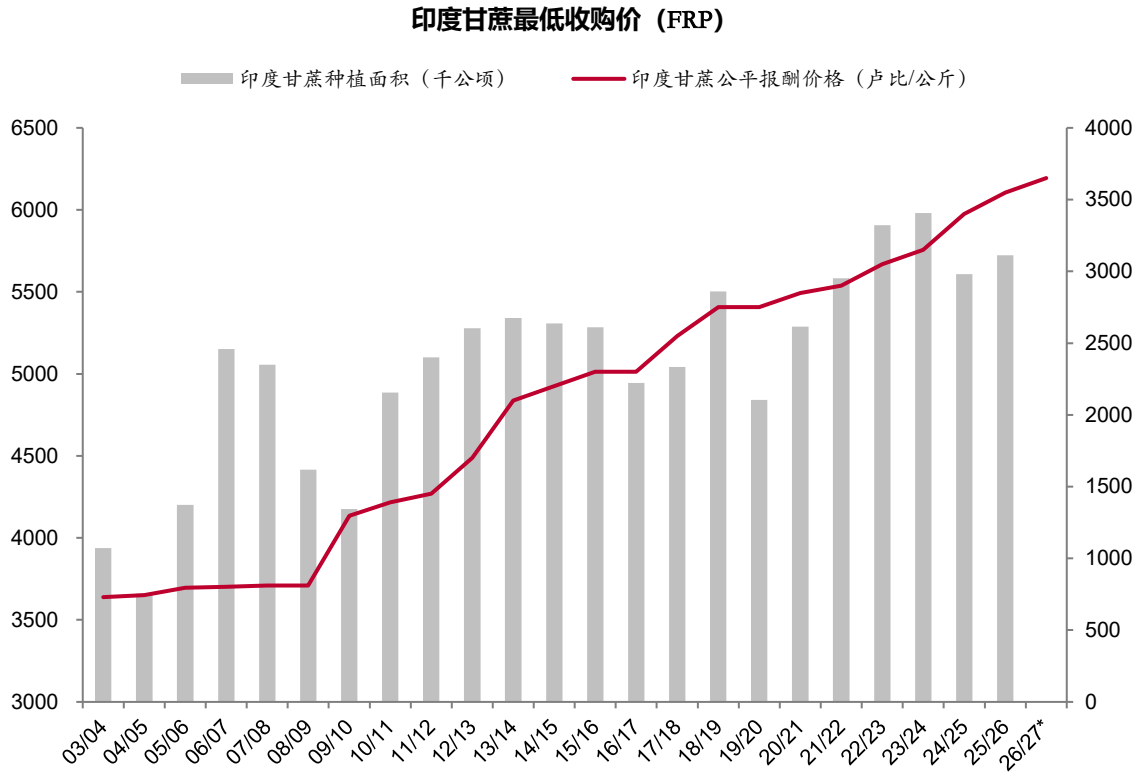



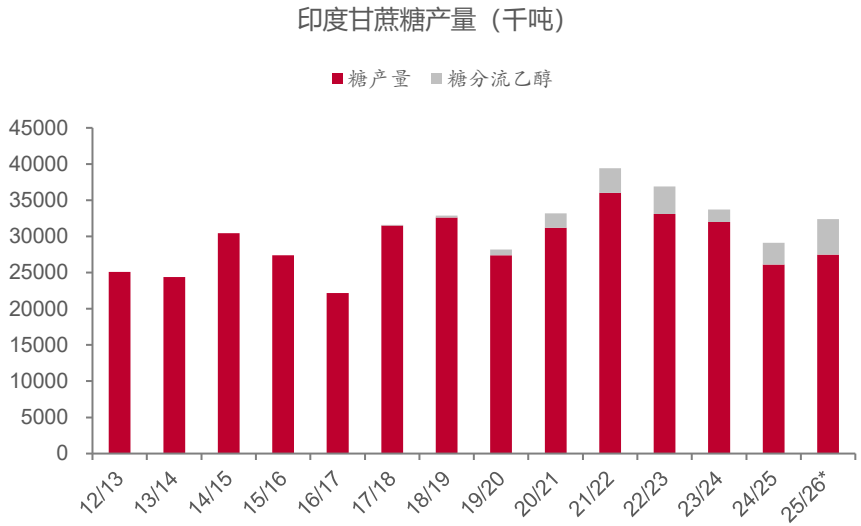

| | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25/26 |
|---|---|---|---|---|
| 甘蔗 (千吨) | 548625.359 | 654449 | 621876 | 603700 |
| 出糖率TRS（kg/吨） | 140.8 | 139.22 | 141.07 | 138.25 |
| 制糖比例 | 45.86% | 48.87% | 48.05% | 50.70% |
| 实际糖产量（千吨） | 33600 | 42423 | 40169 | 40500 |

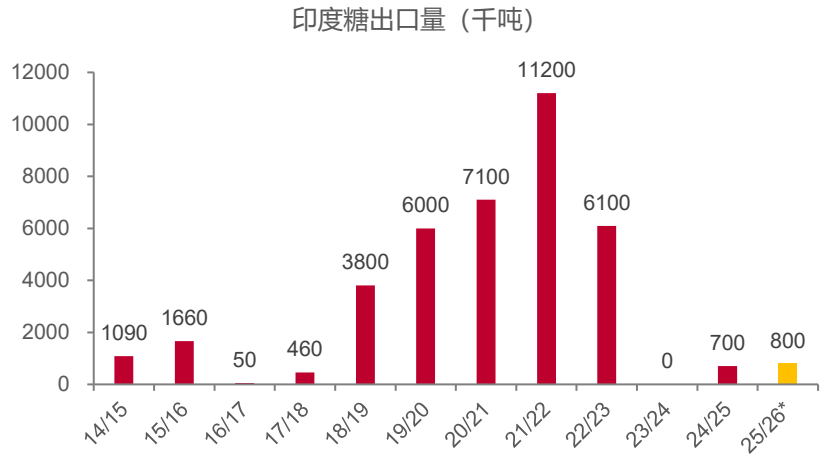
| 26/27榨季糖产量预估（万吨） | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ATR=140.4kg/吨 | 8% | 7% | 6% | 5% | 4% | 3% | 2% | 1% | 0% |
| 制糖比\|甘蔗 | 65,200 | 64,596 | 63,992 | 63,389 | 62,785 | 62,181 | 61,577 | 60,974 | 60,370 |
| 43.0% | 3,736 | 3,700 | 3,663 | 3,627 | 3,590 | 3,554 | 3,518 | 3,481 | 3,445 |
| 44.0% | 3,828 | 3,790 | 3,753 | 3,716 | 3,679 | 3,641 | 3,604 | 3,567 | 3,529 |
| 45.0% | 3,919 | 3,881 | 3,843 | 3,805 | 3,767 | 3,729 | 3,690 | 3,652 | 3,614 |
| 46.0% | 4,011 | 3,972 | 3,933 | 3,894 | 3,855 | 3,816 | 3,777 | 3,738 | 3,699 |
| 47.0% | 4,102 | 4,063 | 4,023 | 3,983 | 3,943 | 3,903 | 3,863 | 3,824 | 3,784 |
| 48.0% | 4,194 | 4,153 | 4,113 | 4,072 | 4,031 | 3,991 | 3,950 | 3,909 | 3,868 |
| 49.0% | 4,285 | 4,244 | 4,202 | 4,161 | 4,119 | 4,078 | 4,036 | 3,995 | 3,953 |
| 50.0% | 4,377 | 4,335 | 4,292 | 4,250 | 4,207 | 4,165 | 4,123 | 4,080 | 4,038 |
| 51.0% | 4,469 | 4,425 | 4,382 | 4,339 | 4,296 | 4,252 | 4,209 | 4,166 | 4,123 |

数据来源：UNICA，招商期货

# 印度：26/27种植面积预计增加，因最低收购价上升



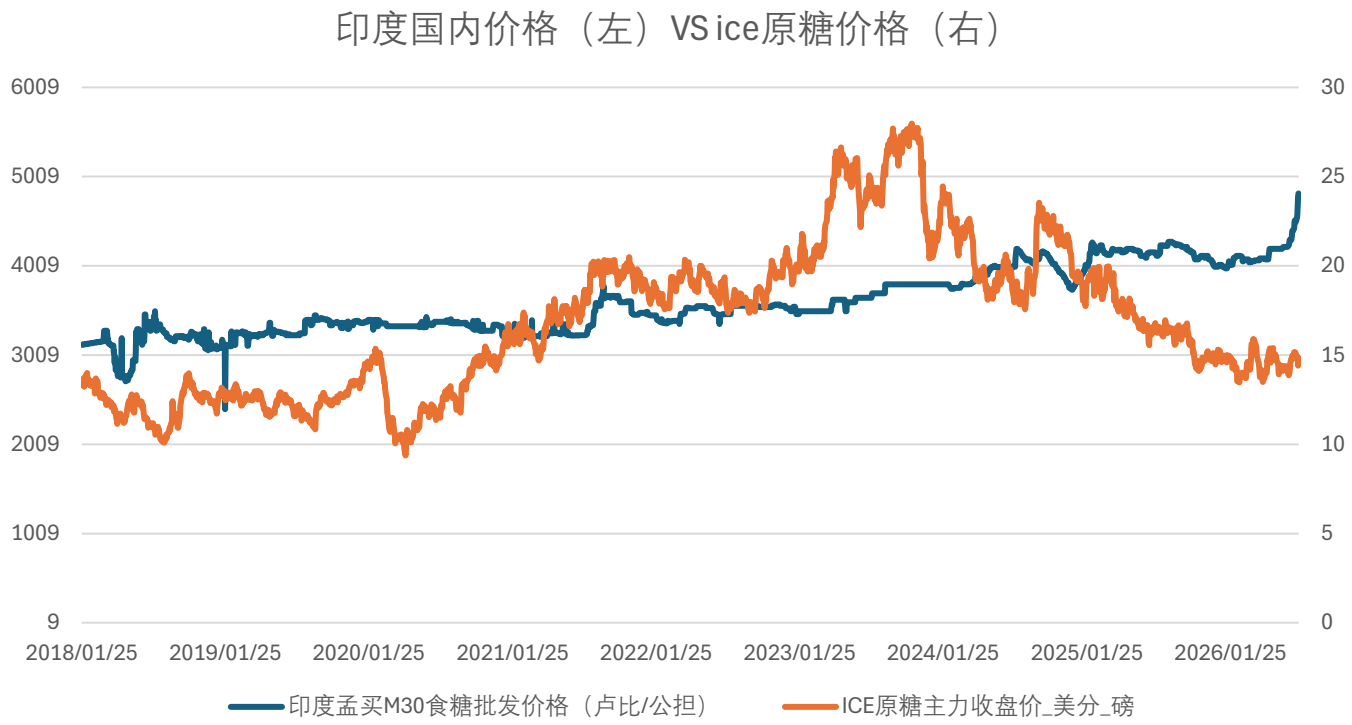



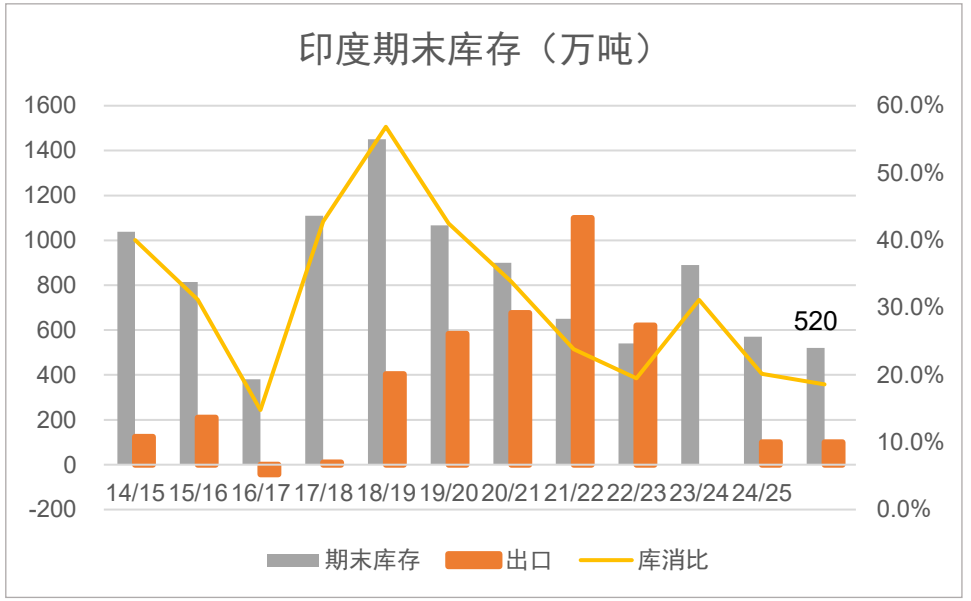




- 印度农业部数据，截至7月10日甘蔗播种面积575万公顷，去年同期567万公顷，5年均值542万公顷。种植面积持续走高

数据来源：NFCSF，招商期货

# 印度：确认进口100万吨，利多兑现




- ISMA和NFCSF在2026年7月17日发表联合声明，确认印度库存充足，但没有公布新的具体库存数字。印度2025/26榨季预计期末结转库存为 520万吨
- 对印度国内糖价偏多：6月印度糖价上涨约6%—7%，说明现货替代成本提高、糖厂挺价能力增强。
- 对国际糖价间接偏多：印度国内糖价高于出口平价时，糖厂出口意愿下降，若国内糖价持续上涨，意味着印度国内糖短缺，印度政府可能采取措施 1、要求增加销售配额、释放库存或加强反囤积监管（优先采取） 2、进口（可能性在提高）

数据来源：NFCSF，招商期货

# 印度：天气持续炒作

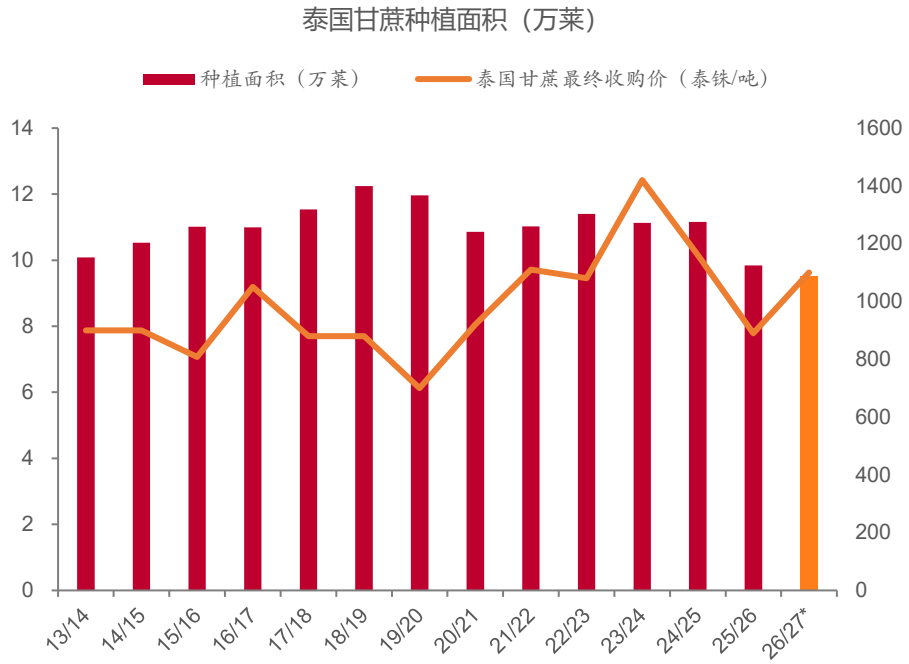
CMF 招商期货

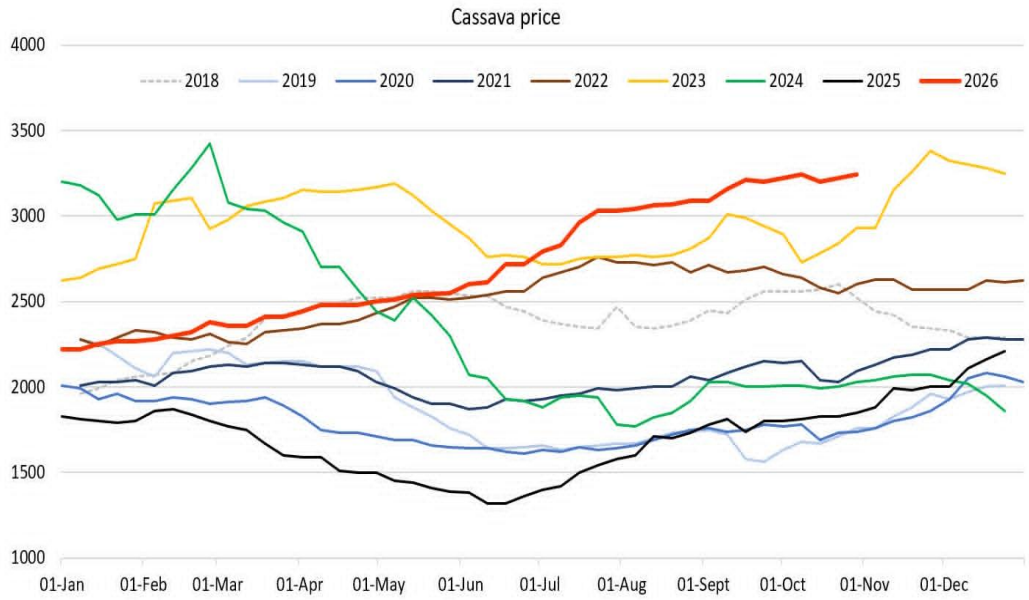
| S.No | METEOROLOGICAL STATES | DAY: 19-08-2026 to 19-08-2026 | | | | PERIOD: 01-06-2026 to 19-08-2026 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | ACTUAL(mm) | NORMAL(mm) | %DEP. | CAT. | ACTUAL(mm) | NORMAL(mm) | %DEP. | CAT. |
| | REGION : EAST AND NORTH EAST INDIA | 8.6 | 10.3 | -7 | N | 715.9 | 960.1 | -25 | D |
| 1 | ARUNACHAL PRADESH | 2.6 | 10.5 | -75 | LD | 721.5 | 1189.7 | -39 | D |
| 2 | ASSAM | 5.8 | 10.3 | -43 | D | 804.6 | 1066.3 | -25 | D |
| 3 | MEGHALAYA | 9.4 | 16.1 | -42 | D | 838.6 | 1976.6 | -58 | D |
| 4 | NAGALAND | 12.5 | 9.1 | 37 | E | 770.8 | 733.4 | 5 | N |
| 5 | MANIPUR | 2.7 | 9.3 | -70 | LD | 446.4 | 751.1 | -41 | D |
| 6 | MIZORAM | 7.8 | 14.3 | -45 | D | 854.3 | 1105.3 | -23 | D |
| 7 | TRIPURA | 0.7 | 11 | -94 | LD | 851.1 | 1013.7 | -16 | N |
| 8 | SIKKIM | 14.5 | 12.2 | 19 | N | 1174.9 | 1169.4 | 0 | N |
| 9 | WEST BENGAL | 10.2 | 9.5 | 7 | N | 983.2 | 924 | 6 | N |
| 10 | JHARKHAND | 27 | 10.7 | 152 | LE | 612.6 | 700.5 | -13 | N |
| 11 | BIHAR | 5.7 | 8.1 | -30 | D | 407.6 | 675 | -40 | D |
| | REGION : NORTH WEST INDIA | 8 | 6.3 | 27 | E | 377 | 420.9 | -10 | N |
| 1 | UTTAR PRADESH | 10.2 | 9.2 | 11 | N | 428.2 | 513.7 | -17 | N |
| 2 | UTTARAKHAND | 15.2 | 16.8 | -10 | N | 853.6 | 859.3 | -1 | N |
| 3 | HARYANA | 3.9 | 4.8 | -19 | N | 257.9 | 299.9 | -14 | N |
| 4 | CHANDIGARH (UT) | 59 | 8.1 | 628 | LE | 532.6 | 626.8 | -15 | N |
| 5 | DELHI (UT) | 0.7 | 5.5 | -88 | LD | 414.3 | 375.2 | 10 | N |
| 6 | PUNJAB | 12.3 | 3.6 | 243 | LE | 212.7 | 318.2 | -33 | D |
| 7 | HIMACHAL PRADESH | 24.7 | 7.8 | 216 | LE | 503.6 | 535.4 | -6 | N |
| 8 | JAMMU & KASHMIR (UT) | 11.8 | 4.4 | 167 | LE | 417.1 | 394.1 | 6 | N |
| 9 | LADAKH (UT) | 0 | 0.1 | -100 | NR | 47.3 | 15.7 | 201 | LE |

| S.No | METEOROLOGICAL STATES | DAY: 19-08-2026 to 19-08-2026 | | | | PERIOD: 01-06-2026 to 19-08-2026 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | ACTUAL(mm) | NORMAL(mm) | %DEP. | CAT. | ACTUAL(mm) | NORMAL(mm) | %DEP. | CAT. |
| 10 | RAJASTHAN | 0 | 4.3 | -99 | LD | 265.2 | 321.4 | -17 | N |
| | REGION : CENTRAL INDIA | 7.4 | 9.6 | -23 | D | 683.9 | 693.1 | -1 | N |
| 1 | ODISHA | 8.3 | 13.7 | -40 | D | 1004.4 | 786.5 | 28 | E |
| 2 | MADHYA PRADESH | 10.9 | 12.3 | -12 | N | 587.4 | 663.7 | -11 | N |
| 3 | GUJARAT | 0.2 | 4.3 | -96 | LD | 513.2 | 522.3 | -2 | N |
| 4 | DADRA & NAGAR HAVELI AND DAMAN & DIU (UT) | 1.9 | 7.2 | -73 | LD | 2667.5 | 1665.7 | 60 | LE |
| 5 | GOA | 15.7 | 18.1 | -13 | N | 1631.9 | 2490.5 | -34 | D |
| 6 | MAHARASHTRA | 2.9 | 6.6 | -56 | D | 678.1 | 716 | -5 | N |
| 7 | CHHATTISGARH | 18.5 | 12.8 | 45 | E | 757.1 | 794.9 | -5 | N |
| | REGION : SOUTH PENINSULA | 3.5 | 5.5 | -36 | D | 380.4 | 488.6 | -22 | D |
| 1 | ANDAMAN & NICOBAR ISLANDS (UT) | 4.1 | 12.9 | -68 | LD | 1062.7 | 1038.7 | 2 | N |
| 2 | ANDHRA PRADESH | 1.7 | 3.9 | -56 | D | 192.3 | 311.2 | -38 | D |
| 3 | TELANGANA | 5.7 | 6.4 | -11 | N | 422.8 | 493.4 | -14 | N |
| 4 | TAMILNADU | 1.1 | 3.4 | -68 | LD | 145.9 | 171.7 | -15 | N |
| 5 | PUDUCHERRY (UT) | 0.8 | 3.5 | -76 | LD | 161.3 | 234.4 | -31 | D |
| 6 | KARNATAKA | 5 | 6.1 | -18 | N | 469.2 | 600.5 | -22 | D |
| 7 | KERALA | 5.4 | 12.6 | -57 | D | 1236.9 | 1616.3 | -23 | D |
| 8 | LAKSHADWEEP (UT) | 12.5 | 9.8 | 28 | E | 575.8 | 757.1 | -24 | D |
| | COUNTRY AS A WHOLE | 7.2 | 7.9 | -9 | N | 535 | 611.8 | -13 | N |

数据来源：IMD，招商期货

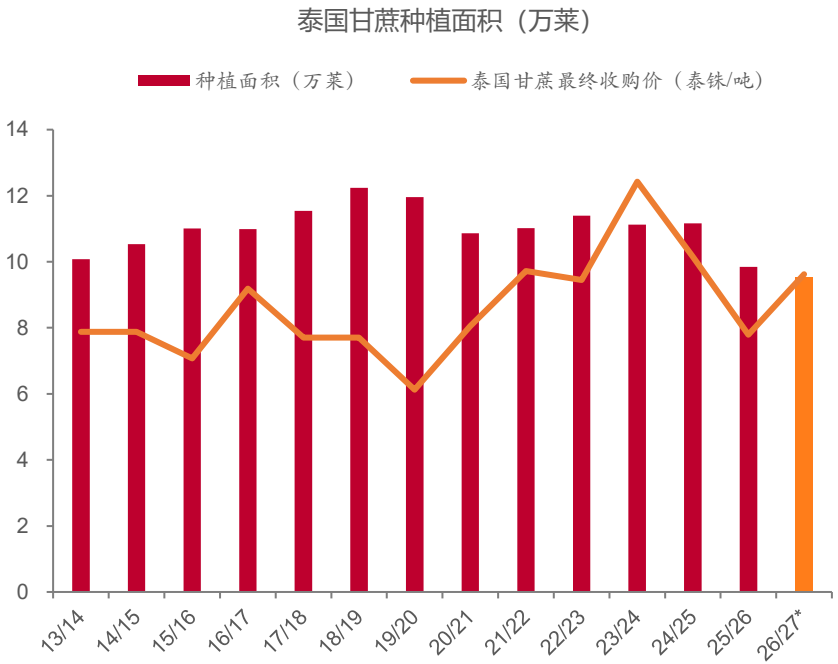
# 泰国：26/27榨季面积开始下降，27/28将延续下降的趋势

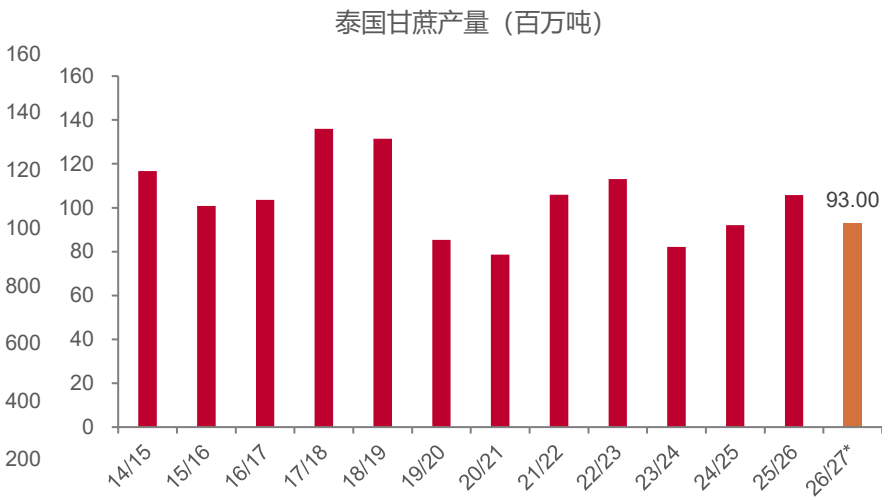


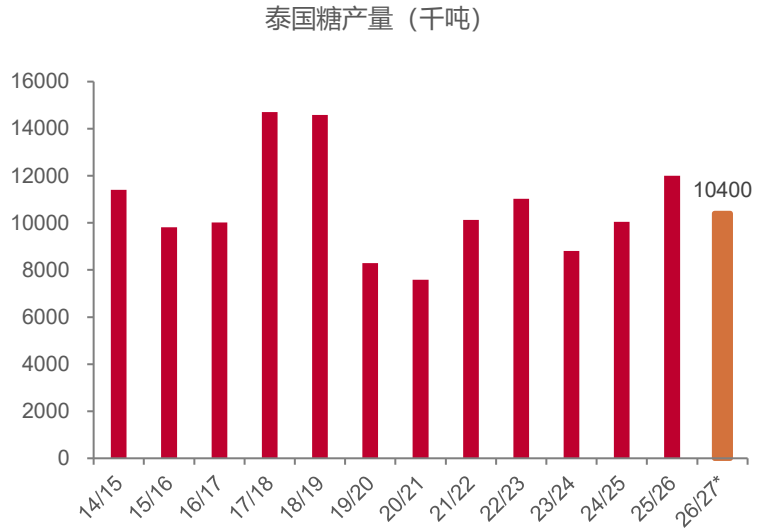




数据来源：Wind，招商期货

# 泰国：26/27榨季糖产量预计1040万吨



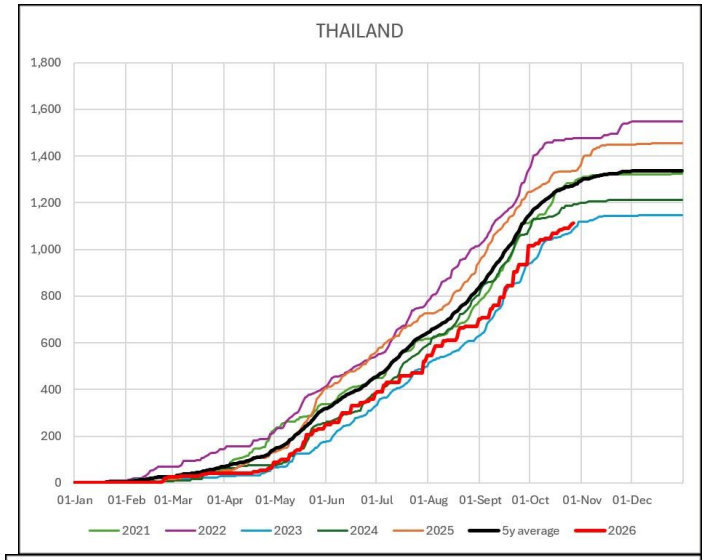



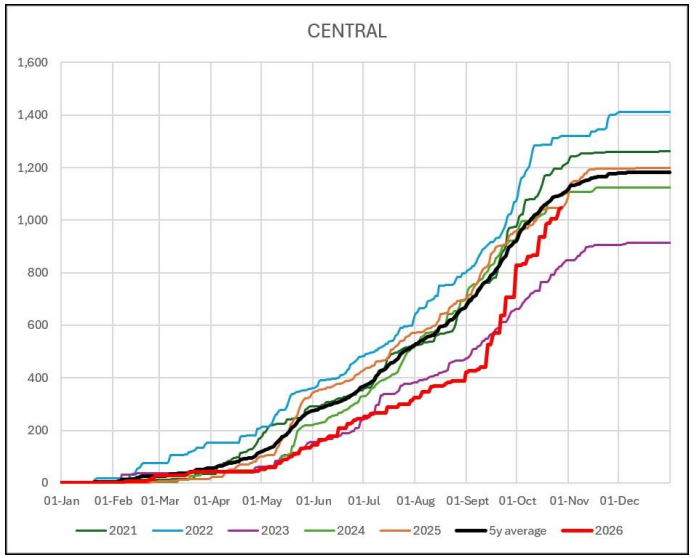



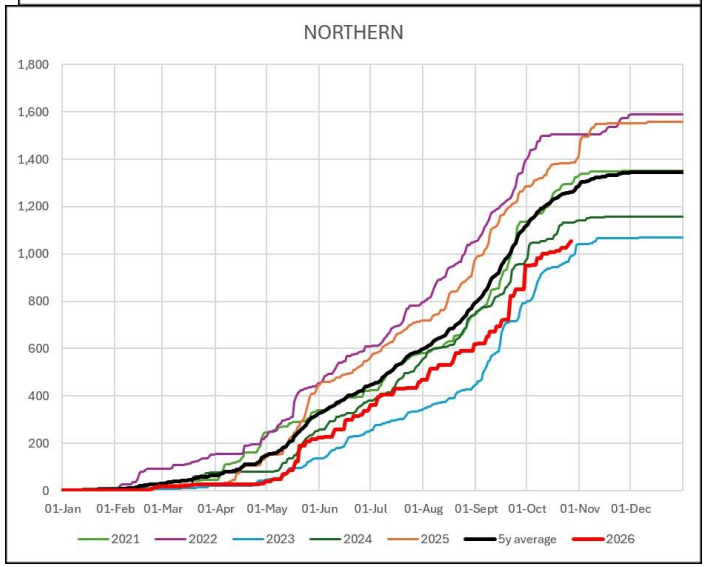

- OCSB预计26/27榨季甘蔗产量为9800万吨，糖产量预计1020万吨；TSMC预计甘蔗产量为1.01亿吨，糖产量1060万吨。综合本次调研，我们认为26/27榨季泰国甘蔗种植面积下降4%-5%，单产下降7%-8%，**今年甘蔗产量为9300万吨，以历史5年平均出糖率约11.15%计算，糖产量1040万吨。**

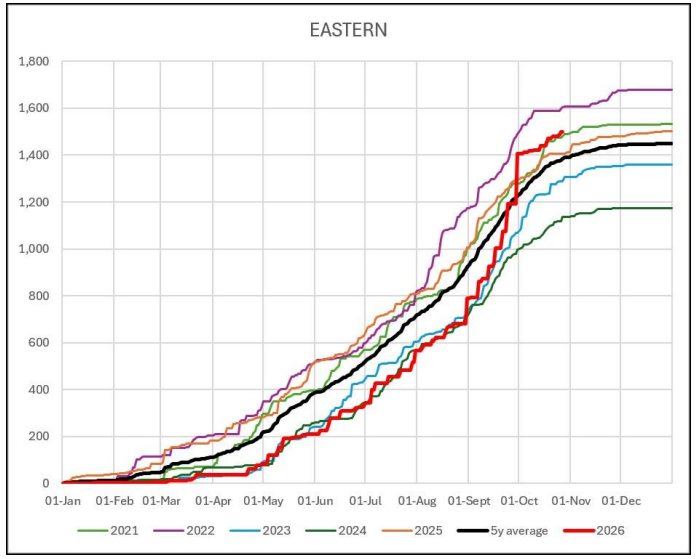
数据来源：Wind，招商期货

# 泰国：降雨低于平均，分布不均




- 截至2026年10月底，全国累计降雨较历史同期均值偏少约4.8%，其中东北部少约15%，中部接近均值，东部偏多约8%。
- OCSB截至9月10日的预测，2026/27榨季全国单产为10.28吨/莱，同比下降4.55%。结合前期缺水和东北部田间表现，我们对全国单产作更谨慎判断，我们认为单产同比下降7%—8%。

数据来源：彭博，招商期货

# 估值：向下为乙醇折糖价，向上是印度出口成本




数据来源：WIND，招商期货

# 02 国内供需格局

# 国内白糖供需格局

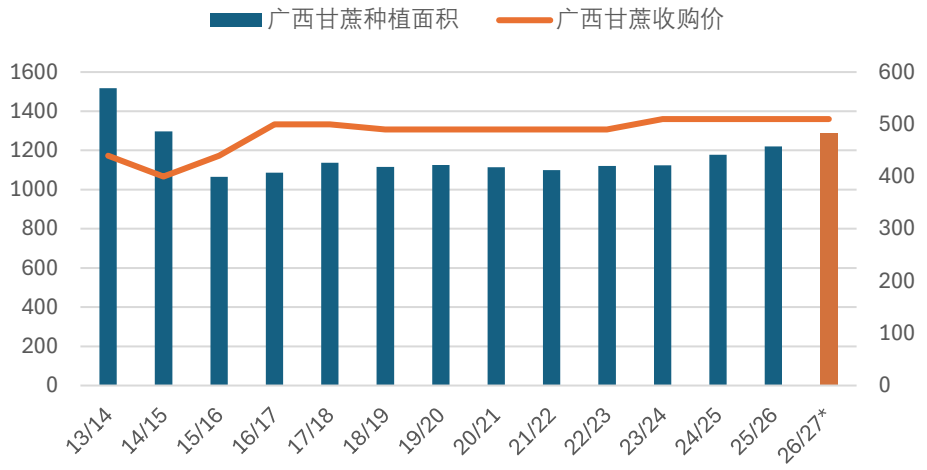
| | 17/18 | 18/19 | 19/20 | 20/21 | 21/22 | 22/23 | 23/24 | 24/25 | 25/26 | 26/27F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 期初库存（1/10） | 718 | 647 | 569 | 587 | 842 | 920 | 750 | 863 | 1,012 | 1,265 |
| 工业库存 | 58 | 45 | 35 | 57 | 105 | 89 | 44 | 36 | 83 | |
| 国储糖 | 660 | 675 | 640 | 680 | 650 | 650 | 637 | 650 | 650 | |
| 产量 | 1,030 | 1,076 | 1,042 | 1,066 | 958 | 896 | 996 | 1,116 | 1,280 | 1,380 |
| 国内消费 | 1,430 | 1,520 | 1,500 | 1,550 | 1,500 | 1,550 | 1,500 | 1,520 | 1,520 | 1,520 |
| 产需缺口 | -400 | -444 | -458 | -484 | -542 | -654 | -504 | -404 | -240 | -140 |
| 进口量 | 243 | 329 | 436 | 693 | 560 | 389 | 475 | 462 | 428 | 295 |
| 15%关税进口 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 |
| 50%关税进口 | 49 | 135 | 242 | 499 | 366 | 195 | 280 | 267 | 233 | 100 |
| 糖浆、预混粉（折糖） | 105 | 56 | 56 | 57 | 75 | 111 | 156 | 106 | 80 | 30 |
| 出口 | 19 | 19 | 16 | 11 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 期末库存 | 647 | 569 | 587 | 842 | 920 | 750 | 863 | 1,012 | 1,265 | 1,435 |

数据来源：Wind，农业农村部，招商期货

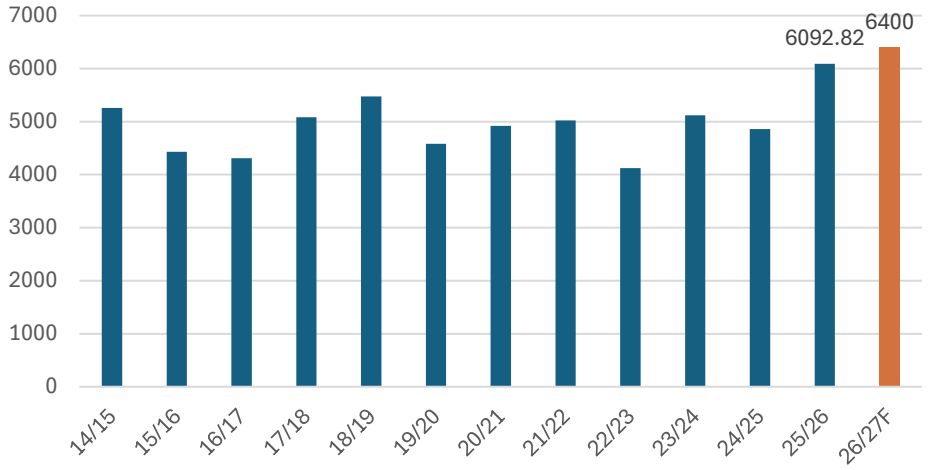
# 广西调研：26/27榨季预计糖产量840+万吨



广西甘蔗种植面积

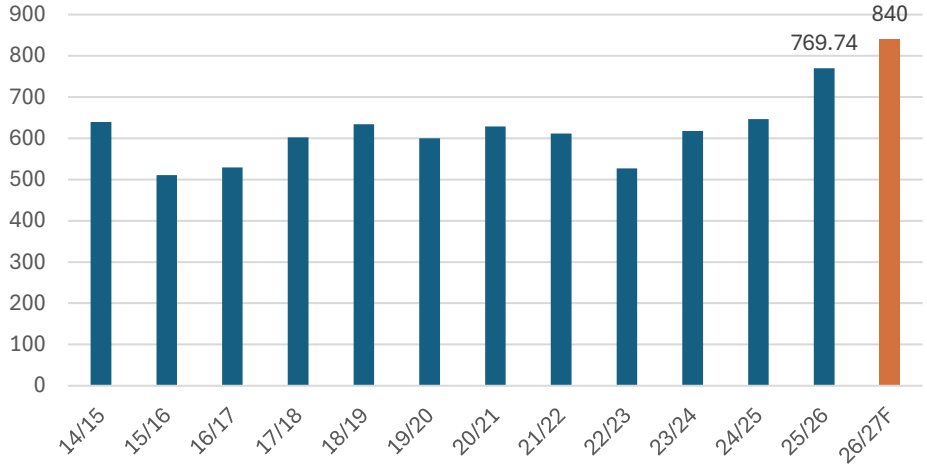



广西榨季甘蔗入榨量（万吨）




| 情景 | 单产判断 | 甘蔗产量 | 产糖率 | 食糖产量 |
|---|---|---|---|---|
| 开榨前有效降雨 | 约4.8吨/亩，与去年基本持平 | 约6,400万吨 | 12.6%-13% | 约840万吨 |
| 再旱约一个月 | 下降约5%；约4.5吨/亩 | 约6,200万吨 | 13% | 约810万吨 |
| 持续极端干旱 | 下降10%以上；约4.3吨/亩或以下 | 约6,000万吨 | 13-13.3% | 约790万吨 |

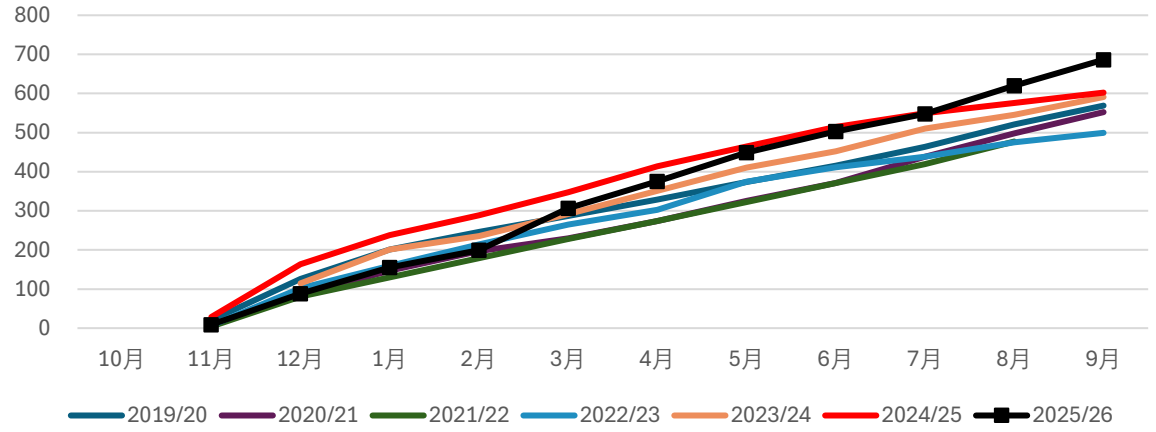
广西榨季产糖量（万吨）



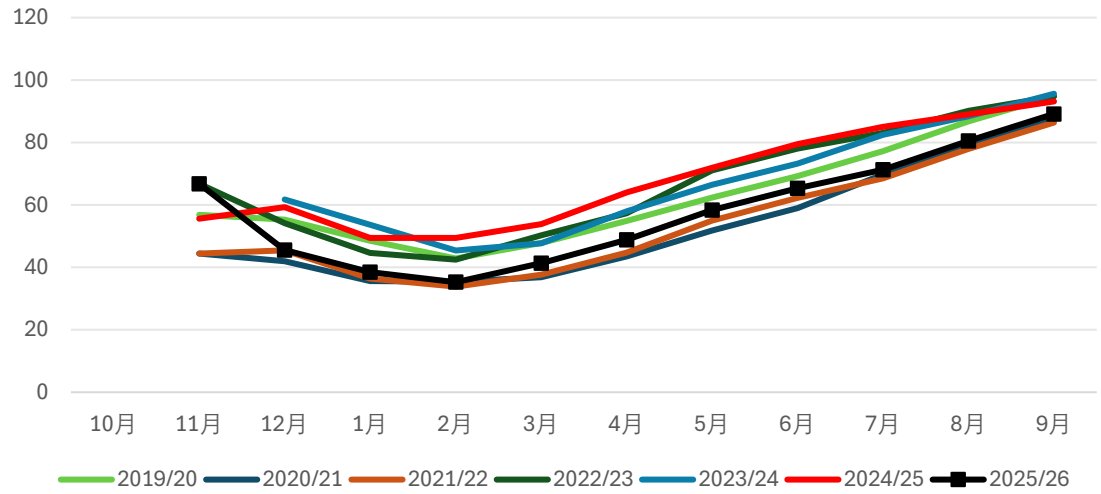

数据来源：Wind，招商期货

# 国内：广西截至9月底库存83.34万吨，同比增加39.13万吨

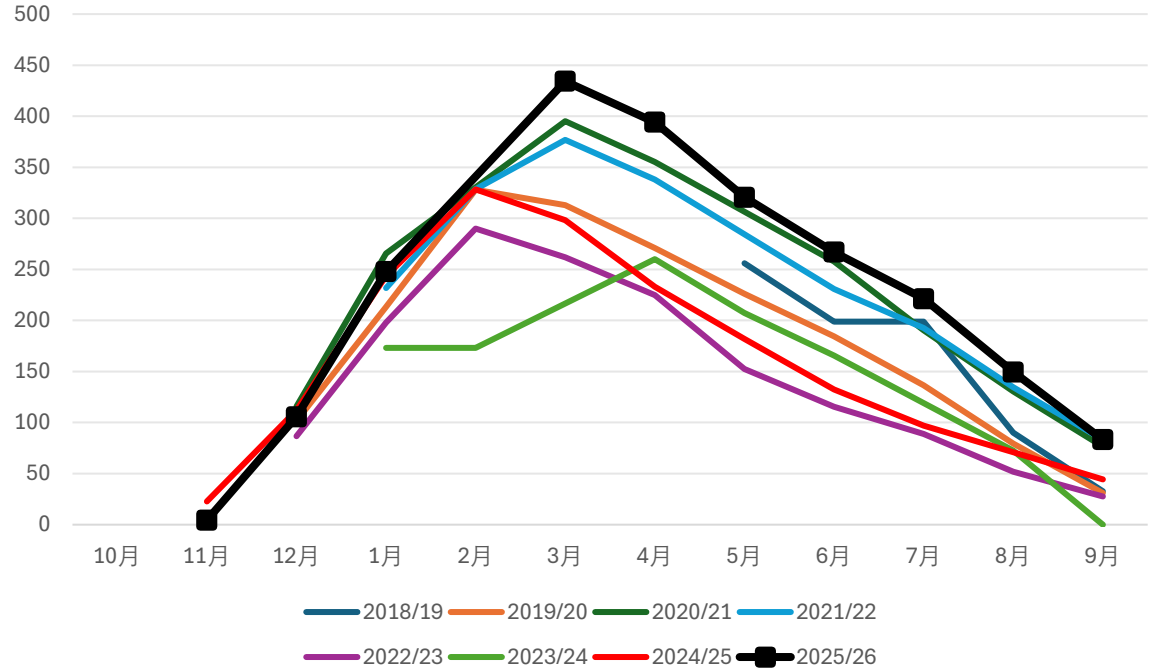
广西:销糖量:甘蔗糖:累计值




广西累计产销率

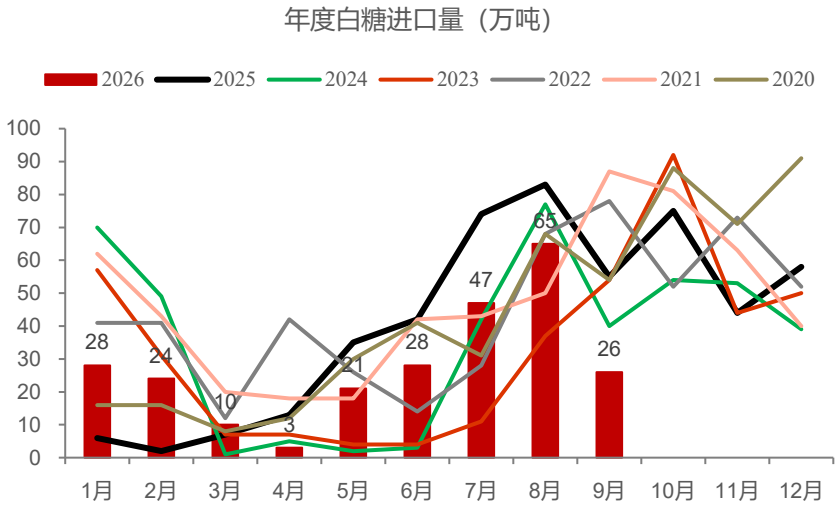


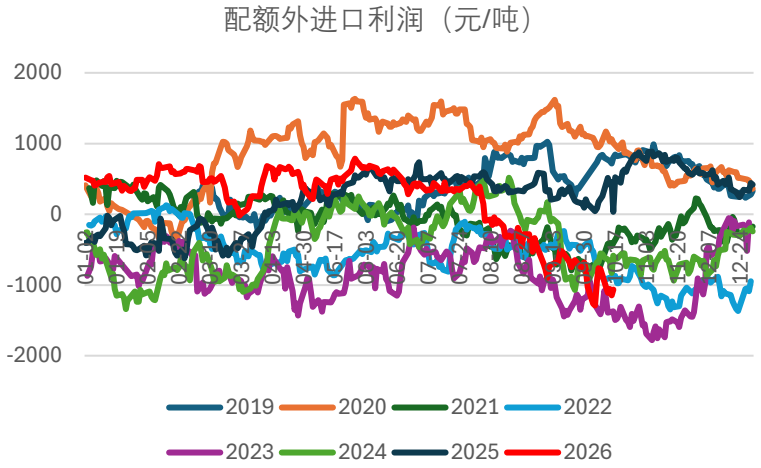

广西:工业库存量:食糖:累计值

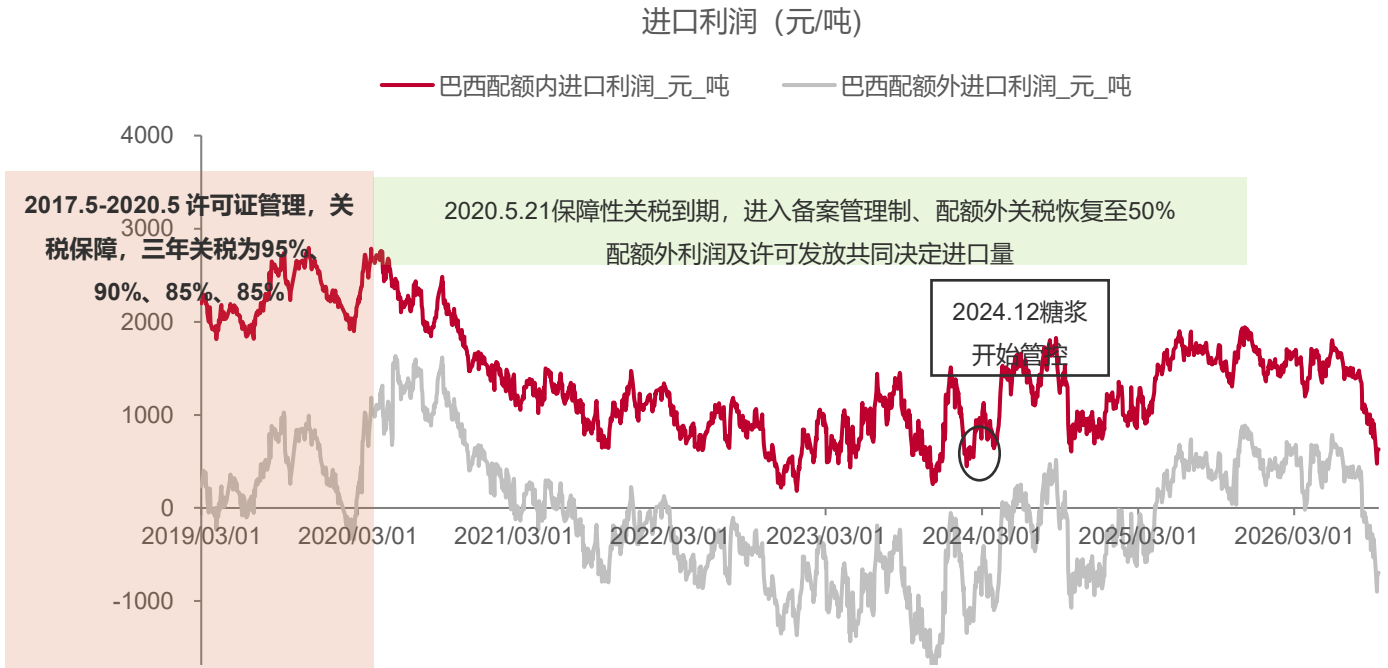


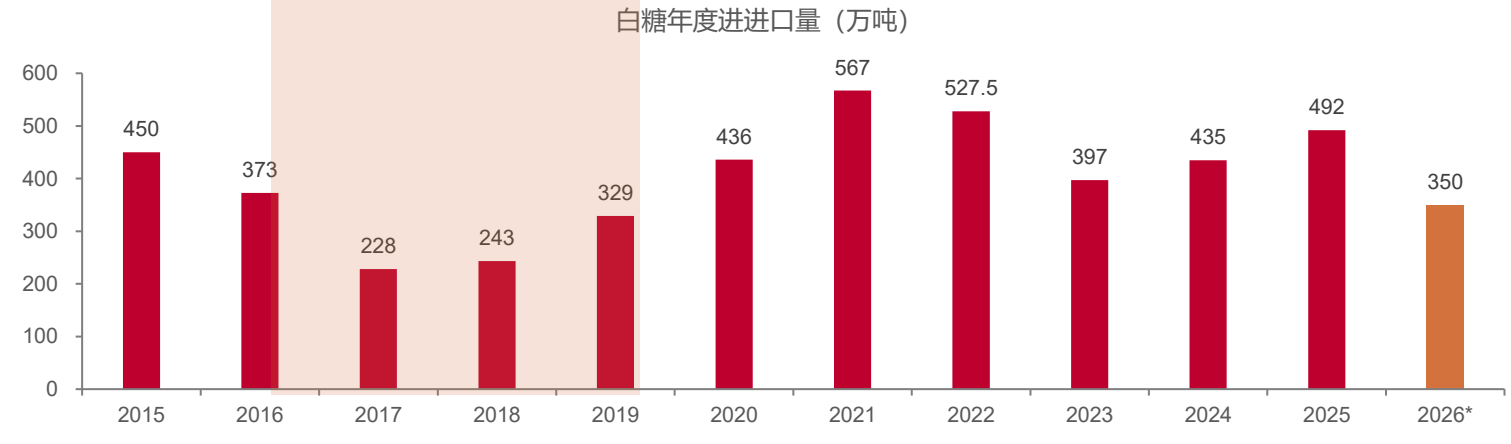

数据来源：Wind，中国糖业协会，招商期货

# 进口糖：2026年9月份我国进口食糖26万吨，1-9月累计进口251.44万吨，同比减64.09万吨



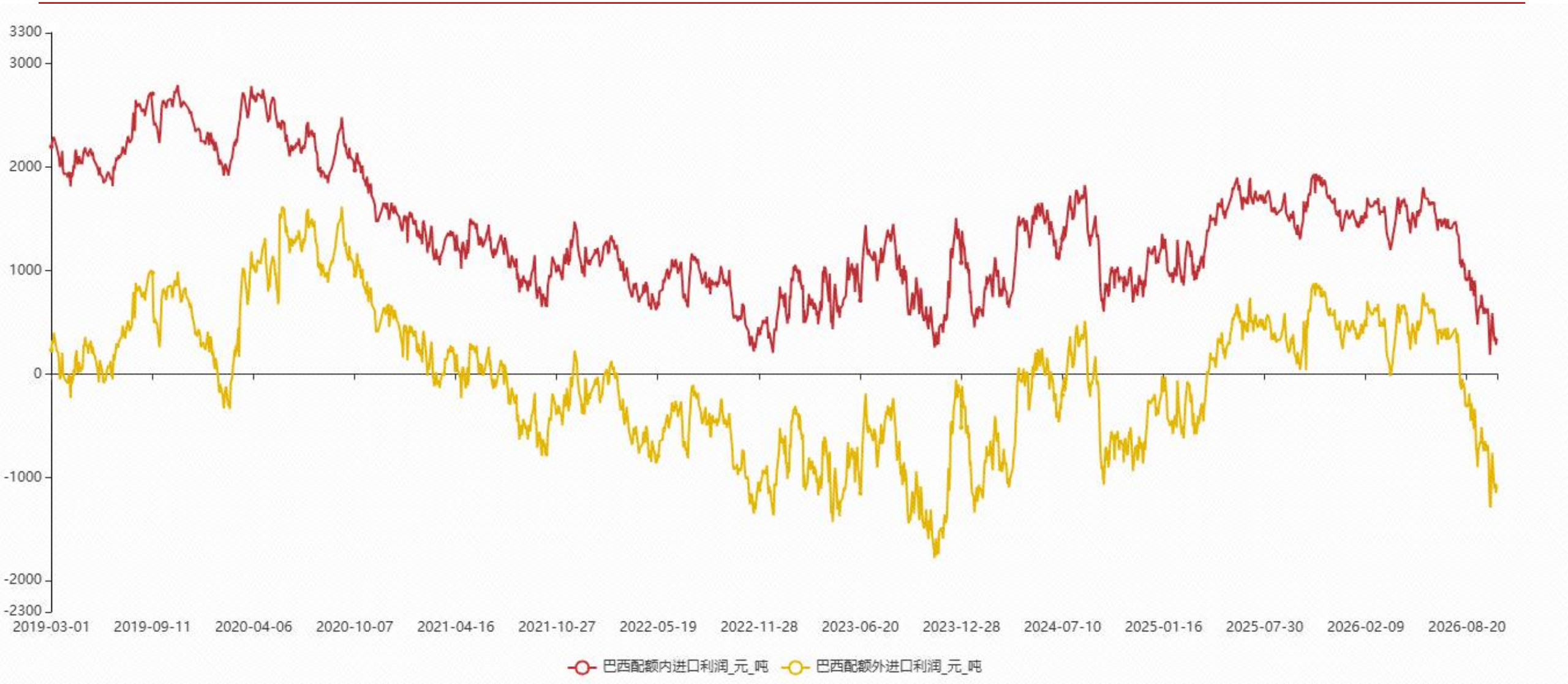



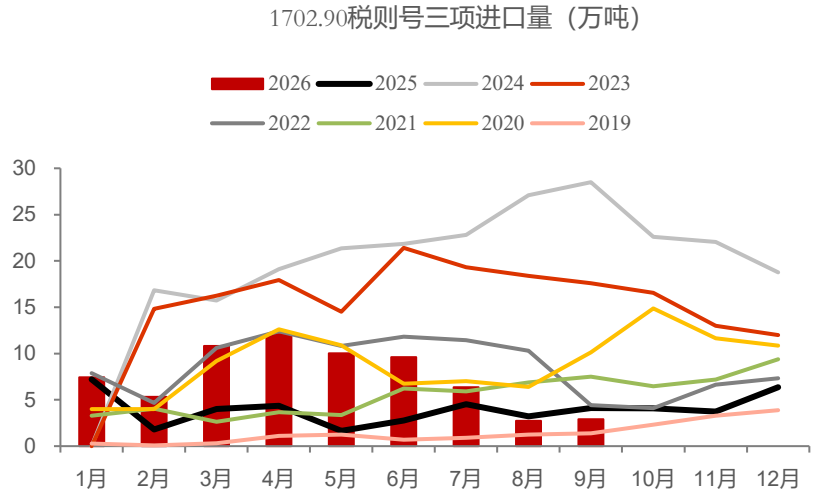

数据来源：WIND，招商期货

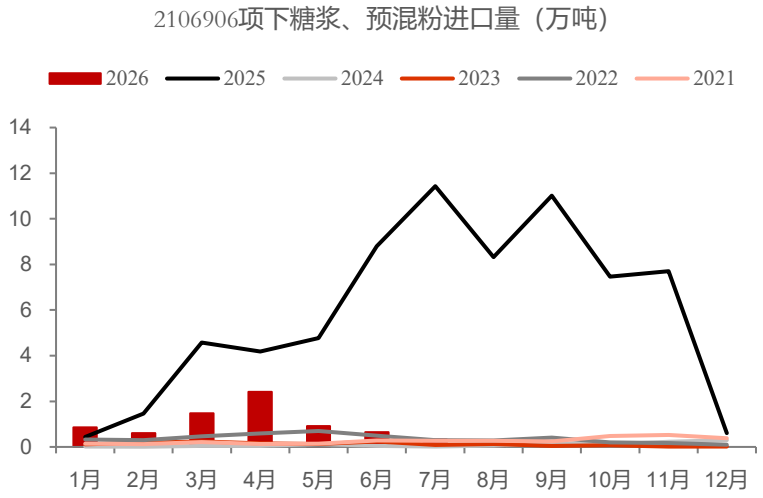
# 进口糖：2027年只需要满足巴西配额内进口利润为正

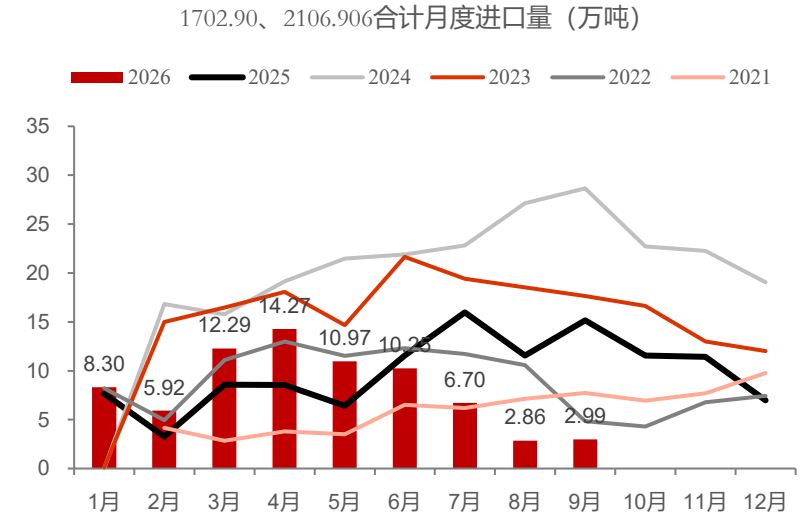


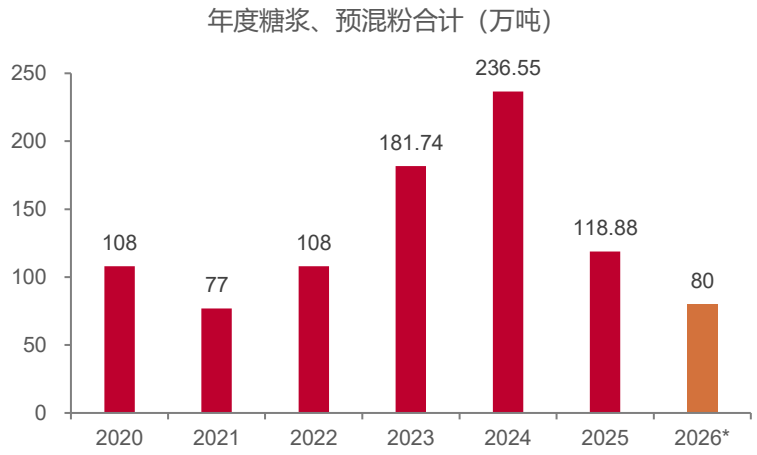

数据来源：WIND，招商期货

# 替代：2026年9月进口糖浆和白砂糖预混粉3万吨，25/26榨季进口104.4万吨




- 据海关总署最新数据，2026年9月，我国进口糖浆和白砂糖预混粉(含税则号1702.90、2106.906)数量3万吨，同比减少12.10万吨。其中，9月税号1702.90项下糖浆与白砂糖预混粉进口量2.90万吨，同比减少1.22万吨；税号2106.906项下糖浆与白砂糖预混粉进口量0.09万吨吨，同比减少10.88万吨。
- 1-9月，我国进口糖浆和白砂糖预混粉(含税则号1702.90、2106.906)数量74.42万吨，同比减少13.96万吨。
- 2025/26榨季（10-9月），我国进口糖浆和白砂糖预混粉(含税则号1702.90、2106.906)合计104.40万吨，同比减少47.91万吨。

数据来源：海关总署，招商期货

# 原糖进口成本估算

**巴西进口原糖成本估算**

以汇率7.05、海运费33美元/吨、升贴水0.04美分/磅、加工费500元/吨计算

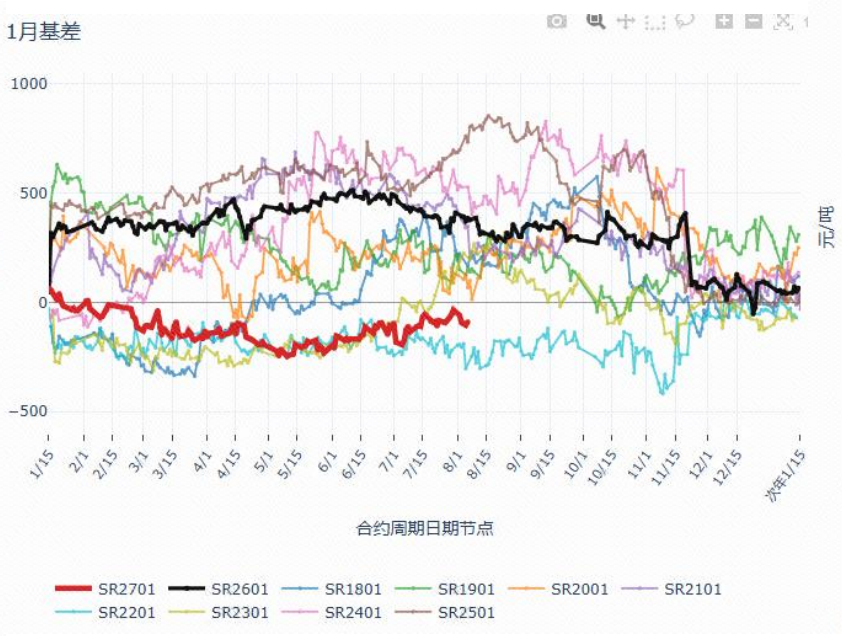
| 原糖 | 配额内（15%） | 配额外（50%） |
|---|---|---|
| 12 | 3461 | 4362 |
| 13 | 3679 | 4646 |
| 14 | 3896 | 4930 |
| 15 | 4114 | 5214 |
| 16 | 4332 | 5498 |
| 17 | 4549 | 5780 |

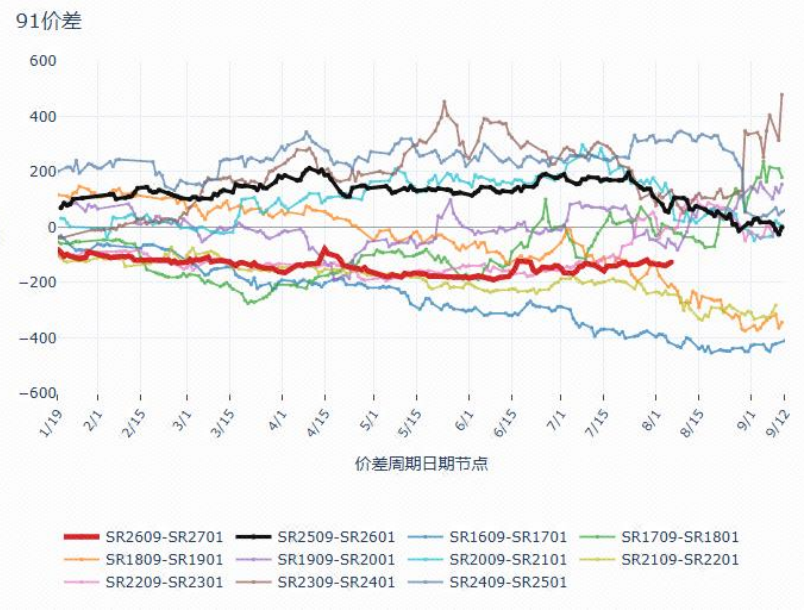



数据来源：WIND，招商期货

# 基差价差




数据来源：WIND，招商期货

## 研究员简介

李依穗：招商期货产研总部农产品团队研究员。美国乔治华盛顿大学学士、香港中文大学硕士。曾就职于海外知名国际贸易商及券商，从事国内外研究以及投资管理工作，与农产品产业链保持密切联系。拥有期货从业人员资格（证书编号：F03121918）及投资咨询资格（证书编号：Z0020997）。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货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，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工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。
本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

招商期货有限公司
总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF 招商期货