

国内糖蜜价格周期复盘&展望

证券分析师:

刘畅 执业证书编号: S0210523050001

童杰 执业证书编号: S0210523050002

研究助理:

周翔

□ 投资要点/投资价值:

➤ 2008年-至今糖蜜三轮价格周期复盘：需求变局催生糖蜜价格弹性，其他因素加剧价格变化趋势

- 糖蜜作为一种制糖工业的副产物，供给端不仅受天气、生长环境、种植意愿等影响，而且禁止进口，故呈现总供给有限、供给弹性低等。
- 水解糖等碳源替代品近年来持续改善糖蜜供给弹性
- 糖蜜下游需求以酵母为主，还包括酒精、饲料等，整体呈现高弹性
- 酵母市场集中度高，需求整体平稳扩张，其周期性主要由酵母龙头扩产周期决定；
- 酒精市场随行就市，近十年受环保政策趋严、产能供过于求同时玉米等价格优势替代品影响下整体收缩，但容易受特殊事件影响（15年前石油价格、能源政策，20年疫情等）； 饲料行业受下游养殖周期影响；

➤ 展望24/25新榨季，供需变局有望驱动糖蜜价格周期向下

- 糖蜜需求整体出现结构性调整，预计酵母需求增长放缓，但糖蜜酒精、糖蜜饲料等需求边际减弱。
- 供给端：种植面积+单产双击下，新榨季我国糖蜜供给有望持续回升至320-330万吨
- 国内碳源对糖蜜的替代率不断增加，同时玉米淀粉价格下降→水解糖成本下降
- 供需改善下，新榨季糖蜜价格有望跌破1300元/吨，在1200元/吨或迎来短期支撑位

➤ 展望25/26榨季供需变化方向有望延续糖蜜下行趋势：

- 供给端仍在恢复通道：糖料种植面积扩张周期一般为3年，且距离农业部规划2300亩仍有空间；集约化、数字化种植促进单产提升；未来宜昌60万吨自产水解糖新项目可以满足糖蜜跨区采购。
- 需求端：目前看国内龙头酵母产能对糖蜜需求无增量，玉米等替代品价格持续回落抑制糖蜜酒精、饲料的需求

➤ 风险提示：国内酵母需求波动风险，玉米、木薯等替代品价格波动风险，极端天气风险

目 录

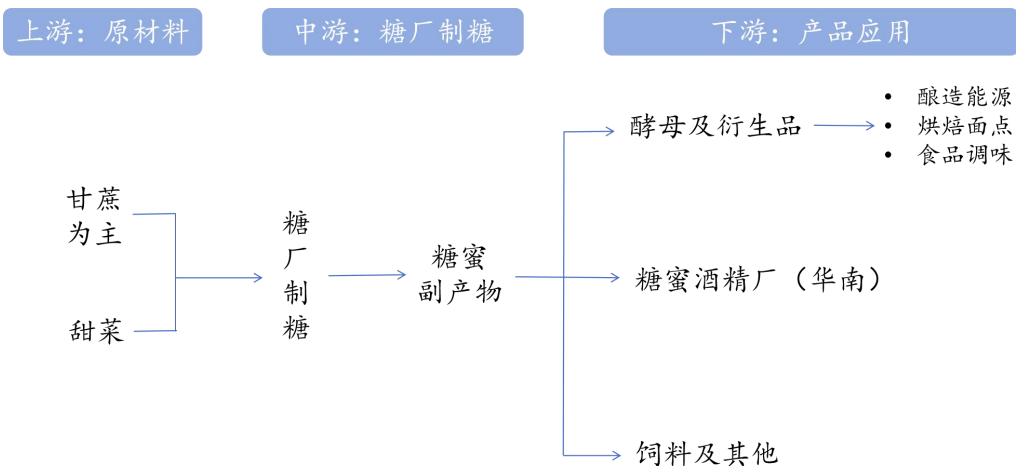
- 1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘
- 2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下
- 3、风险提示

1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘

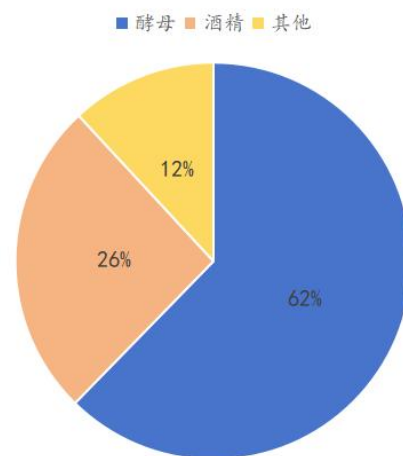
□ 糖蜜产业链长，主要用于酵母、酒精等领域

- 糖蜜是制糖工业的一种副产物，一般应用于酵母、酒精、饲料化肥等领域；以酵母行业为例，生产1吨酵母需要消耗4.5-5.5万吨糖蜜；且作为糖蜜主用途，2021年酵母市场占比达62%。
- 糖蜜以甘蔗、甜菜等原料为主：其中，甘蔗主产地集中在广西云南等，产出的甘蔗糖蜜约占81%，而甜菜集中在新疆、内蒙等，尽管绝对量占比不高，但对应的甜菜糖蜜含糖量、品质高。
- 供给政策：2017年开始禁止进口。

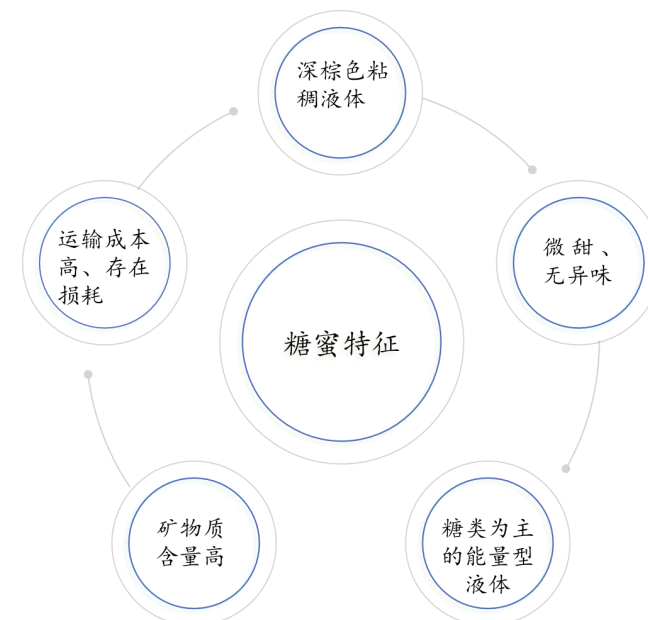
图：糖蜜上下游产业链梳理



图：糖蜜下游需求结构



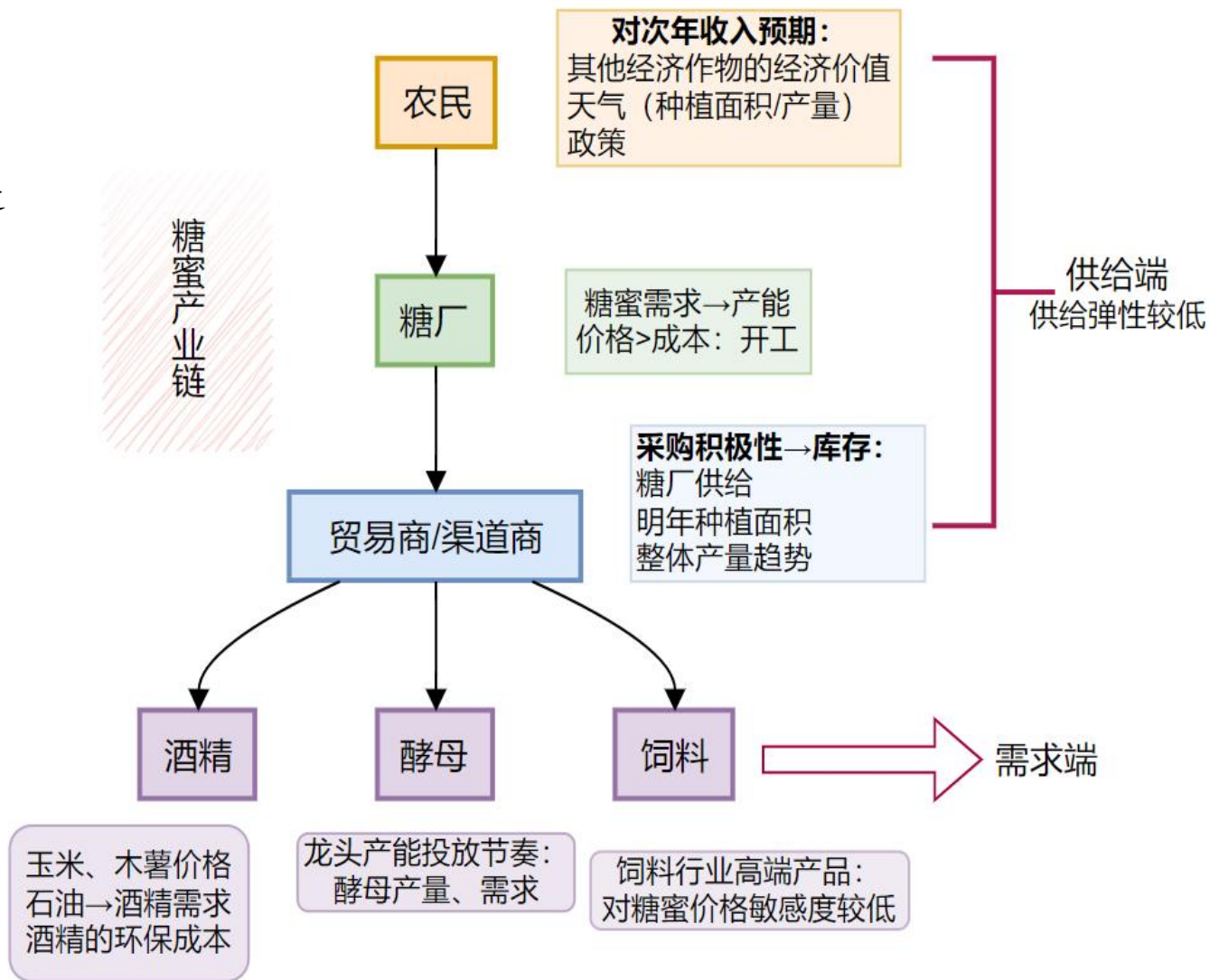
图：糖蜜的特征



1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘

国内糖蜜价格影响因子多

- 糖蜜供给弹性低：糖蜜供给集中在糖料收获后的榨季（Q4+次年Q1），整体供给量由种植面积&单产决定；
 - 干旱洪涝等极端天气对单产影响较大
 - 云桂等城镇化发展与青壮年流出导致人力成本提升、种植面积近十年整体收缩（短期受农产品盈利性影响）
 - 近年，水解糖等碳源替代品改善供给弹性
- 需求增长弹性较大：
 - ①酵母需求整体不断增加，龙头投产节奏影响短期需求弹性
 - ②糖蜜酒精需求随行就市，除19/20榨季末疫情导致需求激增；同时替代品（玉米、木薯等酒精原料）价格波动也在影响需求
 - ③糖蜜饲料需求具备周期性
 - ④渠道商受益于供需变化，库存逻辑改变，并加速供需变化
- 价格周期变化根源：需求变局催生糖蜜价格弹性，其他因素加剧价格变化趋势



1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘

□ 复盘国内糖蜜三轮价格周期（2008-至今）

➤ 2008/09榨季-11/12榨季：本轮周期糖蜜价格波动大，但供需弹性双高、周期短

- 糖蜜需求端以酒精等市场为主，受政策鼓励、替代品石油价格抬升影响，酒精需求攀升；叠加龙头酵母产能持续扩张，糖蜜需求快速增长
- 供给端：种植面积+产量大，极端天气导致供给阶段性大幅收缩，但在农户高种植积极性下，种植面积、单产均快速恢复
- 糖蜜价格创新高，淡季在渠道商的推动下突破1200元/吨；
- 上行期最大涨幅达254%，下行期最大跌幅达45%

➤ 2012/13榨季-18/19榨季：供给持续收缩、需求调整→价格波幅小，本周周期相对平稳

- 需求端：15年环保法&监管持续加码，酒精去产能；酵母需求扩张提供一定支撑，尽管12-14消费疲软导致酵母内需阶段性不足，但随着消费逐步复苏，16年后酵母行业重新回到量价齐升趋势，同时需求占比逐步增加
- 供给端：城镇化发展、劳动力流出、肥料等成本抬升→蔗农种植积极性低，种植面积整体不断收缩
- 糖蜜底部价格抬升至700元+，同时顶部价格也未突破前高
- 上行期最大涨幅达68%，下行期最大跌幅达36%

1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘

□ 复盘国内糖蜜三轮价格周期（2008-至今）

➤ 2019/20榨季-至今：国内外多维供需变局拉长、加剧本轮糖蜜价格周期波动

➤ 2019/20榨季-2021.12横跨2.5个榨季，需求弹性引领糖蜜价格攀升：

- 国内糖蜜产量回落至300-350万吨；但19/20榨季后期，疫情催化医用酒精需求激增，启动淡季糖蜜价格行情（800-1000开始）；20/21榨季安琪酵母新产能集中投产，还有饲料需求扩张同时替代品原料价格抬升（20-21年初：替代品豆粕、玉米价格攀升，玉米1800→2900）；需求大变局导致糖蜜价格创新高，例如21.9榨季伊始，首批线上糖蜜招标价上涨至1480元/吨。

➤ 2021/22-22/23榨季，海外局势扭转糖蜜价格周期节奏，叠加干旱等极端天气，糖蜜价格进入高位震荡期：

- 进入21/22榨季，伴随玉米价格降至2500，糖蜜酒精价格倒挂导致相关需求大幅回落、安琪等水解糖预期催化，糖蜜价格似乎进入下行周期（持续下行至22年1月1200+）。然而在榨季末，俄乌冲突导致玉米等替代品价格再抬头（回升至2800）；同时，龙头酵母新产能爬坡、需求稳增；贸易商恢复囤货；供给端：21年旱情严重、22年洪涝灾害严重，糖蜜产量相对不足。供需因子共振下糖蜜价格创新高，并在1500-1800高位震荡。

➤ 23/24榨季以来，价格博弈周期开始转向：

- 需求进入结构性调整期：酵母国内需求放缓（安琪普洱、德宏新产线对应16万吨糖蜜需求，乐斯福&马利22年投产、23年爬坡），近年糖蜜酒精亏损创新高、产量创新低、产能加速去化，同时玉米淀粉价格开始回落；供给端恢复增长，全国主产区糖蜜产量约285万吨，同比增长15%→糖蜜价格开始稳中向下。
- 进入24年，糖料种植面积进一步扩大（同增10%），叠加玉米等替代品价格下降、贸易商库存逻辑转变，共同驱动糖蜜价格下行。

1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘

—— 现货价:糖蜜:南宁 (元/吨)



数据来源: ifind, 国家统计局, 中国生物发酵产业协会, 人民日报, 新华社, 华经产研院, 智研咨询, 观研报告网, 国家气象科学数据中心, 中共中央人民政府网, 中国国家发展和改革委员会, 安琪公司公告, 新浪网, 商务局, 泛糖科技, 《中国生物液体燃料规模化发展研究》, 国家发展和改革委员会能源研究所可再生能源发展中心, 联合国, 华福证券研究所

目 录

- 1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘
- 2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下
- 3、风险提示

2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下

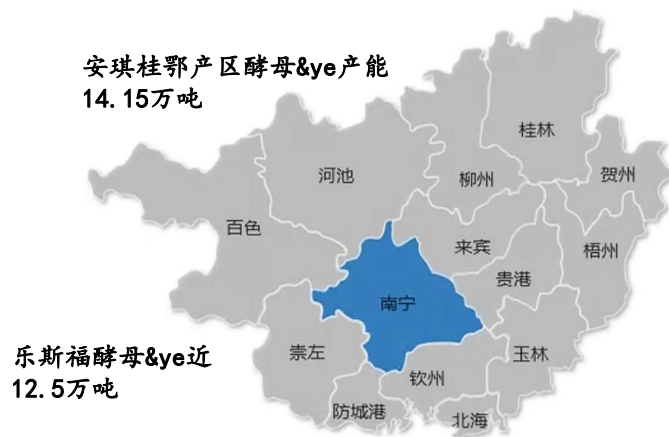
□ 24/25新榨季，供需变局有望驱动糖蜜价格周期向下

➢ 糖蜜需求整体出现结构性调整，酵母对糖蜜需求增长放缓

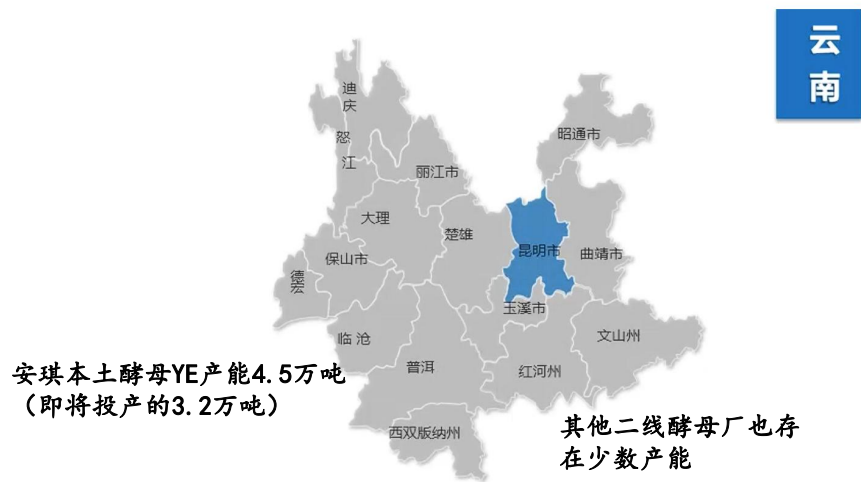
• 国内酵母市场格局清晰，安琪、乐斯福、马利CR3达85%+

- 安琪酵母在国内即将投产的项目包括云南普洱、德宏3.2万吨YE，以及未来要投产的宜昌白洋园项目2.85万吨YE酵母蛋白+特种酵母
 - 乐斯福20年并购内蒙佰惠生后，扩建2.6万吨鲜酵母产能，23-24年有效爬坡，未来在国内产能进入平稳期
 - 益海马利在20年规划齐齐哈尔工厂3.15万吨，22-23年投产后，预计通过转换哈尔滨工厂产能，国内促销+出口等推动产能持续爬坡
 - 其他二线酵母品牌在下游需求疲软、消费结构调整下，经营压力较大，未来或出现产能退出等情况
- 分区域看，广西酵母、酒精产能多，糖蜜供需紧俏；云南糖蜜资源充沛，能较好满足本土酵母生产需求

图：广西本土酵母、酒精厂对糖蜜需求高



图：云南本土酵母厂对糖蜜需求



2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下

□ 24/25新榨季，供需变局有望驱动糖蜜价格周期向下

➢ 糖蜜需求整体出现结构性调整，预计糖蜜酒精、糖蜜饲料等需求边际减弱

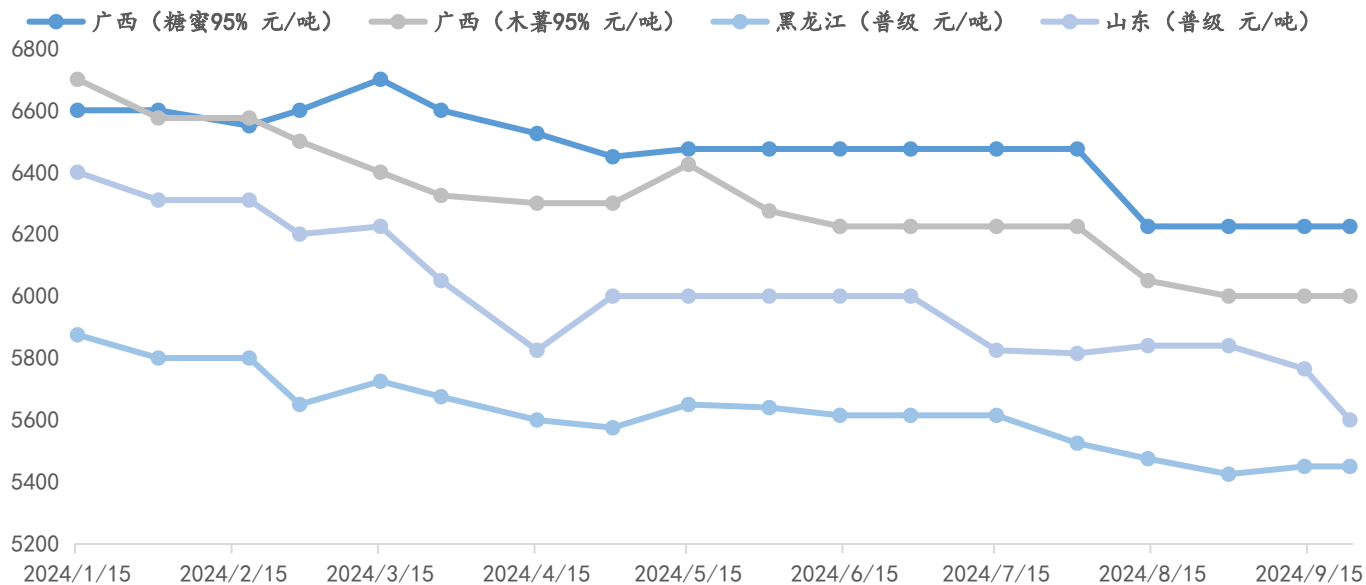
- **糖蜜酒精：**下游糖蜜酒精经过近2-3年的价格倒挂（23年糖蜜乙醇理论亏损扩大了14.5%，达-951元/吨）、持续去产能（23年产量创近十年新低，约6.9-10万吨），预计对糖蜜的需求已不足50万吨，且集中在广西等地区。在经济需求疲软，玉米等替代品原料价格不断下探（玉米现货价2660→2150元/吨），玉米/木薯酒精价格持续走低、竞争优势加大，挤压广西等糖蜜酒精的需求空间。
- **糖蜜作为饲料添加剂，随下游需求不足而收缩：**①下游养殖需求疲软导致饲料需求总盘在收缩，例如24H1全国工业饲料产量同比-4.1%，②替代品价格明显回落，24年饲料厂多改用玉米、木薯渣等，泛糖科技反馈预计糖蜜使用量或减少30%。
- **贸易商库存逻辑转变：**贸易商库存糖蜜销售缓慢，采购备货意愿低

图：玉米价格持续下行



数据来源：ifind，华福证券研究所

图：24年以来酒精价格持续下行



数据来源：溶剂资讯，涂多多，华福证券研究所

2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下

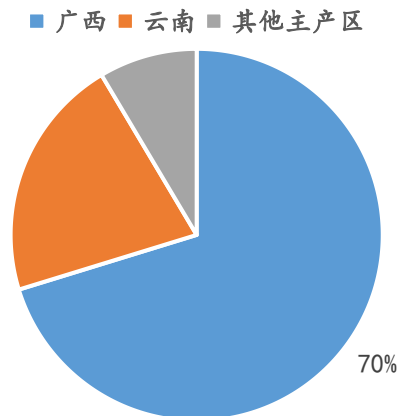
国内糖蜜供给复盘拆分与新榨季展望

- 2024/25榨季：种植面积+单产双击下，我国糖蜜供给有望持续回升至320-330万吨
 - 预计24/25新榨季整体糖料种植面积增长（糖料经济相对收益更高→农户种植积极性，尤其甜菜产区，内蒙古种植面积同增20-30%，新疆甜菜增加10-20万亩；但目前未达到十四五2300万亩目标）
 - 甘蔗单产受天气影响较大，尤其8-10月的降雨及后期的温差情况，而今年8月反馈水热均足下，甘蔗长势较好，广西甘蔗平均株高增幅约15%
 - 农业农村部预计2024/25榨季全国食糖产量达1100万吨（23/24制糖期食糖产量约996万吨），同增10%+
- 分区域看，广西、云南是我国甘蔗糖蜜的核心产区，合计产量占比高达90%+
 - 广西糖蜜供需紧俏，未来甘蔗单产有望持续提升；其中数字蔗田在集约化、数字化管控（人效提升）+天气理想下甘蔗单产达到90吨/公顷（6吨/亩+）

图：国内糖蜜供给复盘与新榨季供给展望

		20/21榨季	21/22榨季	22/23榨季	23/24榨季	24/25榨季预测
种植/收获面积 (千公顷)	甘蔗	1128.00	1122.00	1101.33	1095.33	1131.33
	甜菜	229.33	141.33	182.00	153.33	186.67
单产 (吨/公顷)	甘蔗	64.51	64.64	56.63	66.49	71.15
	甜菜	51.80	48.11	45.90	57.23	57.23
产量 (万吨)	甘蔗	7277.00	7253.00	6236.36	7283.33	8049.30
	甜菜	1188.00	680.00	835.40	877.60	1068.38
主产区糖蜜产量 (万吨)	甘蔗	243.78	242.98	208.92	243.99	269.65
	甜菜	56.43	32.30	41.77	43.88	53.42
	总计	300.21	275.28	250.69	287.87	323.07
yoy			-8.3%	-8.9%	14.8%	12.2%
甘蔗糖蜜产率：3.2%-3.5%，取3.35%计算						
甜菜糖蜜产率：4.5%-5.0%，取4.75%计算；泛糖科技22-24榨季开始取5%						

图：23/24榨季甘蔗糖蜜产量占比



2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下

国内碳源对糖蜜的替代率不断增加，类糖蜜原料供给弹性提升

作为一种成熟的碳源工艺，水解糖可以满足酵母生产需求，并有效缓解糖蜜供给压力

- 水解糖一般以玉米、小麦淀粉为原料，且对比糖蜜具备原料易得、采购灵活等优势；由于糖分含量差异，1吨糖蜜=1.5吨30%浓度的水解糖；以往水解糖在山东、宜昌、华北等应用居多，近年在华南加速替代
- 以安琪为例，23年自产湖北&广西45万吨水解糖（广西柳州、崇左水解糖产线共30万吨，宜昌玉米水解糖15万吨），可有效替代30万吨甘蔗糖蜜；未来伴随白洋水解糖项目投产（玉米/木薯水解糖30-60万吨），有效满足宜昌现有以及未来的白洋园新产能
- 玉米淀粉价格下降→水解糖成本下降：7月水解糖价格降至1400元/吨左右

图：玉米淀粉现货价格



2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下

□ 24/25新榨季，供需变局有望驱动糖蜜价格周期向下

➤ 供需改善下，新榨季糖蜜价格有望跌破1300元/吨，在1200元/吨或迎来短期支撑位

• 糖蜜价格近况：广西糖蜜价格持续下行，5月平均价约1377元/吨，同比约-20%；9月招标价一度低于1300元/吨。

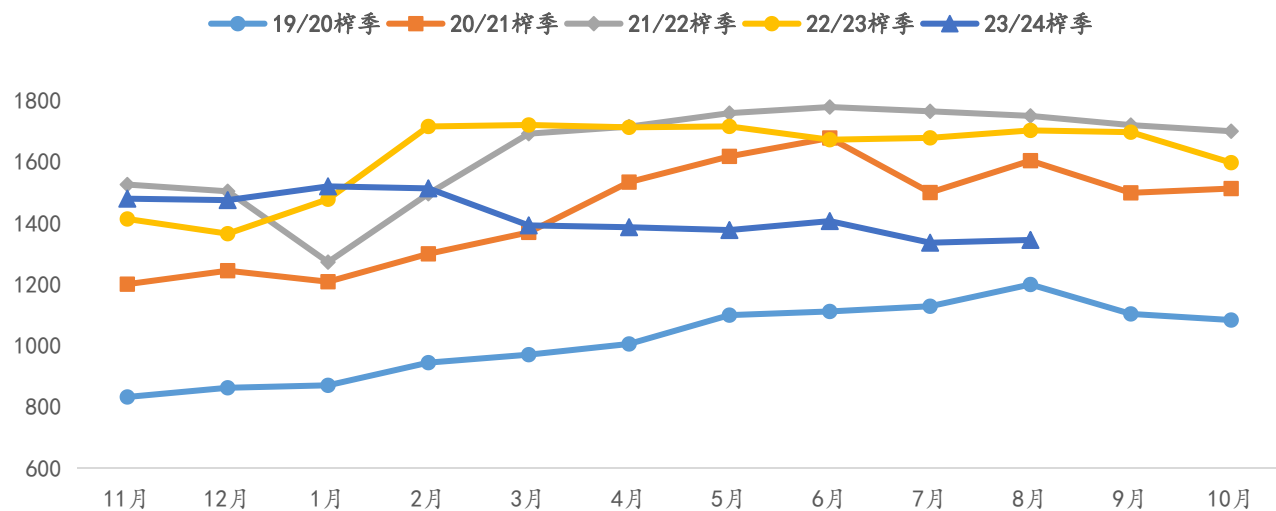
• 广西甘蔗糖蜜在1200元/吨位置或存在短期、阶段性价格支撑。但考虑到糖蜜酒精厂盈亏平衡点（近期广西糖蜜酒精价格下修至6000-6200，根据泛糖科技测算思路，对应盈亏平衡点糖蜜价格1200+元/吨）；安琪广西自产水解糖→采购糖蜜，消化过量供给，贡献价格支撑。

➤ 展望25/26榨季供需变化方向有望延续糖蜜下行趋势：

• 供给端仍在恢复通道：糖料种植面积扩张周期一般为3年，且距离农业部规划2300万亩仍有空间；集约化、数字化种植促进单产提升；未来宜昌60万吨自产水解糖新项目可以满足糖蜜跨区采购。

• 需求端：目前看国内龙头酵母产能对糖蜜需求无增量，玉米等替代品价格持续回落抑制糖蜜酒精、饲料的需求

图：近年广西榨季糖蜜成交价变动趋势（元/吨）



目 录

- 1、2008年以来三轮糖蜜价格周期复盘
- 2、新榨季国内糖蜜价格周期或向下
- 3、风险提示

- **国内酵母需求波动风险：**目前国内消费力、消费信心仍处于恢复阶段，需求恢复不及预期将影响公司酵母需求恢复。
- **玉米、木薯等替代品价格波动风险：**无论酒精、饲料等需求视角，还是水解糖等碳源供给视角，玉米等替代品价格波动均会对糖蜜供需产生影响，尤其是玉米、木薯存在一定体量的进口，受外部环境影响较大。
- **极端天气风险：**糖蜜作为农产品，集中在广西、云南等产区，其亩产水平受气候影响较大，干旱、洪涝都有可能对甘蔗的生长产生重大影响，进而对25/26榨季糖蜜供给造成较大风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT幢20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

