白糖行业跟踪

厄尔尼诺与能源周期共振，有望进入新一轮景气周期

优于大市

核心观点

海外糖价展望：厄尔尼诺与高油价共振，原糖正开启新一轮上行周期。

新季全球糖市供需格局预计由盈转缺。其中：巴西受前期制糖比回落、后期多雨扰动影响，中南部新榨季截至 9 月末已累计减产 450 万吨以上；印度受主产区干旱影响，新榨季被迫暂停乙醇分流，但预计仍将放开百万吨以上进口来填充库存；泰国面临面积收缩和干旱双重压力，新榨季预计减产约 150 万吨；欧盟受面积收缩和天气扰动影响，新榨季甜菜糖预计减产近 320 万吨。参考市场分析机构 Green Pool Commodities 于 10 月份发布的最新预测，受主要产区减产影响，2026/27 全球糖市产需缺口预计将达 600 万吨以上。

原糖价格后续预计仍将保持上行趋势。短期来看超强厄尔尼诺为主产区带来的减产风险尚未释放，年底巴西、印度及泰国供应端预计仍将面临强催化，原糖价格易涨难跌。中期高能源价格传导逻辑或将在巴西大选结束后，于 2027/28 产季打通，结合当前高原油价格支撑，原糖上方景气空间有望进一步打开。

国内展望：短期内外联动趋弱，关注广西新季产量兑现情况。

新季国内维持丰产，缺口不依赖配额外进口补充。国内 2026/27 产季食糖预计维持丰产，新产季产需缺口预计约为 230 万吨。因此即使配额外进口盈利窗口持续关闭，配额内进口叠加糖浆及预混粉进口，国内食糖进口总量预计仍能满足产需缺口。另考虑到上个产季较高的工业库存结转，国内短期预计较难出现明显的供需缺口。

国内糖价短期涨势弱于外盘，后续关注天气扰动和产量兑现情况。国内糖定价中枢目前聚焦内部产量，与外部联动预计明显减弱。但短期广西部分产区面临先涝后旱威胁，11 月国内甘蔗糖将进入压榨高峰，需关注天气是否有进一步扰动，以及新季蔗糖丰产预期的实际兑现情况。若国内甘蔗实际单产及糖产量出现下修，参考当前配额外进口成本，短期内盘糖价将具备较大补涨动力。另外若海外原糖价格继续上行，配额内进口盈利窗口或也将关闭，届时内盘或强化与外部联动，价格有望与海外原糖共振上行。

风险提示：1、宏观景气波动；2、极端天气风险；3、期货套保亏损风险等。

相关标的：骑士乳业、中粮糖业。

（1）骑士乳业：糖业板块上游通过自有农场、订单户合计约 8 万亩种植面积保障甜菜原料供应。

（2）中粮糖业：中粮集团旗下的糖业经营平台，年食糖加工贸易总量接近 400 万吨。

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
920786.BJ	骑士乳业	优于大市	6.65	1,390	0.49	0.66	14	10
600737.SH	中粮糖业	未评级	11.70	25,025	0.53	0.68	22	17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（注：中粮糖业盈利预测采用 Wind 一致预测）

行业研究·行业专题

农林牧渔

优于大市·维持

证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农产品研究跟踪系列报告（228）-天然橡胶与棕榈油价格蓄力上行，原奶价格拐点向上》 ——2026-11-15
《农产品研究跟踪系列报告（227）-牛肉与散奶价格持续走强，仔猪价格环比新低》 ——2026-11-09
《农林牧渔 2026Q3 基金持仓分析-养殖及种植链优质标的重仓环比明显提升》 ——2026-11-09
《农产品历史复盘专题-美元周期对农产品价格的影响机制与历史复盘》 ——2026-10-25
《农产品研究跟踪系列报告（225）-生猪价格持续走弱，三季度能繁母猪加速去化》 ——2026-10-25

内容目录

海外展望：厄尔尼诺与高油价共振，原糖开启新一轮上行周期 5
总览：巴西、印度、泰国主导全球边际供应 5
巴西：制糖比下调、季末入榨受阻推动减产 6
印度：低库存与减产双重压力，由净出口国变为净进口国 11
泰国：新季种植面积继续收缩，厄尔尼诺冲击单产 14
欧盟：面积单产双降，或进一步放大全球贸易流压力 15
展望：新季供需预计由盈转缺，原糖价格有望持续上行 16
国内展望：内外联动趋弱，关注广西新季产量兑现情况 19
产量：甘蔗糖产量保持扩张，国内新季预计维持丰产 19
进口：国内供应仍依赖进口补充，但配额外进口正失去定价权 20
展望：短期涨势弱于外盘，关注天气扰动和产量兑现情况 24
相关标的：骑士乳业、中粮糖业 25
骑士乳业：糖业务聚焦甜菜种植加工 25
中粮糖业：国营白糖加工贸易龙头 27
风险提示 30

图表目录

图1： 全球糖产量分布情况（2025/26） 5
图2： 全球糖出口量分布情况（2025/26 年度） 5
图3： 全球糖消费量维持慢增趋势 6
图4： 全球糖消费量分布情况（2025/26 年度） 6
图5： 过去三个产季，巴西甘蔗维持丰产 7
图6： 巴西中南部甘蔗入榨量情况（吨） 7
图7： 巴西糖产量近年处于历史高位 7
图8： 巴西中南部糖产量情况（吨） 7
图9： 巴西中南部新榨季前期 ATR 偏低 7
图10： 截至 2026M7 末，新季累计制糖比 47%，同比-6pct 7
图11： 受超强厄尔尼诺等气象因素影响，10 月巴西中南部月季仍将维持降水偏多状态 8
图12： 巴西国内汽车燃料目前分为汽油 C 和含水乙醇两种 8
图13： 今年下半年以来巴西国内汽油价格和外盘脱钩明显 9
图14： 定价机制转变和政府补贴正导致巴西油价和外部脱钩 9
图15： 巴西乙醇价格和国内汽油价格高度正相关 10
图16： 目前巴西乙醇折糖价 15 美分/磅左右，明显低于原糖价 10
图17： 受供应紧张推动，印度糖零售价格年内已创历史新高 11
图18： 2026 年 8 月 20 日，印度政府正式发布免税进口白糖公告 12
图19： 印度前三大甘蔗产区，马邦和卡邦的降水量较往年平均水平明显偏低 12
图20： 目前甘蔗制醇贡献全印度约 30%的乙醇产量 13
图21： 泰国 2025/26 产季甘蔗种植面积同比收缩 12% 14
图22： 泰国糖产业高度依赖出口创收 14
图23： 泰国新季甘蔗入榨量预计同比-10% 15
图24： 泰国新季糖产量预计同比-13% 15
图25： 2026/27 产季欧盟 27 国甜菜种植面积预计同比-9% 15
图26： 2026/27 产季欧盟 27 国甜菜产量预计同比-14% 15
图27： 2026/27 产季欧盟 27 国糖产量预计同比-19% 16
图28： USDA 预测 2026/27 欧盟糖净进口预计增加 100 万吨 16
图29： ICE11 号糖收盘价近期保持上行趋势，2026 年初至今最高累计上涨约 30% 17
图30： 2019-2023 年海外原糖行情复盘 18
图31： 近年国内甘蔗种植面积持续扩张 19
图32： 2026/27 产季国内甜菜种植面积预计回落 9% 19
图33： 2026/27 产季国内糖产量预计接近 1300 万吨 19
图34： 2026 年国内南方产水果价格偏弱运行 19
图35： 2025/26 产季国内累计糖进口量同比-7% 20
图36： 2026 年 4 月份以来国内糖进口持续同比收缩 20
图37： 目前泰国白糖配额内单吨进口成本约 4700 元，进口利润约 1200 元 21

图38： 目前泰国白糖配额外单吨进口成本接近5700元，进口利润约-90元 21
图39： 目前巴西白糖配额内单吨进口成本约4500元，进口利润约1400元 21
图40： 目前巴西白糖配额外单吨进口成本约5700元，进口利润约150元 21
图41： 截至2026年9月末，国内白糖工业库存129万吨，同比+61万吨 23
图42： 2026年以来，郑糖价格走势与海外原糖价格明显背离 24
图43： 公司奶牛总存栏近年稳定在2万余头 25
图44： 公司实控人及一致行动人合计持股比例约为31% 25
图45： 骑士乳业营业收入及增速 26
图46： 骑士乳业单季营业收入及增速 26
图47： 骑士乳业归母净利润及增速 26
图48： 骑士乳业单季归母净利润及增速 26
图49： 骑士乳业营业收入构成（单位:亿元） 27
图50： 骑士乳业主要业务毛利率情况 27
图51： 公司是中粮集团旗下的糖业经营平台 27
图52： 中粮糖业营业收入及增速 28
图53： 中粮糖业单季营业收入及增速 28
图54： 中粮糖业归母净利润及增速 28
图55： 中粮糖业单季归母净利润及增速 28
图56： 中粮糖业毛利率、净利率变化情况 29
图57： 中粮糖业三项费用率变化情况 29
图58： 中粮糖业主要流动资产周转情况 29
图59： 中粮糖业经营性现金流情况 29

表1： 全球主要糖产区糖料来源及生产周期一览 5
表2： 历史布油主连合约收盘价处于110美元/桶左右时，乙醇折糖价最高接近24美分/磅 10
表3： 巴西新季供给预计收缩 11
表4： 印度白糖供需平衡表 11
表5： 迫于供应压力，印度政府已采取连续多类短中期保供措施 13
表6： 印度新季要恢复安全库存，预计需要至少进口300万吨 14
表7： 国际糖业协会预计新季全球糖市产需将由盈余转为缺口 16
表8： 原糖重要监测指标一览 17
表9： 国内食糖供需平衡表 20
表10： 糖浆及预混粉海关定义 22
表11： 2025年国内糖浆及预混粉进口折糖量约为75-80万吨 22
表12： 国内近年正持续收紧糖浆及预混粉进口 22

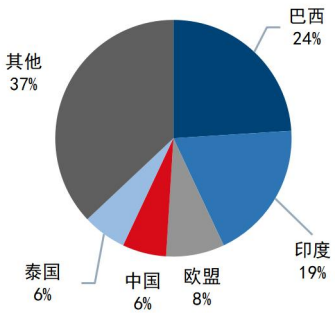
海外展望：厄尔尼诺与高油价共振，原糖开启新一轮上行周期

总览：巴西、印度、泰国主导全球边际供应

◆ 核心供给来自三大产蔗国，产区定价权强

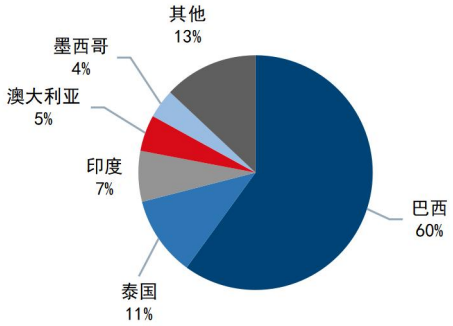
全球白糖供应分布集中，出口集中在巴西、印度和泰国。根据美国农业部最新预估，2025/26 年度全球糖产量预计为 1.89 亿吨，其中巴西/印度/欧盟/中国/泰国/美国产量分别约为 4470/3500/1540/1150/1100/850 万吨，占全球产量比例分别为 24%/19%/8%/6%/6%/5%。其中巴西、印度和泰国是最重要的出口国，三者 2025/26 年度在全球的合计出口份额接近 80%，是决定全球糖价走势的重要区域。

图1：全球糖产量分布情况（2025/26）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图2：全球糖出口量分布情况（2025/26 年度）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

巴西、印度、泰国均以甘蔗作为糖料。其中巴西甘蔗主产区集中于国内中南部，每年 4-12 月份均为压榨季，其中 8-10 月份为产糖高峰期，10 月至次年 4 月是关键生长期。印度和泰国作为北半球国家，则通常在 10 月至次年 4 月进入收获季，6-9 月份是关键生长季（期间季风降水是决定产量的关键）。甘蔗作为热带多年生宿根作物，虽然面积调整慢于玉米、大豆等一年生作物，但单产、含糖率和收榨进度会被当期降雨、干旱、霜冻和台风扰动。

表1：全球主要糖产区糖料来源及生产周期一览

产区	主要糖料	种植/生长期	收获/压榨期
巴西中南部	甘蔗	春植/秋植并存；10 月至次年 3 月雨季生长	4—11 月为主压榨期；东北部多为 9 月至次年 3 月
印度	甘蔗	秋植 9—10 月、春植 2—3 月；6—9 月季风期生长	10 月至次年 4—5 月，各邦起止不一
泰国	甘蔗	雨季植蔗和旱季植蔗并存；5—10 月雨季生长	通常 11—12 月至次年 4—5 月
欧盟	甜菜	3—4 月播种，5—9 月生长	9 月至次年 1 月
中国	甘蔗/甜菜	甘蔗 2—4 月种植；甜菜 4—5 月播种	甘蔗 11 月至次年 4 月；甜菜 9—11 月

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

◆ 全球消费维持慢增趋势，分布相对分散

糖终端主要进入饮料、糖果烘焙、乳制品等加工食品，以及家庭和餐饮用糖。虽然饮料环节的减糖与果葡糖浆替代在欧美已形成趋势性压制，而亚洲的烘焙、乳制品、即饮茶仍在贡献增量。根据美国农业部最新预估，2025/26 年度全球糖消

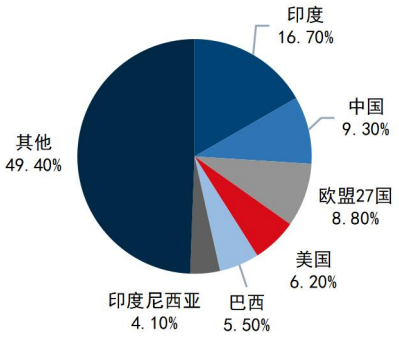
费量预计为 1.80 亿吨，过去五个产季的 CAGR 为 1%左右，其中印度/中国/欧盟/美国/巴西/印尼的消费量分别约为 3010/1675/1590/1112/995/730 万吨，占全球消费量的比例分别为 17%/9%/9%/6%/6%/4%。进口方面，2025/26 年度全球前五大进口国为中国/印尼/印度/阿联酋/美国，进口量分别约为 545/403/263/263/241 万吨，占全球进口量的比例分别为 9%/7%/5%/5%/4%。

图3：全球糖消费量维持慢增趋势



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图4：全球糖消费量分布情况（2025/26 年度）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

巴西：制糖比下调、季末入榨受阻推动减产

◆ 新季甘蔗维持丰产，但制糖比下降导致糖减产

甘蔗产量：26/27 榨季参考巴西农业部（MAPA）统计口径，2023/24 榨季以来巴西甘蔗整体维持丰产，其中 2025/26 榨季巴西全国甘蔗总产量为 6.58 亿吨，同比微降约 3%，处于历史高位。2026/27 榨季以来，巴西甘蔗整体延续丰产，截至 2026 年 10 月 15 日，巴西中南部（核心产区，约占国内 90%产量）新榨季甘蔗累计入榨量为 5.28 亿吨，较去年同期-2.77%。

糖产量：参考 UNICA 统计，截至 2026 年 8 月末，巴西中南部产区 2026/27 榨季单位甘蔗含糖量（ATR）为 132 千克/吨，较去年同期基本持平，但年初受降水偏多影响，ATR 同比有所回落。同时受榨季初糖价低迷、能源价格回升影响，巴西制糖同比回落明显，截至 2026 年 8 月末，巴西中南部产区 2026/27 榨季累计制糖比为 46.56%，较去年同期下降 6pct 以上。最终参考 MAPA 统计口径，截至 2026 年 10 月 15 日，巴西 2026/27 榨季累计糖产量为 3157 万吨，较去年同期减少约 14.12%。

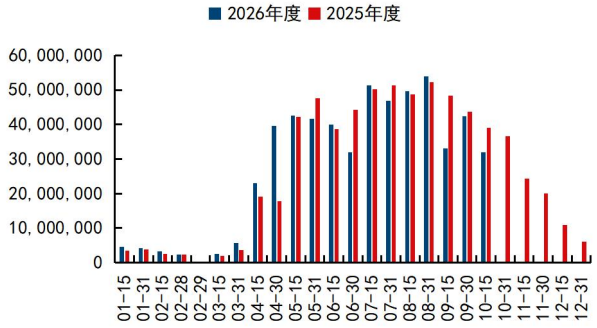
目前来看，虽然巴西新榨季已经接近尾声，但超强厄尔尼诺 9 月份以来正在威胁尾部收割进度和 ATR 指标，巴西 2026/27 产季减产风险仍未完全释放。9 月份以来，受强厄尔尼诺及冷锋、温带气旋共同影响，巴西中南部降雨显著偏多（其中圣保罗州中部局地降水较常年平均值增加超 200 毫米）。持续强降雨导致巴西甘蔗收割明显受阻，ATR 也出现同比下滑，其导致 9 月上半月巴西糖产量同比下降幅度超 40%。据巴西国家气象研究所（INMET）等官方机构最新预报，受厄尔尼诺及大气环流变化影响，巴西中部雨季预计在 10 月下旬至 11 月中旬开始，其中圣保罗州、南马托格罗索州部分地区及南部巴西总体降水均偏向高于历史均值。后续在强厄尔尼诺影响下，巴西榨季尾部的甘蔗入榨量及 ATR 预计均有较大下调风险。

图5：过去三个产季，巴西甘蔗维持丰产



资料来源：MAPA，国信证券经济研究所整理

图6：巴西中南部甘蔗入榨量情况（吨）



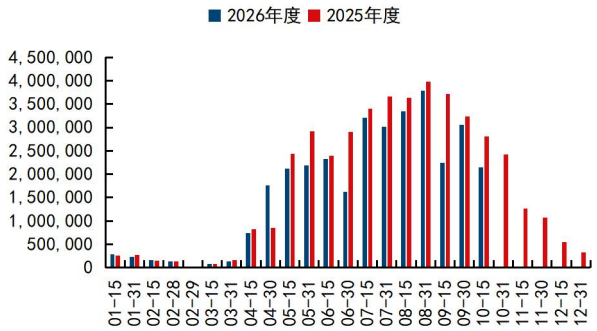
资料来源：MAPA，国信证券经济研究所整理

图7：巴西糖产量近年处于历史高位



资料来源：MAPA，国信证券经济研究所整理

图8：巴西中南部糖产量情况（吨）



资料来源：MAPA，国信证券经济研究所整理

图9：巴西中南部新榨季前期 ATR 偏低

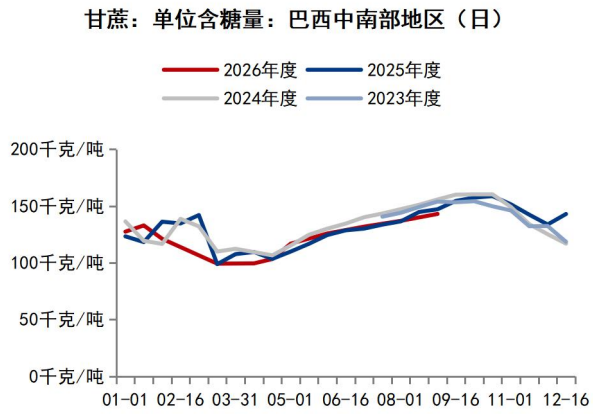
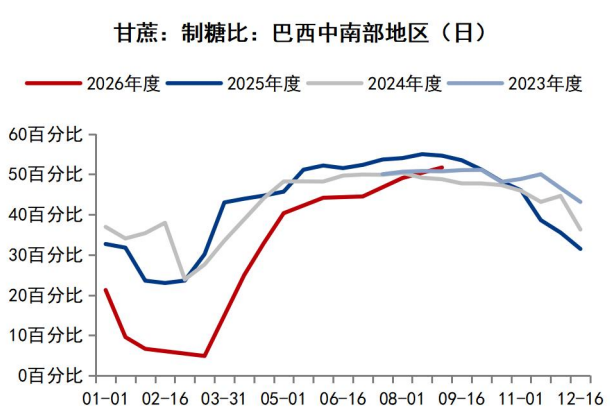


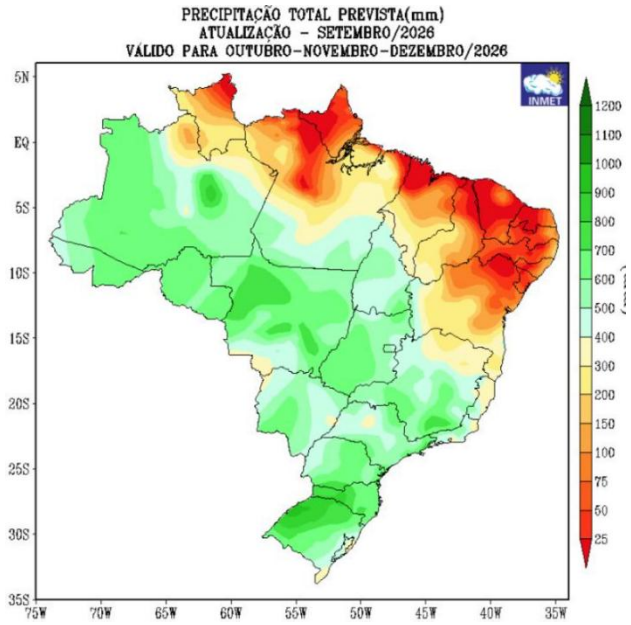
图10：截至 2026M7 末，新季累计制糖比 47%，同比-6pct



资料来源：UNICA，国信证券经济研究所整理

资料来源：UNICA，国信证券经济研究所整理

图11：受超强厄尔尼诺等气象因素影响，10 月巴西中南部月季仍将维持降水偏多状态



资料来源：INMET，国信证券经济研究所整理

◆ 能源定价驱动尚未充分释放，关注后续成品油折价是否回补

目前巴西境内的汽油产品分为两种，分别是不含乙醇的 A 类汽油和含有乙醇的 C 类汽油。巴西政府自上世纪 70 年代便强制要求在 A 类汽油中添加一定比例的无水乙醇混合成 C 类汽油才能进行销售，该混合比例由政府强制规定（2026 年已临时由 30%提高到 32%）。另外在全国灵活燃料汽车普及度超 80%的情况下，含水乙醇也是重要的汽车燃料之一，消费者可以根据 C 类汽油和含水乙醇的相对价格，直接选择在灵活燃料汽车中使用的燃料类型。

图12：巴西国内汽车燃料目前分为汽油 C 和含水乙醇两种

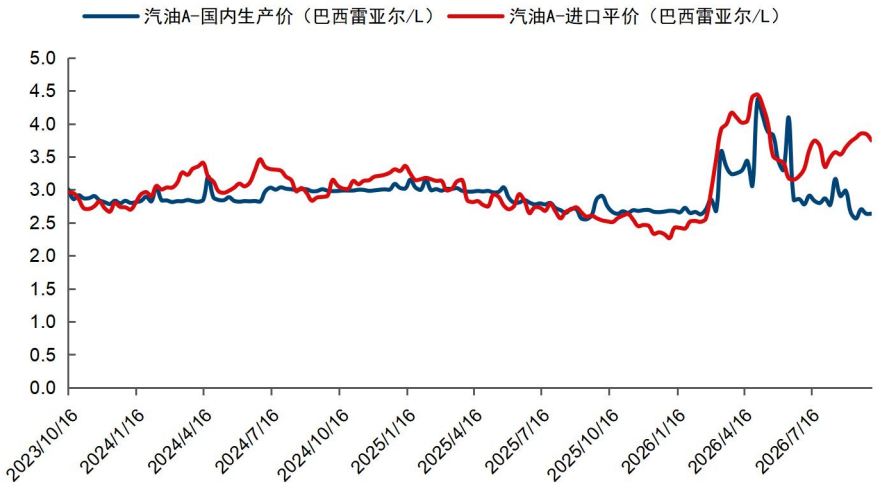


资料来源：INMET，国信证券经济研究所整理

汽油 A 是巴西国内汽车燃料价格锚，近年受定制机制转变和政府补贴增加影响，其和国外油价走势明显脱钩。巴西国内包含汽油 A 在内的成品油主要由国资背景的巴西国家石油公司旗下炼厂生产，其早期定价遵循进口平价定价（PPI）政策，即国内汽柴油价格主要参考国际成品油价格、汇率及进口成本，但 2023 年基于国

内自足本土原油资源和对民生保障的考量，巴西国家石油公司结束对 PPI 的强制锚定，转向客户替代成本与公司边际价值相结合的定价机制，进而导致国内汽油 A 定价与国际油价的联动减弱。2026 年，在外部高油价、内部高通胀的背景下，当届政府为了拉拢选民，出台了临时汽油补贴机制，进一步抑制了 Petrobras 的提价幅度。参考最新数据，截至 9 月 10 日，巴西国内汽油 A 的不含税出厂价为 2.64 巴西雷亚尔/L，而同期汽油 A 进口平价 3.75 巴西雷亚尔/L，折价幅度接近 30%。

图13：今年下半年以来巴西国内汽油价格和外盘脱钩明显



资料来源：ANP，国信证券经济研究所整理

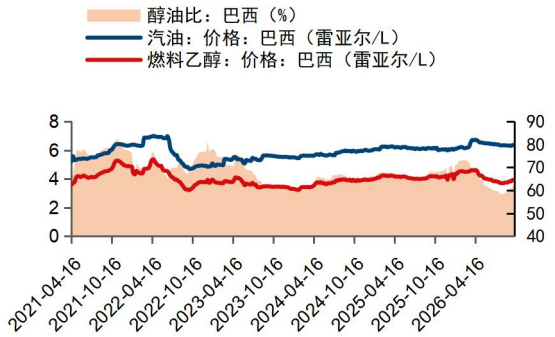
短期，汽油 A 定价与外盘的脱钩削弱了巴西糖价的能源属性，制糖比或将回升。巴西汽油 A 价格作为定价锚，其边际变化会直接影响汽油 C 定价，进而影响国内含水乙醇需求和价格，最终影响制糖比和糖产量。目前巴西国内汽油 A 价格相对稳定，且玉米乙醇供应正在释放，巴西含水乙醇价格底部缺乏驱动，折糖价缺乏吸引力情况下，巴西当季制糖比预计仍有较强的回升动力。

图14：定价机制转变和政府补贴正导致巴西油价和外部脱钩



资料来源：国信证券经济研究所整理

图15：巴西乙醇价格和国内汽油价格高度正相关



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图16：目前巴西乙醇折糖价 15 美分/磅左右，明显低于原糖价



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

中期，新一届大选结束后关注折价是否回补。我们复盘 2018-2025 年国家原油价格及巴西国内的汽油和乙醇价格，发现当布伦特原油主连合约收盘价处于 110 美元/桶时，巴西汽油 A 和乙醇折糖价的平均值分别为 3.95 巴西雷亚尔/L 和 19.41 美分/磅，较当前实际价格分别高约 50%、30%。目前巴西第二轮大选已于当地时间 2026 年 10 月 25 日结束，卢拉续任。前期市场关于博索纳罗上任的财政整顿和油价重估预期落空，但考虑到当前民意分歧以及现实财政压力，汽油 A 折价中期或仍将有回升空间。参考 2025/26 产季中南部数据，假设甘蔗产量和 ATR 不变，制糖比每下调 1pct 即对应约 80 万吨的糖减产。若大选结束后巴西汽油和乙醇价格修复，2026/27 产季巴西制糖比维持低位，巴西下一产季产量回升幅度预计仍将受限。

表2：历史布油主连合约收盘价处于 110 美元/桶左右时，乙醇折糖价最高接近 24 美分/磅

布油价格区间（美元/桶）	区间内布油均价（美元/桶）	样本周数	汽油 A 价格（R$/L）			乙醇折糖价（美分/磅）		
			均值	最大值	最小值	均值	最大值	最小值
90（85－95）	89.48	34	3.169	3.759	2.663	15.1	21.63	12.72
100（95－105）	98.95	12	3.694	4.188	3.338	16.83	21.34	14.35
110（105－115）	109.42	10	3.945	4.211	3.501	19.41	23.85	16.49
120（115－125）	118.64	5	3.831	3.984	3.359	19.46	23.71	16.39

资料来源：ANP，国信证券经济研究所整理（注：样本剔除了 2026 年数据，为 2018-2025 年期间的数据）

◆ 综合来看，前期制糖比下调和季末减产风险共驱下，巴西新季供给预计收缩

参考巴西农业部（MAPA）旗下的巴西国家供应公司（Conab）于 2026 年 8 月发布的二次调查报告，预计 2026/27 产季，巴西甘蔗产量同比+4.75%至 7.05 亿吨，但受制糖比下调影响，糖产量预计同比-2.92%至 4289 万吨。

然而考虑到 9 月份以来的多雨扰动，以及 2026Q4 厄尔尼诺可能带来的尾部影响，我们认为巴西当前减产风险仍未完全释放。后续若降水偏多影响压榨进度和 ATR，甘蔗和糖产量在榨季后期仍有下调空间。

表3：巴西新季供给预计收缩

指标	2025/26	2026/27E	yoy
甘蔗产量（百万吨）	673.28	705.23	4.75%
糖产量（百万吨）	44.18	42.89	-2.92%
乙醇总产量（10 亿升）	37.5	41.88	11.68%
甘蔗制乙醇	27.33	29.98	9.70%
玉米制乙醇	10.17	11.91	17.11%

资料来源：Conab，国信证券经济研究所整理

印度：低库存与减产双重压力，由净出口国变为净进口国

◆ 旧作库存降至历史低点，零售糖价历史新高，印度被迫放开免税进口

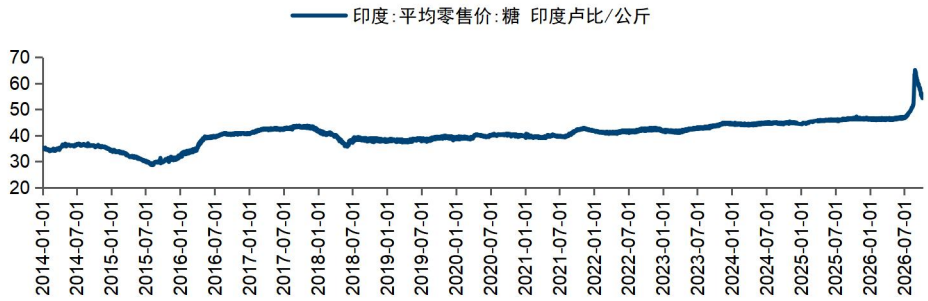
参考印度糖业协会（ISMA）预估，印度 2025/26 产季受马邦、卡邦甘蔗减产及乙醇分流影响，实际净糖产量预计将不足 2800 万吨，明显低于早期预期（2026 年预估为 3095 万吨），叠加消费维持和前期出口放开，期末库存预计将降至 350 万吨，处于历史极低水平，低于印度官方认可的 600 万吨安全库存近 250 万吨。因此在供应紧张与节庆备货共同推动下，印度国内糖价创历史新高，国内零售均价一度升至约 65 卢比/公斤。

表4：印度白糖供需平衡表

项目	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26E
期初库存	700	557	790	500
毛糖产量	3662	3411	2960	3090
乙醇分流	380	215	350	310
净糖产量	3282	3196	2610	2780
进口量	0	0	0	0
国内消费	2785	2900	2810	2850
出口量	640	5	90	80
期末库存	557	848	500	350
期末库销比	19.98%	29.24%	17.79%	12.28%

资料来源：ISMA，国信证券经济研究所整理

图17：受供应紧张推动，印度糖零售价格年内已创历史新高



资料来源：印度消费者事务，国信证券经济研究所整理

在高糖价压力下，印度政府前期先于 2026 年 5 月 13 日发布出口禁令，原糖、白糖及精制糖都被禁止出口（期限至 9 月 30 日或另有通知）。此后又于 2026 年 8

月 20 日发布公告，允许糖厂、炼糖厂在 10 月 31 日前免税进口 100 万吨原糖。至此意味着印度作为全球最大的净出口国之一，预计将在 2026/27 产季逆转成为净进口国。

图18：2026 年 8 月 20 日，印度政府正式发布免税进口白糖公告

[TO BE PUBLISHED IN THE GAZETTE OF INDIA EXTRAORDINARY PART-II, SECTION 3, SUB-SECTION (ii)]

Government of India Ministry of Commerce & Industry Department of Commerce Directorate General of Foreign Trade Vanijya Bhawan, New Delhi

Notification No. 31/2026-2027
New Delhi, Dated: 20/08/2026

S.O. (E): In exercise of powers conferred by Section 3 of FT (D&R) Act, 1992, read with paragraph 1.02 and 2.01 of the Foreign Trade Policy, 2023, as amended from time to time, the Central Government hereby amends the import policy condition for 'Raw Sugar' classified under Exim Code 170114 of Chapter 17 of ITC (HS), 2022 — Schedule–1 (Import Policy) as under:

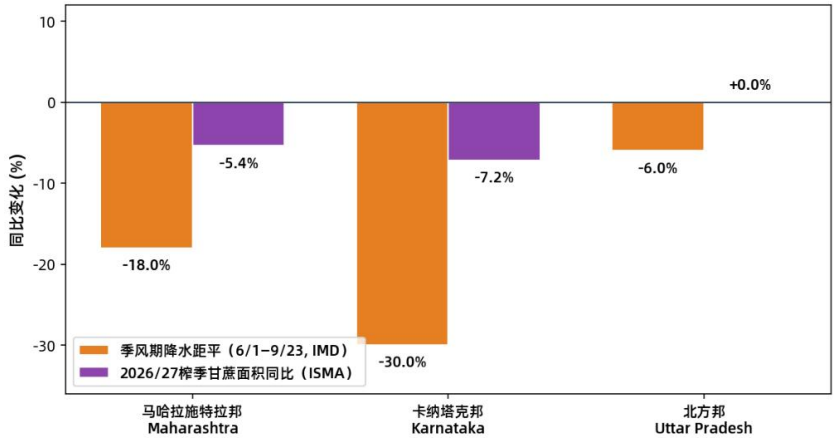
Exim Code	Item Description	Policy	Existing Policy Condition	Revised Policy Condition
170114	Raw Sugar	Free	-	Import is "Free" subject to a Tariff Rate Quota (TRQ) of 10 lakh MT (duty-free) up to 31.10.2026, subject to the conditions specified below.

资料来源：印度工商局，国信证券经济研究所整理

◆ 厄尔尼诺扰动下，新季即使暂停乙醇分流，印度预计仍将依赖大量进口补库

在超强厄尔尼诺背景下，今年印度甘蔗主产区降雨明显不足，马邦、卡邦甘蔗单产及出糖率均有下降（二者合计甘蔗产量占全印 60-70%），叠加虫害、局部积水和后续干旱风险，近期官方机构显著下修 2026/27 产季印度糖产量预期。其中 USDA 驻印度机构于 10 月 5 日将印度 2026/27 产季糖产量预测从 3360 万吨下调至 2950 万吨，对应下调幅度超 400 万吨；印度糖业协会（ISMA）于 10 月 17 日采访中，预测印度 2026/27 产季毛糖产量或将由上一季的 3120 万吨降至 2800 万吨，对应同比减产幅度超 300 万吨。

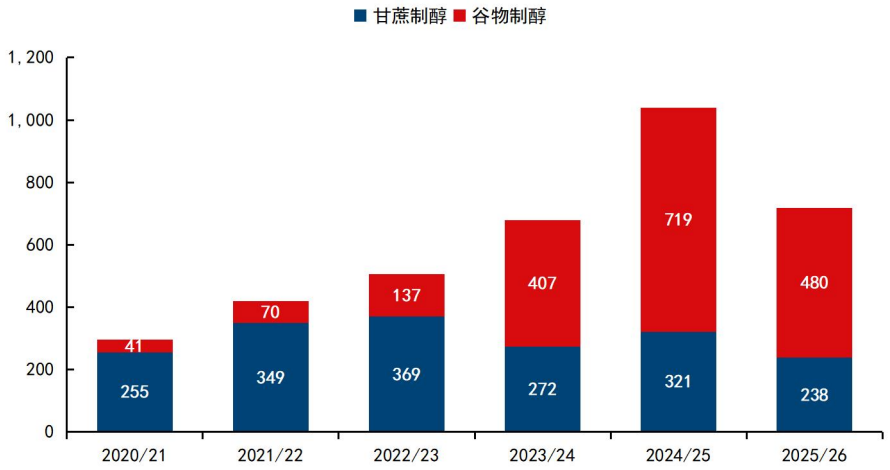
图19：印度前三大甘蔗产区，马邦和卡邦的降水量较往年平均水平明显偏低



资料来源：IMD，ISMA，国信证券经济研究所整理

迫于新季减产和低库存压力，印度目前已暂停 2026/27 榨季的乙醇分流。10 月 16 日，印度石油公司等国有油企发布新年度乙醇采购招标，明确不再接受利用甘蔗汁、食糖、糖浆及 B 重糖蜜生产的燃料乙醇。

图20：目前甘蔗制醇贡献全印度约 30%的乙醇产量



资料来源：印度石油和天然气部，国信证券经济研究所整理

表5：迫于供应压力，印度政府已采取连续多类短中期保供措施

日期	政策措施	具体内容
2025 年 11 月 14 日	允许出口配额	2025/26 产季首批批准出口 150 万吨食糖。
2026 年 2 月 13 日	追加出口配额	再增加 50 万吨出口配额。
2026 年 5 月 13 日	禁止食糖出口	原糖、白糖及精制糖出口转为禁止，期限至 9 月 30 日或另有通知；欧盟、美国特定配额、部分政府间贸易及已进入出口流程的货物等有例外。
2026 年 8 月 1 日	首轮经销商库存限制	经销商库存上限设为 4000 公担，即 400 吨；库存持有时间不超过 30 天，政策期限至 11 月 30 日。
2026 年 8 月 19 日公布，9 月 1 日起执行	限制大宗消费者库存	月消费量超过 10 吨的用户，持有库存不得超过 15 天消费量，暂定执行至 11 月 30 日。
2026 年 8 月 20 日	批准 100 万吨原糖免税进口	允许糖厂、炼糖厂在 10 月 31 日前免税进口 100 万吨原糖；8 月 21—28 日申请首轮配额，9 月 1 日开放剩余 20.255 万吨申请。
2026 年 8 月 21 日	加强库存核查	中央与邦政府联合检查糖厂库存、经销商库存及贸易流向，并推动库存申报和线上更新。
2026 年 9 月 15 日	第二轮收紧经销商库存	经销商库存上限从 4000 公担降至 2000 公担，即 400 吨降至 200 吨；持有时间仍不超过 30 天。加尔各答及其延伸都市区保留 4000 公担上限。
2026 年 10 月 1 日公布，10 月 15 日起执行	第三轮收紧经销商库存	库存上限降至 1000 公担，即 100 吨；持有时间缩短至 15 天。加尔各答及阿萨姆邦上限为 2000 公担，即 200 吨。期限至 11 月 30 日。
2026 年 10 月 15 日	提前推动新季开榨	政府建议各邦及糖厂结合当地气候条件提前开榨，争取 10 月产糖量由通常的 30 万—40 万吨提高至超过 100 万吨。
2026 年 10 月 16 日公布	放宽新季糖厂销售安排	允许糖厂将 10 月生产的糖安排在 10 月或 11 月销售，且不占用两个月原有的常规月度销售配额；10 月上下半月常规配额分别为 130 万吨和 140 万吨。
2026 年 10 月 16 日	2026/27 乙醇供应年度甘蔗制糖分流归零	国有石油公司最新招标不接受以甘蔗汁、糖浆及 B 重糖蜜制取的乙醇；招标需求转向玉米、碎米及印度粮食公司储备的剩余大米等原料。C 重糖蜜制醇仍被允许。

资料来源：印度政府，国信证券经济研究所整理

参考 ISMA 最新采访预估的新季产销数据，2026/27 年度即使暂停乙醇分流，印度预计仍将有约 50 万吨左右的产需缺口，若要将库存补充至安全水平，当前 100 万吨的免税进口额度预计仍需进一步扩充，届时将进一步加剧新季全球贸易流紧张情况。

表6：印度新季要恢复安全库存，预计需要至少进口 300 万吨

项目	2024/25	2025/26E	2026/27E	2026/27E	2026/27E
期初库存	790	500	350	350	350
毛糖产量	2960	3090	2800	2800	2800
乙醇分流	350	310	0	0	0
净糖产量	2610	2780	2800	2800	2800
进口量	0	0	100	200	300
国内消费	2810	2850	2850	2850	2850
出口量	90	80	0	0	0
期末库存	500	350	400	500	600
期末库销比	17.79%	12.28%	14.04%	17.54%	21.05%

资料来源：ISMA，国信证券经济研究所整理

泰国：新季种植面积继续收缩，厄尔尼诺冲击单产

◆ 种植面积收缩叠加单产下滑，预计减产 10%以上

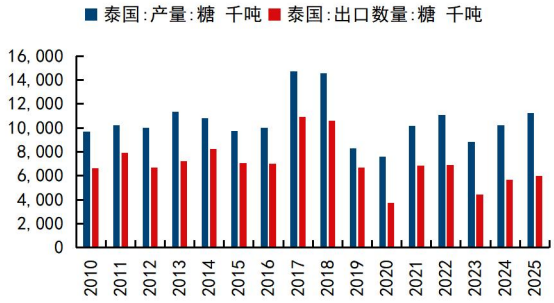
与巴西、印度不同，泰国甘蔗种植收益缺乏来自制醇产业的支撑，且高度依赖出口创收，因此当全球糖价低迷时，面积会面临较大收缩压力。参考泰国甘蔗与糖业委员会办公室（OCSB）统计，2025/26 产季泰国甘蔗种植面积收缩至不足 1000 万莱，同比降幅接近 12%。而根据 2025 年 11 月泰国农业经济办公室（OAE）公布全国统一甘蔗基准价，以商业蔗糖百分比 10% 为基准核定为每吨 890 泰铢，较上一年度继续下调 23%，较 2023/24 产季高点已累计下调 37%，2026/27 产季种植面积预计将进一步收缩。

图21：泰国 2025/26 产季甘蔗种植面积同比收缩 12%



资料来源：OCSB，OAE，国信证券经济研究所整理

图22：泰国糖产业高度依赖出口创收



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

根据 OCSB 战略规划部门负责人 2026 年 9 月对外公布的预测，2026/27 产季受面积收缩和东北部主要产区干旱影响，新季泰国甘蔗入榨量预计同比-10.26%至 9500 万吨，糖产量预计同比-12.50%至 1050 万吨，对应减产量约为 150 万吨。

图23：泰国新季甘蔗入榨量预计同比-10%



资料来源：OCSB，国信证券经济研究所整理

图24：泰国新季糖产量预计同比-13%



资料来源：OCSB，国信证券经济研究所整理

欧盟：面积单产双降，或进一步放大全球贸易流压力

种植收缩叠加高温干旱天气侵扰，欧盟新季甜菜面积单产双降。与泰国类似，欧盟甜菜种植产业同样缺乏制醇产业调节，近年受糖价低迷影响面积也在收缩。参考欧盟委员会农业与农村发展总司（DG AGRI）预测，2026/27 产季欧盟 27 国甜菜种植总面积预计进一步降至 131.37 万公顷，同比-8.70%，较 2024/25 产季高点累计-18.84%。同时受近年夏季极端高温、干旱及病虫害影响，2026/27 甜菜单产预计同比-5.37%至 77.03 吨/公顷，对应甜菜产量同比-13.59%至 1.01 亿吨。

图25：2026/27 产季欧盟 27 国甜菜种植面积预计同比-9%



资料来源：DG AGRI，国信证券经济研究所整理

图26：2026/27 产季欧盟 27 国甜菜产量预计同比-14%



资料来源：DG AGRI，国信证券经济研究所整理

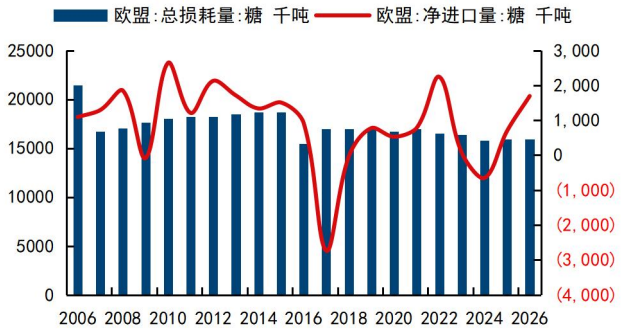
最终参考 DG AGRI 于 2026 年 8 月 27 日最新预测，2026/27 产季欧盟 27 国糖产量将同比下滑近 20%至 1342 万吨，对应减产量约 318 万吨。按照 USDA 于 2026 年 5 月预估口径，2026/27 产季欧盟糖消费量预计维持在 1590 万吨，但受区域内减产影响，净进口量预计同比增加约 100 万吨。考虑到后续产量的进一步下调，实际净进口量预计仍有上调空间，后续或将为全球新季贸易流带来显著压力。

图27：2026/27 产季欧盟 27 国糖产量预计同比-19%



资料来源：DG AGRI，国信证券经济研究所整理

图28：USDA 预测 2026/27 欧盟糖净进口预计增加 100 万吨



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

展望：新季供需预计由盈转缺，原糖价格有望持续上行

受减产影响主导，新季全球糖市供需格局预计明显收紧。受前期泰国、欧盟减产预期影响，ISO 于 8 月份最新预测进一步下调全球新季糖产量，2026/27 全球糖产量预计同比下降 190 万吨至 1.80 亿吨，产需缺口预计将由 2025/26 产季的盈余 224 万吨转亏短缺 20 万吨。由于 ISO 在 8 月份的预测并未考虑后续印度和巴西减产，因此最新的实际预估缺口预计将远大于 20 万吨。参考市场分析机构 Green Pool Commodities 于 10 月份发布的最新预测，受巴西 9 月多雨减产及印度干旱减产推动，2026/27 全球糖市产需缺口预计将进一步扩大至 628 万吨，较此前预估上调 300 万吨。

表7：国际糖业协会预计新季全球糖市产需将由盈余转为缺口

百万吨	2024/25	2025/26E	2025/26E	2026/27E
		5 月预估	8 月预估	8 月预测
产量	175.87	182.00	180.70	180.10
消费量	179.07	179.76	179.60	180.30
盈余/缺口	-3.20	2.24	1.10	-0.20
进口需求	65.14	63.33	67.30	66.90
出口供应	64.81	64.23	67.30	68.20

资料来源：ISO，国信证券经济研究所整理

综合来看，短期超强厄尔尼诺为主厂区带来的减产风险尚未释放，年底巴西、印度及泰国供应端预计仍将面临强催化，原糖价格易涨难跌。中期高能源价格传导逻辑或将在巴西大选结束后，于 2027/28 产季打通，结合当前高原油价格支撑，原糖上方景气空间有望进一步打开。

图29：ICE11 号糖收盘价近期保持上行趋势，2026 年初至今最高累计上涨约 30%



资料来源：Wind，纽约商品交易所，国信证券经济研究所整理

具体节奏方面，目前全球糖市仍处于强预期主导阶段，后续需重要关注节点包括：

（1）2026 年底至 2027 年初：厄尔尼诺相关减产预期的关键验证阶段。随着巴西收榨、北半球印度、泰国开榨，当前巴西多雨对榨季末尾的扰动，尤其是超强厄尔尼诺（预计 2026 年 12 月强度达到本轮高峰）对北半球核心产区的实际冲击均将进入实际兑现验证阶段，原糖价格波动有望随压榨数据发布波动加大。

（2）2027 年 2-4 月：现货供需矛盾集中爆发阶段。假如印度和泰国减产兑现，需关注印度是否保持免税进口甚至加大进口额度，其将在巴西新糖尚未上市前，明显扰动全球贸易流，有望推动现货进一步上行。

（3）2027 年 4-6 月：本轮厄尔尼诺预计接近尾声，定价重心重回南半球。一方面，2026 年巴西留存甘蔗可能使新季前期压榨增加；另一方面，留存甘蔗质量、ATR 又可能限制糖产量，巴西新季甘蔗开榨表现将对 2027/28 全球供需定调起到重要影响。另外，卢拉政府新一任期内的燃油政策调整也将对 2027/28 产季行情可延续性产生重要影响，大选后卢拉政府若调整补贴政策导致汽油 A 折价回补，有望进一步影响制糖比，打开原糖中期空间。

（4）2027 年 7-10 月：北半球定调，南半球定产的关键阶段。北半球印度、泰国、欧盟 2027/28 新季单产进入可评估阶段，届时需关注季风、降水和气温是否存在异常。另外巴西进入产糖旺季，市场将根据巴西高频榨糖数据 2027/28 产季定产。

表8：原糖重要监测指标一览

时间段	区域	关注指标	发布机构
2026 年底至 2027 年初	巴西	中南部甘蔗产量、糖产量	MAPA，UNICA
	印度	开榨糖厂数量、甘蔗入榨量、糖产量	NFCSF，ISMA
	泰国	开榨糖厂数量、甘蔗入榨量、糖产量	OCSM
	全球	厄尔尼诺指数	NOAA
2027 年 2-4 月	印度	进口政策及实际进口量	印度政府及海关
	全球	原白价差（伦敦白糖-11 号糖）	ICE
2027 年 4-6 月	巴西	中南部甘蔗产量、糖产量	MAPA，UNICA
	巴西	国际原油价格、巴西汽油 A 出厂价及相关补贴政策	巴西国家石油公司

2027 年 7-10 月	巴西	中南部甘蔗产量、糖产量	MAPA，UNICA
	印度	气温、降水情况	
	泰国		
	欧盟		
	全球	厄尔尼诺指数	NOAA

资料来源：国信证券经济研究所整理

图30：2019-2023 年海外原糖行情复盘



资料来源：Wind，纽约商品交易所，国信证券经济研究所整理

国内展望：内外联动趋弱，关注广西新季产量兑现情况

产量：甘蔗糖产量保持扩张，国内新季预计维持丰产

◆ **国内食糖 2026/27 产季预计维持丰产，产量或同比微降 0.15%至 1293 万吨**

甘蔗糖方面：由于国内水果价格近年偏弱运行，而甘蔗收购价较为稳定，广西等主产区甘蔗呈现扩种趋势。参考农业农村部预警专家委员会 2026 年 10 月份最新统计预测，2026/27 产季国内甘蔗种植面积预计为 1248 千公顷，较上一产季小幅扩张，较 2023/24 产季低点累计扩张 14%。但由于今年广西前期受多轮台风及强降雨不利影响，甘蔗单产预计同比下降 9%至 66.09 吨/公顷，最终 2026/27 产季甘蔗糖产量预计同比微增至 1143 万吨。

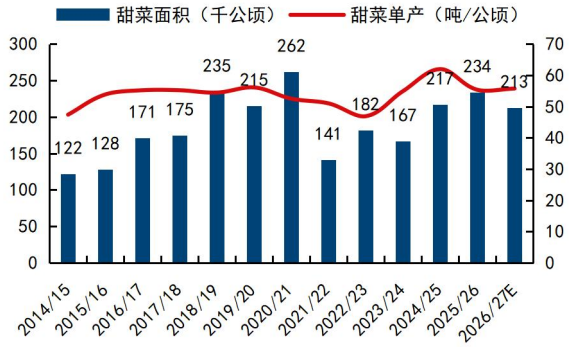
甜菜糖方面：受糖价低迷、种植成本上升、玉米等替代作物竞争等多因素影响，2026/27 产季国内甜菜种植面积预计同比收缩 9%至 213 千公顷，但单产同比略优于上一产季，最终 2026/27 产季甜菜糖产量预计同比下降 4%至 150 万吨。

图31：近年国内甘蔗种植面积持续扩张



资料来源：CASDE，国信证券经济研究所整理

图32：2026/27 产季国内甜菜种植面积预计回落 9%



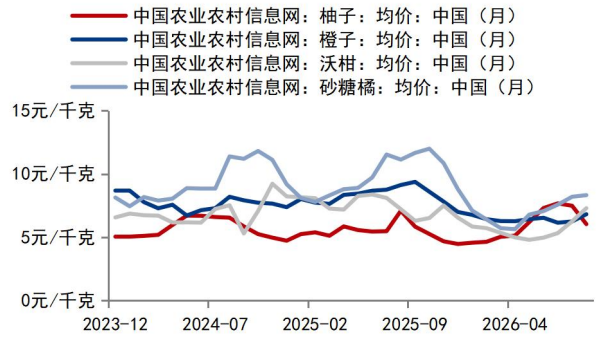
资料来源：CASDE，国信证券经济研究所整理

图33：2026/27 产季国内糖产量预计接近 1300 万吨



资料来源：CASDE，国信证券经济研究所整理

图34：2026 年国内南方产水果价格偏弱运行



资料来源：中国农业农村信息网，国信证券经济研究所整理

进口：国内供应仍依赖进口补充，但配额外进口正失去定价权

◆ 需求相对稳定，国内新季产需缺口预计仅 230 万吨。

参考农业农村部预警专家委员会 2026 年 11 月份最新统计预测，国内 2026/27 产季食糖消费量预计在 1590 万吨左右，对应新产季产需缺口为 230 万吨。

表9：国内食糖供需平衡表

	2024/25	2025/26	2026/27	2026/27
		（11 月估计）	（10 月预测）	（11 月预测）
		千公顷(1000 hectares)		
糖料收获面积	1406	1532	1461	1514
甘蔗	1186	1301	1248	1345
甜菜	217	231	213	169
		吨/公顷(ton per hectares)		
糖料单产	61.8	64.33	60.92	66.02
甘蔗	61.65	70.76	66.09	70.51
甜菜	61.95	57.9	55.74	61.52
		万吨(10000 tons)		
食糖产量	1116	1295	1293	1360
甘蔗糖	960	1138	1143	1229
甜菜糖	156	157	150	131
食糖消费量	1567	1589	1573	1590

资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

◆ 配额内进口叠加预拌粉及糖浆进口，可以基本满足新季缺口

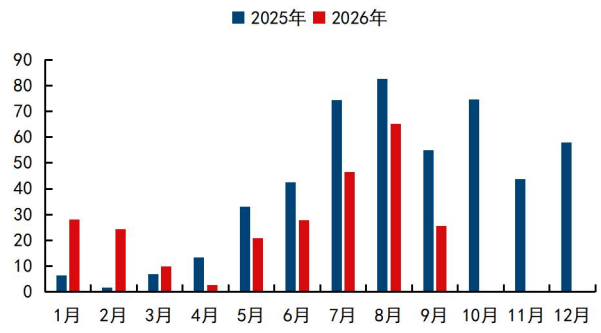
目前我国针对糖出口仍实行关税配额管理制度，进口糖分为配额内和配额外两种。对于配额内食糖进口自 2004 年以来一直保持在 194.5 万吨（其中 70%为国营贸易），仅征收 15%的关税。配额外食糖进口对量不做限制，但按 50%税率征收关税。参考海关总署统计，2025/26 产季国内累计糖进口量 427 万吨，同比减少约 7%，主要原因系今年二季度以来，受海外原糖进口成本上行、国内供应充足影响，进口量逐月同比下滑。

图35：2025/26 产季国内累计糖进口量同比-7%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图36：2026 年 4 月份以来国内糖进口持续同比收缩



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

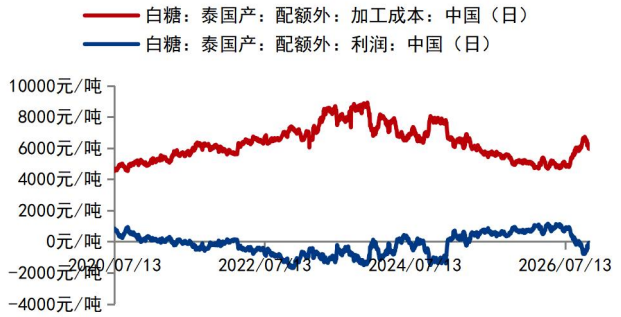
目前国内配额外进口利润窗口接近关闭，但配额内进口仍维持较好盈利。参考钢联数据最新估算，截至 2026 年 11 月 9 日国内进口泰国/巴西白糖配额内加工成本分别 4653/4465 元每吨，对应销区进口利润分别为+1225/+1412 元每吨；进口泰国/巴西白糖配额外加工成本分别 5692/5725 元每吨，对应销区进口利润分别为-90/+151 元每吨。2026/27 产季若海外原糖保持涨势，国内糖进口量或将收缩至 200 万吨以内。

图37：目前泰国白糖配额内单吨进口成本约 4700 元，进口利润约 1200 元



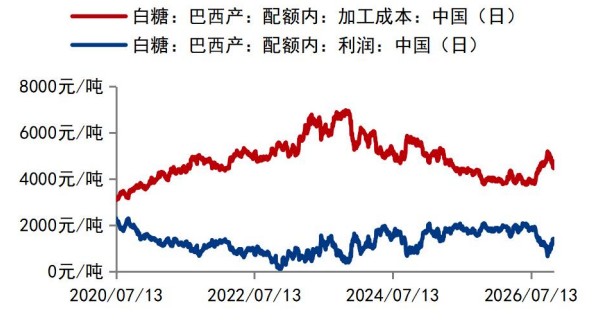
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图38：目前泰国白糖配额外单吨进口成本接近 5700 元，进口利润约-90 元



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图39：目前巴西白糖配额内单吨进口成本约 4500 元，进口利润约 1400 元



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图40：目前巴西白糖配额外单吨进口成本约 5700 元，进口利润约 150 元



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

糖浆及预混粉进口预计每年可以提供 50-100 万吨当量的食糖进口。2024 年以来国内对“糖浆、预混粉/预拌粉”的监管明显收紧，已经由早期的“主要依靠税则归类”转向“税则归类＋原产地核查＋保税加工监管＋境外生产企业注册及食品安全审查”的多层监管体系。2024 年财关税〔2024〕7 号公告发布，宣布糖、糖浆及含糖预混粉纳入边民互市贸易进口商品不予免税清单，1701、1702 项下全部税号以及 21069061、21069062，仅保留每人每年 25 公斤以内免税额度，基本封堵了利用边民互市免税额度开展商业规模糖浆、预混粉进口的路径，此后叠加严格核查、注册审查等多项措施，糖浆、预混粉进口量进一步收缩。

参考国家发改委发布的制糖期运行情况统计，2025/26 年国内糖浆及预混粉进口

总量已收缩至不足 105 万吨，对应折糖量约 75-80 万吨。成本方面，参考 2026 年 8 月最新到岸均价，1702 类目下的糖浆/预混粉的免税进口折糖成本分别约为 4100 元/吨、4400 元/吨，较配额进口依旧具备成本优势。

表10：糖浆及预混粉海关定义

类别	主要税号	海关商品名称
糖浆	17029011	不含香料或着色剂的甘蔗糖或甜菜糖水溶液，是目前最主要的进口糖浆税号
含糖预混粉	17029012	蔗糖含量超过 50%的甘蔗糖、甜菜糖与其他糖的简单固体混合物，典型配方为 88%白砂糖＋12%葡萄糖
其他糖浆及固体糖	17029090	其他固体糖及未加香料或着色剂的糖浆、人造蜜及焦糖；其中只有一部分属于食糖替代品
加香、着色糖浆	21069061	含香料或着色剂的甘蔗糖或甜菜糖水溶液
食品原料型预混粉	21069062	蔗糖含量超过 50%的甘蔗糖、甜菜糖与其他食品原料的简单固体混合物，如白砂糖与淀粉、盐、面粉等混合

资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

表11：2025 年国内糖浆及预混粉进口折糖量约为 75-80 万吨

制糖期	糖浆及预混粉进口量	折糖情况
2021/22	113 万吨	-
2022/23	159 万吨	-
2023/24	214.79 万吨	156.26 万吨
2024/25	152.83 万吨	110—120 万吨
2025/26	104.46 万吨	75—80 万吨

资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

表12：国内近年正持续收紧糖浆及预混粉进口

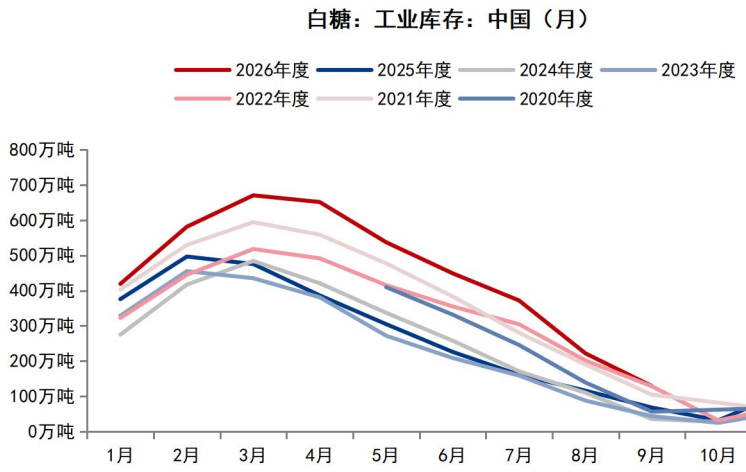
时间	政策变化	实际影响
2010 年前后	中国—东盟自贸区有关税目协定税率逐步降至零	**1702 项下符合中国—东盟自贸协定原产地规则的产品可享受零关税**，但仍须满足实质性加工、原产地证明和直接运输等条件。
2014 年 11 月	将配额外食糖纳入自动进口许可管理	主要针对 1701 项下食糖，没有将 1702、2106 项下糖浆和预混粉纳入食糖自动进口许可管理。
2017 年 5 月至 2020 年 5 月	对配额外食糖实施为期三年的保障措施关税	在原有 50%配额外关税基础上，分别加征 45%、40%和 35%的保障措施关税，实际税负一度达到 95%、90%和 85%。该措施仅针对 1701 项下食糖，客观上扩大了配额外食糖与东盟零关税糖浆、预混粉之间的成本差。
2019 年 8 月 20 日	实施修订后的中国—东盟自贸协定原产地管理办法	强化原产地规则、原产地证书和真实性核查要求，但并非在此时新设糖浆零关税。2019 年下半年以后，来自东盟的糖浆和固体混合物进口开始明显放量。
2020 年 5 月 22 日	食糖保障措施到期	配额外食糖进口关税由最高 85%恢复至 50%，但 1701 项下食糖仍受关税配额、自动进口许可等制度约束。
2020 年 7 月 1 日	将配额外食糖纳入大宗农产品进口报告管理	进口企业须备案并履行进口信息报告义务，但管理范围仍主要是 1701 项下配额外食糖，没有将糖浆和预混粉纳入同一报告管理体系。
2021 年 1 月 1 日	对糖浆和预混粉税号进行细分	删除原 17029000 税号，增设 17029011、17029012、17029090，并增设 21069061、21069062，**显著提高糖浆、预混粉的统计和归类精度**。该调整并非首次对糖浆征收关税：17029011、17029012 最惠国税率为 30%、普通税率为 80%，符合中国—东盟原产地规则的产品仍可适用零协定税率。
2022 年 1 月 1 日	进口食品境外生产企业注册及进出口食品安全新规实施	输华食品境外生产企业须完成在华注册，进口食品须符合中国食品安全法律法规和国家标准，为后续按国别、企业和产品采取暂停注册、暂停进口等措施提供制度依据。
2022 年 9 月 1 日	海关明确不同配方预混粉的商品归类标准	90%白砂糖加 10%葡萄糖的产品归入 17019990，按食糖管理；88%白砂糖加 12%葡萄糖的产品归入 17029012；85%蔗糖加 13%淀粉、2%盐的产品归入 21069062。核心原则是：蔗糖含量达到 90%且仍保持蔗糖基本特征的产品，应归入 1701 项下，不得以预混粉名义规避食糖关税配额管理。
2024 年 4 月 8 日	糖、糖浆及含糖预混粉纳入边民互市贸易进口商	覆盖 1701、1702 项下全部税号以及 21069061、21069062，仅保留每人每年 25 公斤以内免税额度，**基本封堵利用边民互市免税**

	品不予免税清单	**额度开展商业规模糖浆、预混粉进口的路径**。
2024 年 7 月 1 日	加强海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖管理	1701 项下保税进口食糖加工成糖浆、预混粉等产品后内销，须按照对应的全部保税食糖料件征收关税，并提供食糖关税配额证或配额外自动进口许可证；同时限制相关产品保税流转，并禁止通过 T、L 账册改变商品编号和原产地。该政策主要封堵“境内保税进口食糖—加工成 1702 或 2106 产品—内销”的路径，没有直接禁止境外生产的 1702、2106 产品通过一般贸易进口。
2024 年 12 月 10 日	暂停部分泰国糖浆、预混粉生产企业注册申请和相关产品进口申报	主要涉及相关境外生产企业及自该日期起启运的产品，政策依据是食品安全风险评估和境外生产企业注册管理。
2025 年 1 月 1 日	提高 2106 项下糖浆和预混粉的最惠国税率	**21069061、21069062 最惠国税率由 12%提高至 20%，增加非自贸协定来源产品的进口成本**。符合中国—东盟自贸协定原产地规则的产品仍可适用零协定税率，因此对取得合格东盟原产资格产品的直接关税影响有限。
2025 年 3 月 14 日	暂停部分越南糖类企业相关产品进口申报	管控方式与泰国类似，主要基于食品安全体系评估和境外生产企业注册管理，涉及相关企业和相关产品，不等同于对所有越南糖浆、预混粉实施永久性全面禁令。
2025 年 6 月 10 日	调整海关特殊监管区域、保税监管场所和区外加工贸易管理措施	2025 年第 83 号公告取代 2024 年第 44 号公告，管理范围由食糖扩展至关税配额、贸易救济等“四类措施”商品。相关企业须设立专用账册，原料和加工产品只能在专用账册间保税流转；经保税流转的加工产品不得内销。保税食糖加工后规避配额内销的监管方向被保留并进一步制度化。
2025 年下半年	对泰国相关企业和产品的暂停范围进一步调整	境外生产企业注册信息及行业跟踪显示，处于暂停状态的泰国企业数量增加，管控范围由部分 1702 项下产品逐步延伸至部分 2106 项下产品。该变化主要通过企业注册状态和进口申报管理体现，并非统一调整税率。
2026 年 6 月 1 日	新版进口食品境外生产企业注册管理规定实施	海关按照国家食品安全管理体系、食品类别及企业风险实施分类注册；明确某一国家或地区相关食品被依法暂停进口期间，不再受理该国相关食品生产企业的注册申请。新版规定取代原第 248 号令。
2026 年 6 月 29 日	老挝有关糖浆企业注册状态调整为暂停进口	公开注册信息显示，8 家老挝糖浆生产企业处于暂停进口状态，随后来自老挝的糖浆、预混粉进口量明显下降。该措施同样主要体现为境外生产企业注册及食品安全管理，并非公开发布的关税调整或永久性全面国别禁令。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

综合来看，2026/27 产季如果配额外进口盈利窗口持续关闭，配额内进口叠加糖浆及预混粉进口，国内食糖进口量预计仍能满足 230 万吨的产需缺口。另考虑到上个产季较高的工业库存结转，配额外糖进口即使暂停，国内新季预计较难出现明显供需缺口。国内糖定价中枢预计将聚焦内盘，与外部联动预计明显减弱。

图41：截至 2026 年 9 月末，国内白糖工业库存 129 万吨，同比+61 万吨



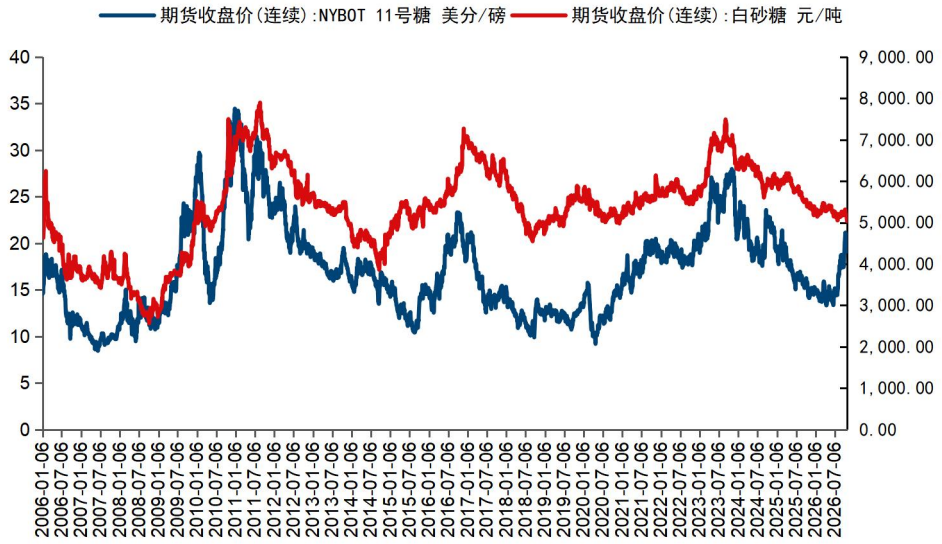
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

展望：短期涨势弱于外盘，关注天气扰动和产量兑现情况

随着国内白糖定价中枢由外转内，2026 年国内糖价明显弱于海外。2026 年 10 月 30 日，郑糖连续合约收盘价 5030 元/吨，年初至今累计下跌 4.45%，而同期 11 号原糖价格已累计上涨约 30%。

展望后市，短期广西部分产区面临先涝后旱威胁，11 月国内甘蔗糖将进入压榨高峰，需关注天气是否有进一步扰动，以及新季蔗糖丰产预期的实际兑现情况。若国内甘蔗实际单产及糖产量出现下修，参考当前配额外进口成本，短期内盘糖价将具备较大补涨动力。另外若海外原糖价格继续上行，配额内进口盈利窗口或也将关闭，届时内盘或强化与外部联动，价格有望与海外原糖共振上行。

图42：2026 年以来，郑糖价格走势与海外原糖价格明显背离



资料来源：Wind，郑州商品交易所，纽约商品交易所，国信证券经济研究所整理

相关标的：骑士乳业、中粮糖业

骑士乳业：糖业务聚焦甜菜种植加工

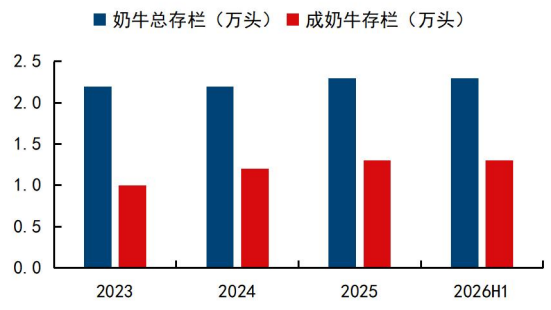
◆ **骑士乳业是一家覆盖农、牧、乳、糖全产业链的乳制品综合供应商。**

目前公司主要从事牧草甜菜种植、牛场运营、奶牛集约化养殖、优质生鲜乳供应、各类奶制品的研发、生产和销售，主要产品包括生鲜乳、各类奶制品、白砂糖及其副产品。具体来看：

公司牧业板块上游通过自营及订单种植保障饲草供应，中游依托 5 座现代化奶牛养殖基地开展标准化养殖，并通过自有牧场与合作牧场相结合的方式保障奶源，所产生鲜乳主要通过月结方式直供蒙牛乳业等大型客户，而下游自有的乳制品业务则涵盖巴氏奶、酸奶等短保产品以及奶粉等长保产品，主要采用经销方式销售。

公司糖业板块主要由控股子公司内蒙古敕勒川糖业开展（持股 75%），上游通过自有农场、订单户合计约 8 万亩种植面积保障甜菜原料供应，自有加工厂所产白砂糖及副产品则通过现货直销与期货点价相结合的方式销售。

图43：公司奶牛总存栏近年稳定在 2 万余头



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图44：公司实控人及一致行动人合计持股比例约为 31%

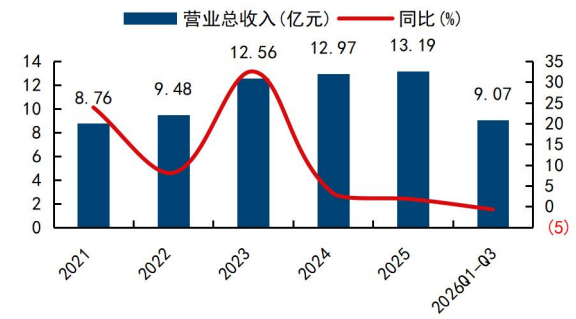


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ **前三季度糖业减亏，归母净利润同比增长约 60%。**

公司 2026 前三季度实现营业收入 9.07 亿元，同比-0.70%；实现归母净利润 6251.60 万元，同比+59.90%，扣非归母净利润 5649.51 万元，同比+4.31%。其中单三季度实现营业收入 2.87 亿元，同比+16.70%、环比+0.41%；归母净利润 2324.05 万元，同比+2.26%、环比-13.33%。利润增长主要得益于糖业经营改善（2025Q1-3 亏损 4200 余万元，2026Q1-3 亏损 100 余万元），主要系本期不存在跨期生产，销售的白砂糖均为 2025 年四季度生产，制糖原料甜菜未受冻化影响、工艺损失较少，单吨白砂糖材料成本同比大幅下降。

图45：骑士乳业营业收入及增速



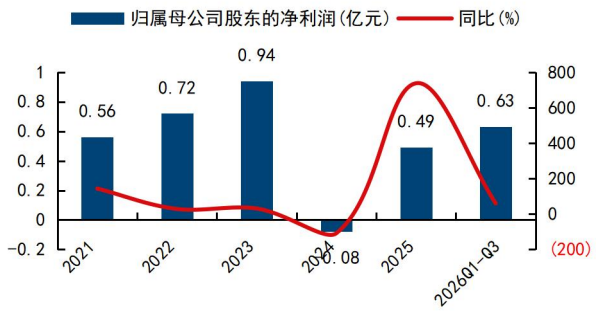
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图46：骑士乳业单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图47：骑士乳业归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图48：骑士乳业单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

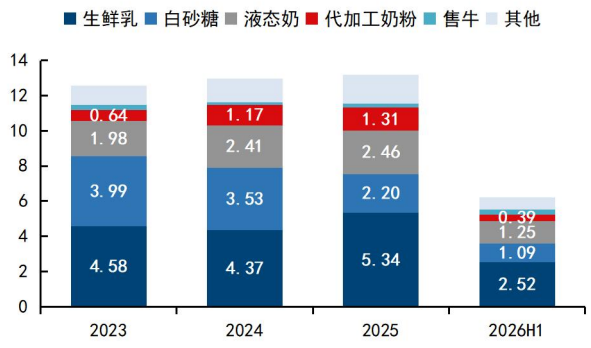
◆ **牧业经营稳健，售牛收入同比大幅增加。**

公司生鲜乳 2026H1 实现收入 2.52 亿元，同比-0.46%，毛利率 17.62%，同比-5.02pct，主要受原奶价格短期低迷影响；液态奶实现收入 1.25 亿元，同比-7.17%，毛利率 14.66%，同比+4.43pct；售牛收入因集中批量淘汰牛只同比+291.67%，毛利率改善明显。2026H1 公司牛群保持稳定，期末奶牛总存栏约 2.3+万头，同比增加约 1000 头，其中成母牛存栏 1.3 万头，同比基本持平。

◆ **糖业生产优化，成本改善，盈利同比回升。**

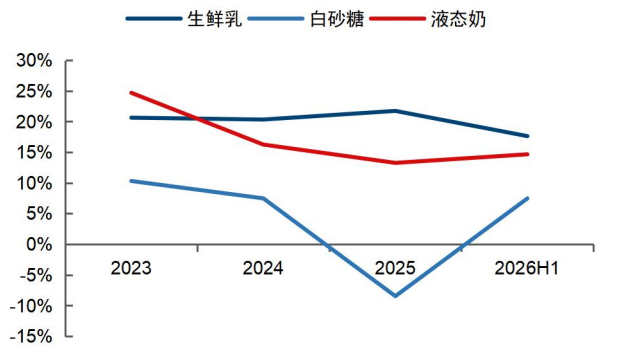
公司糖业相比 2025 年同期，不存在跨期生产，销售白砂糖均为 2025Q4 生产，制糖原料甜菜未受冻化影响，工艺损失少，单吨白砂糖材料成本同比大幅下降，盈利改善明显。其中白砂糖实现收入 1.09 亿元，同比+6.41%，毛利率 7.47%，同比+33.16pct。

图49：骑士乳业营业收入构成（单位:亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图50：骑士乳业主要业务毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

中粮糖业：国营白糖加工贸易龙头

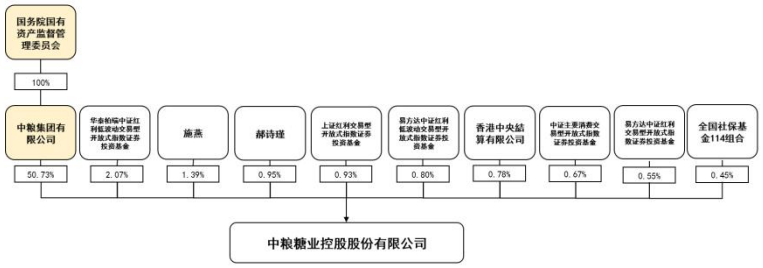
◆ 中粮糖业是国内白糖产业龙头

公司主要从事国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、食糖贸易及番茄制品加工销售，主要产品包括白砂糖、原糖、番茄酱及其他番茄制品。具体来看：

食糖板块：上游通过订单农业及自有农业管理体系保障甘蔗、甜菜等原料供应，同时依托海外糖厂及国际采购渠道获取进口糖资源；中游在国内布局 5 家甘蔗制糖厂、8 家甜菜制糖厂及 3 家港口炼糖厂，并在澳大利亚运营 Tully 糖厂，形成国内自产糖、海外自产糖及进口原糖加工相结合的生产供应体系；下游依托全国性贸易销售网络及仓储物流体系，向食品饮料、乳制品等下游用糖企业供应食糖，并通过现货购销与期货套期保值相结合的方式管理糖价及汇率波动风险。2025 年公司糖业务收入 243 亿元，食糖经营量达 370.18 万吨，其中自产糖产量 127.56 万吨。

番茄板块：主要由旗下中粮番茄开展，上游通过订单种植、农业技术服务及机械化采收保障加工番茄原料供应；中游依托新疆、内蒙古等优势产区的 12 家番茄加工厂、1 家番茄种业公司及 1 家研发中心，开展番茄酱及其他番茄制品生产，主要产品包括大包装番茄酱、小包装番茄酱、番茄丁、番茄汁及番茄粉等；下游通过国内外销售渠道，向食品加工企业及终端消费市场销售番茄制品，形成以大包装番茄酱为基础、精深加工产品为延伸的业务布局。2025 年公司番茄酱销量约 30 万吨，实现收入约 22 亿元。

图51：公司是中粮集团旗下的糖业经营平台



资料来源：Wind，纽约商品交易所，国信证券经济研究所整理

◆ **Q3 食糖收入随量价回落，成本管控推动盈利提升。**

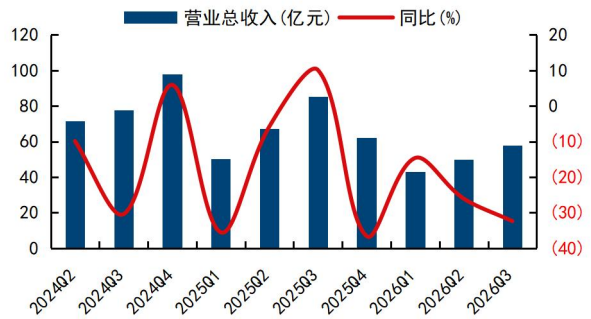
公司 2026 年前三季度实现营业收入 150.51 亿元，同比-25.88%；实现归母净利润 9.33 亿元，同比+14.44%，扣非归母净利润 8.40 亿元，同比+13.34%。其中单 Q3 实现营业收入 57.74 亿元，同比-32.37%、环比+16.01%；归母净利润 3.25 亿元，同比-12.36%、环比-17.30%，扣非归母净利润 2.73 亿元，同比-19.23%。Q3 收入利润下降主要受主要产品销量及售价同比下降影响。

图52：中粮糖业营业收入及增速



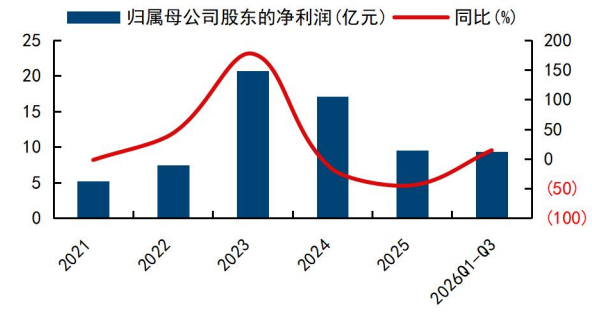
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图53：中粮糖业单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图54：中粮糖业归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图55：中粮糖业单季归母净利润及增速

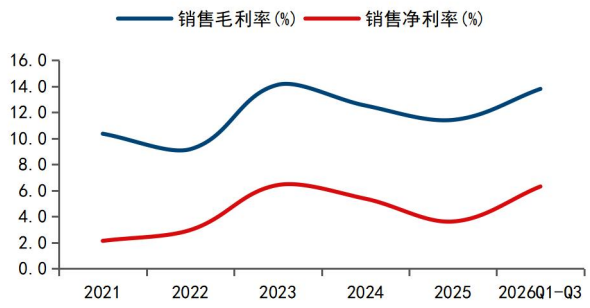


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ **经营效益提升，前三季度利润率同比改善。**

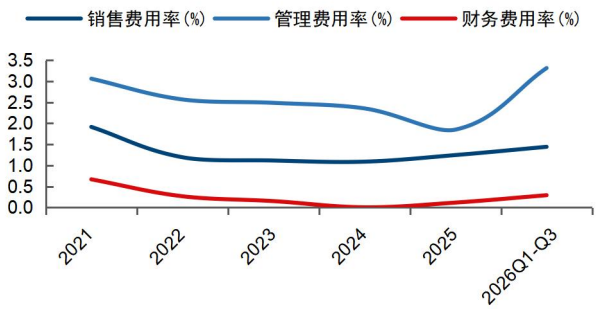
公司 2026 年前三季度销售毛利率 13.79%，同比+5.24pct；销售净利率 6.30%，同比+2.23pct，主要受成本管控及产品经营效益改善带动。费用方面，公司 2026 年前三季度销售费用率 1.44%（同比+0.37pct），管理费用率 3.31%（同比+1.15pct），财务费用率 0.29%（同比+0.11pct）。三项费用率合计 5.04%，同比+1.62pct，主要受收入规模下降以及管理费用同比增加影响。

图56：中粮糖业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图57：中粮糖业三项费用率变化情况

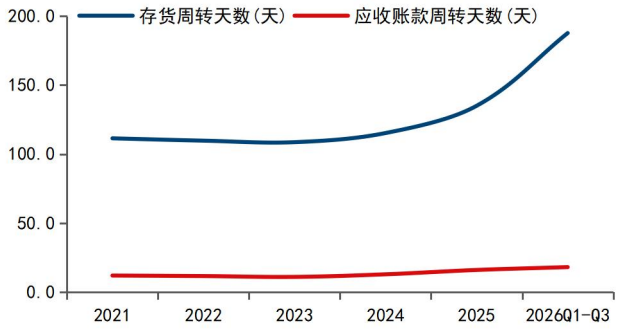


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ **经营性现金流同比回落，流动资产周转有所放缓。**

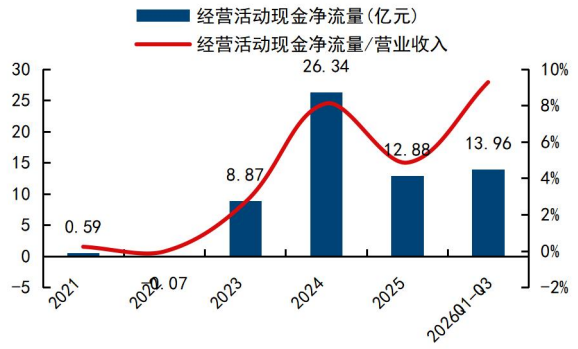
2026 年前三季度公司经营性现金流净额 13.96 亿元，同比-56.12%，经营性现金流净额占营业收入比例为 9.28%（同比-6.39pct），主要受销售收款同比减少影响。在主要流动资产周转方面，2026 年前三季度存货周转天数达 187.7 天（同比+62.6 天），应收账款周转天数达 18.0 天（同比+4.1 天），流动资产周转速度同比有所放缓。

图58：中粮糖业主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图59：中粮糖业经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观景气波动的风险

白糖下游需求和食品饮料消费高度相关，如果国内外宏观经济景气受地缘冲突等因素影响出现较大波动，可能会限制白糖价格实际表现。

极端天气风险

部分公司业务涉及原料种植，如果出现极端天气导致减产，主业规模及盈利将存在大幅下滑的风险。

期货套保亏损的风险

由于部分公司在实际经营过程需以期货套保平滑糖价波动风险，如果在交易过程中存在操作或判断不当的情况，或将造成公司出现一定亏损。

股东减持的风险

骑士乳业曾于 2026 年 6 月以来发布过股东减持计划，后续若再有相关减持发布并实施，可能会影响公司股价表现。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032