

## 研究通讯

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1292 号

## 价差复盘：过剩格局下的淀粉盈利博弈

广发期货研究所  
电 话：020-88830760  
E-Mail: zhudi@gf.com.cn

## 联系信息

朱迪（投资咨询资格编号：Z0015979）  
电话：020-88818008  
邮箱：zhudi@gf.com.cn

## 摘要：

本文对 2021-2025 年中国玉米淀粉与玉米价差进行了系统复盘，旨在分析过剩格局下淀粉行业的盈利博弈逻辑。

本文首先介绍玉米淀粉产业链的全景，点明其下游消费及产能分布。在此基础上，介绍了行业两大结构性特征：持续的“产能过剩”限制了价差的上方空间，而日益提升的“产业集中度”则强化了价差的底部支撑，共同导致近五年价差波动区间呈现系统性收窄的趋势。

通过对历年价差的逐层剖析，文章提炼出价差运行的核心驱动逻辑，即由“成本-供需”主导影响。成本端玉米价格是影响价差基础，而淀粉自身供需关系是影响核心，并通过“加工利润-开机率-库存”的传导链条动态反应。

展望后市，淀粉高库存是主要阻力，在新季玉米上市带来的成本支撑减弱背景下，淀粉利润修复或刺激开机率回升，未来价差走势不容乐观，库存去化进度将成为关键观测指标。

## 目录

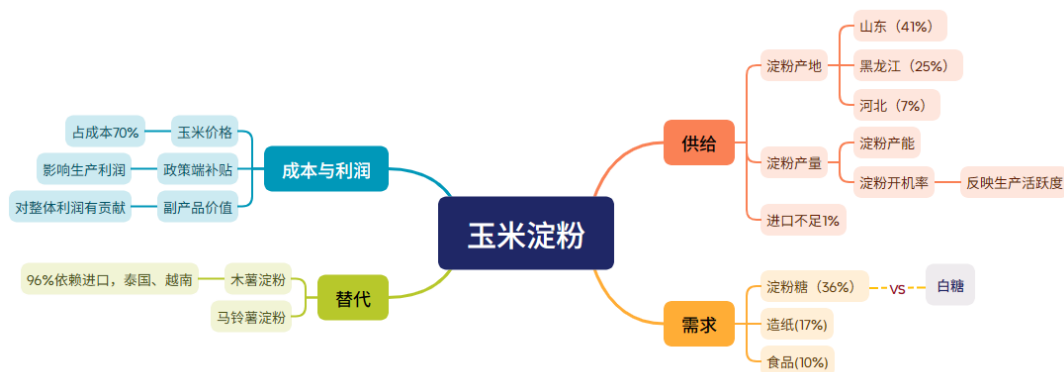
1. 玉米淀粉产业链情况 .....	1
2. 玉米淀粉产能变化 .....	2
3. 玉米淀粉与玉米价差复盘 .....	3
3.1 2021 年：淀粉供需主导 .....	3
3.2 2022 年：成本支撑强 .....	4
3.3 2023 年：开机低位 .....	5
3.4 2024 年：供需偏弱 .....	6
3.5 2025 年：供应承压 .....	7
4. 总结与展望 .....	9
免责声明 .....	11

## 1. 玉米淀粉产业链情况

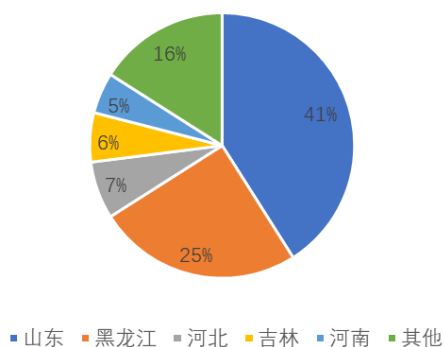
玉米淀粉作为玉米下游产品，约占玉米深加工消费的 52%，其价格除了受成本端玉米价格影响较强外，自身基本面情况也是重要影响因素。我国玉米淀粉主要靠国内自给自足，进口量极少不足 1%。玉米淀粉主产地主要分布于山东、黑龙江、河北，产量占比分别为 41%、25%、7%，这也是玉米主产省份，可方便加工企业就地取材制作淀粉。

玉米淀粉供给的关注指标包括淀粉产能、开机率及成本利润等。下游消费集中在淀粉糖（麦芽糖浆、果葡糖浆）及造纸需求（瓦楞纸、箱纸板）。淀粉糖与白糖存在一定替代关系，其中果葡糖浆与白糖替代量最大。从近些年白糖和果葡糖浆价差来看，波动幅度较大，最小达 1000 元/吨，最大约 3500 元/吨，当价差大于 1500 元/吨时，替代逐步显现并随着价差扩大而增加比例，中小型企业配方替换速度快，替代较为明显；而大型企业因品牌口感要求，更换配方较为谨慎，替代较为有限；不过当价差达 3000 元/吨时会刺激大型企业进行规模性替代。今年白糖和果葡糖浆价差基本维持在 2500-2700 元/吨较高位水平，替代持续。同时也要注意替代品木薯淀粉与玉米淀粉直接替代关系，此部分内容已经在专题《玉米、淀粉及其替代品价差》讲述，在此不再赘述。瓦楞纸和箱纸板整体开机率较为稳定，除了春节效应明显停机检修开机大幅下降外，其余时间开机率在 60%-70%之间，年变化幅度有限基本在 5%以内。

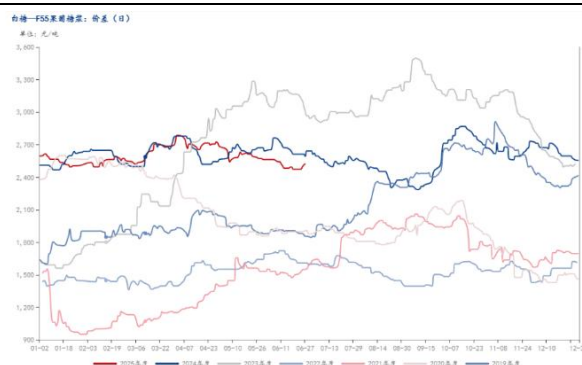
图：玉米淀粉研究框架



图：淀粉产量分布

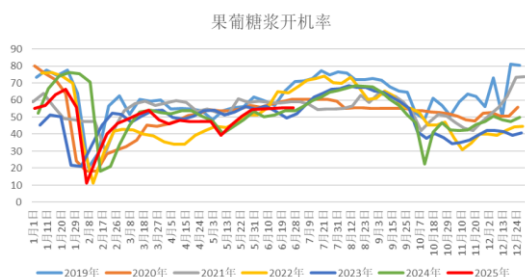


图：白糖-F55果葡糖浆价差

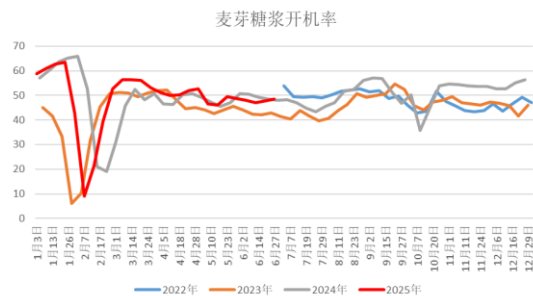
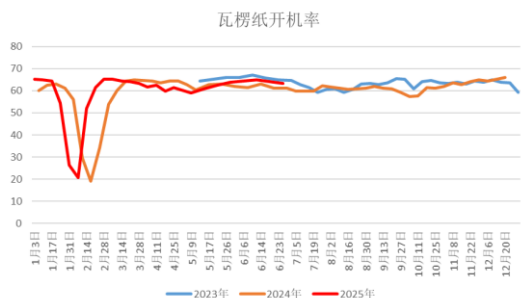


图：全国37家果葡糖浆企业开机率走势

图：63家麦芽糖企业开机率走势



图：瓦楞纸开机率走势



图：箱板纸开机率走势

数据来源：mysteel 广发期货研究所

## 2. 玉米淀粉产能变化

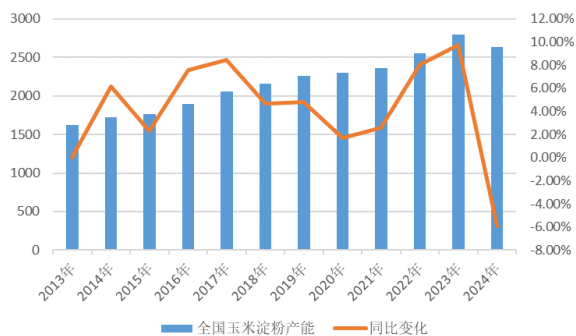
近年来，随着玉米淀粉行业竞争加剧及龙头企业加大扩产以争夺话语权，产能不断扩大，特别在2022-23年疫情解封后消费恢复性增加促进产能进一步增长；不过近几年我国淀粉消费趋于稳定，淀粉产能已趋于饱和且收益有限，促使企业降开机去产能，并趋于向产业链下游延伸，如氨基酸、糖醇等，整体2024年淀粉产能略有下滑至2630万吨，但仍处过剩局面。

玉米淀粉产能主要分布在山东、黑龙江、河北、吉林，2024年占比分别为34%、25%、11%和10%。从结构来看，2020年后玉米价格重心上移，玉米淀粉行业竞争加剧，利润挤压使得中小型企业被迫淘汰，淀粉产能加速向头部企业集中，朝着集团化、规模化发展。2020-2023年，前10企业商品淀粉产能占比逐年递增，由2020年的61%增至2023年的67%，前五强企业产能超40%，年产100万吨以上企业占比由2020年的61%增至2023年的70%；20万吨以上规模企业占总产能的93%，中小企业（20万吨以下）逐步淘汰。分企业来看，诸城兴贸淀粉产能稳占龙头且产能连年递增，由2020年的426万吨增至2023年的515万吨，其余产能较高企业当属玉峰集团、巨能金玉米等，不过其生产能力及排名变化较大。

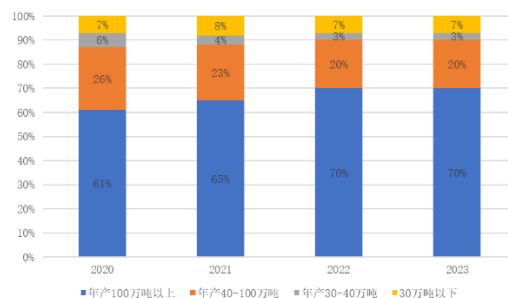
产能过剩使得行业利润被持续压缩，难以出现长期盈利，限制了淀粉-玉米价差上方空间；而产业向头部集中，使得大企业拥有了更强的“挺价能力”和“协同检修”意愿，市场有效性也在不断增强，促进价差的底部支撑变强，整体波动区间逐渐收窄，这下文价差走势及总结中得到验证。

图：玉米淀粉产能变化

图：2020-2023年玉米淀粉产能结构



图：2020年玉米淀粉企业产能排名



图：2023年玉米淀粉企业产能排名

数据来源：公开资料整理 广发期货研究所

### 3. 玉米淀粉与玉米价差复盘

#### 3.1 2021年：淀粉供需主导

2021年玉米淀粉和玉米价差呈现M型走势，整体价差在300-600元/吨内震荡。

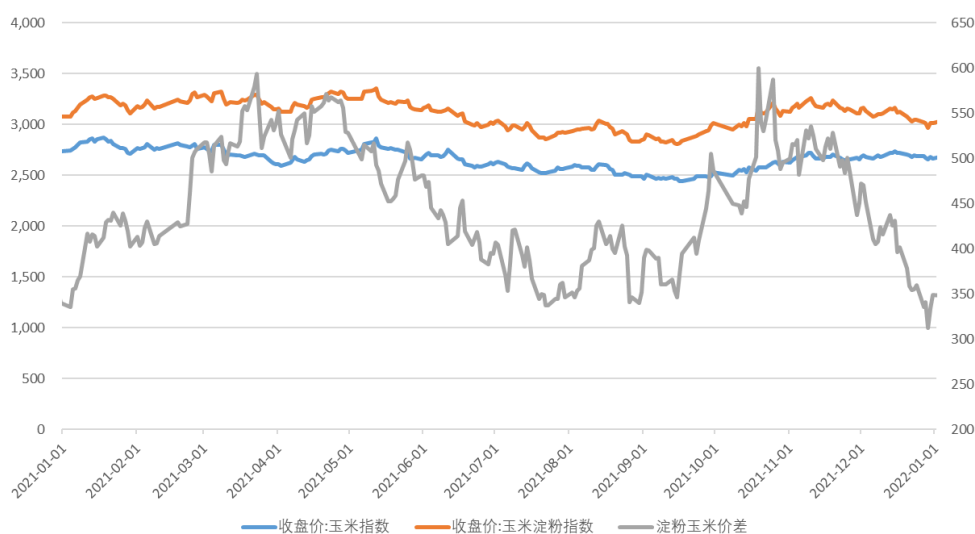
1月-3月，价差不断拉涨。玉米因处于供应期，供需宽松下盘面承压下行但仍处高位水平。玉米淀粉因成本端价格高企，支撑淀粉价格，叠加受公共卫生管制影响，淀粉开机率受限，原料供应不足且恢复缓慢，淀粉库存也相对偏紧，使得价差由350元/吨拉涨至600元/吨。

4月-7月，价差震荡走缩。玉米进入贸易商售粮环节，初始挺价意愿强价格保持坚挺，但疫情影响消费及进口玉米拍卖投放，利空市场情绪，最终承压下滑。此时淀粉下游消费进入季节性淡季，淀粉库存不断累积创近年来高位水平，且木薯淀粉与玉米淀粉价差在200-400元/吨区间运行，严重挤占造纸需求，利空淀粉价格。整体淀粉阶段性供需宽松程度高于玉米，跌幅较玉米明显，价差由600元/吨跌至350元/吨附近。

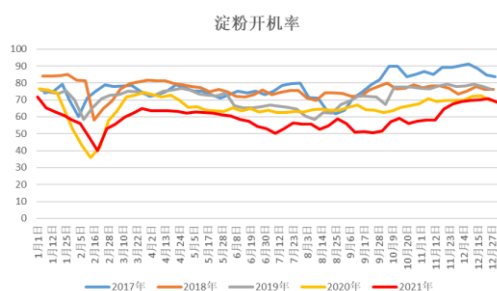
8月-10月，价差再次走扩。玉米受外盘带动及国内天气影响触底反弹，对淀粉支撑增强，此外受全球大范围环保限电限产，玉米淀粉开机率处于历年低位50%-60%波动，9月开机呈现旺季不旺特征但消费却在逐步恢复，使得玉米淀粉处于供需偏紧格局，市场高价抢货，消库迅速。整体淀粉走势强于玉米，价差不断拉大至600元/吨。

11月-12月，价差不断走弱。玉米集中上量但需求也较可观，供需相对平衡，价格窄幅震荡。淀粉步入季节性旺季，行业开机率不断回升，淀粉产量也不断增加，但需求增量不及产量增速，致使淀粉库存积累速度明显加快，进而压制淀粉价格，价差也因此承压走缩。

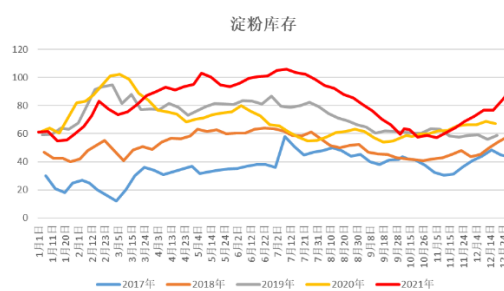
图：2021年玉米淀粉-玉米价差走势



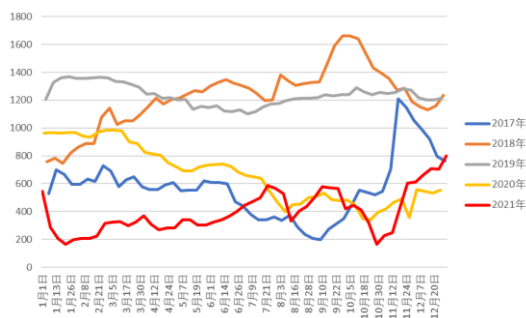
图：淀粉开机率/%



图：淀粉库存/万吨



图：木薯淀粉与玉米淀粉价差/(元/吨)



数据来源：mysteel 广发期货研究所

### 3.2 2022年：成本支撑强

2022年玉米淀粉和玉米价差波幅扩大，整体呈现震荡走缩态势。

1月-2月，价差阶段小升。原料端价格较为强硬，淀粉跟随上行。在此阶段，停机限产炒作热度再次点燃叠加冬奥环保限电，同时深加工企业存在节日检修计划，淀粉开机率降至历史相对低位，阶段供应紧缩，价差由350元/吨扩至580元/吨。

3月-10月，价差持续走缩。玉米淀粉进入消费淡季，下游需求疲弱，价差走缩；6-9月产能过剩间接性停产，供需双弱；10月因进口大豆到港延迟，供应紧缩，豆粕价格飘升，从而带动淀粉副产品玉米纤维、蛋白粉、玉米胚芽等价格上涨，加工企业利润充足，主动下调淀粉价格以消耗库存，加之大量仓单承压，驱使价差缩至历史低位，即由580元/吨降至低位80元/吨。

11月-12月，价差反弹震荡。原料端集中上市，价格季节性下调；淀粉跟随运行，此阶段淀粉开机

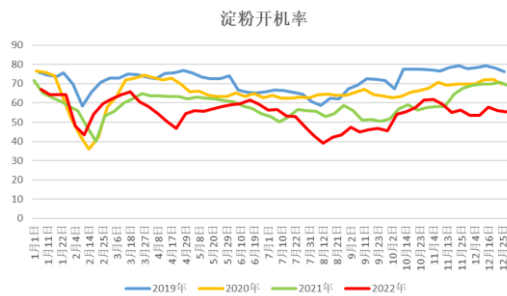


率保持低位，但库存呈现积累态势，表明下游需求一般。玉米和淀粉两者供需矛盾相差不大，价差整体在 100-250 元/吨区间震荡。

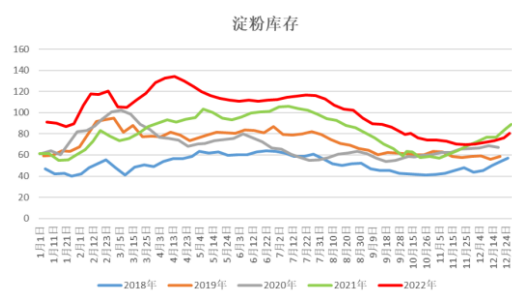
图：2022年玉米淀粉-玉米价差走势



图：淀粉开机率/%



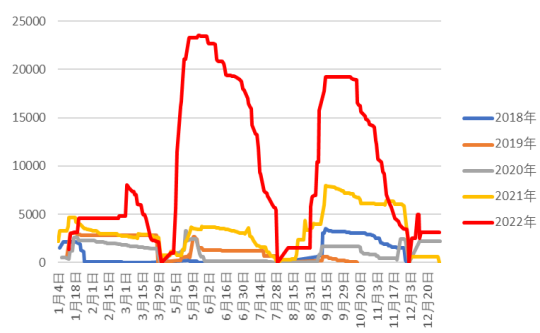
图：淀粉库存/万吨



图：淀粉副产品及豆粕走势/(元/吨)



图：玉米淀粉仓单/手



数据来源：mysteel 广发期货研究所

### 3.3 2023年：开机低位

2023 年玉米淀粉和玉米价差呈现震荡局势，重心缓慢上移，波动幅度较缓。

1 月-6 月，价差震荡上行。3 月前，玉米节前备货基本结束，购销较为清淡，价格偏稳对淀粉价格有所支撑，淀粉企业处于季节检修及逐步开机恢复阶段，库存处于正常水平，供需矛盾不大，价差走扩；3 月-6 月，受淀粉加工利润持续亏损影响，企业开机积极性明显下滑，产量下滑及库存消耗对价格形成一定支撑，价差继续走扩至年度高点 400 元/吨。

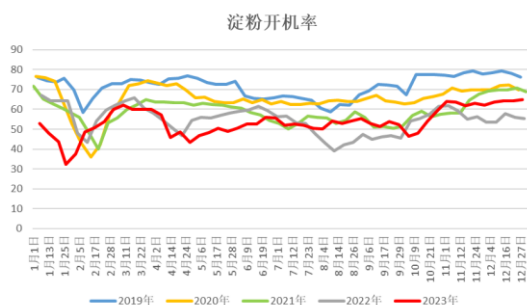
7 月-12 月，价差震荡小涨，波幅收缩。7-8 月，玉米青黄不接时期，价格存在一定支撑，叠加生长

期减产炒作影响，玉米保持高位震荡，淀粉自身供需较弱，季节性检修和消费淡季，使得玉米淀粉-玉米价差走缩但波幅有限。9 月后，新季玉米逐步上市，供应增量带动玉米价格下行且跌幅随着上市进度加速，淀粉端受季节性旺季需求支撑偏弱幅度受限，价差小幅增加。

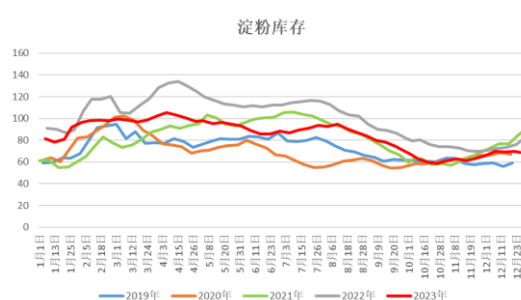
图：2023年玉米淀粉-玉米价差走势



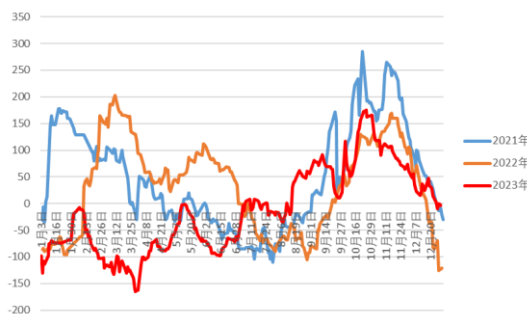
图：淀粉开机率/%



图：淀粉库存/万吨



图：淀粉加工利润/(元/吨)



数据来源：mysteel 广发期货研究所

### 3.4 2024年：供需偏弱

2024 年玉米淀粉和玉米价差保持震荡下滑，波动区间维持在 300-500 元/吨，上半年价差保持在 380-500 元/吨左右震荡，下半年震荡下跌至 300 元/吨附近。

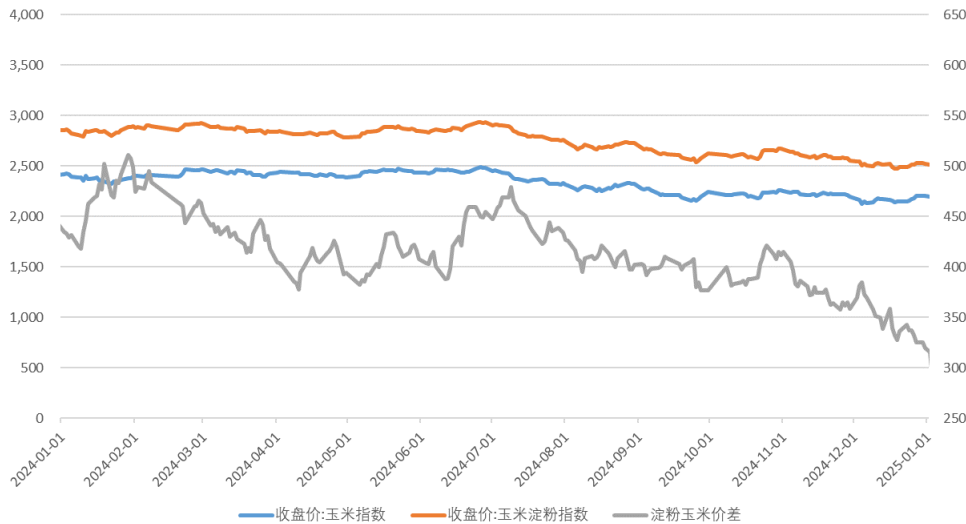
1-5 月，价差先涨后跌。1 月份，淀粉需求较好，深加工利润持续向好，开机率保持高位，淀粉库存较低属于补库环节，价差保持高位略微扩大至 500 元/吨。2 月后，随着玉米不断消耗，挺价惜售情绪渐起，玉米价格缓慢抬升，使得深加工利润逐步下跌至 4 月开始亏损，不过开机率保持相对高位，淀



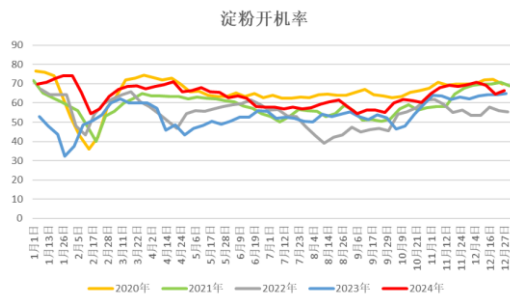
粉库存得到补充，整体受利润下滑及供应承压，淀粉-玉米价差走缩至 380 元/吨左右。

6-12 月，价差先涨后跌。6 月-7 月上旬，基层余粮有限，售粮节奏掌握在贸易商手中，挺价惜售下价格反弹，玉米淀粉成本端支撑增强，淀粉需求尚可，因开机下滑库存也有所消耗，支撑淀粉-玉米价差小幅走扩。7 月中旬-12 月，新季玉米减产证伪，丰产预期下玉米开始下行之路，玉米淀粉跟随走低；不过受淀粉自身压力影响，即 7-9 月受需求偏弱承压价格，10 月后原料大量上市，供应增量但需求显一般，未能有效消化供应，使得淀粉库存不断累积至高位水平，淀粉价格下跌压力大于玉米，价差不断收窄。

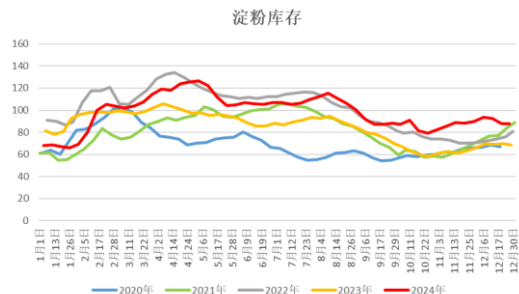
图：2024 年玉米淀粉-玉米价差走势



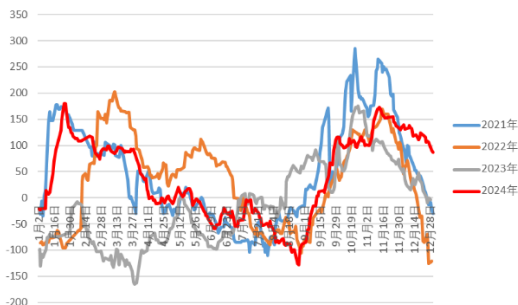
图：淀粉开机率/%



图：淀粉库存/万吨



图：淀粉加工利润/(元/吨)



数据来源：mysteel 广发期货研究所

### 3.5 2025 年：供应承压

2025 年玉米淀粉和玉米价差波动再次收缩，幅度约在 100 元/吨，整体走势呈现先增后区间窄幅震

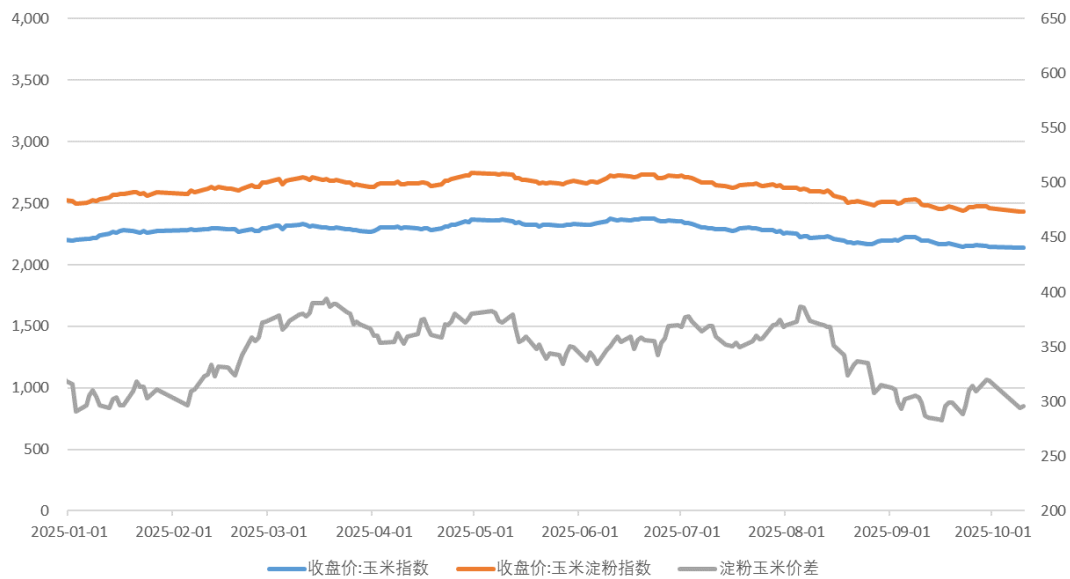
荡再收缩局势。

1月-3月中旬，价差震荡上行。玉米受不间断增储政策提振，价格从成本线2150元/吨不断抬升，但由于原料玉米价格仍处较低位置，淀粉加工利润走缩但仍处于正盈利，开机率除节日检修外处于正常高位水平，也提振淀粉价格，使得淀粉涨幅高于玉米，价差从300元/吨走扩至400元/吨。

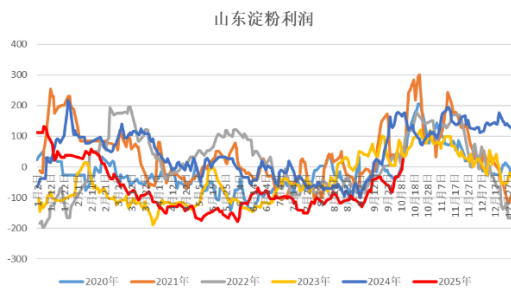
3月下旬-8月初，价差区间震荡。玉米因售粮速度偏快，基层余粮偏少叠加进口低位，挺价惜售情绪渐起及三季度缺口预期，使得淀粉价格随玉米价格震荡上行，但淀粉本身供需面不强，处于季节性消费淡季，利润持续亏损和库存高企较难消耗，不过企业加工意愿也偏低，开机率逐步下滑，库存动态变化波动小，也使得淀粉和玉米价差未呈现明显单边驱动，整体在340-400区间震荡。

8月中-至今，价差不断走缩。华北玉米零星上市，供应补足下价格偏弱运行，带动淀粉价格跟随走低，淀粉开机率受季节性检修及亏损影响保持低位，但需求处于缓慢恢复阶段，使得淀粉库存去化但仍处于高位水平，此外木薯淀粉价格低位也挤占玉米淀粉造纸需求，承压淀粉价格，盘面价格不断走缩。

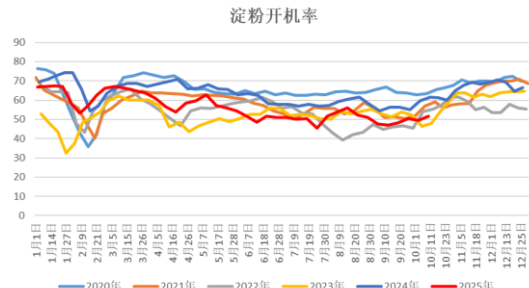
图：2025年玉米淀粉-玉米价差走势



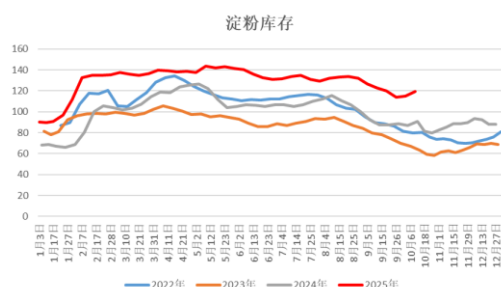
图：淀粉加工利润/（元/吨）



图：淀粉开机率/%



图：淀粉库存/万吨



数据来源: mysteel 广发期货研究所

## 4. 总结与展望

本文对 2021-2025 年的玉米淀粉-玉米价差进行了系统复盘。纵观这五年, 淀粉-玉米历年价差均未呈现明显单边持续走扩或走缩态势, 而是呈现震荡运行但波动区间有所收窄, 由 2021 年的 300-600 元/吨, 收窄至 2025 年的 280-400 元/吨; 价差高点也呈现下滑态势, 由 600 元/吨降至 400 元/吨附近, 验证了与淀粉行业产能过剩及产业集中相关联。同时, 价差波动存在显著的季节性规律, 上半年可能因节前备货、检修期供应减少支撑价差; 下半年易受消费淡季、原料玉米新粮上市供应增多影响, 价差易承压或震荡, 这从近 5 年走势也可验证, 如下表所示, 价差整体走缩时, 上半年跌幅小于下半年; 价差整体走扩时, 上半年涨幅高于下半年。年中与年末易出现转折, 年中(6-8 月)常因玉米青黄不接支撑, 淀粉消费淡季等因素, 价差易出现走缩或震荡调整; 年末受新粮上市、旺季需求变化影响, 价差易转向。

表: 2021-2024 年分阶段价差变化

时间	上半年价差变化		下半年价差变化	
	数值变化 (元/吨)	幅度	数值变化 (元/吨)	幅度
2021 年	335 涨至 395	17.8%	395 跌至 350	-11.4%
2022 年	348 涨至 368	5.8%	375 跌至 168	-55.2%
2023 年	183 涨至 406	122%	405 涨至 447	10.4%
2024 年	435 涨至 455	4.6%	448 跌至 320	-28.6%

数据来源: wind 广发期货研究所

逐年来看, 2021 年价差是“供需紧平衡-宽松”的重复切换影响; 2022 年是“成本支撑-利润驱动降价-供需弱平衡”的转变; 2023-2025 年则更多围绕“利润-开机率-库存”的循环逻辑。综上, 淀粉-玉米价差主要受“成本-供需”主导影响。成本端玉米价格变动是影响价差的基础, 淀粉价格始终受到玉米价格的刚性支撑。淀粉的供需关系是价差波动的核心驱动, 供大于求时价差受到压制存在收窄驱动, 供不应求时价差存在走扩驱动, 而淀粉供需主要通过加工利润、开机率、库存体现。当加工利润持续亏损时, 企业会通过降低开机率来减少供应, 从而支撑淀粉价格, 试图扩大价差; 反之, 利润丰厚时, 企业有降价空间去库存, 会压缩价差。但仅从开机率和利润来判断价差存在一定偏差和局限, 而淀粉库存作为供需关系的直观体现, 需结合前者一起看, 如 2025 年 5 月至 7 月中旬, 淀粉利润持续亏损, 开机率不断下滑达历史低位, 但价差未见走扩甚至小幅走缩, 主要受淀粉高库存压制。综上所述, 当淀粉库存压力突出时, 价差将呈现走缩态势, 开机率阶段性影响价差波动, 高开机率会加快价差走缩, 低开机率会延缓价差下跌速度及幅度, 如 2021 年 4 至 8 月、2022 年都是高库存承压主导影响; 当淀粉库存压力不突出时, 低开机率会驱使价差走扩, 高开机限制价差, 如 2023 年淀粉库存处于正常水平, 前期开机率基本保持新低拉动价差, 7 月开机率恢复并波动上行, 价差上涨动力补足, 波动幅度放缓。整体来看, “高开机率+高库存”是价差最大的下行压力, 而“低开机率+低库存”是价差走扩的核心驱动。

展望后市, 当前玉米淀粉高库存成为价格一大阻力, 受利润持续亏损影响, 淀粉开机率保持低位使得产量增加有限, 但受限于消费端偏弱, 淀粉库存消化较慢, 基本面承压下价差走缩; 同时新季玉米集

中上市，成本端价格持续偏弱，使得淀粉利润修复并转亏为盈，开机率开始回升且后续存在继续小幅增加预期，淀粉库存消化受阻，消费未见明显亮点，短时价差仍难言乐观，关注淀粉库存变化。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**

### 相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620