

2022 年 12 月 19 日

北交所研究团队

太湖雪：丝绸文创“新国货”崛起，天猫蚕丝被销量冠军

——北交所新股申购报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 公司发展：蚕丝被是主导产品，2019-2021 总营收 CAGR 25.59%

苏州太湖雪丝绸股份有限公司成立于 2006 年，是一家集研发、设计、生产、销售于一体的丝绸企业，致力于传承太湖流域五千年的非遗蚕丝制被技艺，同时创新研发各类丝绸制品。“太湖雪”品牌荣获中国十大丝绸品牌、全国茧丝绸创新品牌、苏州市知名商标等荣誉称号，公司的桑蚕长丝绵被荣获“江苏精品”认证证书，参与 10 项准则制定。主要产品分为蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列，自主+委外+外包三线生产。其中，蚕丝被为太湖雪主导产品，销售占比超过 55%，2021 年销售额突破 2.11 亿元（+36.77%）。合计线下销售占比 56.08%，企业客户集采为最主要销售渠道。蚕丝被和床品套件发展较快，2019-2021CAGR 约 28%。主营业务毛利率稳中有增，2022H1 达到 45.67%。

● 行业现状：我国生丝产量供应超全球 70%，行业集中度较低

丝绸行业产业链长涉及行业跨度大，上游可至种桑养蚕，下游可至服装、服饰及家纺行业，最终通过线下实体门店及线上电商渠道触达消费者。我国蚕丝被产业在近二十年真正形成规模效应，形成了吴江震泽和桐乡洲泉两大产业集群。近年来我国生丝产量已占世界生丝产量的 70% 以上。规模以上丝绸企业 2021 营收合计 682.59 亿元，同比增长 10.45%，利润 32.99 亿元，同比增长 74.3%。消费水平不断提高、消费习惯逐步升级促进丝绸产品附加的文化创意设计逐步发展，“新国货”崛起，“品牌电商化”出海。丝绸行业属于充分竞争行业，集中度较低。太湖雪研发费用率 4.5%，在同行业可比公司中位列第一。

● 亮点探寻：蚕丝被市占率行业前三，文创设计获版权 2000+

太湖雪的研发主要包括两个方面：技术研发、创新设计。公司共获得 3 项发明专利、68 项实用新型专利，拥有较强的文创设计能力，已取得版权 2,000 余项。根据中国纺织品商业协会和中国家用纺织品行业协会的统计调研，2018-2020 年太湖雪蚕丝被产品的市场占有率位居行业前三。募投项目拟募集资金 15,060.47 万元，用于营销建设、研发检测中心、信息化升级三个项目，新建 23 家线下直营店，8 项拟研发项目。太湖雪 2018-2021 营收 CAGR 达到 22.47%、归母净利润 CAGR 达到了 18.32%，高于行业可比上市公司。公司本次发行价 15 元/股，当前总股本为 27,443,200 股，本次拟发行数量不超过 800 万股，按 2021 年业绩计算，稀释前 PE 为 11.3X，稀释后 PE 为 14.6X；考虑公司属于典型零售类行业，比较更适用的零售估值指标市销率，本次发行底价对应的市销率为 1.03 倍，发行为 1.43 倍略低于行业可比公司平均值，综合考虑建议谨慎参与申购。

● 风险提示：线下销售渠道地域集中风险、新股破发风险、原材料价格波动风险。

相关研究报告

《液冷技术领先的数据中心“小巨人”，打造“由尖端到通用”立体化发展战略——北交所首次覆盖报告》-2022.12.19

《浙江大农：高压清洗“小巨人”，切入环保等强进口替代需求行业——北交所新股申购报告》-2022.12.18

《IPO 跟踪（2022.12.10~12.16）：机科股份北交所提交注册——北交所策略专题报告》-2022.12.18

目 录

1、 公司：蚕丝被是主导产品，2019-2021 总营收 CAGR 25.59%	4
1.1、 发展历程：中国十大丝绸品牌，参与 10 项标准制定	4
1.2、 产品梳理：蚕丝被+床品+饰品+服饰，蚕丝被 2021 营收突破 2.1 亿	6
1.3、 经营模式：自主+委外+外包三线生产，自营店铺销售额占比最高	7
1.4、 财务状况：归母净利润 2019-2021CAGR 71.61%，毛利率稳中有升	8
2、 行业：我国生丝产量供应超全球 70%，行业集中度较低	9
2.1、 行业解析：上游种桑养蚕，下游至服饰家纺，OEM+ODM 模式服务	9
2.2、 市场空间：蚕丝产量充足，2021 蚕丝被市场规模 177 亿	11
2.3、 行业前景：舒适性+文创设计，“新国货”+“品牌电商化”	12
2.4、 竞争格局：充分竞争行业，太湖雪研发费用率 4.5%是可比公司第一	12
3、 亮点探寻：蚕丝被市占率行业前三，文创设计获版权 2000+	13
3.1、 技术研发优势：研发项目延伸上游桑蚕选育养殖，71 项已授权专利	13
3.2、 品牌设计优势：蚕丝被数量市占率 2.8%，推出联名文创设计产品	14
3.3、 募投项目：营销建设+研发检测中心+信息化，拟建 23 家线下直营店	15
3.4、 估值对比：可比公司 PS 2021 为 1.39X，公司底价对应 PS 为 1.47X	16
4、 风险提示	17

图表目录

图 1：太湖雪 2006 年成立，2016 年新三板挂牌	4
图 2：太湖雪拥有 18 家分公司和 7 家子公司	4
图 3：太湖雪形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列	6
图 4：蚕丝被营收占比占比最大（万元）	6
图 5：营业收入主要来源于蚕丝被、床品套件和丝绸饰品	6
图 6：2021 年蚕丝被销量增长率超 35%	7
图 7：2021 年蚕丝被销售额突破 2.11 亿元	7
图 8：线下销售业绩较高，线下以企业客户集采为主，线上以自营店铺为主（万元）	8
图 9：2019-2021 年蚕丝被、床品套件营收增长最高（万）	8
图 10：2019 年以来归母净利润为正增长 50%	8
图 11：蚕丝被对主营业务毛利率的整体变动趋势影响较大	9
图 12：持续增加研发投入	9
图 13：2022 年上半年的管理费用上升	9
图 14：丝绸行业产业链长涉及行业跨度大	10
图 15：规模以上丝绸企业 2021 营收合计 682.59 亿元	11
图 16：规模以上丝绸企业 2021 合计利润同比增长 74.3%	11
图 17：2021 年我国蚕丝被市场规模计算为 177.56 亿元	11
图 18：选取罗莱生活、富安娜、水星家纺和钱皇股份为可比公司	12
图 19：太湖雪毛利率位列第三，与平均值基本持平	13
图 20：太湖雪研发费用率位列第一	13
图 21：太湖雪的期间费用率略高于可比公司均值	13
图 22：太湖雪共获得 3 项发明专利、68 项实用新型专利	14
图 23：按数量统计的太湖雪市占率约 2.8%	14

图 24： 按销售额统计的太湖雪市场占有率 2020 年最高..... 14

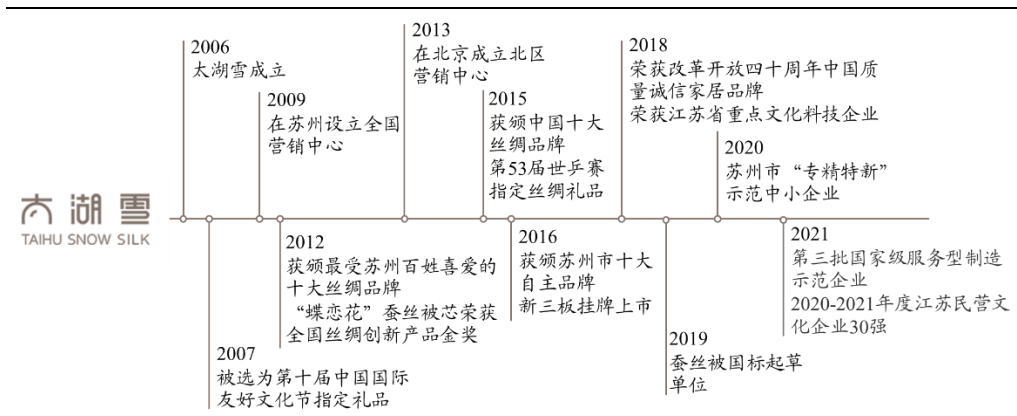
表 1： 高管在各自专业领域有多年任职经验.....	5
表 2： “太湖雪”成为市场上具备一定行业知名度的苏州丝绸代表品牌，获得了多项企业荣誉.....	5
表 3： 太湖雪积极参与起草国家标准 5 项、行业标准 3 项、团体标准 2 项.....	5
表 4： 不同产品系列采用不同生产模式.....	7
表 5： 太湖雪营销渠道：线下+线上、直销+分销、境内+境外.....	7
表 6： 多项政策推动丝绸与家纺行业发展.....	10
表 7： 专业化生产模式的丝绸企业主要以 OEM 和 ODM 向下游企业提供服务.....	11
表 8： 太湖雪通过产学研合作等方式，保障公司的技术先进性以及创新性.....	13
表 9： 太湖雪积累了丰富的设计经验，具备高效、专业的定制化设计能力.....	15
表 10： 本次发行拟募集资金用于三个项目.....	15
表 11： 项目实施期内线下直营店合计新建 23 家.....	15
表 12： 研发中心有 8 个拟研发项目（万元）.....	16
表 13： 太湖雪营收 CAGR、归母净利润 CAGR 高于行业可比上市公司（市值：亿元）.....	17

1、公司：蚕丝被是主导产品，2019-2021 总营收 CAGR 25.59%

1.1、发展历程：中国十大丝绸品牌，参与 10 项标准制定

苏州太湖雪丝绸股份有限公司成立于 2006 年，是一家集研发、设计、生产、销售于一体的丝绸企业，致力于传承太湖流域五千年的非遗蚕丝制被技艺，同时创新研发各类丝绸制品，通过线上、线下渠道，境内、海外市场，满足不同类型的消费需求，并不断探索“用丝绸改变生活”的家居生活方式。

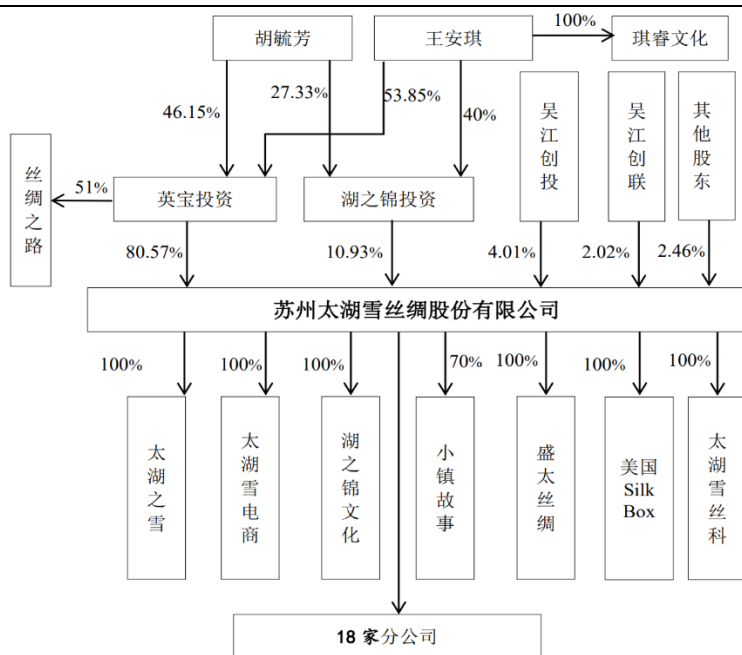
图1：太湖雪 2006 年成立，2016 年新三板挂牌



资料来源：公司官网、招股说明书、Wind、开源证券研究所

太湖雪拥有 18 家分公司和 7 家子公司，其中 6 家为全资子公司。公司董事长、总经理胡毓芳与董事、副总经理王安琪为母女关系，是公司的实际控制人。

图2：太湖雪拥有 18 家分公司和 7 家子公司



资料来源：招股说明书

2015 年 2 月，总经理胡毓芳女士的“优质高产家蚕新品种的育成及其产业化应用”项目荣获中华人民共和国教育部颁发的科学技术进步奖二等奖（第 11 完成人）；还曾荣获全国劳动模范、全国纺织工业劳动模范等。

表1：高管在各自专业领域有多年任职经验

职位	姓名	间接持股	履历
总经理	胡毓芳	40.18%	1969年5月出生，本科学历，工商管理专业背景。曾任苏州市吴江区震泽镇实验小学教师、吴江市英宝蚕丝被服有限公司总经理、苏州英宝丝绸有限公司监事、苏州太湖雪丝绸有限公司执行董事、苏州太湖雪丝绸有限公司董事长与总经理；2016年3月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事长、总经理。
副总经理	王安琪	47.76%	1991年4月出生，本科学历，市场营销专业背景。曾任苏州太湖雪丝绸有限公司跨境电商经理、苏州太湖雪丝绸有限公司董事、上海金吉列出国留学服务有限公司留学规划师、苏州广播电视总台融媒体中心运营经理；2016年3月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事；2019年4月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司副总经理。
副总经理	尹蕾	0.36%	1971年5月出生，本科学历，化学工程与工艺专业背景。曾任吴江东风化工厂化验室分析员、中国太平洋人寿保险股份有限公司客服主管、吴江市正亮化纤厂财务主管、苏州英宝丝绸有限公司办公室主任、苏州太湖雪丝绸有限公司副总经理；2016年3月至今，担任太湖雪副总经理。
财务总监	严建新	0.66%	1974年1月出生，硕士研究生学历，注册会计师，财务专业背景。曾任亨通集团及其子公司财务经理、江苏鸿展新材料科技有限公司财务部总监；2021年11月至今，担任太湖雪财务总监。
董事会秘书	代艳	0.55%	1982年7月出生，本科学历，市场营销专业背景。曾任江苏红豆实业股份有限公司衬衫厂销售主管、苏州市大有家用纺织品有限公司销售部经理、上海罗莱家用纺织品有限公司销售部大区经理/北渠道部经理、紫罗兰家纺科技有限公司营销中心副总裁、领盛电子商务（上海）有限公司首席运营官、太湖雪新零售事业部副总经理；2021年11月至今，担任太湖雪董事会秘书。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

“太湖雪”品牌荣获中国十大丝绸品牌、全国茧丝绸创新品牌、苏州市知名商标等荣誉称号，公司的桑蚕长丝绵被荣获“江苏精品”认证证书。

表2：“太湖雪”成为市场上具备一定行业知名度的苏州丝绸代表品牌，获得了多项企业荣誉

时间	颁发部门	荣誉
2021年10月	工信部	国家级服务型制造示范企业
2021年5月	中共江苏省委宣传部、江苏省文化和旅游厅、江苏省广播电视局、江苏省市场监督管理局、江苏省统计局、江苏省工商业联合会	江苏民营文化企业30强
2020年1月	苏州市工信局	苏州市“专精特新”示范企业
2019	江苏省工业和信息化厅	江苏省工业设计中心
2019	中国纺织工业联合会	中国纺织工业联合会产品开发贡献奖
2019	江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局江苏省税务局	江苏省高新技术企业
2018年4月	被江苏省委宣传部、省科学技术厅、省文化厅、省新闻出版局	江苏省重点文化科技企业

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

同时，太湖雪积极参与起草国家标准5项、行业标准3项、团体标准2项，这十项标准均已颁布实施，助力行业健康良性发展。

表3：太湖雪积极参与起草国家标准5项、行业标准3项、团体标准2项

序号	标准名称	标准类别
1	《桑蚕天然彩色茧》(GB/T29571-2013)	国家标准
2	《苏绣》(GB/T38029-2019)	国家标准
3	《蚕丝被》(GB/T24252-2019)	国家标准
4	《织锦工艺制品》(GB/T22850-2020)	国家标准
5	《纺织品丝绸术语》(GB/T26380-2022)	国家标准

序号	标准名称	标准类别
6	《蚕丝拉绒围巾、披肩》(FZ/T44007-2019)	行业标准
7	《丝绒织物》(FZ/T43013-2022)	行业标准
8	《桑蚕丝罗织物》(FZ/T43059-2022)	行业标准
9	《震泽蚕丝棉》(T/ZZCS001-2018)	团体标准
10	《震泽蚕丝被》(T/ZZCS002-2018)	团体标准

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.2、产品梳理：蚕丝被+床品+饰品+服饰，蚕丝被 2021 营收突破 2.1 亿

经过十余年的深耕发展，太湖雪形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列，“太湖雪”成为市场上具备一定行业知名度的苏州丝绸代表品牌。

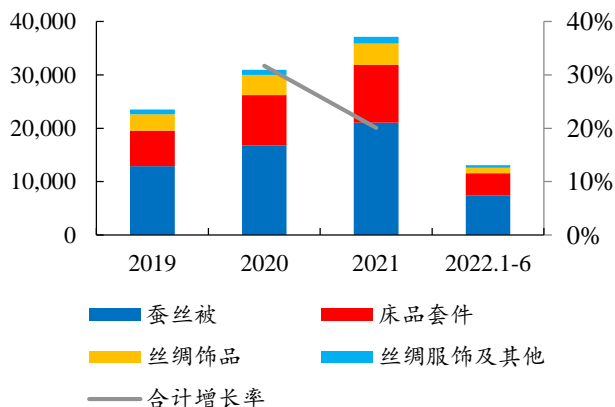
图3：太湖雪形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

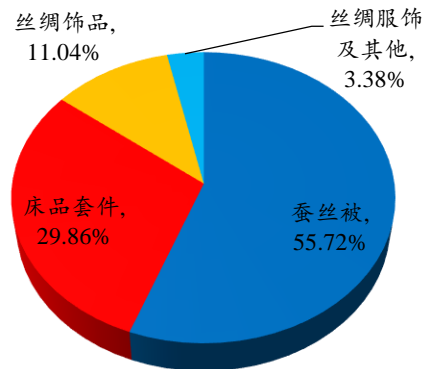
主要生产和销售蚕丝被、床品套件、丝绸饰品和丝绸服饰等系列产品，营业收入主要来源于蚕丝被、床品套件和丝绸饰品。

图4：蚕丝被营收占比占比最大（万元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

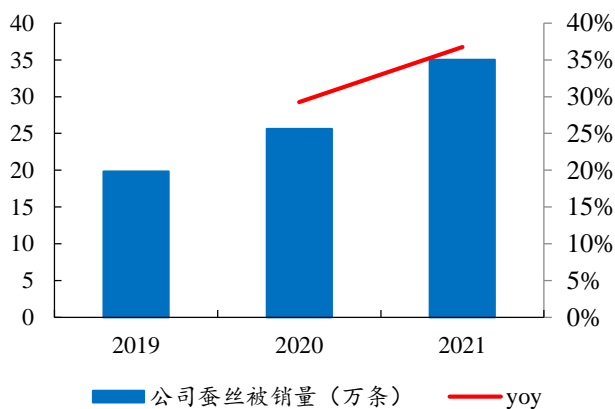
图5：营业收入主要来源于蚕丝被、床品套件和丝绸饰品



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

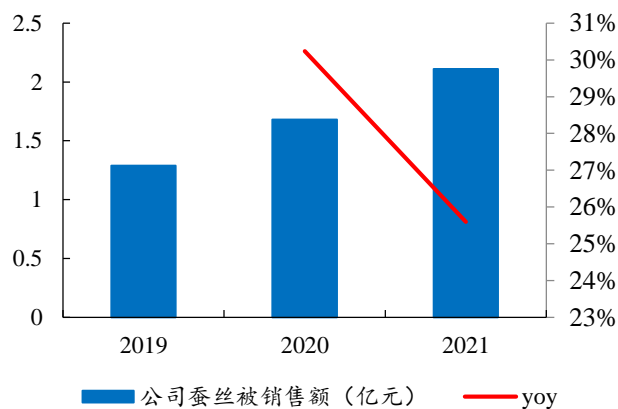
太湖雪蚕丝被产品销售额稳步提升，2021 年突破 2.11 亿元，当年销量增长率为 36.77%。

图6：2021 年蚕丝被销量增长率超 35%



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

图7：2021 年蚕丝被销售额突破 2.11 亿元



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

1.3、经营模式：自主+委外+外包三线生产，自营店铺销售额占比最高

采购模式：主要采购物品包括填充物、面料、辅料、包装材料等，对于主要原材料丝绵会适度备货。

生产模式：分为自主生产模式、委外加工模式和外包模式。

表4：不同产品系列采用不同生产模式

模式分类	流程	产品
自主生产模式	自主采购原材料并生产	蚕丝被、床品套件中的丝绸套件、部分丝绸饰品
委外加工模式	自主采购原材料，委托其他公司提供加工服务	蚕丝被生产过程中的拉绵、床品套件的面料印染、印花等工序
外包模式	为向供应商采购产成品并贴“太湖雪”品牌直接对外销售	床品套件中的全棉套件、丝绸服饰

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

销售模式：太湖雪营销渠道主要包括线下渠道和线上渠道。根据店铺经营主体，分为直销和分销。根据销售区域，分为境内和境外。线下渠道主要在境内，线下直营专卖店共 20 家，其中 18 家在苏州，2 家在北京；线上渠道的亚马逊、Ebay 平台和太湖雪海外官网负责境外销售；企业客户集采通过大型电商平台客户团购或企事业单位团购销售，是太湖雪的主要销售渠道。

表5：太湖雪营销渠道：线下+线上、直销+分销、境内+境外

销售渠道	销售模式	销售区域	细分	主要类型	数量（家数）
线下	直销	境内	直营专卖	各直营门店	20
		境内	直营商场专柜	商场专柜	14
		境内	企业客户集采	ODM：京东京造等	
		境外		太湖雪自主品牌	
	分销	境内	经销商	签订经销合同并有门店的商家	11
	直销	境内	自营店铺	天猫官方旗舰店、京东 POP 店（太湖雪自营店铺）等	

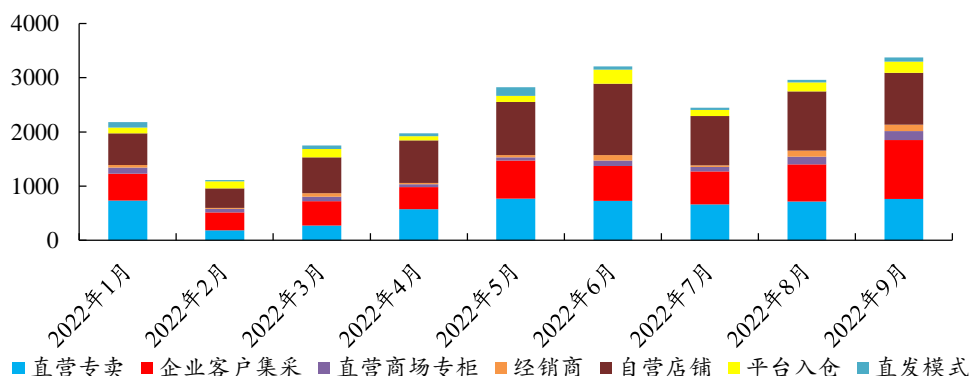
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

销售渠道	销售模式	销售区域	细分	主要类型	数量（家数）
		境外		亚马逊、Ebay、太湖雪海外官网等	
	分销	境内	平台入仓	京东自营旗舰店、东方电视购物等	
			直发模式	一条生活馆等	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

根据渠道拆分营收，线下销售占比 56.08%，其中企业客户集采为线下销售主导方式，占主营收比例为 24.82%；自营店铺是线上销售主导渠道，主营收中占比 35.02%。

图8：线下销售业绩较高，线下以企业客户集采为主，线上以自营店铺为主（万元）



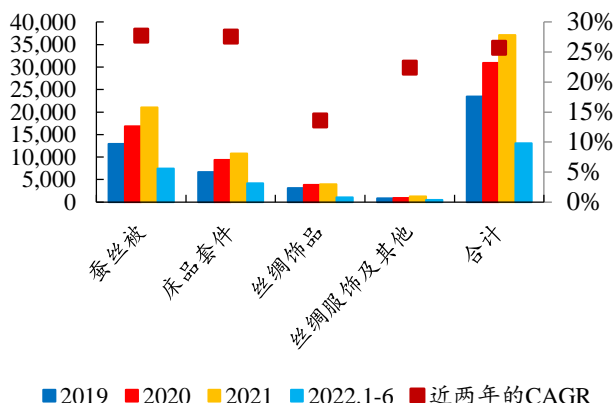
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

研发模式：研发包括技术创新设计两个方面。技术研发包括蚕丝处理技术、蚕丝纤维染色及功能整理技术；创新设计包含花型、款式设计以及定制化产品设计。

1.4、财务状况：归母净利润 2019-2021CAGR 71.61%，毛利率稳中有升

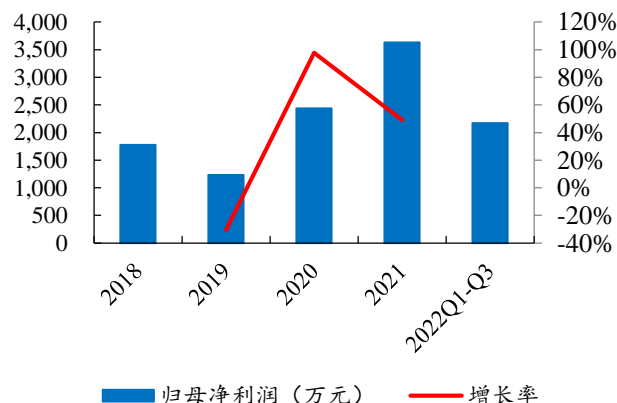
营收能力：2018-2021 年期间，营收与归母净利润近三年 CAGR 均在 20% 左右。其中，蚕丝被和床品套件的营收年复合增速比较高，在 28% 左右。

图9：2019-2021 年蚕丝被、床品套件营收增长最高（万）



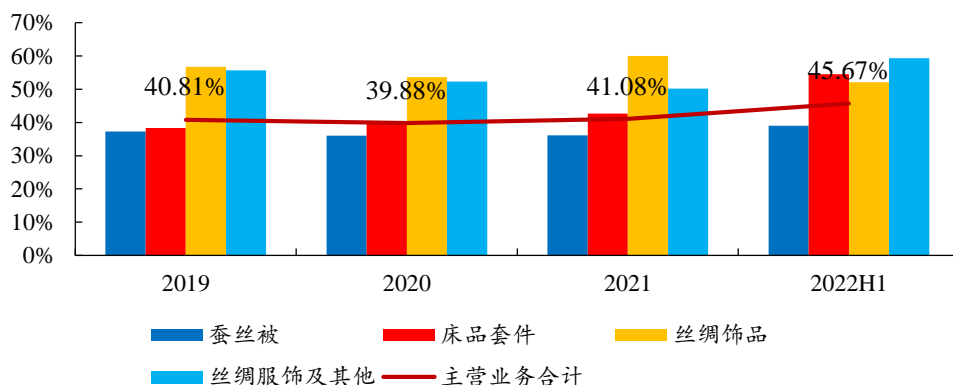
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图10：2019 年以来归母净利润为正增长 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

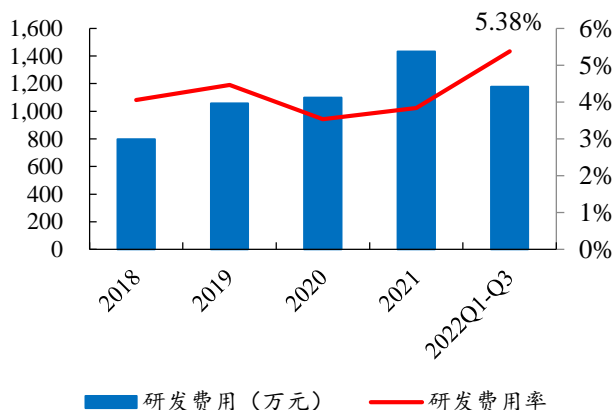
盈利能力：太湖雪近年来的毛利率基本平稳，2022 上半年有一定程度的上升。蚕丝被营收占比最高，毛利率变动对整体趋势变化影响较大。占比第二位的床品套件的毛利率稳步上涨，从 2019 年的 38.30% 增长到 2022 上半年的 54.50%。

图11：蚕丝被对主营业务毛利率的整体变动趋势影响较大


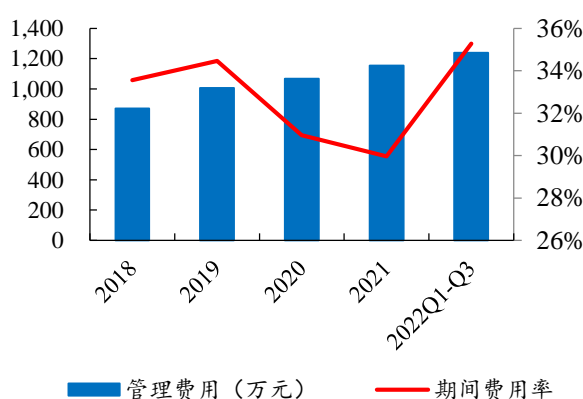
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

技术研发：太湖雪对产品研发高度重视，研发投入逐年增加，2021年突破1400万，研发费用率保持4%左右。

期间费用：期间费用率呈现上升趋势。2022年上半年，太湖雪对部分管理人员实施股权激励计划，已经于2022年1月办理完毕，因此管理费用有所上升。

图12：持续增加研发投入


数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2022年上半年的管理费用上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

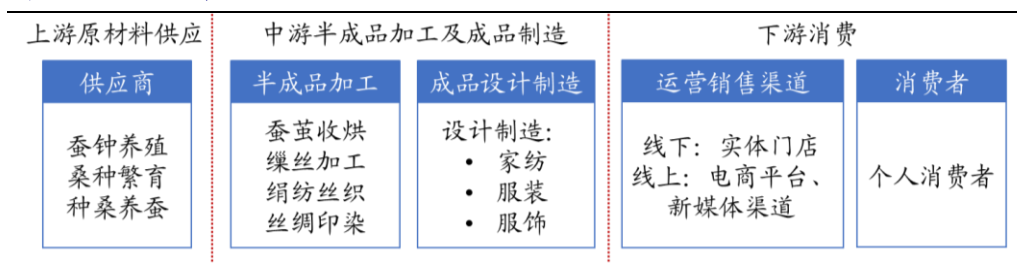
2、行业：我国生丝产量供应超全球70%，行业集中度较低

2.1、行业解析：上游种桑养蚕，下游至服饰家纺，OEM+ODM模式服务

太湖雪的主营业务为丝绸相关产品，丝绸包括桑蚕丝、柞蚕丝、蓖麻蚕丝、木薯蚕丝等。据国标规定，填充物含桑蚕丝和（或）柞蚕丝50%及以上的被类可称为蚕丝被，填充物含100%蚕丝的为纯蚕丝被，填充物含50%及以上蚕丝为混合蚕丝被。

丝绸行业产业链长涉及行业跨度大，上游可至种桑养蚕，下游可至服装、服饰及家纺行业，最终通过线下实体店及线上电商渠道触达消费者。

图14：丝绸行业产业链长涉及行业跨度大



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

上世纪 90 年代，机制丝绵的加工装备以及机制丝绵的加工工艺逐步趋于成熟和实用化。进入 21 世纪以来，我国蚕丝被产业真正形成规模效应经历了近二十年。

从地域发展来看，中国丝绸主要分布在苏州、杭州、湖州、嘉兴、无锡和中国西部地区的南充，前 5 个均集中于环太湖流域。环太湖区也因此成为我国丝绸产业最为集中和发达的地区。

目前，蚕丝被产业形成了两大产业集群——吴江震泽和桐乡洲泉。2010 年中国纺织工业协会等单位命名江苏省吴江市震泽镇为“中国蚕丝被家纺名镇”，浙江省桐乡市洲泉镇为“中国蚕丝被名镇”。

我国城乡居民生活水平不断地提高与蚕丝被产品自身优良的应用特性共同推动了蚕丝被的销售与相关企业的发展。除此之外，商务部等也颁布了多项政策推动丝绸与家纺行业扩张。

表6：多项政策推动丝绸与家纺行业发展

政策	颁布机构	颁布时间	主要内容
《关于茧丝绸行业“十四五”发展的指导意见》	商务部	2021.9	培育国内知名丝绸品牌 50 个，重点打造 5 个以上具有国际影响力的丝绸服装家纺品牌，推动 3-5 家丝绸企业在主板上市，培育一批专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业。
《蚕桑丝绸产业高质量发展行动计划（2021-2025 年）》	工信部、农业农村部、商务部、文旅部、市监总局、国家知识产权局	2020.9	到 2025 年，实现种桑养蚕规模化、丝绸生产智能化、综合利用产业化。种桑养蚕和丝绸工业上下游协同发展，提高产品质量打造丝绸精品，提升创意设计水平培育丝绸品牌，传承弘扬传统丝绸文化，保护利用丝绸文化遗产，推动蚕桑国际产能合作，支持丝绸产业国际合作。
《关于促进制造业产品和服务质量提升的实施意见》	工信部	2019.8	促进消费品工业提质升级。制定发布升级和创新消费品指南，推动轻工纺织等行业的创新产品发布。持续开展纺织服装创意设计园区（平台）试点示范工作，提高创意设计水平，推动产品供给向“产品+服务”转变，促进消费升级。
《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》	国务院	2018.9	培育中高端消费市场，形成若干发展势头良好、带动力强的消费新增长点。积极培育网络消费、定制消费、体验消费、智能消费、时尚消费等消费新热点，鼓励与消费者体验、个性化设计、柔性制造等相关的产业加快发展。
《关于开展规模化集约化蚕桑示范基地建设，推进茧丝绸产业提质增效的通知》	商务部	2017.12	到 2020 年，规模化集约化基地蚕茧产量占全国蚕茧产量的 10% 以上；基地种桑养蚕机械普及率和茧丝等级显著优于其他产地；丝绸产品质量提升，出口竞争力增强；茧丝绸产业对农民就业、创新创业、脱贫致富的带动作用明显增强，形成一批可复制、推广的经验和模式。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

专业化生产模式的丝绸企业以生产加工环节作为主要盈利来源，主要以 OEM 和 ODM 两种模式向下游企业提供服务。

表7：专业化生产模式的丝绸企业主要以 OEM 和 ODM 向下游企业提供服务

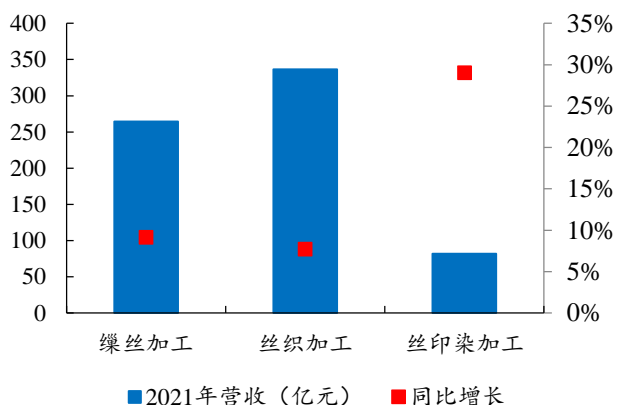
模式	含义
OEM	根据客户要求进行生产，专注于产品生产加工环节和产品质量控制，充分发挥规模效益赚取加工费
ODM	在生产的同时为下游企业提供研发设计服务

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

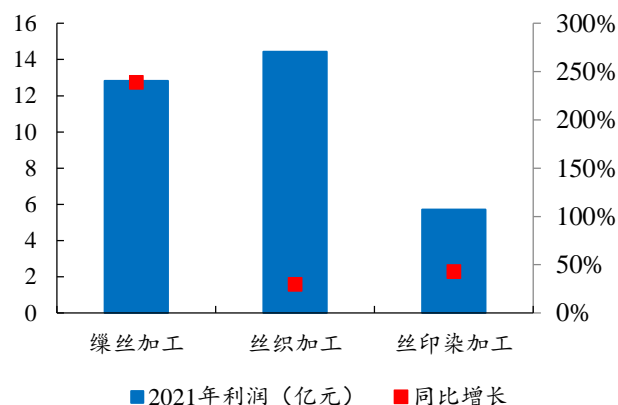
2.2、市场空间：蚕丝产量充足，2021 蚕丝被市场规模 177 亿

近年来我国生丝产量已占世界生丝产量的 70% 以上，我国蚕丝及交织机织物（含蚕丝 $\geq 50\%$ ）市场供应较为充足。

规模以上丝绸企业 2021 营收合计 682.59 亿元，同比增长 10.45%，利润 32.99 亿元，同比增长 74.3%。据国家商务部监测，2021 年全国 50 家丝绸样本企业销售额为 31.35 亿元，同比增长 24.91%。从分月份销售数据看，2021 年月平均销售额同比增长 24.91%，显示出丝绸内销市场逐步得到恢复。

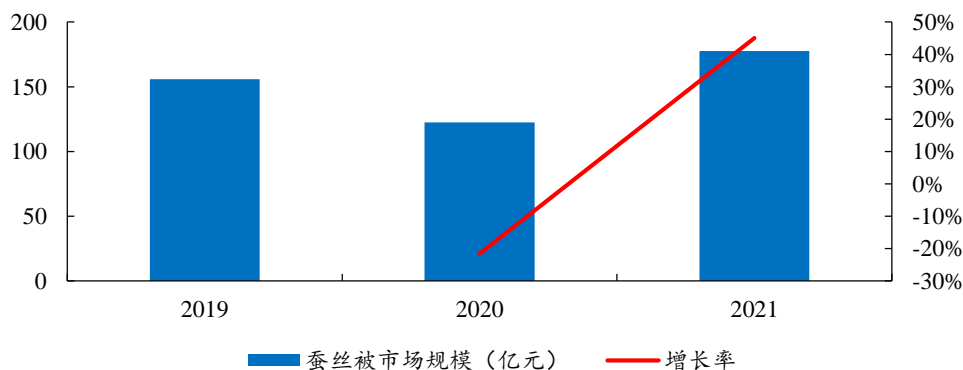
图15：规模以上丝绸企业 2021 营收合计 682.59 亿元


数据来源：国家统计局、招股说明书、开源证券研究所

图16：规模以上丝绸企业 2021 合计利润同比增长 74.3%


数据来源：国家统计局、招股说明书、开源证券研究所

2018-2019 年中国蚕丝被产量逐步稳定在 1,200 万条左右。2020 年，受新冠疫情影响，我国蚕丝被产量达到 924 万条，同比减少 21.5%。2021 年，我国蚕丝被产量达到 1,340 万条，超过疫情前水平。

图17：2021 年我国蚕丝被市场规模计算为 177.56 亿元


数据来源：招股说明书、开源证券研究所 注：按《2020 年苏杭丝绸产业调研报告》中均价计算

2.3、行业前景：舒适性+文创设计，“新国货”+“品牌电商化”

消费水平不断提高、消费习惯逐步升级。丝绸产品不仅能通过其自身的实用性满足人们对更高品质生活的需求，更能通过依附于丝绸产品之上的文化创意设计寄予美好寓意，满足人们的精神需求。

高品质高颜值的“新国货”品牌快速崛起，逐步形成了“品牌电商化”的发展模式。其中的优秀品牌正在加速向海外复制，为更多中国品牌出海提供了良好示范，也带动越来越多的“新国货”借力跨境电商，走上“国内打造+海外复制”的品牌出海之路。





2.4、竞争格局：充分竞争行业，太湖雪研发费用率 4.5%是可比公司第一

丝绸企业向消费者提供紧贴时尚潮流、引领文化消费的产品，加快供应链响应速度，提升消费者购买体验，塑造品牌形象，并在品质、价格之间实现平衡，是参与市场竞争的关键。

2020-2021 年天猫商场蚕丝被类目累计销量第一；2019-2021 年，公司蚕丝被产品在京东蚕丝被类目中销售额排名分别为第三、第三、第一。

目前蚕丝被市场与真丝套件市场格局类似，都处于充分竞争，市场参与者众多，市场较为分散，行业总体集中度不高。主要企业分布在种桑养蚕的主要区域，包括广西、四川、云南、江苏、浙江、安徽、山东、江西、河南、陕西、贵州等。

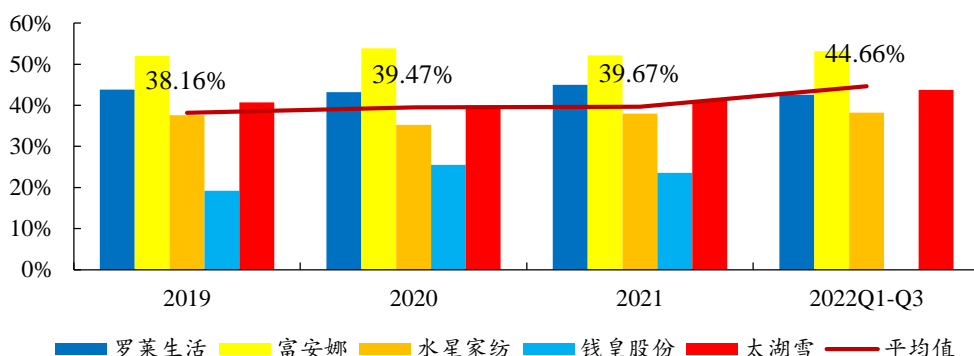
图18：选取罗莱生活、富安娜、水星家纺和钱皇股份为可比公司

	<p>罗莱生活 (002293.SZ)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 成立于 1992 年，国内最早涉足家用纺织品行业研发、设计、生产、销售于一体的龙头 • 多品牌运作策略，主品牌多年连续行业第一，子品牌定位清晰，满足消费者多元化需求 • 品类：床上用品、毛巾、浴巾、地垫、香氛、拖鞋、家居服等
	<p>富安娜 (002327.SZ)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 首批获“中国名牌”称号的国内床上用品企业之一，主导床上用品市场份额近年国内前三甲 • 原创自有品牌“富安娜”（时尚经典系列）、“VERSAI 维莎”（艺术轻奢系列）、“馨而乐”（年轻温馨系列）、“酷智奇”（儿童系列）四个风格定位不同的品牌，满足不同层次需求
	<p>水星家纺 (603365.SH)</p> <ul style="list-style-type: none"> • “水星”为主，“百丽丝”为辅，“水星家纺婚庆馆”“水星宝贝”“水星 KIDS”等为组合细分类 • 套件、被芯和枕芯等床上用品为主，产品涵盖床单多件套、被子、枕芯、单件组合、靠坐垫、儿童用品、夏令用品、毛毯等八大系列 300 多个品种
	<p>钱皇股份 (836206.NQ)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 以互联网为主要渠道销售以蚕丝被为代表的高端寝居制品，具有大数据采集及分析能力，公司产品的销售渠道主要是天猫、京东商城等第三方电子商务平台。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

盈利能力：毛利率上，太湖雪处于同行业可比公司中间水平，由于产品结构及销售渠道的差异，同行业各可比公司的主营业务毛利率存在一定差异。

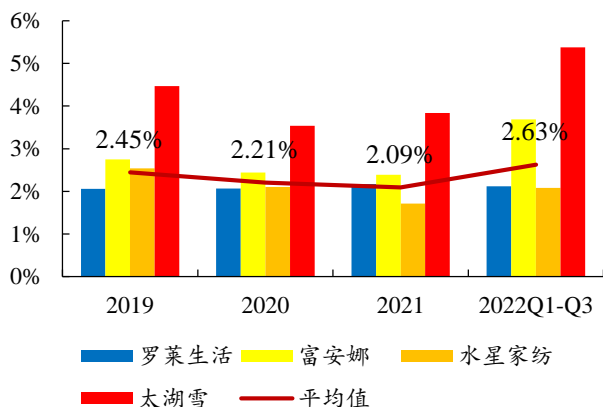
图19：太湖雪毛利率位列第三，与平均值基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

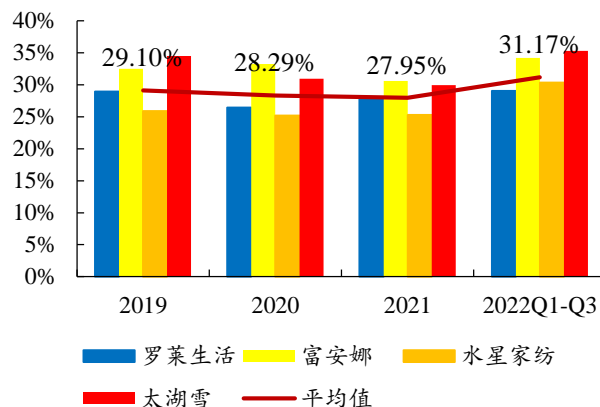
研发投入：太湖雪高度重视产品研发，研发支出保持较高的水平，在同行业可比公司中位列第一，约 4.5%，明显高于可比公司均值。

图20：太湖雪研发费用率位列第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：太湖雪的期间费用率略高于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用：与可比公司相比，公司销售费用占营业收入的比例略高于可比公司平均数。太湖雪处于稳步上升发展阶段，在客户拓展及市场营销方面投入较多。

3、亮点探寻：蚕丝被市占率行业前三，文创设计获版权 2000+

3.1、技术研发优势：研发项目延伸上游桑蚕选育养殖，71 项已授权专利

太湖雪的研发主要包括两个方面：技术研发、创新设计。产学研方面，公司成立之初就与苏州大学蚕丝研究院合作成立首个研发中心，攻克了蚕丝被位移、板结的难题。此后，又陆续成立“苏州蚕丝家纺工程技术研究中心”等教学研究基地。

表8：太湖雪通过产学研合作等方式，保障公司的技术先进性以及创新性

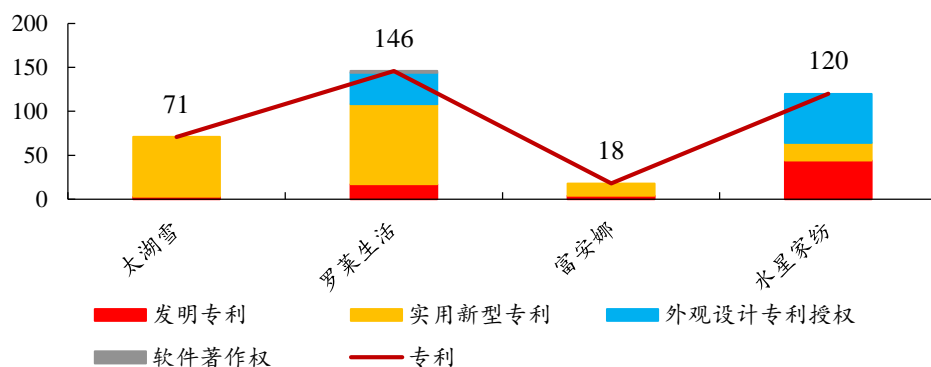
项目	合作机构	合作期限	合作内容	资金
蚕桑丝绸高质量发展关键技术开发	苏州大学	2022-2025	围绕蚕桑生态种养技术、高效率饲养技术和资源高效利用技术进行开发	100 万元

项目	合作机构	合作期限	合作内容	资金
蚕桑集约化高效生产关键技术的研发与应用	苏州大学	2019-2023	新蚕种“苏秀 X 春丰”引进及配套技术指导	5 万元
功能性蚕丝家纺产品工程技术研究中心技术研发	苏州大学	2019-2021	蚕丝家纺产品技术研发及成果转化	15 万元
蚕丝被制绵铺网工艺技术研究	东华大学	2017-2022	智能化制绵铺网工艺技术改造	太湖雪提供项目全部资金

资料来源：问询的回复、开源证券研究所

除加工工艺以外，太湖雪还积极向产业链上游延伸，针对桑蚕品种选育养殖开展研究，研发投入不断增加，共获得 3 项发明专利、68 项实用新型专利。

图22：太湖雪共获得 3 项发明专利、68 项实用新型专利

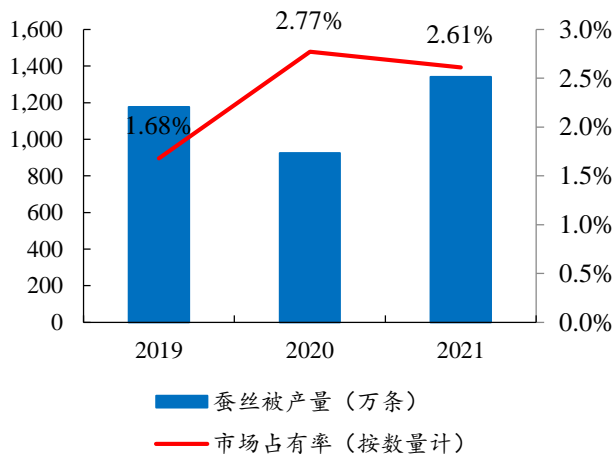


数据来源：各公司官网、开源证券研究所

3.2、品牌设计优势：蚕丝被数量市占率 2.8%，推出联名文创设计产品

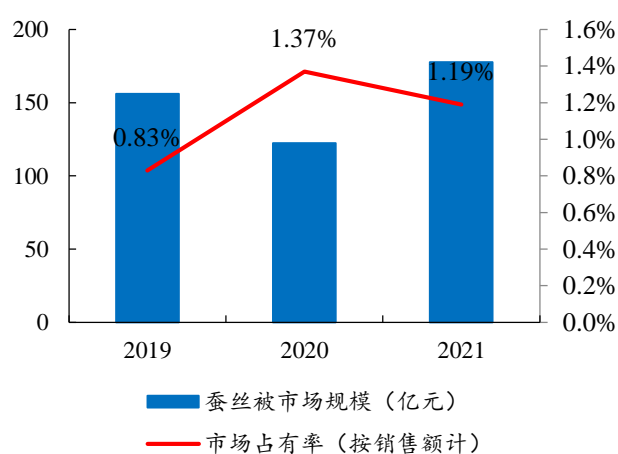
根据中国纺织品商业协会和中国家用纺织品行业协会的统计调研，2018-2020 年太湖雪蚕丝被产品的市场占有率位居行业前三。

图23：按数量统计的太湖雪市占率约 2.8%



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

图24：按销售额统计的太湖雪市场占有率 2020 年最高



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

在设计研发中，太湖雪广泛借鉴国际先进设计理念，积极融合中国传统文化及非遗文化，将苏绣、版画等中国传统工艺融入产品设计中，形成了具有太湖雪特色

的设计风格，拥有较强的文创设计能力，已取得版权 2,000 余项。

针对传统节日，太湖雪推出“橙意满满”、“万柿如意”等文创设计产品；针对女性日常装饰推出组合文创礼盒产品；为苏州广播电视总台、相城文商旅集团、碧桂园等企业客户推出定制文创礼盒；与苏州博物馆、颐和园合作推出“掩花颜、聚金珠”等联名设计产品。

表9：太湖雪积累了丰富的设计经验，具备高效、专业的定制化设计能力

联名机构	产品图示	设计说明
苏州博物馆		公司与苏州博物馆联名推出“苏州城市礼”，将丝绸与馆藏山水画相结合，打造出简约苏雅的文创产品，实现了传统工艺与传统文化的完美结合，充分展现了苏州魅力。
颐和园		公司与颐和园联名推出“颐格格被”系列产品。以工笔画手法描绘颐和园中的各色花卉以及亭台楼阁，通过丝绸的质感打造出雍容华贵的颐和园风格。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.3、募投项目：营销建设+研发检测中心+信息化，拟建 23 家线下直营店

本次发行拟募集资金 15,060.47 万元，主要用于三个项目。

表10：本次发行拟募集资金用于三个项目

序号	实施项目	投资总额（万元）	建设期（年）	募集资金投入金额（万元）
1	营销渠道建设及品牌升级项目	9,058.20	3	9,058.20
2	研发及检测中心建设项目	3,002.27	2	3,002.27
3	信息化升级项目	3,000.00	2	3,000.00
	合计	15,060.47		15,060.47

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

营销渠道建设及品牌升级项目中，太湖雪将以苏州为大本营，逐步向无锡、常州、上海、杭州等经济发展水平较高的长三角城市进行扩张。重点选择人流量大的商圈购物中心、旅游景点推行品牌快闪店。

表11：项目实施期内线下直营店合计新建 23 家

终端类型	现有（2021）	T+1	T+2	T+3	新建合计
MINI 店	4	1	2	3	6
标准店	6	1	2	4	7
形象店	10	2	3	5	10
合计	20	4	7	12	23

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

研发及检测中心建设项目计划利用公司自有厂房改造为研发及检测中心。

表12：研发中心有 8 个拟研发项目（万元）

序号	项目名称	投入金额	项目简介
1	优质蚕品种改良及规模化饲养技术研发	300	在优质高产蚕品种和特色蚕品种改良及规模化饲养技术方面开展深度合作研究以及试验示范，筛选改良优质高产蚕品种“太湖雪 1 号”作为太湖雪专用蚕种，满足公司对优质原料茧的需要，推动优质蚕品种的规模化饲养以及产业化应用。
2	蚕桑生态安全种养技术的研发	50	公司计划筛选无刺激性无腐蚀性的养蚕洁净消毒剂，并开发配套自动化消毒装置及综合消毒技术，实现生态绿色养殖；开发养蚕废弃物变废为有机肥的有机生态循环利用技术。
3	功能性产品研发及应用	450	通过在生产过程中或后整理时添加各种助剂，可以改变面料性质，赋予面料功能属性。公司计划研发防霉抗菌、防螨、抗病毒、防蚊虫等功能的面料助剂，应用于公司家纺产品。通过开发具有多种功能的新型产品，进一步提升公司产品档次，提高产品附加值。
4	非遗文化类文创产品设计研发	30	公司计划基于苏绣、昆曲、园林等带有苏州特色的非遗文化进行文创产品研发，探索蚕丝制品与苏州传统文化的多样化融合。
5	蚕桑文化科普体验类产品开发	20	公司计划开发带有科普性质的趣味体验产品，在吸引消费者兴趣的同时，进行蚕桑文化的知识科普以及消费者教育，增加现有客户粘性，扩大丝绸产品受众群体，激发行业潜在市场需求。
6	睡眠健康产业发展趋势分析研究	20	公司计划通过市场调研、大数据分析等方式，针对睡眠健康产业发展趋势展开专题研究，更好地把握睡眠经济消费主体，洞悉消费者需求。同时，公司将针对性地进行产品功能开发，推进助眠技术在公司产品中的应用。
7	丝绸产品花型及款式设计开发	150	公司将基于对丝绸行业流行趋势的分析判断，进行蚕丝被以及丝绸饰品、丝绸服饰等产品的花型设计与开发，并建立设计素材库。
8	质量检测能力升级	100	公司计划打造茧丝绸质量检测中心以及专业质检团队，提升质检能力，实现对采购原材料、外协产品质量的严格把控，形成从供应链源头到销售终端的全链条质量管理体系。
合计		1,120	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.4、估值对比：可比公司 PS 2021 为 1.39X，公司底价对应 PS 为 1.47X

估值对比方面，主要选取罗莱生活、富安娜、水星家纺作为对比标的。

本次发行价 15 元/股，太湖雪当前总股本为 27,443,200 股，本次拟发行数量不超过 800 万股（不含超额配售选择权），920 万股（全额行使超额配售选择权）。太湖雪 2018-2021 营收 CAGR 达到 22.47%、归母净利润 CAGR 达到了 18.32%，高于行业可比上市公司。

按 2021 年业绩、发行价格计算，对应稀释前 PE 为 11.3X，稀释后 PE 为 14.6X。考虑到太湖雪属于典型零售类行业，采用更合适的零售估值指标市销率，太湖雪本次发行底价对应的市销率为 1.03 倍，发行为 1.43 倍，略低于行业可比公司二级市场市销率平均值，综合考虑，建议谨慎申购。

表13：太湖雪营收 CAGR、归母净利润 CAGR 高于行业可比上市公司（市值：亿元）

公司名 称	股票代码	市值	PE(2021)	市销率	三年营收 CAGR	三年归母净利润 CAGR	2021 归母净利润	毛利率
罗莱生活	002293.SZ	91.13	12.8	1.49	6.17%	10.09%	7.13	45.00%
富安娜	002327.SZ	59.39	10.9	1.80	2.89%	0.15%	5.46	52.14%
水星家纺	603365.SH	35.81	9.3	0.90	11.80%	10.62%	3.86	37.95%
钱皇股份	836206.NQ	-	-	-	-	-	-0.01	23.60%
均值		62.11	10.98	1.39	6.95%	6.95%	4.11	39.67%
中值		59.39	10.88	1.49	6.17%	10.09%	4.66	41.47%
太湖雪	838262.NQ	4.12	18.4	1.43	22.47%	18.32%	0.36	41.14%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：太湖雪的市销率为未考虑额配售选择权时值

4、风险提示

线下销售渠道地域集中风险、新股破发风险、原材料价格波动风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn