



2023年北交所个股研究系列报告

太湖雪 (838262) ———

丝绸制品企业研究



一、公司主要进行丝绸制品的研发、生产、销售

太湖雪成立于2006年，以“太湖雪”品牌为核心，专业从事丝绸相关产品的研发设计、生产加工、品牌推广、渠道建设和销售服务。经过十余年的深耕发展，公司形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列，其中蚕丝被和床品套件产品收入占比约为90%。

公司主要采取线上直销方式，销售区域集中在境内。公司境内销售收入占比约为80%，直销收入占比约为90%，线上销售收入占比约为50%。

企业客户集采和直营门店为线下主导销售方式，两者收入占比约为45%。自营店铺是线上主导销售渠道，收入占比已达到35. 92%。

公司收入和归母净利润规模较小，低于行业可比上市公司平均水平。但是公司收入和归母净利润增速较高，成长性较好。

公司毛利率与同行业可比公司中间水平，同时期间费用率高于同行业可比上市公司平均水平，这导致公司净利率较低，盈利能力一般。

二、IPO时当地国资、集体企业和主办券商均入股

公司实际控制人为胡毓芳、王安琪母女，二人通过英宝投资间接持有公司62. 39%股份，通过苏州湖之锦投资间接持有公司5. 69%股份，合计间接持有公司68. 08%股份。胡毓芳在太湖雪担任公司董事长、总经理职务，王安琪在太湖雪担任公司董事、副总经理职务。

苏州吴江区国资委下属公司苏州市吴江东方国有资本，合计间接持有太湖雪5. 64%股份，在IPO时追加了投资。吴江震泽镇集体企业苏州震泽产业投资有限公司持有公司1. 83%股份，在公司IPO时入股。

公司主办券商东吴证券持有公司也在公司IPO时入股。

三、行业市场规模将稳定增长，但竞争格局比较分散

中国纺织工业联合会提供数据显示，受各种因素影响，2022年丝绸行业整体营业收入略有下降。但是，随着消费市场回暖，国际贸易和群众消费将被再度刺激，丝绸行业有望继续良性发展。

从蚕丝被这一细分品种来看，2018至2022年，中国蚕丝被产量逐步从1, 215万条增长至1, 663万条左右，年复合增长率约为8. 2%。2022年蚕丝被市场规模也从2019年的155. 96亿元增加至约220. 36亿元。

从行业竞争格局来看，行业企业规模偏小，集中度较低。2021年行业规模最大企业罗莱生活营业收入占中国丝绸行业规模以上企业总收入比例不到10%，而太湖雪营业收入占中国丝绸行业规模以上企业总收入比例不到1%。

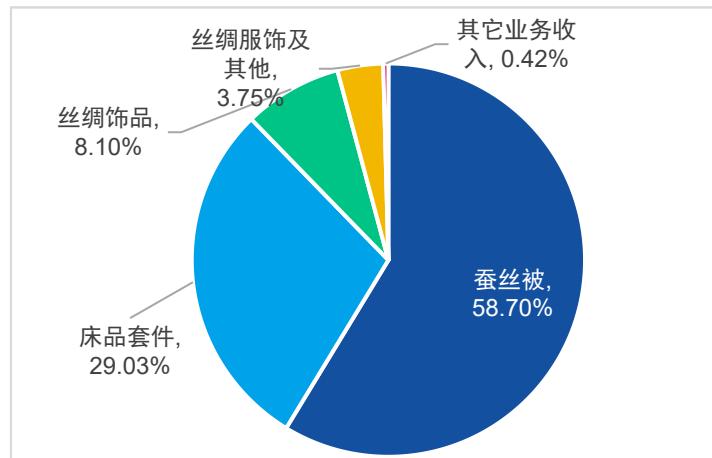
01

公司基本情况

- 1. 1 主营业务
- 1. 2 股权结构
- 1. 3 财务分析

- 太湖雪成立于2006年，2022年在北交所上市。公司以“太湖雪”品牌为核心，专业从事丝绸相关产品的研发设计、生产加工、品牌推广、渠道建设和销售服务。经过十余年的深耕发展，公司形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列，蚕丝被和床品套件产品为主要收入来源，2019年至2022年这两大产品收入占比从82.65%上升至87.72%。公司主要采取线上直销方式，销售区域集中在境内。2019年至2022年公司境内销售收入占比从约90%降至81.23%，线上销售收入占比从37.40%增长至47.72%。2019年至2022年上半年，直销收入占比从77.01%增至87.72%。
- 从线下销售来看，企业客户集采和直营门店为线下主导销售方式，2022年客户集采收入占主营业务收入的比例为23.73%，直营门店收入占比为22.42%。
- 自营店铺是线上主导销售渠道，近几年占主营业务收入比率逐年上升，从2019年的19.7%上升至2022年上半年的35.92%。公司线上销售渠道主要为各大电商平台，如亚马逊、eBay、天猫、京东、东方购物等。

图表1：2022年公司收入构成



图表2：公司各渠道销售情况

销售渠道	销售模式	销售区域	细分	主要类型	数量	2019年销售占比	2020年销售占比	2021年销售占比	2022年上半年销售占比	2022年销售占比
线下	直销	境内	直营专卖	各直营门店	20	33.69%	24.28%	22.16%	24.98%	22.42%
		境内	直营商场专柜	商场专柜	14	7.23%	4.33%	3.92%	3.55%	
		境内	企业客户集采	ODM: 京东京造等						
		境外		太湖雪自主品牌		16.4%	18.45%	22.26%	23.27%	23.73%
	分销	境内	经销商	签订经销合同并有门店的商家	11	5.29%	3.59%	1.98%	2.32%	
线上	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						
		境外		亚马逊、eBay、太湖雪海外官网等		19.7%	35.4%	39.09%	35.92%	
	分销	境内	平台入仓	京东自营旗舰店、东方电视购物等		15.01%	10.26%	8.65%	6.43%	
			直发模式	一条生活馆等		2.69%	3.68%	1.95%	3.53%	47.72%

- 公司第一大股东胡毓芳和第二大股东王安琪系母女关系，互为一致行动人，二人为公司实际控制人，通过英宝投资间接持有公司62.39%股份，通过苏州湖之锦投资间接持有公司5.69%股份，合计间接持有公司68.08%股份。胡毓芳在太湖雪担任公司董事长、总经理职务，王安琪在太湖雪担任公司董事、副总经理职务。
- 公司第三大股东、第五大股东及第九大股东均由苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司100%控股。苏州市吴江东方国有资本是苏州吴江区国资委下属公司，合计间接持有太湖雪5.64%股份。
- 第四大股东苏州震泽产业投资有限公司持有公司1.83%股份，是公司战略投资者，属于吴江震泽镇政府集体产业。
- 第七大股东东吴证券持有公司1.22%股份，是公司IPO时的主办券商。

图表3：公司前十大股东情况（截至2023年3月31日）

序号	股东名称	持股数量	持股比例	备注
1	苏州英宝投资有限公司	22,111,887	62.39	王安琪持股53.85%，胡毓芳持股46.15%，二人为母女关系。
2	苏州湖之锦投资管理合伙企业(有限合伙)	3,000,000	8.46	王安琪持股40%，胡毓芳持股27.33%，二人是湖之锦控制人。
3	苏州市吴江创业投资有限公司	1,101,322	3.11	苏州吴江国资委下属苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司100%控股
4	苏州震泽产业投资有限公司	650,000	1.83	战略投资者，通过公开发行持有公司股份，公司IPO时入股。吴江市震泽镇集体资产经营公司100%控股。
5	苏州市吴江创联股权投资管理有限公司	555,556	1.57	苏州吴江国资委下属苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司100%控股
6	苏永鹏	441,915	1.25	2023年一季度新进股东
7	东吴证券股份有限公司	433,700	1.22	公司IPO主办券商，在公司IPO时入股
8	王素香	388,300	1.10	2023年一季度新进股东
9	苏州创禾创业投资管理有限公司-苏州吴江文化产业投资基金(有限合伙)	340,000	0.96	战略投资者，通过公开发行持有公司股份，公司IPO时入股。苏州吴江国资委下属苏州市吴江东方国有资本投资经营有限公司100%控股
10	清石资产管理(上海)有限公司-苏州吴江清石文华创业投资合伙企业(有限合伙)	340,000	0.96	战略投资者，通过公开发行持有公司股份，公司IPO时入股
合计		29,362,680	82.84	

数据来源：公司公告、亿渡数据整理

公司收入和归属于母公司股东净利润规模相对较小，但增速较高

- 公司收入规模偏小，2018年至2022年太湖雪收入规模不足4亿元，行业可比上市公司平均值超过20亿元。2018年至2022年公司归母净利润不足4,000万元，行业可比上市公司平均值超过3亿元，公司归母净利润规模较小。公司收入和归母净利润变动趋势与行业可比公司基本一致。
- 2018年至2022年公司收入和规模净利润的CAGR分别为14.75%和15.46%，高于可比公司平均值3.5%和0.37%，公司成长性较好。

图表4：公司及可比公司收入（亿元）

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
罗莱生活	48.13	48.60	49.11	57.60	53.14	12.40
富安娜	29.18	27.89	28.74	31.79	30.80	6.20
水星家纺	27.19	30.02	30.35	37.99	36.64	8.18
钱皇股份	1.15	1.33	1.14	0.88	0.68	0.00
行业平均值	26.41	26.96	27.33	32.07	30.31	6.69
太湖雪	1.96	2.36	3.11	3.73	3.40	0.87

图表6：公司及可比公司归母净利润（亿元）

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
罗莱生活	5.35	5.46	5.85	7.13	5.74	1.77
富安娜	5.43	5.07	5.16	5.46	5.34	1.11
水星家纺	2.85	3.16	2.75	3.86	2.78	0.84
钱皇股份	0.02	0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00
行业平均值	3.41	3.43	3.43	4.11	3.46	0.93
太湖雪	0.18	0.12	0.24	0.36	0.32	0.06

数据来源：公司公告、亿渡数据整理

图表5：公司及可比公司收入增长率（%）

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	CAGR
罗莱生活	3.24	0.98	1.04	17.30	-7.75	2.51
富安娜	11.55	-4.44	3.06	10.62	-3.14	1.35
水星家纺	10.44	10.41	1.09	25.19	-3.57	7.74
钱皇股份	10.23	15.98	-14.31	-22.90	-22.32	-12.17
行业平均值	8.87	5.73	-2.28	7.55	-9.20	3.50
太湖雪	22.03	16.46	31.39	20.04	-8.71	14.75

图表7：公司及可比公司归母净利润增长率（%）

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	CAGR
罗莱生活	24.92	2.16	7.13	21.92	-19.59	1.78
富安娜	10.11	-6.72	1.89	5.69	-2.21	-0.44
水星家纺	10.77	10.69	-12.99	40.55	-27.89	-0.60
钱皇股份	196.66	57.10	-196.02	67.96	28.73	0.00
行业平均值	60.62	15.81	-50.00	34.03	-5.24	0.37
太湖雪	21.11	-43.76	97.69	48.97	-13.19	15.46

数据来源：公司公告、亿渡数据整理

公司毛利率水平居中，期间费用率偏高，盈利能力一般

- 2018年至2022年公司综合毛利率水平在39%至42%之间，低于富安娜49%至53%的水平，略低于罗莱生活43%至45%水平，但高于水星家纺35%至38%水平和钱皇股份18%至23%水平，在同行业可比公司中处于居中水平。
- 2018年至2022年公司期间费用率在29%至33%之间，同行业可比公司平均水平为25%至30%，公司期间费用率偏高。
- 2018年至2022年公司净利率分别为8.68%、4.95%、8.03%、9.7%和9.16%，低于可比公司可比公司平均水平10.33%、10.49%、9.23%、9.74%和8.74%，公司盈利能力一般。

图表8：公司及可比公司毛利率 (%)

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
罗莱生活	45.50	43.86	43.18	45.00	45.96	44.01
富安娜	49.82	52.00	53.90	52.14	53.10	54.34
水星家纺	35.11	37.58	35.27	37.95	38.70	39.71
钱皇股份	18.91	19.22	25.52	23.60	23.79	
行业平均值	37.34	38.17	39.47	39.67	40.39	34.52
太湖雪	42.13	40.71	39.93	41.14	41.65	43.46

图表10：公司及可比公司净利率 (%)

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
罗莱生活	11.32	11.50	12.08	12.48	10.79	14.24
富安娜	18.62	18.17	17.97	17.17	17.33	17.91
水星家纺	10.48	10.51	9.05	10.16	7.59	10.23
钱皇股份	0.89	1.76	-2.19	-0.86	-0.76	
行业平均值	10.33	10.49	9.23	9.74	8.74	10.60
太湖雪	8.68	4.95	8.03	9.70	9.16	7.34

数据来源：公司公告、亿渡数据整理

图表9：公司及可比公司期间费用率 (%)

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
罗莱生活	32.82	28.92	26.43	27.99	29.87	27.17
富安娜	29.18	32.48	33.25	30.59	32.95	32.52
水星家纺	22.90	25.89	25.19	25.28	29.64	28.72
钱皇股份	18.42	17.56	29.24	23.75	26.10	
行业平均值	25.83	26.21	28.53	26.90	29.64	29.47
太湖雪	33.56	34.47	30.96	29.96	32.65	36.39

图表11：公司及可比公司ROE (%)

公司	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023Q1
罗莱生活	15.74	13.84	13.94	17.09	13.94	4.16
富安娜	16.22	14.23	14.46	15.00	14.30	2.90
水星家纺	13.50	14.11	11.83	15.45	10.30	2.99
钱皇股份	46.65	45.81	-43.59	-19.61	-16.80	
行业平均值	23.03	22.00	-0.84	6.98	5.44	2.51
太湖雪	23.42	13.28	21.52	24.01	13.35	2.16

数据来源：公司公告、亿渡数据整理

02

丝绸行业分析

- 2. 1 所属行业及产业链
- 2. 2 丝绸市场规模
- 2. 3 丝绸竞争格局

2.1 所属行业及产业链

受丝绸生产制造特点影响，丝绸制造业主要分布种桑养蚕区域



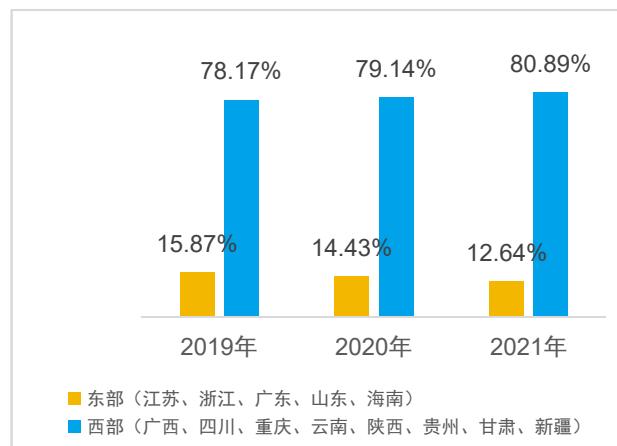
- 公司主营业务为丝绸相关产品的设计、研发、生产与销售。根据《上市公司行业分类指引》（2012年修订），公司属于制造业大类中的“纺织业”，行业代码为“C17”；根据《国民经济行业分类代码》（GB/T4754-2017），公司属于“制造业-纺织业-家用纺织制成品制造”中的“床上用品制造”，行业代码为“C1771”。
- 公司处于产业链中游半成品加工及成品制造环节，上游为原材料供应，下游为线上线下销售渠道，终端为消费者。

图表12：丝绸产业链



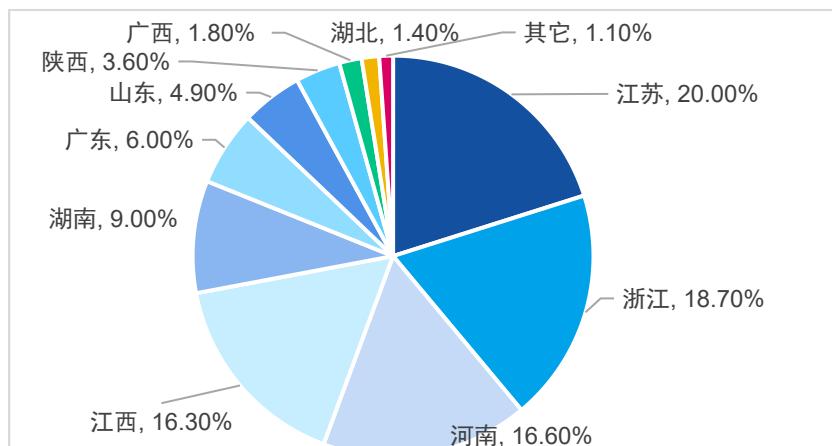
从2006年起，中国西部蚕区的家蚕茧产量超过东部，“东桑西移”的格局基本形成。

图表12：2019年至2021年东西部蚕茧产量占比 (%)



数据来源：安徽省农业科学院，亿渡数据整理

图表13：前十大蚕丝被生产省份 (%)

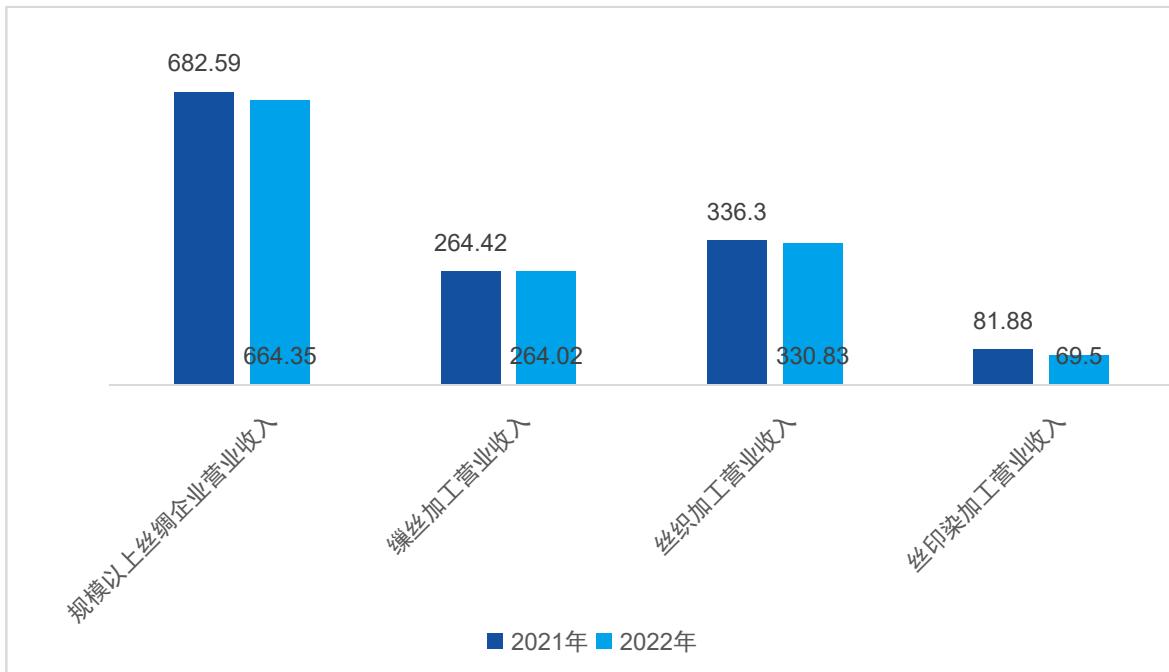


数据来源：世界丝绸网、亿渡数据整理

- 丝绸制品线下销售渠道包括直营专卖店、商场专柜、企业客户集采、经销门店等。
- 线上销售渠道包括天猫官方旗舰店、京东POP店、官方网站、亚马逊、Ebay、唯品会、抖音、视频号、电视购物频道等。
- 丝绸产业的终端为普通消费者，丝绸产品以家纺、服装、服饰等形式最终触达普通消费者，带有一定的时尚属性。设计外观、产品品质、渠道推广、品牌知名度均为促成销售的重要因素。

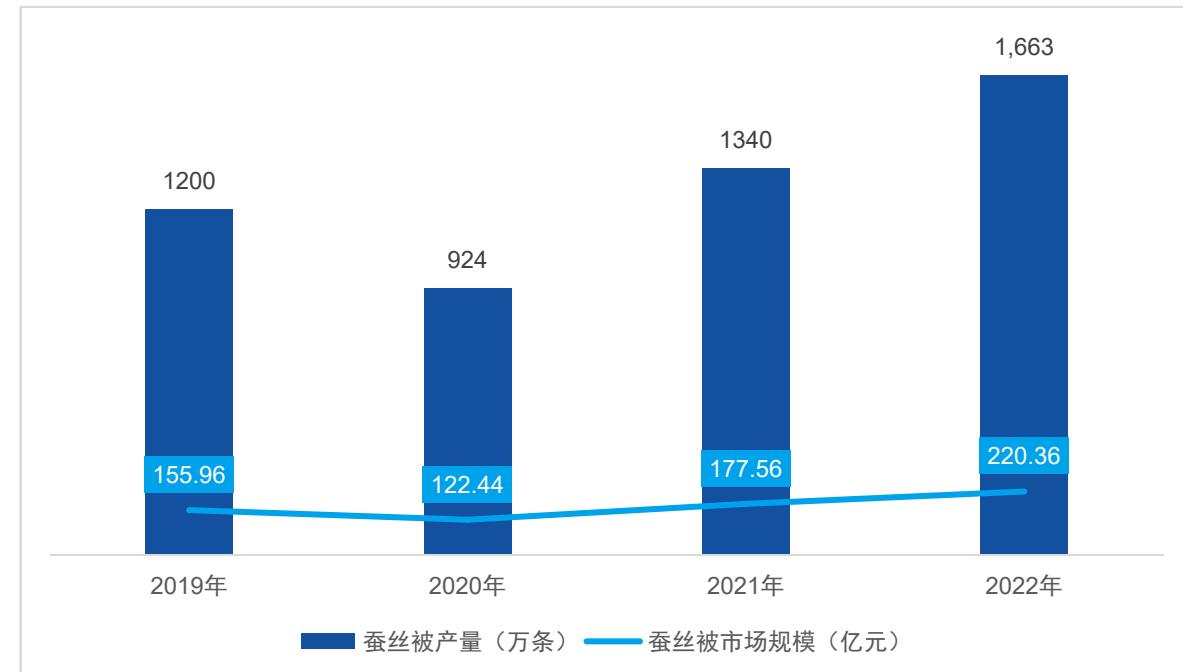
- 中国纺织工业联合会提供数据显示，受各种因素影响，2022年丝绸行业整体营业收入略有下降。2022年全国559家规模以上丝绸企业营业收入664.35亿元，同比下降18.24亿元。其中，缫丝加工营业收入264.02亿元，较2021年下降0.4亿元；丝织加工营业收入330.83亿元，较2021年下降5.47亿元；丝印染营业收入69.5亿元，较2021年下降12.38亿元。目前，随着消费市场回暖，国际贸易和群众消费将被再度刺激，丝绸行业有望继续保持增长。
- 2018至2022年，中国蚕丝被产量逐步从1,215万条增长至1,663万条左右，年复合增长率约为8.2%。按《2020年苏杭丝绸产业调研报告》中的蚕丝被平均单价计算，2022年，我国蚕丝被市场规模达到约220.36亿元。

图表14：2021年至2022年中国丝绸行业运行情况（亿元）



数据来源：统计局、中国纺织工业联合会、亿渡数据整理

图表15：2019年至2022年中国蚕丝被产量及市场规模



数据来源：公司公告、亿渡数据整理

从行业主要上市公司来看，行业企业规模偏小，集中度较低。2021年行业规模最大企业罗莱生活营业收入占中国丝绸行业规模以上企业总收入比例不到10%，而太湖雪营业收入占中国丝绸行业规模以上企业总收入比例不到1%。

图表16：可比公司对比情况（截至2023年4月21日）

公司名称	简介	主要产品	成立时间	上市/挂牌时间	市值(亿元)	市盈率(TTM)	毛利率(%)	营业收入(亿元)	市占率	净利润(亿元)
罗莱生活 002293.SZ	集产品研发、设计、生产与销售为一体，主要从事家用纺织品的生产与销售，主导产品为「罗莱」品牌系列床上用品。	标准套件类、被芯类、枕芯类、夏令用品、其他饰品类	1992年	2009-09-10	107.9	15.23	45.96	53.14	8.44%	5.74
富安娜 002327.SZ	致力于套件、被芯、枕芯等床上用品为主的中高端家纺产品的研发与设计、品牌塑造与市场推广、生产及销售渠道建设等业务。	套件、被芯、枕芯、其他家居用品	1994年8月	2009-12-30	68.26	15.63	53.1	30.80	4.66%	5.34
水星家纺 603365.SH	公司主营业务为以套件、被芯和枕芯等床上用品为主的家用纺织品研发、设计、生产和销售。	套件、被芯、枕芯、毛毯、其他	2000年	2017-11-20	35.60	14.63	38.7	36.64	5.57%	2.78
钱皇股份 836206.NQ	公司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。主导产品为“钱皇”品牌系列床上用品。	标准套件类、被芯类、枕芯类、床垫类	2009年06月24日	2016-2-15	—	—	23.79	0.68	0.13%	-0.01
太湖雪 838262.BJ	公司以“太湖雪”品牌为核心，专业从事丝绸相关产品的研发设计、生产加工、品牌推广、渠道建设和销售服务	蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列	2006年05月18日	2022-12-30	4.87	15.44	41.65	3.40	0.55%	0.32

本报告由亿渡数据科技有限公司制作，本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但亿渡数据科技有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本次报告仅供参考价值，无任何投资建议。

- 本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险，投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，亿渡数据科技有限公司及/或其关联人员均不承担任何责任。
- 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，亿渡数据公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
- 亿渡数据公司的销售人员、研究人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法，通过口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，亿渡数据公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均代表过往表现，过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。