

## 太湖雪 (838262.BJ)

2023 年 11 月 20 日

## 丝动人心-蚕丝被龙头发力品牌建设和流量培育

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2023/11/17
当前股价(元)	9.53
一年最高最低(元)	17.33/8.47
总市值(亿元)	5.07
流通市值(亿元)	1.48
总股本(亿股)	0.53
流通股本(亿股)	0.15
近 3 个月换手率(%)	32.91

北交所研究团队

### ● 蚕丝被龙头、2019-2021 年天猫蚕丝被销量冠军，营收五年 CAGR 16.17%

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，蚕丝被营收占比近六成。2023 年 H1 蚕丝被营收 1.34 亿元同比增加 80.54%，2023 年前三季度线下渠道主营营收同比增长 45.62%，线上渠道主营营收同比增长 75.94%。公司挖掘中国传统丝绸文化、江南地域文化符号，融合苏绣满足高端客户审美、功能诉求。我们预计公司 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.38/0.63/0.84 亿元，EPS 为 0.71/1.18/1.59 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 12.9/7.7/5.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业：2022 年蚕丝被产量 1,663 万条，市场规模 220 亿，消费升级天花板高  
蚕丝和人体肌肤蛋白近源，具有极好生物相容性、天然抑菌性及亲肤、吸湿、保暖、透气等特性。蚕丝被市场、真丝套件市场行业集中度不高，蚕丝被已形成两大产业集群：吴江震泽、桐乡洲泉。2022 年我国蚕丝被产量 1,663 万条，同比提升 24.10%。根据《2020 年苏杭丝绸产业调研报告》中均价计算，2022 年市场规模 220.36 亿元。2023 年一季度数据，丝绢纺织业及精加工企业 2021 年营收 682.59 亿元同比增加 10.45%，利润 32.99 亿元同比增加 74.3%。2021 年我国家纺行业规模以上企业内销规模 1,427.58 亿元，同比增加 8.97%。床上用品骨干企业在大健康、睡眠科技等热点领域的积极探索为行业转型升级起到积极的引领作用。

### ● 渗透：打造高端品牌+流量培育，精准触达消费者以提高市场渗透率

太湖雪关注品牌，技术研发、创新设计，采用包含产品研发、平面视觉设计、门店商业空间构建的一体化研发价值链。截至 2023 年 6 月 30 日，累计发明专利 7 件、实用新型专利 86 件、著作权版权 2219 件。2018-2020 年太湖雪蚕丝被市占率行业前三。营销渠道上，通过视频号、抖音直播、天猫、京东、快闪店等扩展公域流量，培育私域流量，制定了从线下向线上进行客户引流的总体策略；海外采用“中国制造+品牌出海”战略，在亚马逊平台上提升品牌知名度及品牌美誉度。

● 风险提示：线下销售渠道地域集中、原材料价格波动、宏观经济情况波动风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	373	340	517	731	915
YOY(%)	20.0	-8.7	51.9	41.4	25.2
归母净利润(百万元)	36	32	38	63	84
YOY(%)	49.0	-13.2	19.8	66.3	34.3
毛利率(%)	41.1	41.7	40.6	41.2	40.8
净利率(%)	9.7	9.3	7.3	8.6	9.2
ROE(%)	20.3	10.5	11.4	16.7	18.9
EPS(摊薄/元)	0.68	0.59	0.71	1.18	1.59
P/E(倍)	13.4	15.4	12.9	7.7	5.8
P/B(倍)	2.7	1.6	1.5	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司：天猫蚕丝被销量冠军，营收五年 CAGR 16.17% .....	5
1.1、 研发与工艺：研发项目延伸上游桑蚕选育养殖，2219 件著作权 .....	5
1.2、 品牌与设计：联名颐和园文创设计，蚕丝被市占率行业前三 .....	6
1.3、 产品梳理：蚕丝被与床品套件收入为主 .....	8
1.3.1、 蚕丝被：公司约六成收入来源，2021 年销售超 35 万条 .....	9
1.3.2、 床品套件：花型款式设计融合苏绣非遗，2023 年营收同比增加 48.88% .....	10
1.3.3、 丝绸饰品：个性化、年轻化、时尚化设计，2023 年 H1 营收同比增加 143.85% .....	13
1.3.4、 丝绸服装：设计满足多元化居家场景，2023 年 H1 营收同比增长 99.01% .....	14
1.4、 发展历程：探索“用丝绸改变生活”，参与起草 10 项标准 .....	16
1.5、 商业模式：2023 年 H1 线上营收+98%， “中国制造+品牌出海”战略 .....	19
1.6、 财务分析：2023 年 H1 营收+75.76%， 生产人员+28%销售人员+20% .....	23
1.7、 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 .....	26
2、 行业：“国内打造+海外复制”，2022 年蚕丝被市场 220 亿 .....	28
2.1、 概念解析：上游种桑养蚕，下游至服饰家纺，集中于环太湖流域 .....	28
2.2、 家纺：出口近五年 CAGR 9.65%，2021 年床上用品内销 763 亿元 .....	30
2.3、 丝绸：我国生丝产量占世界七成，丝绸纺织企业 2022 年营收 641 亿 .....	31
2.4、 蚕丝被：2022 年产量 1663 万条，2022 年市场规模 220.36 亿元 .....	33
2.5、 行业前景：舒适实用+文化创意设计，打造高颜值高品质“新国货” .....	34
2.6、 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 .....	35
3、 盈利预测及估值对比 .....	36
4、 风险提示 .....	37
附：财务预测摘要 .....	38

## 图表目录

图 1：太湖雪致力于传承太湖流域五千年的非遗蚕丝制被技艺 .....	5
图 2：太湖雪的蚕丝被产品具有“十佳”特点 .....	5
图 3：按数量统计的 2021 年太湖雪市占率 2.61% .....	6
图 4：按销售额统计太湖雪 2021 年市场占有率 1.19% .....	6
图 5：2023 年双十一活动蚕丝被品类预售榜 Top10 个产品中有 3 个为太湖雪产品 .....	7
图 6：蚕丝被为公司的主要收入来源品类 .....	8
图 7：蚕丝被、套件、丝绸服装相关业务的年复合增长率都在 15%上下 .....	8
图 8：太湖雪蚕丝被针对消费者年龄、性别等不同设计适用于多种场景的蚕丝被 .....	9
图 9：2023 年 H1 蚕丝被营收同比提升 80.54% .....	9
图 10：蚕丝被产品的毛利率波动幅度相对较小 .....	10
图 11：2021 年蚕丝被销量达到 37.29 万条 .....	10
图 12：2022H1 蚕丝被平均单价为 433.19 元/条 .....	10
图 13：太湖雪的床品套件可以分为真丝套件与全棉套件等 .....	11
图 14：太湖雪的床品套件设计中融合苏绣等非遗技法 .....	11
图 15：2023 年 H1 床品套件营收同比提升 48.88% .....	12
图 16：床品套件毛利率在近年保持提升趋势，2023 年 H1 略有回落至 45.16% .....	12
图 17：2021 年床品套件销量达到 41.55 万套 .....	13

图 18: 2022H1 床品套件平均单价为 270.84 元/套	13
图 19: 太湖雪设计个性化、年轻化、时尚化丝绸饰品	13
图 20: 2023 年 H1 丝绸饰品的销售额规模达到 2500.82 万元	14
图 21: 丝绸饰品的 2023 年 H1 毛利率为 48.24%	14
图 22: 丝绸服装使用多元化居家场景	15
图 23: 2023 年上半年丝绸服装营收同比上升 99.01%	15
图 24: 2023 年 H1 丝绸服装的毛利率为 51.97%	16
图 25: 太湖雪 2006 年成立, 2022 年北交所上市	16
图 26: 太湖雪拥有 18 家分公司和 8 家子公司	17
图 27: 建立线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式	19
图 28: 线下渠道培育流量, 加速线上线下融合发展	20
图 29: 海外市场, 太湖雪采用“中国制造+品牌出海”战略	20
图 30: 2022 年的渠道拆分营收, 线下销售占比 52.28%	21
图 31: 2023 年 H1 线上渠道营收同比增加 98.28%	21
图 32: 天猫销售在太湖雪线上销售占比过半	22
图 33: 抖音平台营收增长率最高 315.28%	22
图 34: 企业客户集采和直营专卖为线上渠道的主导方式	22
图 35: 自营店铺的营收占线上渠道营收的八成	22
图 36: 2023 年 H1 营收同比提升 75.76%	23
图 37: 中国大陆收入在太湖雪收入中占比八成	23
图 38: 2021 年太湖雪中国大陆收入超七成来自华东地区	23
图 39: 2023 年 H1 归母净利润同比提升 12.55%	24
图 40: 毛利率基本稳定维持在 40%上下	24
图 41: 2021 年直接材料在主营业务成本中占比 80.57%	24
图 42: 太湖雪的研发费用逐年增加, 研发费用率在 4%上下	25
图 43: 太湖雪期间费用中销售费用占比较高, 销售费用率维持在 21-25%之间	25
图 44: 广告及业务线宣传费在 2022 年销售费用中占比 30%	26
图 45: 生产人员 2023 年 H1 同比增长 28.14%	26
图 46: 销售人员 2023 年 H1 同比增长 20.22%	26
图 47: 店铺建设投入具体包括场地租金、场地装修和铺货资金	27
图 48: 丝绸行业产业链长涉及行业跨度大	29
图 49: 2021 年我国家纺内销规模达 1427.58 亿元	31
图 50: 2022 年家纺出口额规模 460.48 亿美元	31
图 51: 2021 年我国床上用品内销规模达 763.24 亿元	31
图 52: 2022 年我国床上用品出口额达 135.47 亿美元	31
图 53: 2021 年中国生绢丝产量 4.76 万吨	32
图 54: 2021 年中国生绢丝的产量中 93.49%为生丝	32
图 55: 截至 2023 年一季度, 全国纺织工业企业户数提升至 37,152 家	32
图 56: 丝绢纺织业及精加工企业 2022 年营收 641.78 亿	33
图 57: 2022 年营收中绢纺和丝织加工企业营收占半数	33
图 58: 丝绢纺织业及精加工企业 2022 利润 25.73 亿元	33
图 59: 2022 年利润中半数来自绢纺和丝织加工企业	33
图 60: 2022 年我国蚕丝被产量持续回升至 1,663 万条	34
图 61: 2022 年我国蚕丝被市场规模计算为 220.36 亿元	34
图 62: 选取罗莱生活、富安娜、水星家纺和万事利为可比公司	35

图 63: 太湖雪毛利率与可比公司基本持平.....	36
图 64: 太湖雪净利率与可比公司均值接近.....	36
图 65: 太湖雪研发费用率仅次于万事利 .....	36
图 66: 太湖雪的期间费用率与可比公司均值基本持平.....	36
表 1: 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.....	6
表 2: 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 .....	7
表 3: 太湖雪的高管团队在各自专业领域有多年任职经验.....	17
表 4: “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.....	18
表 5: 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 .....	18
表 6: 不同产品系列采用不同生产模式 .....	19
表 7: 太湖雪营销渠道: 线下+线上、直销+分销、境内+境外.....	21
表 8: 2023 年上半年公司新增东方优选(北京)科技有限公司 (“东方甄选”) 合作 .....	21
表 9: 本次发行拟募集资金用于渠道建设、品牌升级、研发及检测中心、信息化等项目 .....	26
表 10: 项目实施期内线下直营店合计新建 23 家.....	27
表 11: 不同类型的店铺目标定位有所区别.....	27
表 12: 研发中心有 8 个拟研发项目 (万元) .....	27
表 13: 多项政策推动丝绸与家纺行业发展.....	29
表 14: 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.....	34
表 15: 太湖雪 PE TTM 为 14.4X .....	37

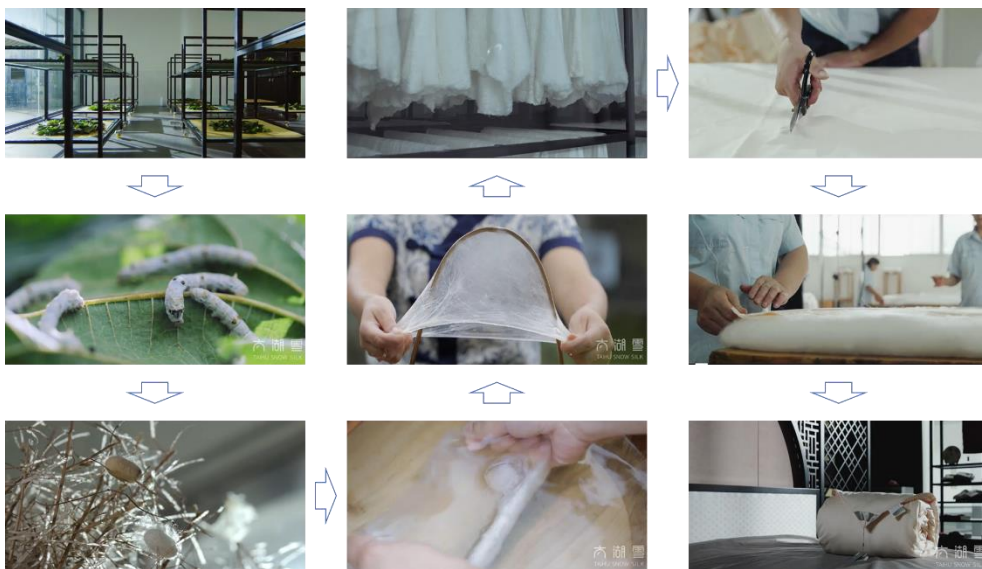


## 1、公司：天猫蚕丝被销量冠军，营收五年 CAGR 16.17%

### 1.1、研发与工艺：研发项目延伸上游桑蚕选育养殖，2219 件著作权

苏州太湖雪丝绸股份有限公司是一家集研发、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。

图1：太湖雪致力于传承太湖流域五千年的非遗蚕丝制被技艺



资料来源：公司天猫旗舰店、开源证券研究所

蚕丝和人体肌肤蛋白近源，具有极好的生物相容性、天然的抑菌性及亲肤、吸湿、保暖、透气等特性。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。

太湖雪的蚕丝被产品来自太湖流域千年蚕桑丝绸重镇，中国蚕丝之乡，具有产地、实力、原料、研发、工艺、体感、成分、服务、健康等“十佳”特点，根据被芯材质可以分为桑蚕丝、柞蚕丝、桑柞混合三种。蚕丝被内部填充 100%蚕丝，具有贴身保暖、天然调温、柔软亲肤、吸湿排汗等特点。

图2：太湖雪的蚕丝被产品具有“十佳”特点



资料来源：公司官网

太湖雪的研发主要包括两个方面：技术研发、创新设计。公司秉承技术创新，专注于蚕丝被工艺与技术的创新。截至 2023 年 6 月 30 日，太湖雪累计发明专利 7 件、实用新型专利 86 件、著作权 2219 件，申请已受理发明专利 5 件、实用新型专利 5 件。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。

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1：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、资源高效利用技术进行开发	100 万元
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

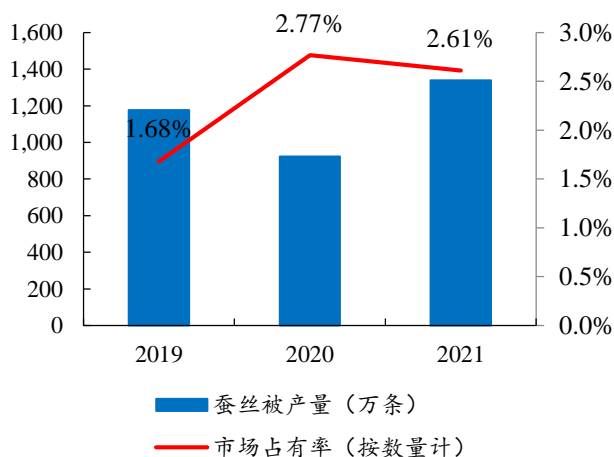
资料来源：问询的回复、开源证券研究所

## 1.2、品牌与设计：联名颐和园文创设计，蚕丝被市占率行业前三

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。产品是品牌建设的基础。为提升现代丝绸的技术先进性及创新性，太湖雪研发采用包含产品研发、平面视觉设计、门店商业空间构建的一体化研发价值链。

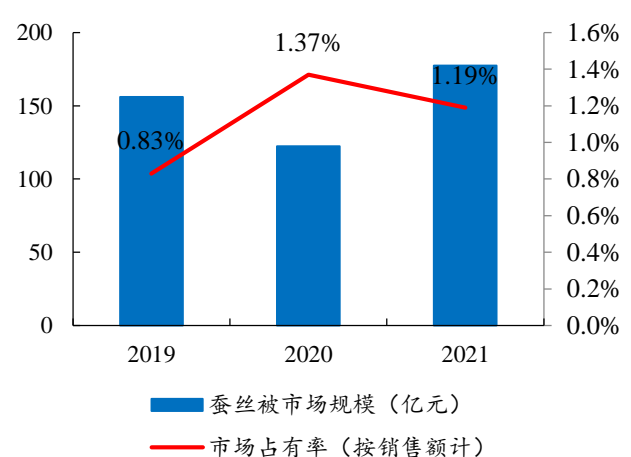
太湖雪蚕丝被销售额及销售量均保持增长。按销售额统计，2019-2021 年公司市场占有率分别为 0.83%、1.37%、1.19%，按数量统计 2019-2021 年市场占有率分别为 1.68%、2.77%、2.61%。

**图3：按数量统计的 2021 年太湖雪市占率 2.61%**



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

**图4：按销售额统计太湖雪 2021 年市场占有率 1.19%**



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

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 年公司蚕丝被产品的市场占有率位居行业前三;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。

图5：2023 年双十一活动蚕丝被品类预售榜 Top10 个产品中有 3 个为太湖雪产品



资料来源：淘宝、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2：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。

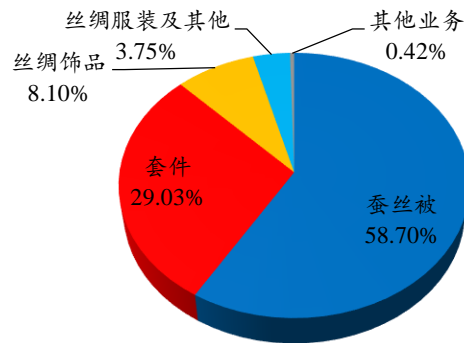
联名机构	产品图示	设计说明
颐和园		公司与颐和园联名推出“颐格格被”系列产品。以工笔画手法描绘颐和园中的各色花卉以及亭台楼阁，通过丝绸的质感打造出雍容华贵的颐和园风格。

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、产品梳理：蚕丝被与床品套件收入为主

太湖雪目前形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列。其中蚕丝被为公司的主要营收来源，占比接近六成，套件为第二大营收来源，2022 年营收占比 29.03%。

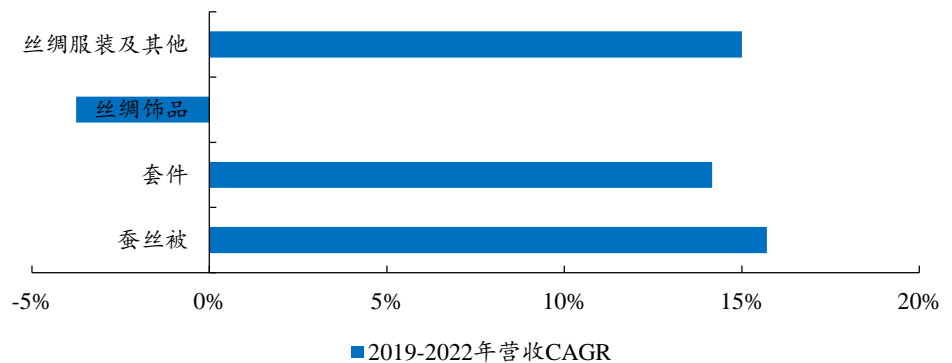
图6：蚕丝被为公司的主要收入来源品类



数据来源：Wind、开源证券研究所

增长速度上来看，太湖雪的蚕丝被、套件和丝绸服装相关业务增长速度较快，2019-2022 年营收年复合增长速度都在 15% 上下。

图7：蚕丝被、套件、丝绸服装相关业务的年复合增长率都在 15% 上下



数据来源：Wind、开源证券研究所



### 1.3.1、蚕丝被：公司约六成收入来源，2021 年销售超 35 万条

蚕丝被针对消费者年龄、性别不同，通过丝绵等级、克重、款式及被套面料选择，从而满足消费者在不同季节、睡眠空间中通过蚕丝被进行温度调节从而达到保暖效果。

根据不同人群的温感需求分为春秋被、夏被、冬被、字母被等多样化产品，可满足消费者不同场景的使用需求。面料除采用传统的提花、印花等工艺外，有添加抗菌、香氛等功能从而营造健康的睡眠环境体验。

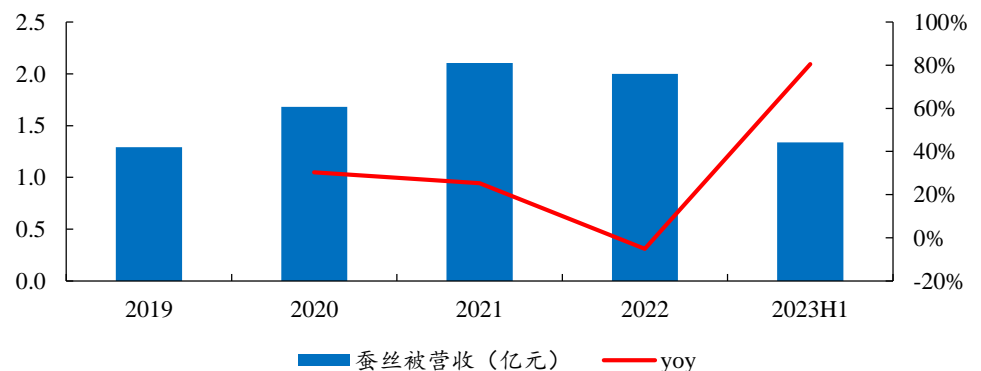
图8：太湖雪蚕丝被针对消费者年龄、性别不同等设计适用于多种场景的蚕丝被



资料来源：公司官网

蚕丝被为公司的主要收入来源，占比连年保持在近六成。2023 年 H1 营收规模达到 1.34 亿元，同比提升 80.54%。

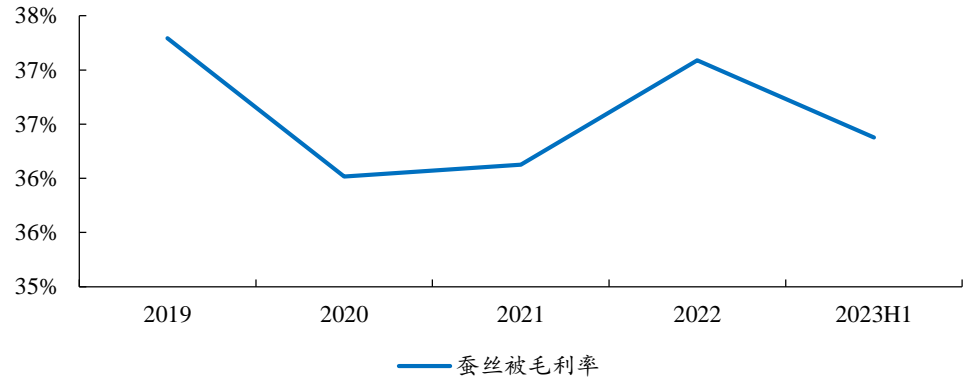
图9：2023 年 H1 蚕丝被营收同比提升 80.54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，蚕丝被的毛利率相对比较平稳，近四年内波动保持在 36-38%之间，2023H1 毛利率为 36.38%。

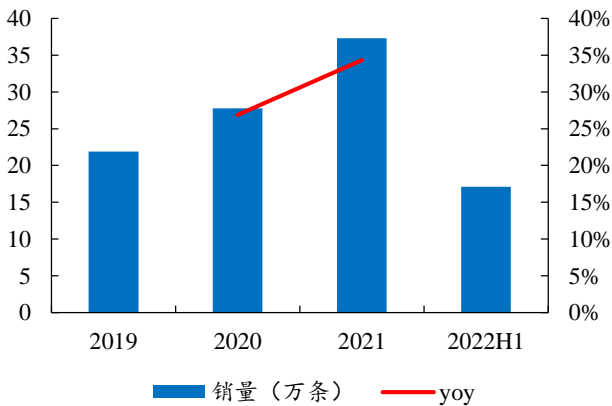
图10：蚕丝被产品的毛利率波动幅度相对较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

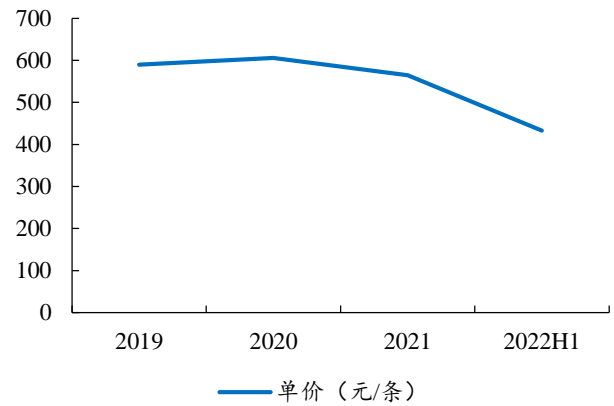
拆分量价来看，太湖雪的蚕丝被销量呈现上升趋势，2022年上半年的平均单价为433.19元/条。

图11：2021年蚕丝被销量达到37.29万条



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图12：2022H1蚕丝被平均单价为433.19元/条



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 1.3.2、床品套件：花型款式设计融合苏绣非遗，2023年营收同比增加48.88%

太湖雪的床品套件可以分为真丝套件、全棉套件等。

真丝套件采用100%真丝面料，真丝素有“纤维皇后”之称，含有人体所必须的18种氨基酸，有人类“第二皮肤”的美称，真丝套件质地柔软、触感细腻。全棉套件采用柔软细腻的纱线织造而成的全棉面料缝制。

图13：太湖雪的床品套件可以分为真丝套件与全棉套件等



资料来源：公司官网

床品套件产品在花型款式设计中不断挖潜中国传统丝绸文化及江南地域文化符号的同时融合苏绣等非遗技法，满足高端客户在床品套件使用过程中的审美需求和功能诉求。苏绣，作为苏州丝绸文化的传统艺术表现形式。床品套件的绣花设计中融合苏绣这一传统绣花技法并巧妙地与小机绣相结合，在小范围、局部区域运用，从而将苏绣与现代时尚相结合，展现新国货丝绸之美。

图14：太湖雪的床品套件设计中融合苏绣等非遗技法

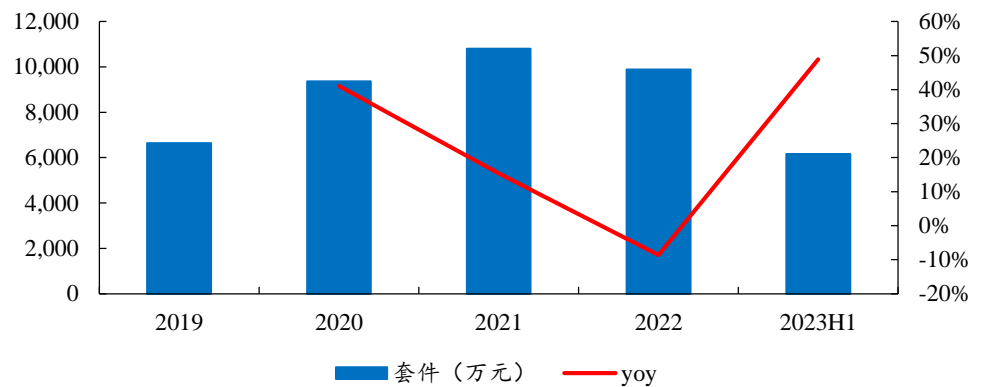


资料来源：公司 2022 年度报告

随着太湖雪不断加大跨境 B2C 和 B2B 业务拓展，真丝面料的床品套件销售规模不断攀升，销售额由 2019 年 3,832.81 万元增加至 2021 年 8,019.99 万元，床品套件的总体营收规模也增长至 2021 年的 10,806 万元，2022 年有轻微回落至 9,883 万元，2023 年 H1 营收为 6,164 万元，同比提升 48.88%，2019-2022 年的年复合增长率为

14.16%。

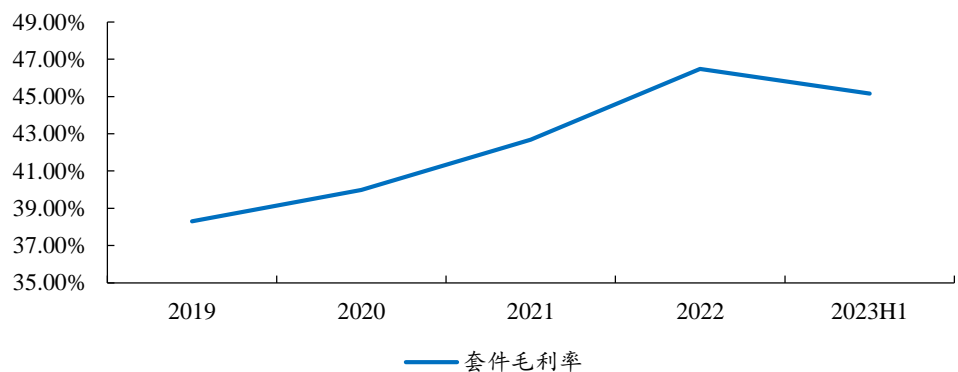
**图15：2023 年 H1 床品套件营收同比提升 48.88%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，床品套件的毛利率在近年保持提升趋势，从2019年的38.30%提升至2022年的46.49%，2023年上半年有小幅回落至45.16%。

**图16：床品套件毛利率在近年保持提升趋势，2023 年 H1 略有回落至 45.16%**

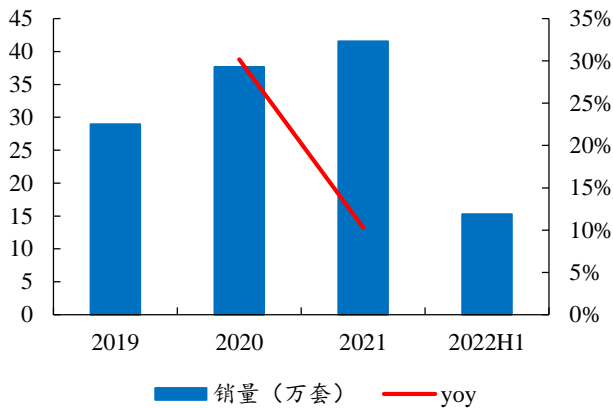


数据来源：Wind、开源证券研究所

拆分床品套件的量价，太湖雪 2019-2021 年床品套件销量年复合增长速度为19.82%，2021 年销量达到 41.55 万套；同期价格也一路攀升，从2019年的平均单价229.52 元/套，提升至2022 年上半年的 270.84 元/套，提高了 18.00%。

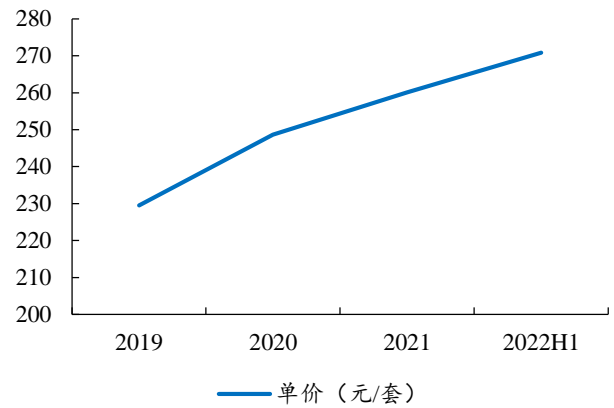


图17：2021 年床品套件销量达到 41.55 万套



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图18：2022H1 床品套件平均单价为 270.84 元/套



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

### 1.3.3、丝绸饰品：个性化、年轻化、时尚化设计，2023 年 H1 营收同比增加 143.85%

在“新消费、新国货、新零售”的消费趋势中，消费者增强了对本土品牌的热爱与自信，丝绸饰品的设计开发中融合中国传统丝绸美学进行创新设计，推出个性化、年轻化、时尚化的产品，如真丝发圈发带、“以爱之名”系列真丝方巾、苏州博物馆联名款山色空蒙真丝睡毯等，同时公司注重产品文化属性和内涵培育，从而与消费者建立文化认同连接，提升消费体验及影响力，促进消费转化。

图19：太湖雪设计个性化、年轻化、时尚化丝绸饰品



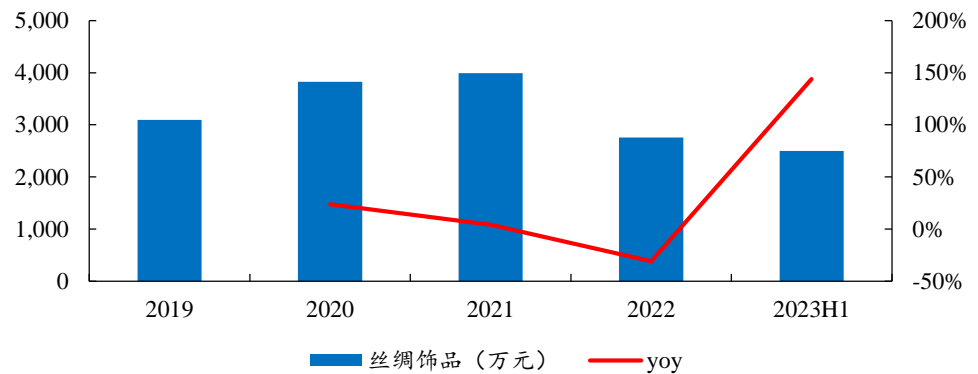
资料来源：公司官网

2023 年上半年，太湖雪还受邀参加米兰设计周“中国日”主题活动，以《色彩

的探索》为灵感源泉的丝绸产品，在意大利斯福尔扎城堡花园首展，获得各界时尚达人青睐。同时，作为苏迪曼杯世界羽毛球锦标赛官方唯一指定丝绸礼品，太湖雪品牌在 CCTV5、BF、Spotv 等直播平台中曝光近 2000 万次。

丝绸饰品销售额由 2019 年 3,093.24 万元增加至 2021 年 3,989.98 万元，2022 年略有回落，2023 年上半年销售额已经趋近 2022 年全年，达到 2,500.82 万元，同比上升 143.85%。

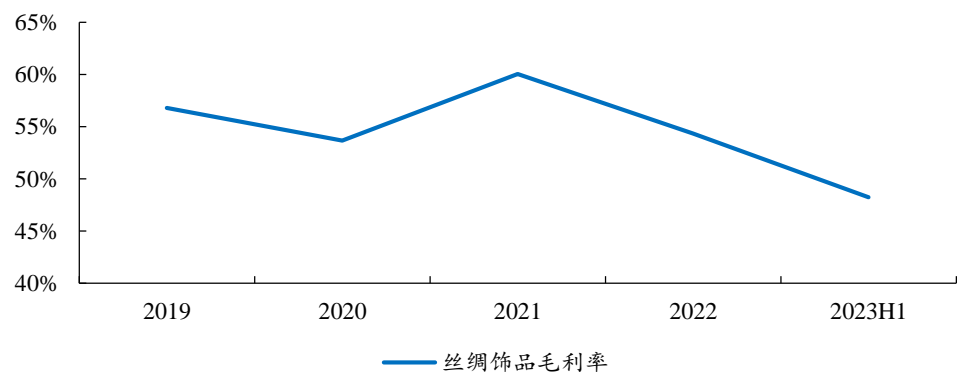
**图20：2023 年 H1 丝绸饰品的销售额规模达到 2500.82 万元**



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，丝绸饰品的毛利率在近年有一定波动，2023 年上半年毛利率为 48.24%。

**图21：丝绸饰品的 2023 年 H1 毛利率为 48.24%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3.4、丝绸服装：设计满足多元化居家场景，2023 年 H1 营收同比增长 99.01%

丝绸服装方面，太湖雪通过真丝面料的运用和人性化设计，在满足舒适性穿着体验的基础上，推出适用卧室、客厅、“出门一公里”等多元化居家场景，赋予丝绸服饰可外穿的多场景适应性设计，打破家居服与外衣之间的界限，契合当代生活方式。

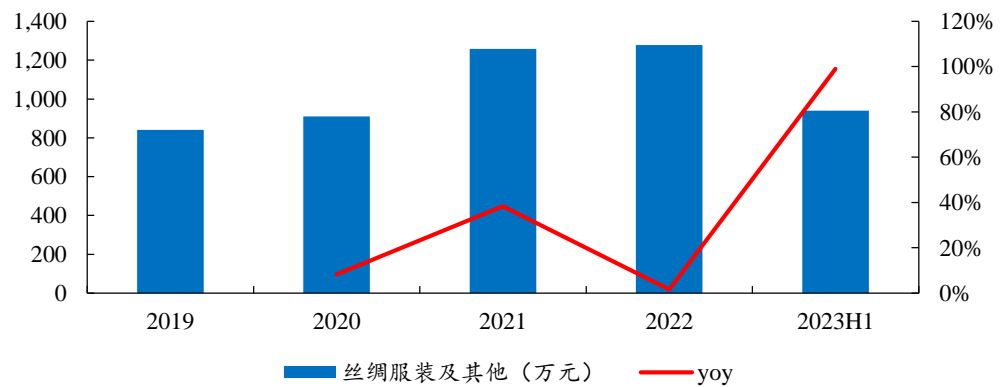
图22：丝绸服装使用多元化居家场景



资料来源：公司官网

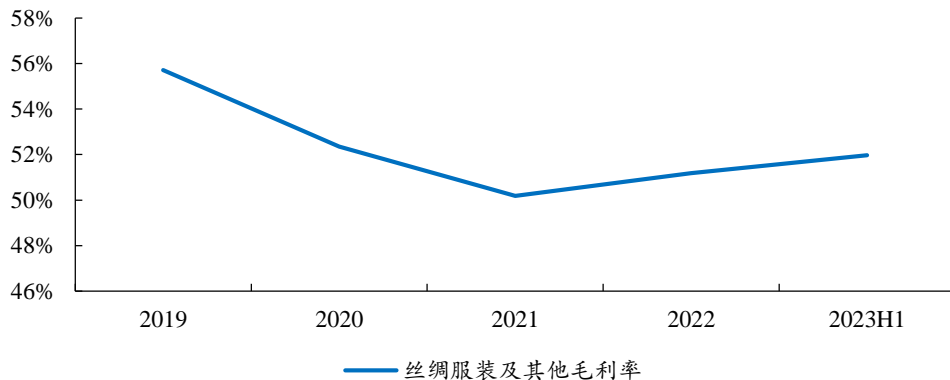
太湖雪丝绸服装的营收规模相对较小，2023 年上半年有较大幅度上升，达到 940.47 万元，同比增长 99.01%。

图23：2023 年上半年丝绸服装营收同比上升 99.01%



数据来源：Wind、开源证券研究所

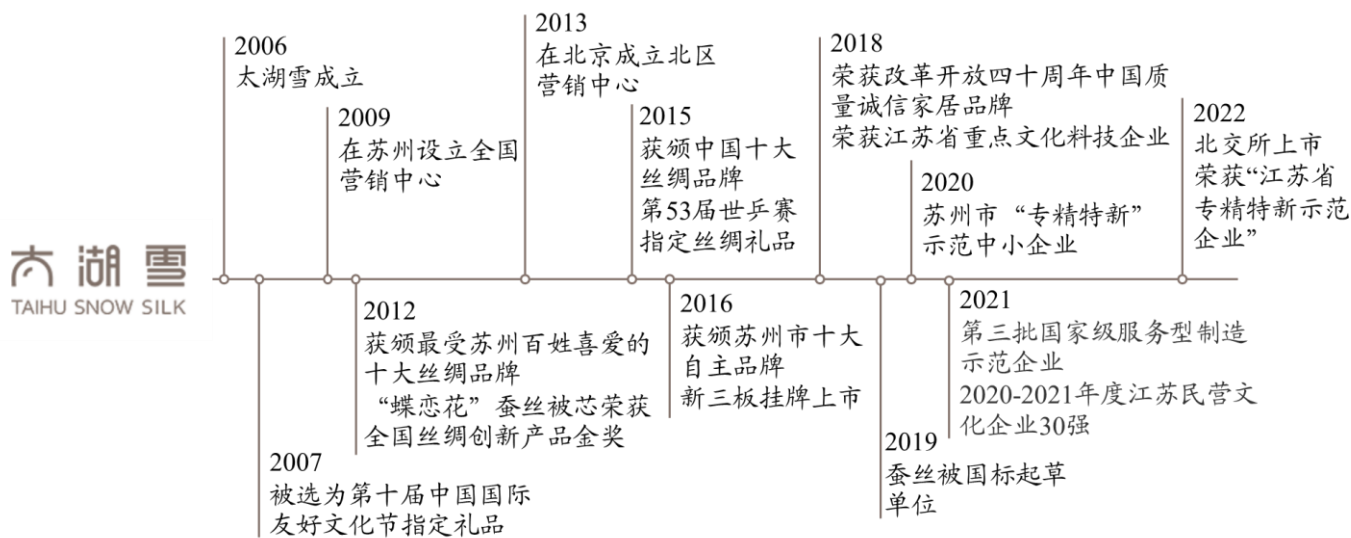
盈利能力上，丝绸服装产品在四块产品分类中毛利率最高，2023 年上半年的毛利率达到 51.97%。

**图24：2023 年 H1 丝绸服装的毛利率为 51.97%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 1.4、发展历程：探索“用丝绸改变生活”，参与起草 10 项标准

苏州太湖雪丝绸股份有限公司成立于 2006 年，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。

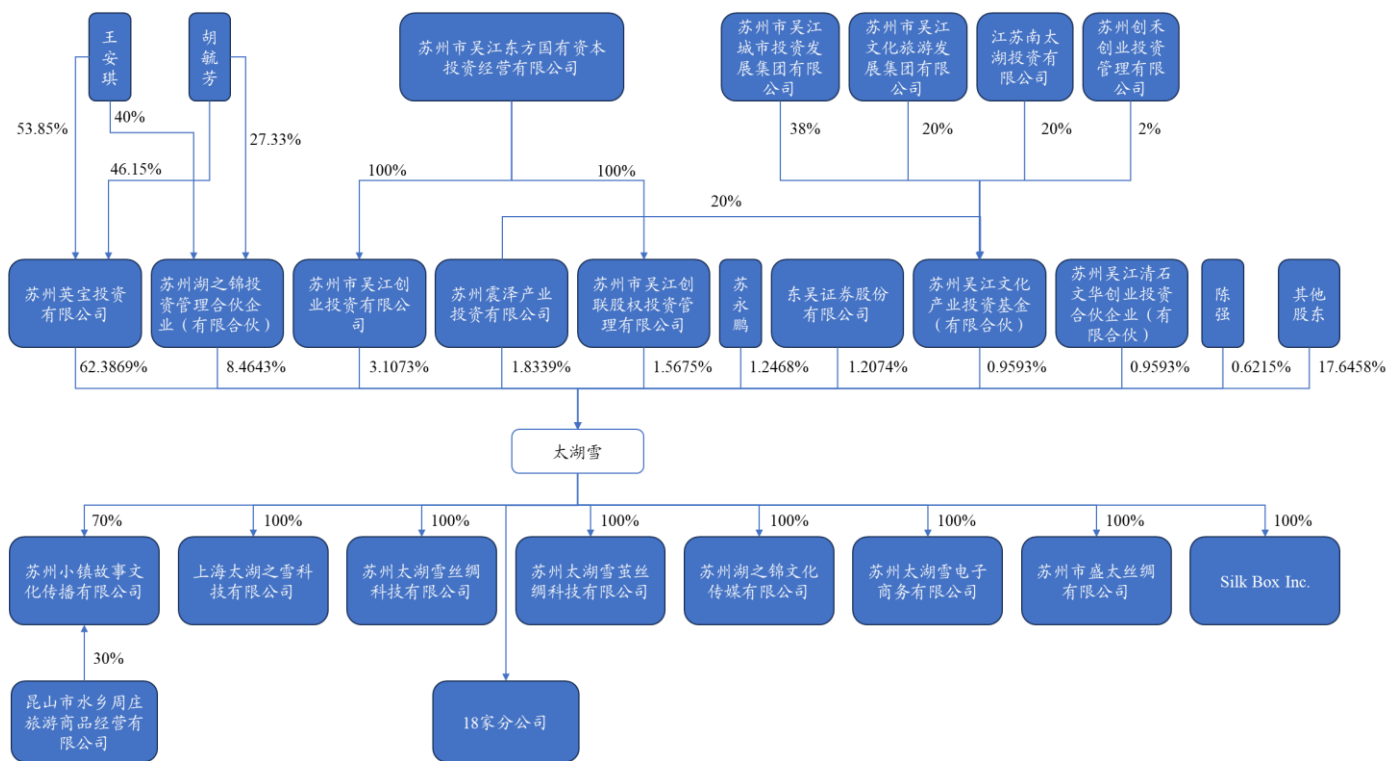
**图25：太湖雪 2006 年成立，2022 年北交所上市**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

股权上，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。太湖雪共拥有 18 家分公司和 8 家子公司，其中 7 家为全资子公司。



图26: 太湖雪拥有 18 家分公司和 8 家子公司



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2023 年半年报）

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);荣获全国劳动模范、全国三八红旗手、纺织工业部劳动模范、教育部科技进步二等奖、中国女企业家协会“杰出创业女性”、苏州市优秀民营企业家等荣誉称号。

**表3：太湖雪的高管团队在各自专业领域有多年任职经验**

职位	姓名	履历
总经理	胡毓芳	1969年5月出生，本科学历，工商管理专业背景。1987年至2002年在吴江市震泽实验小学担任教师；2006年5月至2013年9月担任苏州太湖雪丝绸有限公司监事；2013年10月至2014年8月担任苏州太湖雪丝绸有限公司执行董事兼法定代表人；2014年9月至今担任苏州太湖雪丝绸有限公司董事长，经理，法定代表人。
副总经理	王安琪	1991年4月出生，本科学历，市场营销专业背景。2014年9月至2015年1月就职于国家开发银行苏州分行；2015年2月至今就职于苏州太湖雪丝绸有限公司。
副总经理	尹蕾	1971年5月出生，本科学历，化学工程与工艺专业背景。1989年至1997年在吴江东风化工厂担任分析化验员；1997年至2003年在中国太平洋人寿保险公司担任收展员；2003年至2008年在吴江市正亮化纤厂担任财务主管；2008年至2012年在苏州太湖雪丝绸有限公司担任办公室主任；2013年至今在苏州太湖雪丝绸有限公司担任副总经理。
财务总监	严建新	1974年1月出生，硕士研究生学历，注册会计师，财务专业背景。2005年3月至2007年1月任沈阳亨通光通信有限公司财务部主管；2007年2月至2008年2月任江苏华佳投资集团有限公司财务部副经理；2008年3月至2013年7月任北京亨通斯博通讯科技有限公司财务部经理；2013年7月至2017年8月任江苏亨通电力电缆有限公司财务部经理；2017年9月至2018年3月任江苏亨通光网科技有限公司财务部经理；2018年4月至2018年6月任亨通集团有限公司财务管理部经理；2018年7月至2021年9月任江苏鸿展新材料科技有限公司财务总监。
董事会秘书	代艳	1982年7月出生，本科学历，市场营销专业背景。2004年起历任江苏红豆实业股份有限公司销售主管，苏州大

职位	姓名	履历
书		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大区经理，北渠道部经理，紫罗兰家纺科技股份有限公司副总裁，领盛电子商务(上海)有限公司首席运营官。

资料来源：Wind、开源证券研究所

“太湖雪”品牌荣获高新技术企业、国家级服务型制造示范企业、全国科技型中小企业、国家版权示范单位、江苏省“专精特新”中小企业、江苏民营文化企业30强、江苏省农业产业化龙头企业、江苏省重点文化科技企业、江苏省电子商务示范企业、江苏省产教融合型试点培育企业、苏州首届文化产业领军型文化企业十强、苏州市纺织丝绸科学技术进步奖等荣誉称号；产品荣获江苏精品、中国绿色产品、高档丝绸标志等认证；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。

**表4：“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：公司招股说明书、开源证券研究所

同时公司积极推动行业健康发展，参与起草国家标准5项、行业标准3项、团体标准2项。公司参与制定的十项标准均已颁布实施，助力行业健康良性发展。

**表5：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
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：公司招股说明书、开源证券研究所

## 1.5、商业模式：2023 年 H1 线上营收+98%，“中国制造+品牌出海”战略

**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。

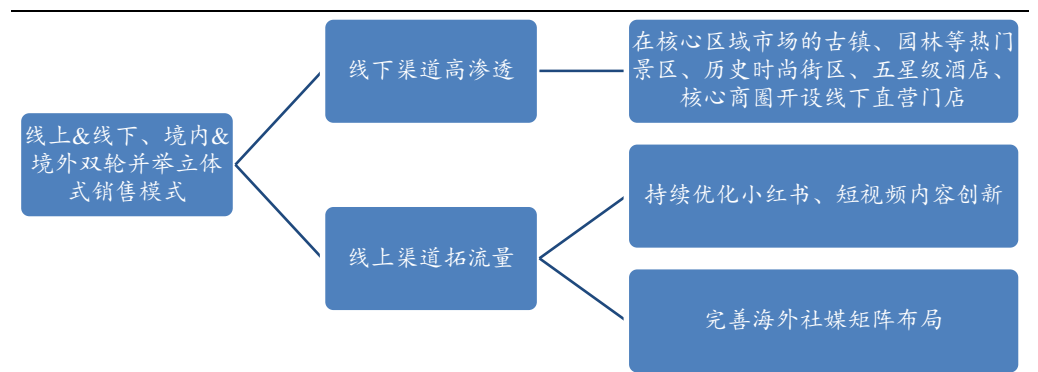
表6：不同产品系列采用不同生产模式

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：公司招股说明书、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。线下渠道主要通过直营专卖店、直营商场专柜、经销商等销售渠道，线上渠道主要通过天猫、京东、唯品会、亚马逊、海外官网等电子商务平台宣传推广并销售。

图27：建立线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式

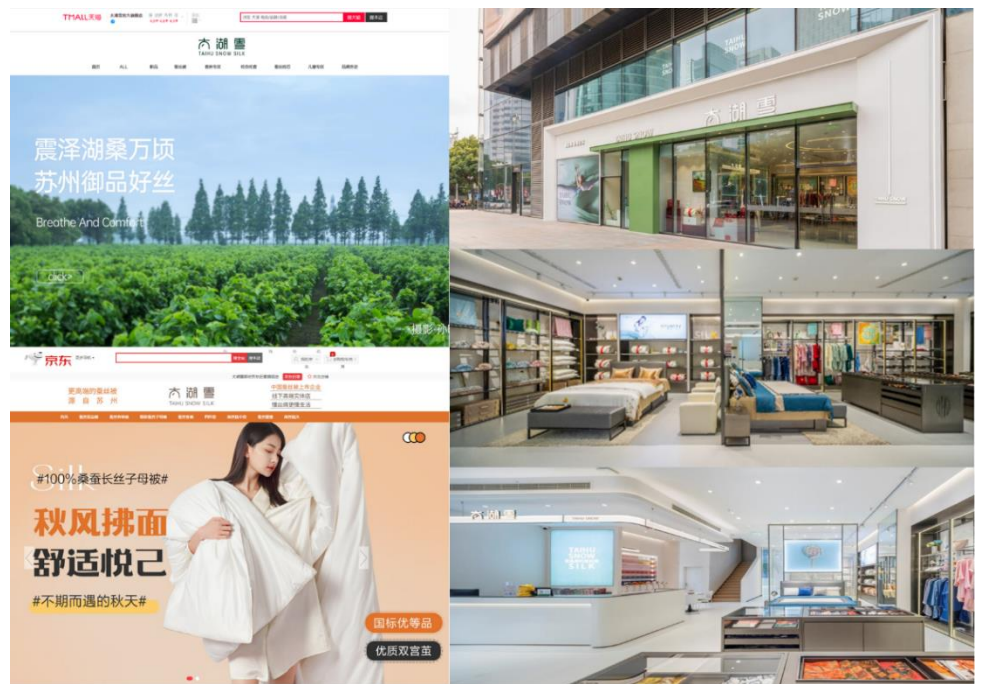


资料来源：公司 2022 年度报告、开源证券研究所

在国内线上市场利用在蚕丝被品类上的运营优势，扩大全系列产品在线上渠道的品牌影响力及销量。公司在国内线下渠道持续新增直营门店及提升门店运营质量的基础上，积极创新新零售模式，通过视频号直播、短视频、小程序、快闪店等形式，加速线上线下融合发展。

新兴内容电商抖音渠道在提升“太湖雪官方旗舰店”运营基础上新增“太湖雪生活家居旗舰店”直播间建设。抖音渠道在直播带货方面采用了“达播”+“品牌自播”双轮驱动的营销策略，一方面通过“达播”扩展在公域流量的品牌知名度及销售转化；一方面通过“品牌自播”构建品牌私域流量池，强化“蚕丝被就选太湖雪”这一品牌定位。

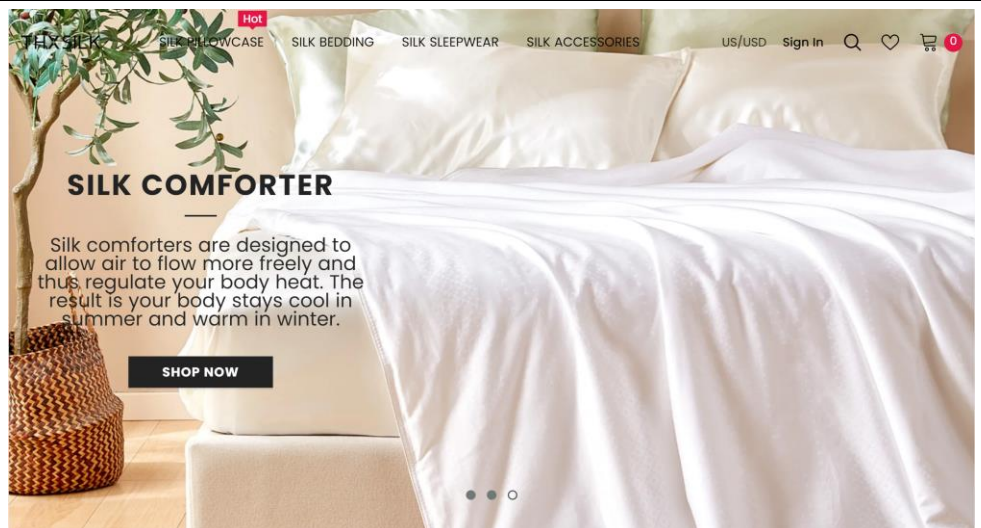
图28：线下渠道培育流量，加速线上线下融合发展



资料来源：公司官网、淘宝、京东、开源证券研究所

在海外市场，采用“中国制造+品牌出海”战略，持续发力平台电商、海外官网，同时公司根据自身营销策略及目标消费者，积极布局海外电商渠道，比如 OTTO 等其他第三方平台，布局全球性社媒矩阵，触达海外消费者，提升品牌知名度及品牌美誉度。

图29：海外市场，太湖雪采用“中国制造+品牌出海”战略



资料来源：公司海外官网

根据公司招股说明书披露，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。



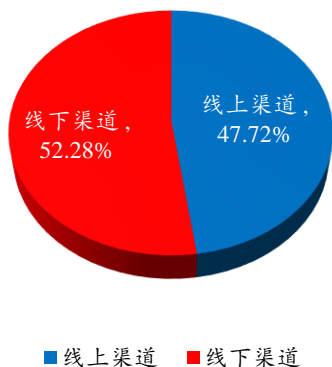
表7：太湖雪营销渠道：线下+线上、直销+分销、境内+境外

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	
				太湖雪自主品牌	
		境外		ODM：B2B 国际贸易	
	分销	境内	经销商	签订经销合同并有门店的商家	11
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	
	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：公司招股说明书、开源证券研究所

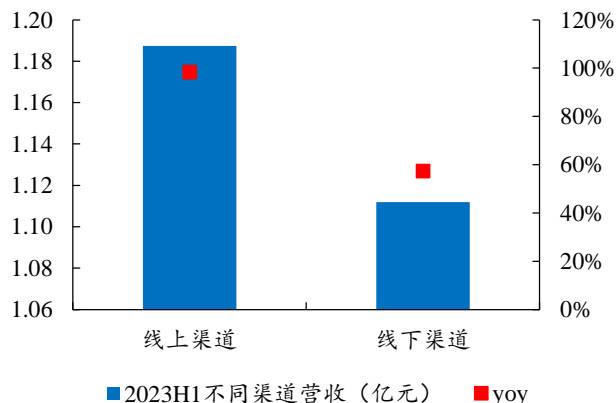
根据营收分拆，太湖雪的线上和线下占比相对平均，2022 年线下渠道营收占比为 52.28%。2023 年上半年线上渠道扩展速度更快，营收同比增速达到 98.28%，线下渠道则为 57.38%。根据公司投资者关系活动，2023 年前三季度线下渠道主营收同比增长 45.62%，线上渠道主营收同比增长 75.94%。

图30：2022 年的渠道拆分营收，线下销售占比 52.28%



数据来源：公司 2022 年度报告、开源证券研究所

图31：2023 年 H1 线上渠道营收同比增加 98.28%



数据来源：公司 2023 半年度报告、开源证券研究所

2023 年 H1 的五大客户合计销售金额 3,673.33 万，占比为 15.94%。在稳固“京东京造”合作的基础上，太湖雪积极拓展其他头部流量平台成为其蚕丝被供应链服务商，2023 年上半年公司新增东方优选(北京) 科技有限公司（“东方甄选”）合作。2023 年三季度末，太湖雪应收账款余额 4,616.12 万元，比年初增长 37.15%，主要因为新增东方优选（北京）科技有限公司客户增加应收账款余额 1,237.60 元。

表8：2023 年上半年公司新增东方优选(北京)科技有限公司（“东方甄选”）合作

客户	销售金额（元）	2023 年半年度占比
北京京东世纪信息技术有限公司 北京	24,896,743.40	10.81%
京东世纪贸易有限公司		
东方优选(北京) 科技有限公司	4,690,814.07	2.04%
唯品会(中国) 有限公司	3,029,391.94	1.31%
上海东方购物有限公司	2,431,317.81	1.06%

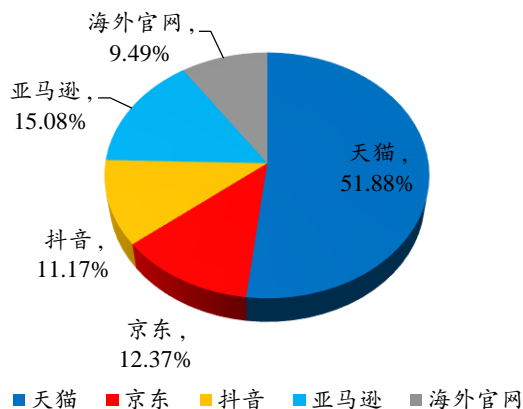
客户	销售金额（元）	2023 年半年度占比
苏州市博欣艺术品有限公司	1,685,006.58	0.73%
合计	36,733,273.80	15.94%

资料来源：公司 2023 半年度报告、开源证券研究所

2023 年 H1 线上模式的细分类中，太湖雪的主要平台包括天猫占比 51.88%，其次为销往海外市场的亚马逊，占比 15.08%。公司线上渠道天猫、京东通过产品扩品及加大品牌投放，提高日销。抖音渠道 2023 年 H1 主营业务收入同比增长 315.28%。

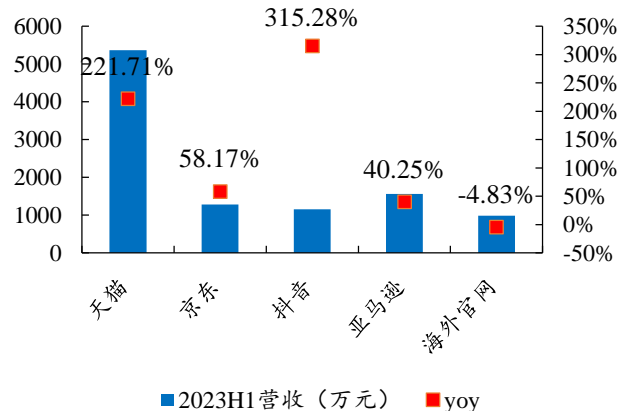
2023 年第三季度，公司抖音渠道积极参与抖音“开心日”大型营销活动，进一步稳固蚕丝被垂类品牌领导地位。各电商渠道在 2023 年 Q1-Q3 保持持续增长，其中天猫渠道主营收同比增长 136.35%，京东渠道主营收同比增长 38.73%，抖音渠道主营收同比增长 305.03%，亚马逊主营收同比实现 53.41%增长。

图32：天猫销售在太湖雪线上销售占比过半



数据来源：公司 2023 半年度报告、开源证券研究所

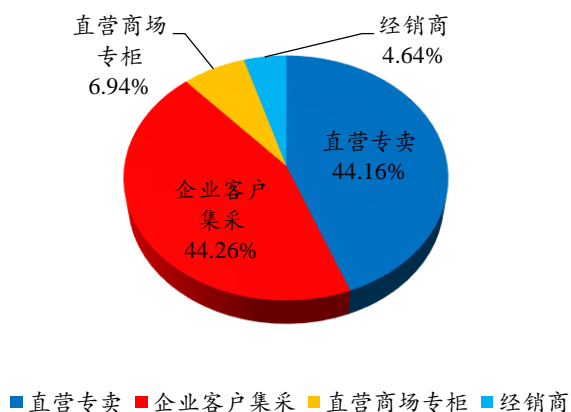
图33：抖音平台营收增长率最高 315.28%



数据来源：公司 2023 半年度报告、开源证券研究所

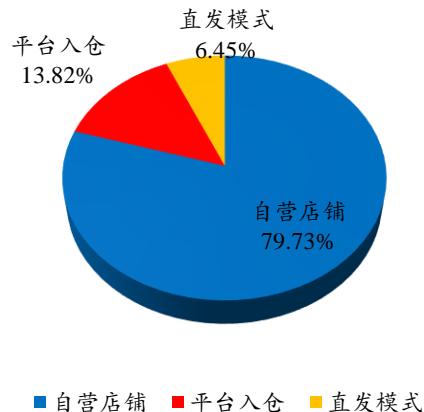
线下模式的细分类中，企业客户集采和直营专卖为主导方式。根据公司招股说明书分拆,2022 年 Q1-Q3 的集采和直营分别占线下模式营收比例的 44.26%、44.16%。线上销售渠道的细分中，自营店铺的营收占八成的比例，是线上销售主导渠道；其次为平台入仓占比 13.82%。

图34：企业客户集采和直营专卖为线上渠道的主导方式



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图35：自营店铺的营收占线上渠道营收的八成



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

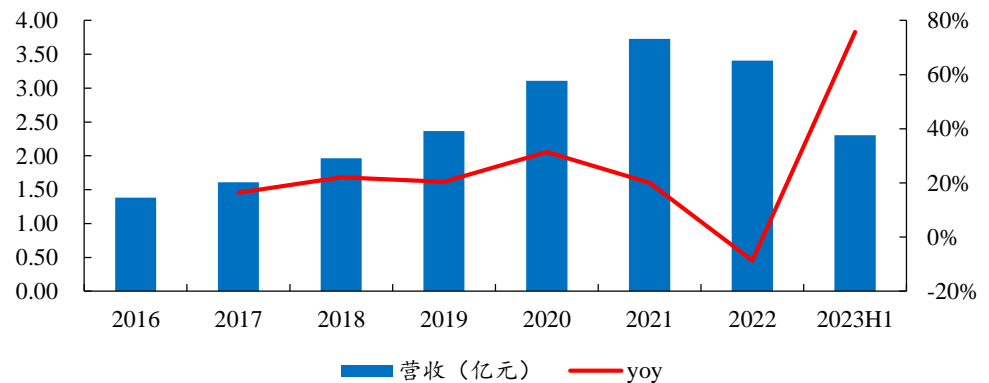
**研发模式：**研发包括技术研发和创新设计两个方面。技术研发包括蚕丝处理技术、蚕丝纤维染色及功能整理技术；创新设计包含花型、款式设计以及定制化产品设计。公司研发采用包含产品研发、平面视觉设计、门店商业空间构建的一体化研发价值链。在产品研发设计中专注产品设计和工艺开发，每季产品中融合中国传统丝绸文化和时尚原创设计，在“新消费、新国货、新零售”的消费趋势中，通过丝绸文化传播展现民族自豪感及文化自信。

目前太湖雪已拥有省级企业技术中心、省级工艺设计中心、省级工程技术研究中心等研发创新载体；同时，与苏州大学、北京服装学院、南京农业大学等高校建立产学研基地。

## 1.6、财务分析：2023 年 H1 营收+75.76%，生产人员+28%销售人员+20%

**营收能力：**2022 年之前太湖雪近年的营收规模以 20%左右速度增长，2023 年 H1 提升较快，对比 2022 年同期提高了 75.76%，达到 2.30 亿元。

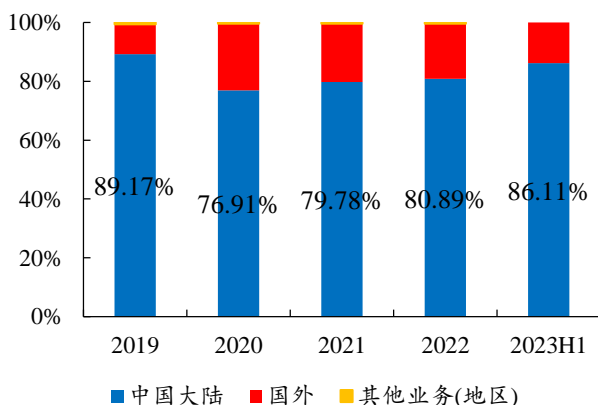
图36：2023 年 H1 营收同比提升 75.76%



数据来源：Wind、开源证券研究所

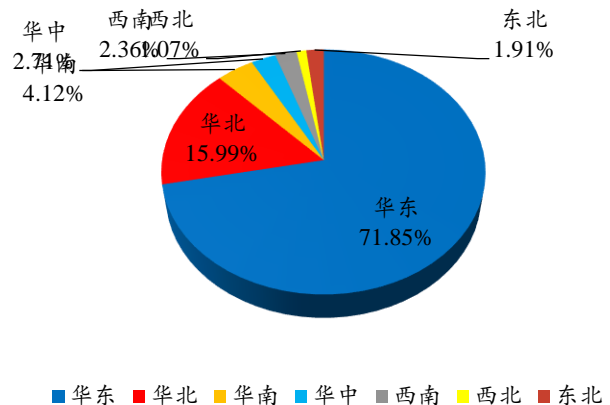
地域分布上来看，太湖雪的营收主要来源于大陆地区，占比在 75-90%之间波动。2021 年的中国大陆营收主要源于华东地区，在大陆营收中占比超过七成，其次为华北的 15.99%。

图37：中国大陆收入在太湖雪收入中占比八成



数据来源：Wind、开源证券研究所

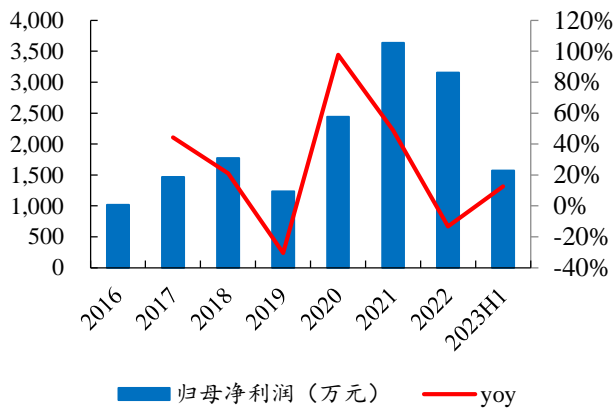
图38：2021 年太湖雪中国大陆收入超七成来自华东地区



数据来源：Wind、开源证券研究所

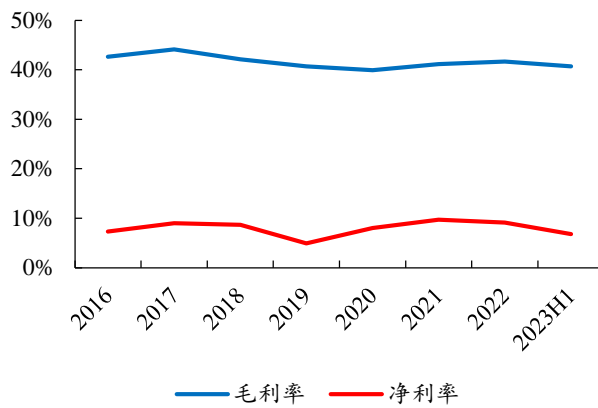
**盈利能力：**太湖雪近年来的毛利率基本平稳在 40% 上下，蚕丝被营收占比最高，毛利率变动对整体趋势变化影响较大。2023 年 H1 太湖雪的毛利率与净利率分别为 40.73%、6.80%，净利率有小幅下降。归母净利润规模在 2023 年 H1 达到 1571.97 万元，同比提升 12.55%。

图39：2023 年 H1 归母净利润同比提升 12.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

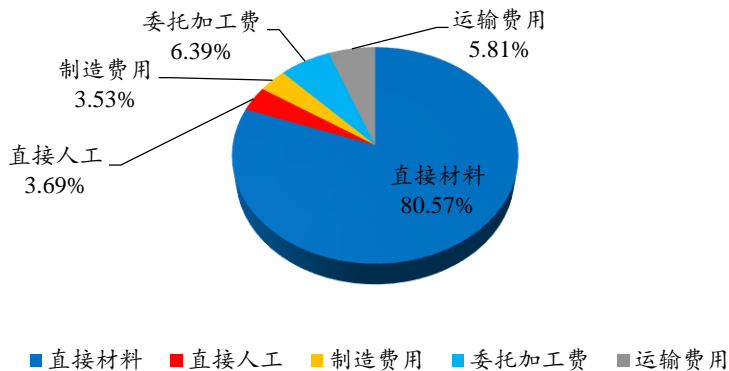
图40：毛利率基本稳定维持在 40% 上下



数据来源：Wind、开源证券研究所

主营业务成本细分，太湖雪直接材料占比八成，其次为委托加工费占比 6.39%、运输费用占比 5.81%。

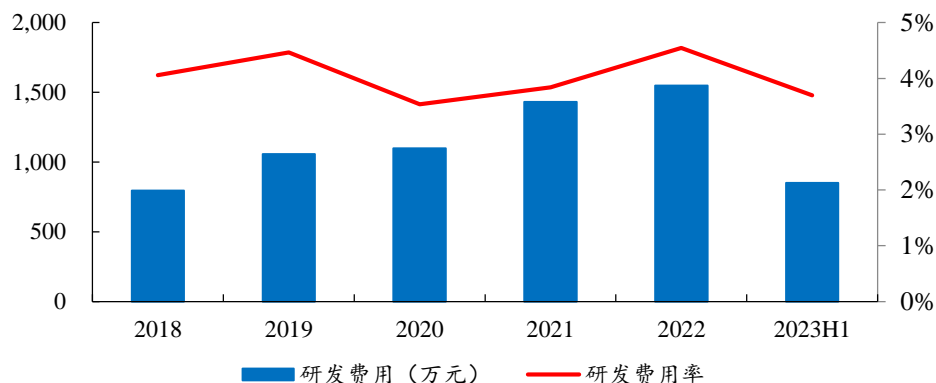
图41：2021 年直接材料在主营业务成本中占比 80.57%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

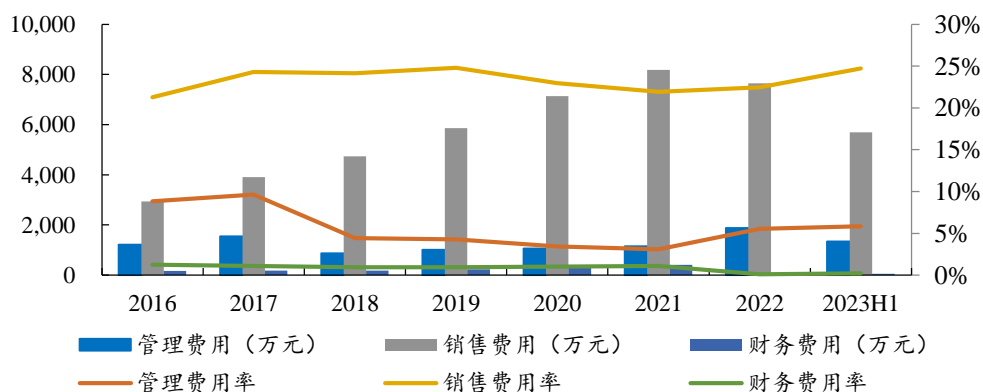
**技术研发：**太湖雪对产品研发高度重视，研发投入逐年增加，2022 年突破 1500 万，研发费用率保持 4% 左右。



**图42：太湖雪的研发费用逐年增加，研发费用率在4%上下**


数据来源：Wind、开源证券研究所

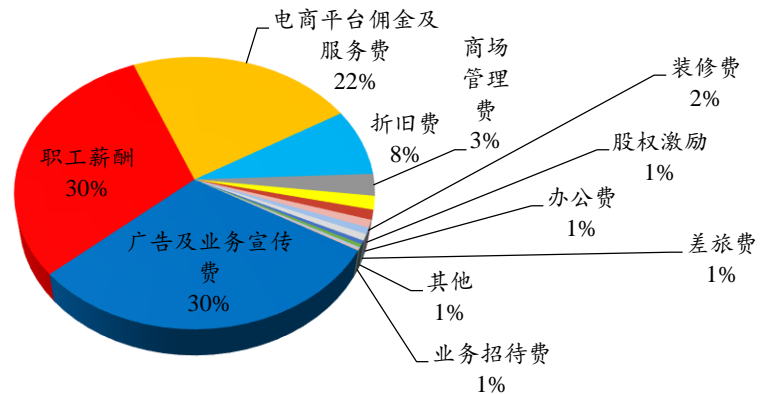
**期间费用：**期间费用率呈现上升趋势。2022年上半年，太湖雪对部分管理人员实施股权激励计划，已经于2022年1月办理完毕，因此管理费用有所上升。公司目前处于稳步上升发展阶段，在客户拓展及市场营销方面投入较多，销售费用呈逐年上升的趋势，2022年达到7645.20万元，销售费用率在21-25%之间小幅度波动。

**图43：太湖雪期间费用中销售费用占比较高，销售费用率维持在21-25%之间**


数据来源：Wind、开源证券研究所

太湖雪的销售费用主要由广告及业务宣传费、职工薪酬、折旧费等构成，影响销售费用的主要因素为销售人员数量、薪酬水平、公司业务规模及广告宣传力度等。占比Top3的为广告及业务线宣传费、职工薪酬、电商平台佣金及服务费。

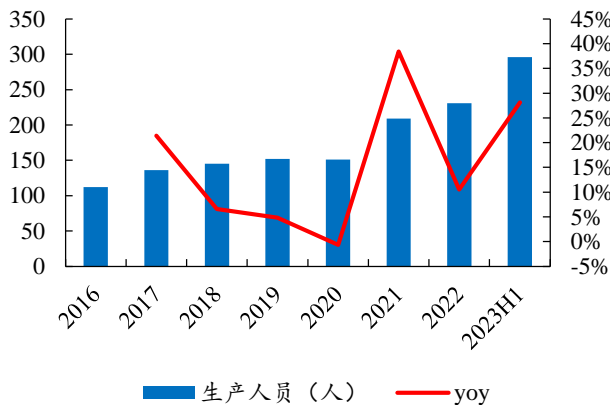
图44：广告及业务线宣传费在 2022 年销售费用中占比 30%



数据来源：公司 2022 年度报告、开源证券研究所

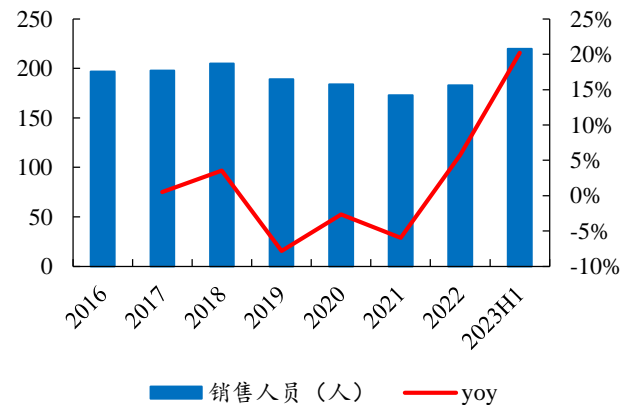
对应员工人数来看，自 2020 年开始随着太湖雪生产规模的扩大生产人员数量逐年增加。2023 年上半年，太湖雪生产人员达到 296 人，同比增长 28.14%；销售人员 220 人，同比增长 20.22%。

图45：生产人员 2023 年 H1 同比增长 28.14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：销售人员 2023 年 H1 同比增长 20.22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.7、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

太湖雪在北交所上市实际募集资金净额为 1.02 亿元。募集资金主要用于营销渠道建设及品牌升级项目、研发及检测中心建设项目、信息化升级项目。

表9：本次发行拟募集资金用于渠道建设、品牌升级、研发及检测中心、信息化等项目

序号	实施项目	投资总额 (万元)	调整后投资总额 (万元)	截至期末投入进度	建设期 (年)	项目达到预定可使用状态日期
1	营销渠道建设及品牌升级项目	9,058.20	5,691.13	49.41%	3	2025 年 12 月 23 日
2	研发及检测中心建设项目	3,002.27	3,002.27	14.12%	2	2024 年 12 月 23 日
3	信息化升级项目	3,000.00	1,500.00	5.93%	2	2024 年 12 月 23 日
	合计	15,060.47	3,324.79			

资料来源：公司招股说明书、公司公告、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，选址方面主要为核心商圈、时尚历史街区、五星级酒店、旅游景点。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等。

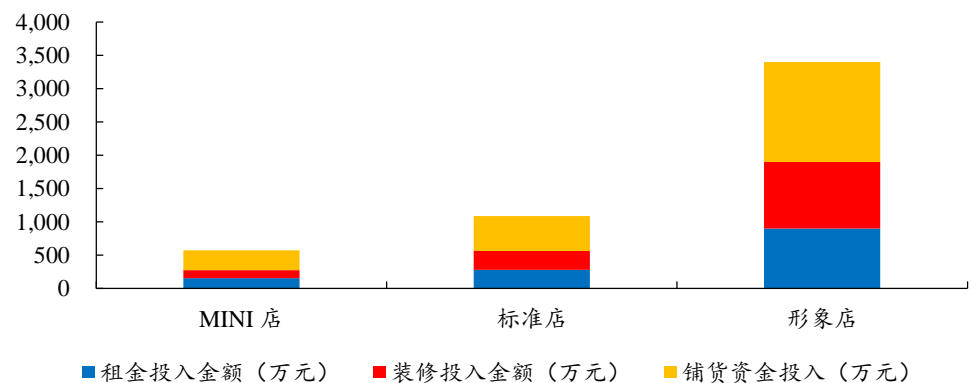
**表10：项目实施期内线下直营店合计新建 23 家**

终端类型	数量（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：公司招股说明书、开源证券研究所

项目店铺建设投入具体包括场地租金、场地装修和铺货资金，根据公司招股说明书测算，MINI 店、标准店、形象店建设投入分别为 571.20、1085.00、3400.00 万元。其中租金投入约 1/4；装修投入在 20-30%之间，规模相对较大的形象店成本中装修投入较高，占比 29%；铺货资金投入占比最高，在投入中占比约一半。

**图47：店铺建设投入具体包括场地租金、场地装修和铺货资金**



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**表11：不同类型的店铺目标定位有所区别**

类型	大概面积（平方米）	销售定位
MINI 店	40	产品以蚕丝被、丝绸饰品为主，通过丝绸饰品主题美陈，消费者轻度体验进行引流及转化
标准店	80	产品以蚕丝被、床品套件、丝绸饰品等为主，主要销售客单价较高的产品
形象店	200 平方米左右，部分会达到 500 平方米，乃至 1000 平米	产品以蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰等为主，通过蚕桑丝绸文化展示和体验进行销售转化及品牌宣传。

资料来源：公司公告、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	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

序号	项目名称	投入金额	项目简介
	及规模化饲养技术研发		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：公司招股说明书、开源证券研究所

## 2、行业：“国内打造+海外复制”，2022 年蚕丝被市场 220 亿

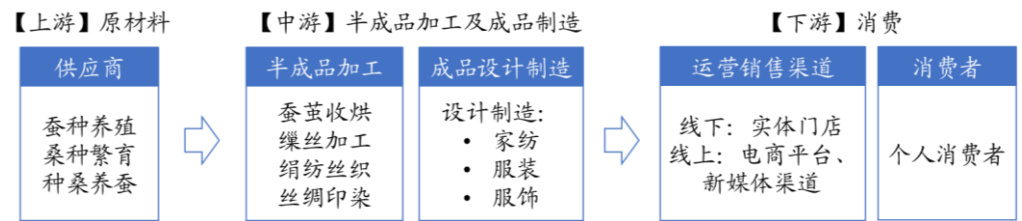
### 2.1、概念解析：上游种桑养蚕，下游至服饰家纺，集中于环太湖流域

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。根据国标规定，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，最终通过线下实体门店及线上电商渠道触达消费者。



图48：丝绸行业产业链长涉及行业跨度大



资料来源：公司招股说明书、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13：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
《关于开展 2022 纺织服务“优供给促升级”活动的通知》	工信部	2022 年 10 月	要求提升企业创意设计能力，增强品牌消费引领作用，通过创意设计大赛及交流研讨活动，推动纺织非物质文化遗产与现代时尚融合发展，引导企业加强品牌建设。
《关于新时代推进品牌建设的指导意见》	国家发改委等七部门	2022 年 8 月	到 2025 年，品牌建设初具成效，品牌对产业提升、区域经济发展、一流企业创建的引领作用更加凸显，中国品牌世界共享，人民群众对中国品牌的满意度进一步提高。
《关于开展 2022 “三品”全国行动的通知》	工信部	2022 年 6 月	支持地方在家纺、服装、家具等行业，突出产业集聚优势和区域产品特色，进一步挖掘中国文化、中国记忆、民族特色、地域特色、中华老字号等传统文化基因，打造竞争力强、美誉度高的特色区域品牌，引领消费升级。
《关于茧丝绸行业“十四五”发展的指导意见》	商务部	2021 年 9 月	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 年 9 月	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 年 8 月	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	国务院	2018 年 9 月	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，

政策	颁布机构	颁布时间	主要内容
居民消费潜力的若干意见》			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 年 12 月	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:公司 2022 年度报告、公司招股说明书、开源证券研究所

生产端企业分布上,我国丝绸主要在苏州、杭州、湖州、嘉兴、无锡和中国西部地区的南充,周边均形成一定的产业集群。就蚕丝被而言,已经形成两大产业集群,即吴江震泽和桐乡洲泉。

需求端上,丝绸市场的区域性分布和各地区的经济发展水平密切相关。在长三角、珠三角和环渤海一带经济发达的一、二线城市,消费者购买力较强,对生活品质要求较高,对丝绸产品的认可度和购买率较高。

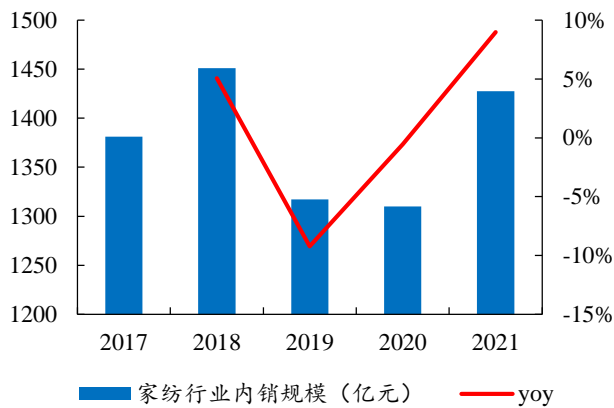
## 2.2、家纺:出口近五年 CAGR 9.65%,2021 年床上用品内销 763 亿元

根据中国家纺协会的数据统计显示,2017 年我国家纺行业规模以上企业内销规模为 1,381.05 亿元,随后保持平稳发展。2021 年我国家纺行业规模以上企业内销规模为 1,427.58 亿元,同比增长 8.97%。我国床上用品内销规模呈同样的发展态势,2017-2021 年发展平稳,2021 年床上用品规模以上企业内销规模达 763.24 亿元,同比增长 13.79%。在内外因素影响下,家纺行业和床上用品行业内销能取得如此成绩实属不易,随着城镇化进程的持续推进及居民生活水平的不断提升,我国家纺行业和床上用品行业仍拥有广阔的市场前景。

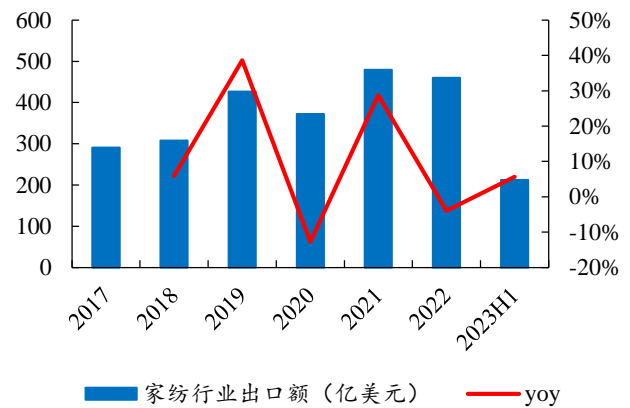
2022 年受内外部因素影响,物流压力陡增,原料成本高企等不利因素严重阻碍了家纺企业的生产运营。消费场景恢复缓慢、受居民收入增长放缓等导致的市场需求总体偏弱给家纺行业带来较大挑战。国家统计局统计的规模以上家纺企业 2022 年内销产值基本与 2021 年持平;协会跟踪统计的 250 余家家纺企业和 13 个重点产业集群内销产值均实现小幅增长。

根据中国家纺协会的数据统计显示,2017 年开始我国家纺行业出口规模保持稳定增长,从 2017 年的 290.57 亿美元增长到 2021 年的 479.26 亿美元,2022 年回落至 460.48 亿美元,同比降幅为 3.9%,最近五年复合增长率达到 9.65%。其中 2022 年,出口数量同比下降 8.42%,产品单价同比增长 4.99%且维持在高位水平,出口额单月同比增速逐月收窄,自 8 月份以后环比增速连续收窄,量减价增使外贸企业压力逐渐攀升。家纺出口额规模经历了 2022 年回落后,2023 年上半年达到 212.82 亿美元,同比增长 5.62%。

从主要出口市场看,美、欧、日等发达经济体发展疲态进一步显现。据中国海关数据显示,2022 年我国对美、欧、日出口家纺产品同比分别下降 16.85%、14.19%和 5.44%。新兴东盟市场总体保持稳定增长。2022 年我国对东盟市场出口家纺产品共计 82 亿美元,同比增长 13%,其中数量同比增长 8.28%,单价同比增长 4.35%。

**图49：2021 年我国家纺内销规模达 1427.58 亿元**


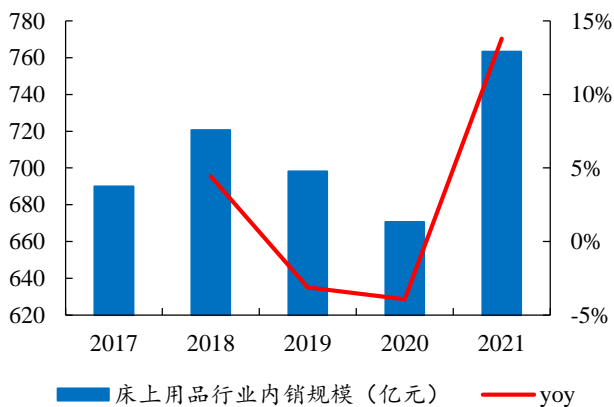
数据来源：中国家纺协会、公司招股说明书、开源证券研究所

**图50：2022 年家纺出口额规模 460.48 亿美元**


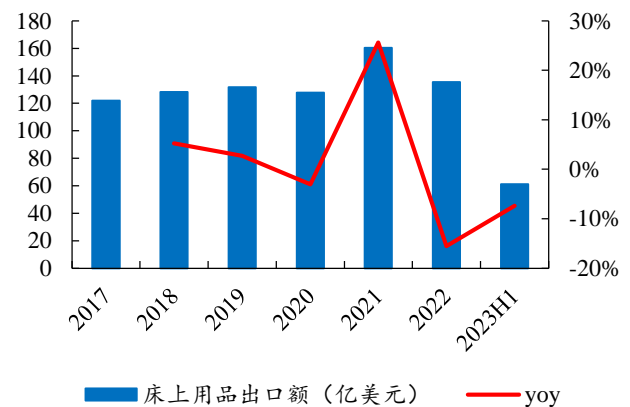
数据来源：中国海关总署、中国家纺协会、公司招股说明书、开源证券研究所

床上用品出口规模和家纺产品的出口情况类似，除 2020 年和 2022 年小幅下降外，其余年份均保持增长，其中，2021 年床上用品出口规模达到 160.83 亿美元，同比增长 25.6%。消费市场的回暖有望促进家纺产品出口额和床上用品出口额再次步入稳定增长。

与此同时，床上用品行业效益趋于稳定，规模以上床上用品企业利润总额同比保持小幅增长 1.26%。床上用品骨干企业在大健康、睡眠科技等热点领域的积极探索也为行业转型升级起到积极的引领作用。

**图51：2021 年我国床上用品内销规模达 763.24 亿元**


数据来源：中国家纺协会、公司招股说明书、开源证券研究所

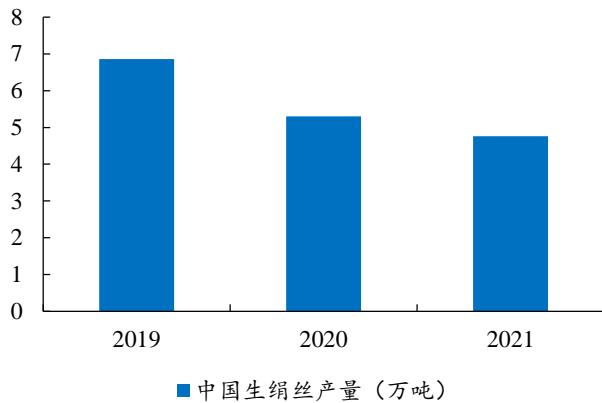
**图52：2022 年我国床上用品出口额达 135.47 亿美元**


数据来源：中国海关总署、中国家纺协会、公司招股说明书、开源证券研究所

### 2.3、丝绸：我国生丝产量占世界七成，丝绢纺织企业 2022 年营收 641 亿

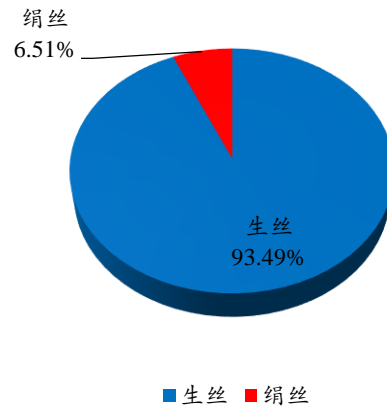
近年来我国生丝产量已占世界生丝产量的 70% 以上，我国蚕丝及交织机织物（含蚕丝  $\geq 50\%$ ）市场供应较为充足。根据中国丝绸协会发布的行业数据，2019 年中国生绢丝产量 6.86 万吨，其中：生丝 6.41 万吨，绢丝 0.45 万吨；2020 年中国生绢丝产量 5.3 万吨，其中：生丝 5 万吨，绢丝 0.3 万吨；2021 年中国生绢丝产量 4.76 万吨，其中：生丝 4.45 万吨，绢丝 0.31 万吨。

图53：2021 年中国生绢丝产量 4.76 万吨



数据来源：中国丝绸协会、问询的回复、开源证券研究所

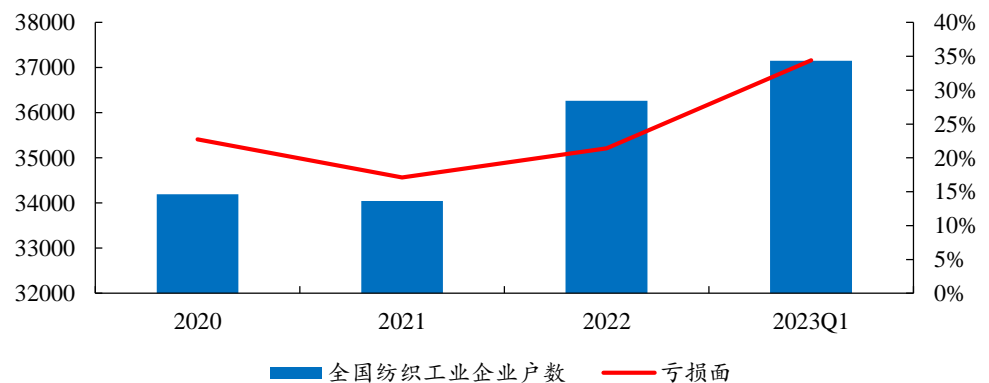
图54：2021 年中国生绢丝的产量中 93.49%为生丝



数据来源：中国丝绸协会、问询的回复、开源证券研究所

行业内企业数量上，2022 年企业数量提升较多，2023 年一季度数据，全国纺织工业企业户数达到 37,152 家。随着企业数量的扩增，行业竞争加剧，亏损企业数量占比有所上升，2020-2022 年基本保持在 20%上下的亏损面。

图55：截至 2023 年一季度，全国纺织工业企业户数提升至 37,152 家



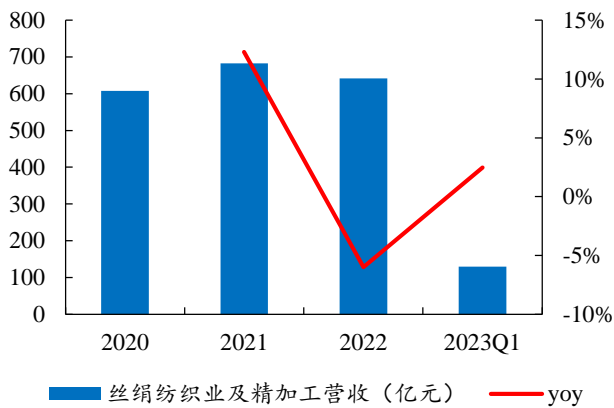
数据来源：中国丝绸协会、开源证券研究所

根据中国丝绸协会整理，丝绢纺织业及精加工企业 2021 年营收合计 682.59 亿元，同比增长 10.45%。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%。

从占比来看，绢纺和丝织加工企业营收占比 49.32%，缫丝加工企业营收占比四成，剩余一成来自丝印染加工企业营收。

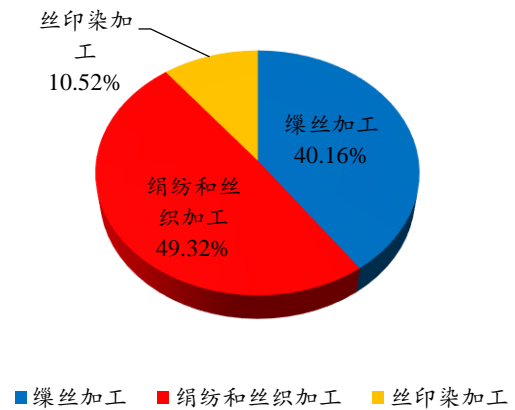


图56：丝绢纺织业及精加工企业 2022 年营收 641.78 亿



数据来源：中国丝绸协会、开源证券研究所

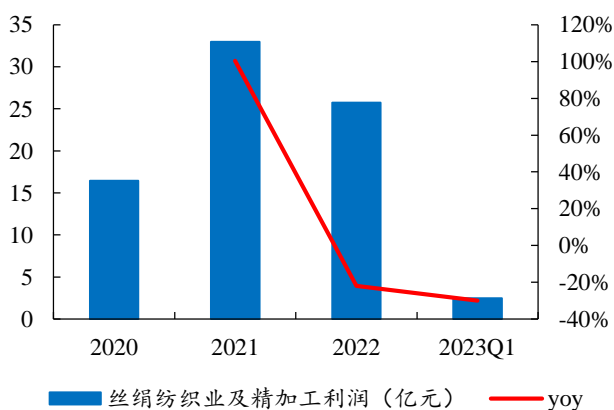
图57：2022 年营收中绢纺和丝织加工企业营收占半数



数据来源：中国丝绸协会、开源证券研究所

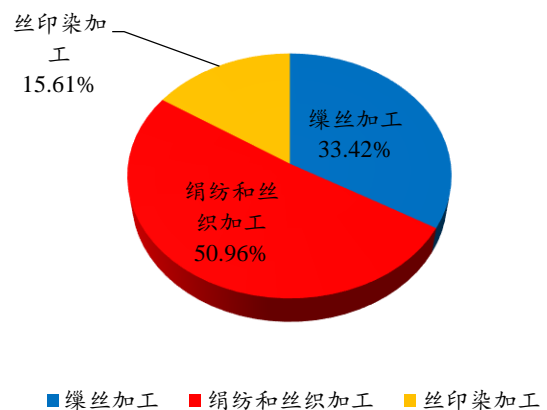
盈利能力方面，2021 年丝绢纺织业及精加工企业创造利润 32.99 亿元，相对于 2020 年大幅提升 100.44%，2022 年利润规模回落至 25.73 亿元。构成上，绢纺和丝织加工企业占比一半，其次为缫丝加工企业占比 33.42%。

图58：丝绢纺织业及精加工企业 2022 利润 25.73 亿元



数据来源：中国丝绸协会、开源证券研究所

图59：2022 年利润中半数来自绢纺和丝织加工企业

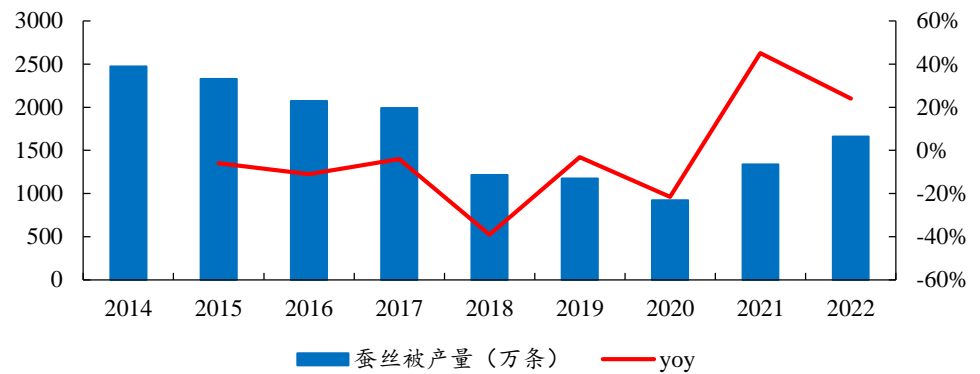


数据来源：中国丝绸协会、开源证券研究所

## 2.4、蚕丝被：2022 年产量 1663 万条，2022 年市场规模 220.36 亿元

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，同比提升 45.02%，超过疫情前 2019 年的水平。2022 年，蚕丝被产量进一步回升至 1,663 万条，同比提升 24.10%。

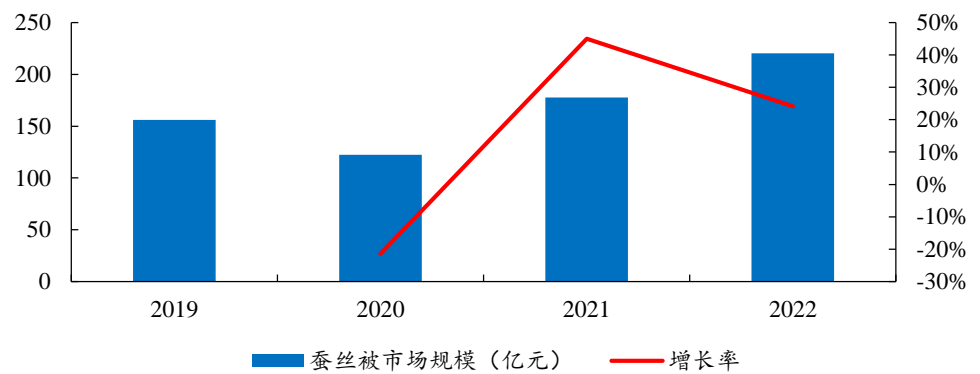
图60：2022 年我国蚕丝被产量持续回升至 1,663 万条



数据来源：华经产业研究院、公司 2022 年度报告、开源证券研究所

根据《2020 年苏杭丝绸产业调研报告》中均价计算，2020 年我国蚕丝被市场规模为 122.44 亿元，2022 年提升至 220.36 亿元。

图61：2022 年我国蚕丝被市场规模计算为 220.36 亿元



数据来源：公司招股说明书、公司 2022 年度报告、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

## 2.5、行业前景：舒适实用+文化创意设计，打造高颜值高品质“新国货”

丝绸企业业务环节主要涉及研发设计、生产加工、品牌推广、渠道建设和销售服务等，根据自身业务特点，丝绸企业在生产与品牌管理环节上一般可分为专业化生产、一体化经营和品牌运营三种模式。

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14：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：公司招股说明书、开源证券研究所

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。

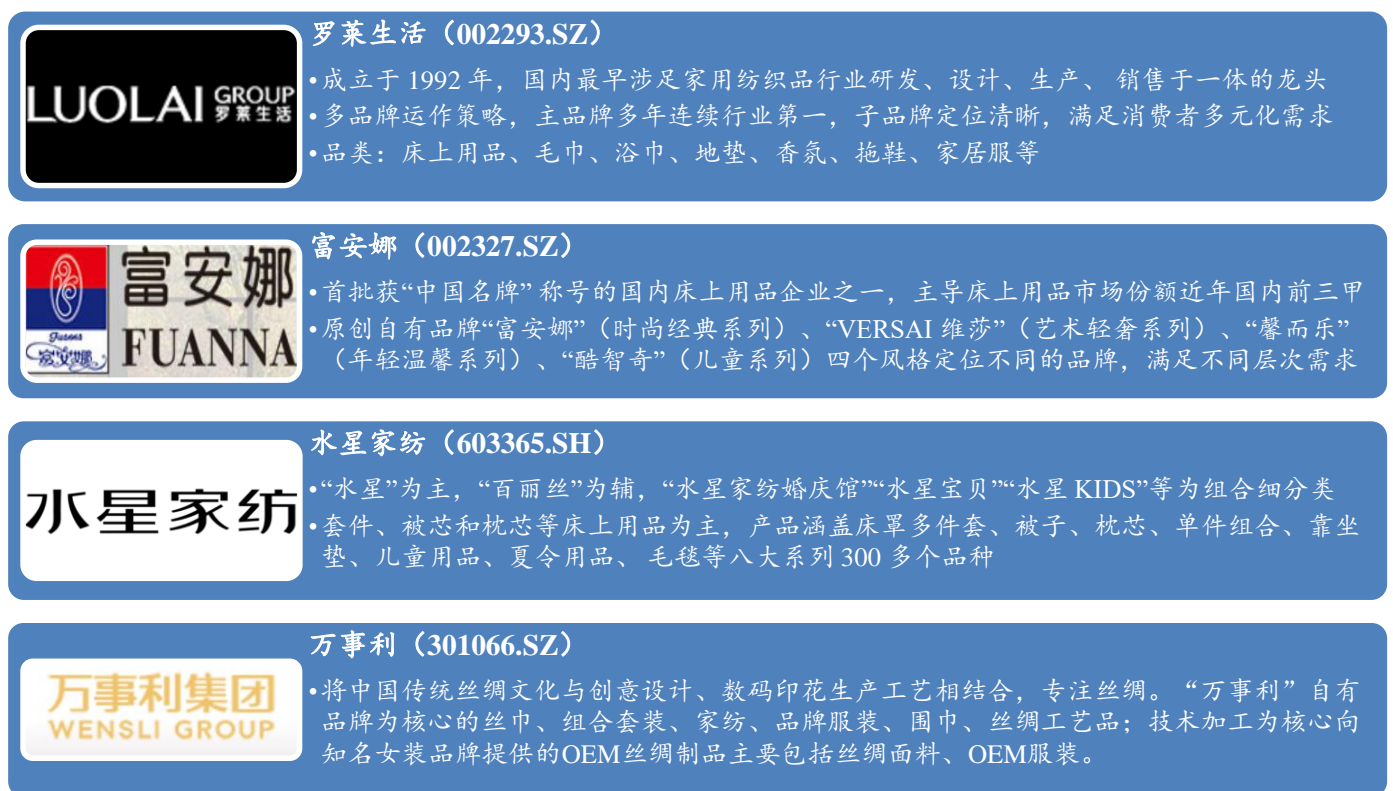
### 2.6、竞争格局：充分竞争行业，太湖雪研发费用率 4.5%是可比公司第一

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。

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。

根据太湖雪主营业务、主要产品，选取罗莱生活、富安娜、水星家纺、万事利作为同行业可比公司。

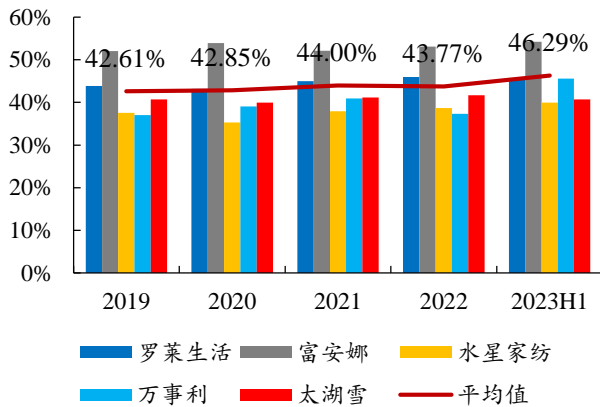
图62：选取罗莱生活、富安娜、水星家纺和万事利为可比公司



资料来源：公司招股说明书、Wind、开源证券研究所

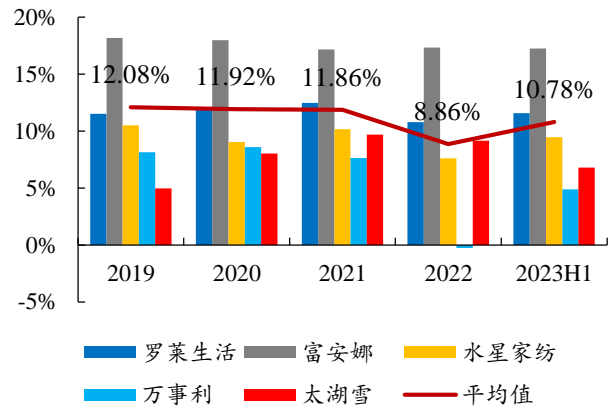
**盈利能力：**毛利率和净利率上，太湖雪处于同行业可比公司中间水平，由于产品结构及销售渠道的差异，同行业各可比公司的主营业务毛利率存在一定差异。

图63：太湖雪毛利率与可比公司基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：太湖雪净利率与可比公司均值接近

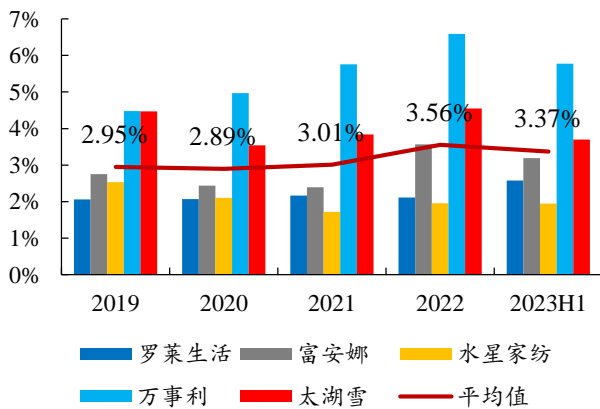


数据来源：Wind、开源证券研究所

**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仅次于万事利，高于可比公司均值。

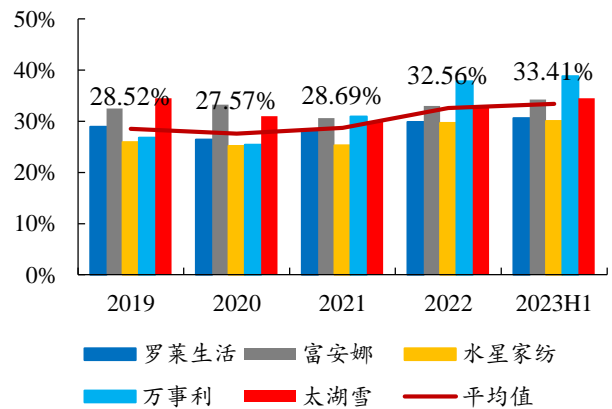
**期间费用：**与可比公司相比，公司销售费用占营业收入的比例与可比公司平均数基本持平。太湖雪处于稳步上升发展阶段，在客户拓展及市场营销方面投入较多。加之研发费用投入影响，太湖雪期间费用率略高于可比公司均值。

图65：太湖雪研发费用率仅次于万事利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：太湖雪的期间费用率与可比公司均值基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测及估值对比

太湖雪始终专注于丝绸产品加工工艺及丝绸产品的创新设计，太湖雪近三年营收 CAGR 达到 12.92%、归母净利润 CAGR 达到了 36.74%，高于行业可比上市公司均值。2023 年 8 月 22 日，公司首次实施股份回购，截至 2023 年 11 月 10 日，已回购数量占拟回购数量上限的比例为 2.07%。

我们预计太湖雪 2023 年-2025 年的归母净利润为 0.38/0.63/0.84 亿元，EPS 为 0.71/1.18/1.59 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 12.9/7.7/5.8 倍。此外，考虑到随着募投项目的进度逐步推进，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。推行品牌快闪店、MINI 点、品牌店等，推动业务扩展与促进品牌打造，增加东方甄选等大客户，或有望带动业绩进一步提升，首次覆盖给予“增持”评级。

表15：太湖雪 PE TTM 为 14.4X

公司名称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	PE	EPS				PE			
				TTM	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
罗莱生活	002293.SZ	9.85	82.22	13.8	0.68	0.85	0.98	1.12	16.43	12.6	10.9	9.6
富安娜	002327.SZ	8.41	69.57	12.6	0.64	0.7	0.78	0.87	10.99	11.6	10.5	9.4
水星家纺	603365.SH	14.51	38.34	11.0	1.04	1.36	1.63	1.85	12.57	10.4	8.7	7.7
万事利	301066.SZ	14.01	26.39	345.4	-	-	-	-0.01	-	-	-	-
嘉欣丝绸	002404.SZ	6.34	36.62	18.3	-	-	-	0.99	15.97	-	-	-
均值				80.22	0.97	1.13	1.28	0.67	13.18	11.53	10.01	8.89
中值				13.76	0.85	0.98	1.12	0.68	12.57	11.59	10.46	9.43
太湖雪	838262.BJ	9.42	5.01	14.4	0.59	0.71	1.18	1.59	15.73	12.9	7.7	5.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价、市值截至 2023 年 11 月 14 日 罗莱生活盈利预测来自开源证券，富安娜、水星家纺盈利预测来自 Wind 一致性预测）

## 4、风险提示

线下销售渠道地域集中风险、原材料价格波动风险、宏观经济情况波动风险。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	248	373	436	491	601
现金	46	174	145	160	213
应收票据及应收账款	44	34	70	93	90
其他应收款	2	3	8	8	10
预付账款	21	6	35	23	49
存货	130	151	172	201	232
其他流动资产	4	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	47	62	65	69	73
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	23	22	27	33	38
无形资产	2	2	2	2	1
其他非流动资产	22	38	36	34	34
<b>资产总计</b>	295	436	501	559	674
<b>流动负债</b>	104	117	150	160	209
短期借款	45	57	57	57	93
应付票据及应付账款	18	14	42	54	54
其他流动负债	41	45	51	49	62
<b>非流动负债</b>	12	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	116	140	173	183	231
少数股东权益	1	1	1	0	-0
股本	27	35	53	53	53
资本公积	30	134	116	116	116
留存收益	120	126	156	202	257
<b>归属母公司股东权益</b>	177	295	328	376	443
<b>负债和股东权益</b>	295	436	501	559	674

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-11	50	-3	46	54
净利润	36	31	37	63	84
折旧摊销	2	5	6	7	5
财务费用	4	0	4	7	9
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-63	-0	-50	-31	-45
其他经营现金流	9	14	0	0	1
<b>投资活动现金流</b>	-9	-4	-8	-10	-10
资本支出	13	5	8	10	10
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	23	81	-18	-21	-27
短期借款	15	12	0	0	35
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	8	18	0	0
资本公积增加	14	104	-18	0	0
其他筹资现金流	-7	-43	-18	-21	-62
<b>现金净增加额</b>	2	128	-29	15	18

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	373	340	517	731	915
营业成本	220	199	307	430	542
营业税金及附加	2	2	3	4	5
营业费用	82	76	119	165	194
管理费用	12	19	23	32	40
研发费用	14	15	23	29	37
财务费用	4	0	4	7	9
资产减值损失	-3	-3	0	0	0
其他收益	5	9	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	41	36	43	70	95
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	1	1
<b>利润总额</b>	40	35	42	70	94
所得税	4	4	5	7	10
<b>净利润</b>	36	31	37	63	84
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
<b>归属母公司净利润</b>	36	32	38	63	84
EBITDA	43	35	43	73	95
EPS(元)	0.68	0.59	0.71	1.18	1.59

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.0	-8.7	51.9	41.4	25.2
营业利润(%)	46.3	-12.5	18.8	65.7	34.1
归属于母公司净利润(%)	49.0	-13.2	19.8	66.3	34.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.1	41.7	40.6	41.2	40.8
净利率(%)	9.7	9.3	7.3	8.6	9.2
ROE(%)	20.3	10.5	11.4	16.7	18.9
ROIC(%)	15.9	7.4	8.7	13.6	14.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.4	32.0	34.5	32.6	34.3
净负债比率(%)	1.9	-36.5	-26.6	-27.1	-27.1
流动比率	2.4	3.2	2.9	3.1	2.9
速动比率	0.9	1.8	1.5	1.6	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	0.9	1.1	1.4	1.5
应收账款周转率	10.6	8.7	10.0	9.0	10.0
应付账款周转率	11.4	12.2	11.0	9.0	10.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.59	0.71	1.18	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	0.94	-0.06	0.87	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.33	5.55	6.16	7.08	8.33
<b>估值比率</b>					
P/E	13.4	15.4	12.9	7.7	5.8
P/B	2.7	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	11.4	10.9	9.2	5.3	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

38 / 40

## 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	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	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