

2025 年 01 月 06 日

证券研究报告·公司研究报告

太湖雪 (838262) 纺织服饰

持有 (首次)

当前价: 22.90 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新国货丝绸第一股，多渠道发力增长可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 新国货丝绸第一股，蚕丝被垂类品牌头部，2018-2020 年公司蚕丝被产品市占率位居行业前三，公司文创设计独树一帜，与博物馆跨界合作深化品牌影响力；2) 渠道布局日益完善，根据弗若斯特沙利文，2019 年-2023 年，太湖雪连续 5 年在全国蚕丝被专营品牌线上渠道销量第一，2024 H1 抖音渠道收入同比+80.3%，打造持续盈利能力，布局跨境电商及多个新兴线上渠道，在线下核心区域市场开设品牌旗舰型超级体验店，加速线上线下融合发展；3) 发力品牌营销，多维度跨界合作持续发力品牌推广，进一步夯实蚕丝被头部商家地位。
- 蚕丝被就选“太湖雪”，品牌深入人心。**根据中国纺织品商业协会和中国家用纺织品行业协会统计，2018-2020 年公司蚕丝被产品市占率位居行业前三，太湖雪品牌荣获中国十大丝绸品牌，公司在持续提升蚕丝被市场占有率的基础上，扩大品类推广，持续丰富跨界联名文创，讲好丝绸故事，弘扬丝绸文化。
- 丝绸行业营收创近五年新高，蚕丝被头部企业为行业发展中坚力量。**中国纺织工业联合会数据显示，2023 年丝绸行业营收创近五年新高 724.2 亿元，同比+9.0%。《中国蚕丝被市场调研报告（2023）》统计，2023 年全国蚕丝被市场规模已达到 220 亿元，全国蚕丝被主营企业的营收总体增长 8%，其中头部企业平均增长率 30%-50%，成为行业发展的中坚力量。
- 线上与线下、境内与境外双轮并举，渠道建设逐步完善。**公司在传统线上渠道天猫、京东已成为蚕丝被类目头部；24H1 抖音电商收入增速达 80.3%，未来将着力打造持续盈利能力；在海外市场，公司将加大亚马逊、海外官网投入。抖音本地生活、微信视频号、小红书、得物、沃尔玛等新兴渠道有望贡献增长。2024 年来，公司在线下开设品牌旗舰型超级体验店，提升门店运营质量，通过视频号、短视频及抖音本地生活等形式扩展公域流量、培养私域流量，线上线下融合发展。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润 CAGR 为 17.4%，对应 PE 为 41/27/22 倍。公司是新国货丝绸第一股，境外客户结构优化，线上渠道布局日益完善，文创设计独树一帜，与博物馆跨界合作深化品牌影响力，业绩有望逐步改善。太湖雪业务有别于传统家纺企业，A 股没有完全对标业务的公司，且处于北交所市场，市场估值较主板更高，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 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、存货余额较大的风险、汇率波动的风险、业绩下滑风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	531.39	517.98	597.72	699.81
增长率	56.07%	-2.52%	15.40%	17.08%
归属母公司净利润 (百万元)	34.35	30.05	45.13	55.50
增长率	8.86%	-12.52%	50.19%	22.98%
每股收益 EPS (元)	0.65	0.57	0.85	1.04
净资产收益率 ROE	10.88%	8.89%	12.07%	13.34%
PE	35	41	27	22
PB	3.88	3.63	3.28	2.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

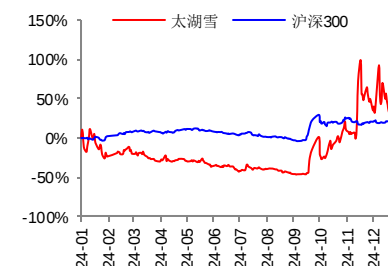
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 李艾菀

电话: 17396222897

邮箱: liac@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(万股)	5316.48
流通 A 股(万股)	2544.26
总市值 (亿元)	12.17
总资产(亿元)	4.76
每股净资产(元)	5.92

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 蚕丝被龙头销售渠道双轮并举，经济回暖拉动丝制品业绩复苏	1
1.1 以超级大单品蚕丝被为核心，传承太湖流域五千年非遗技艺	1
1.2 母女实控股权高度集中，股权激励发展成果共享	3
1.3 营收规模快速增长，盈利能力短期承压	4
2 行业竞争空间广阔，下游消费需求逐步回暖	6
2.1 传统产业链条走向成熟期，丝绸行业转型迈向提质增量新阶段	6
2.2 消费市场回暖带动消费升级，高端丝绸消费未来可期	8
2.3 电商平台、实体店、直播电商为主要消费渠道，竞争格局分散	9
3 聚焦微笑曲线两端为核心的高附加值发展业务链，营销发力增长可期	12
3.1 以爆品蚕丝被为核心，新国货丝绸一体化研发	12
3.2 线下渠道高渗透、线上渠道拓流量双轮驱动，境内、境外并举	19
3.3 苏州丝绸代表品牌“太湖雪”深入人心，品牌推广持续发力	24
4 盈利预测与估值	26
5 风险提示	28

图 目 录

图 1: 公司所获部分荣誉.....	1
图 2: 公司发展历程.....	2
图 3: 公司股权结构 (截至 2024 年 10 月 29 日)	3
图 4: 公司 2024 年员工持股计划拟分配情况.....	4
图 5: 公司业绩考核目标.....	4
图 6: 2019-2024Q3 年公司营业总收入及增速.....	4
图 7: 2019-2024 Q3 年公司归母净利润及增速.....	4
图 8: 2020-2024H1 公司分产品营收占比.....	5
图 9: 2020-2024H1 公司分销售模式营收占比.....	5
图 10: 2020-2024H1 分区域境内境外营收占比.....	5
图 11: 2019-2022H1 境内分地区营收占比.....	5
图 12: 2019-2024Q3 公司毛利率及净利率情况.....	6
图 13: 2019-2024Q3 公司各项费用率情况	6
图 14: 丝绸行业产业链概览.....	6
图 15: 2019-2023 年人均国内生产总值与人均可支配收入水平	8
图 16: 2019-2023 年社会零售消费品总额及增速.....	8
图 17: 2017-2021 年家纺行业和床上用品行业内销规模.....	8
图 18: 2019-2023 年家纺行业和床上用品出口规模	8
图 19: 2018-2023 年丝绸行业市场规模及增速	9
图 20: 2023 年蚕丝被线上、线下销售额占比	10
图 21: 2023 年蚕丝被购买渠道选择意愿分布 (%).....	10
图 22: 聚焦“微笑曲线”两端为核心的高附加值发展业务链.....	12
图 23: 公司蚕丝被收入.....	14
图 24: 2023 年中国消费者对于不同材质被芯的使用满意度.....	14
图 25: 公司床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰产品示例	14
图 26: 公司床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰产品收入 (百万元)	14
图 27: 2018-2022 年文化及相关产业增加值及占 GDP 比重.....	15
图 28: 我国礼品行业市场规模及预测	15
图 29: 公司与苏州丝绸博物馆联名姑苏十二色文创产品.....	15
图 30: 姑苏十二色番外篇:姑苏繁华图.....	15
图 31: 公司与周庄古镇合作的跨界创新设计.....	16
图 32: 公司产品定制业务.....	16
图 33: 公司企业客户	16
图 34: 公司研发费用维持在较高水平	17
图 35: 公司研发费用率超过可比公司均值	17
图 36: 公司分渠道销售收入	19
图 37: 公司分地区销售收入	19
图 38: 公司线上渠道收入拆分 (万元)	20
图 39: 公司线上渠道类型.....	20

图 40: 公司线上各平台收入 (万元)	20
图 41: 公司天猫、京东、抖音旗舰店	21
图 42: 公司海外官网	21
图 43: 与辉同行抖音直播间带货太湖雪蚕丝被	21
图 44: 太湖雪直播团队自播	21
图 45: 京东京造销售的太湖雪蚕丝被	22
图 46: 东方甄选蚕丝被专场直播	22
图 47: 公司线下渠道收入拆分 (万元)	23
图 48: 公司线下渠道类型	23
图 49: 公司终端店铺	23
图 50: 公司十全街店铺	24
图 51: 公司在十全街店铺打造的姑苏打卡墙	24
图 52: 首届太湖雪杯少儿丝巾设计大赛	24
图 53: 太湖雪环宇荟店夏日主题季茧花草帽活动	24
图 54: 公司蚕丝被市场占有率	25
图 55: 公司受邀参加米兰设计周“中国日”主题活动	25
图 56: 公司赞助道达尔·杯世界羽毛球锦标赛	25

表 目 录

表 1: 公司主要产品	2
表 2: 相关支持政策	7
表 3: 公司产品细分领域主要竞争对手与公司对比	11
表 4: 公司产品矩阵	12
表 5: 公司参与起草各类标准	16
表 6: 公司募投研发项目	17
表 7: 分业务收入及毛利率	26
表 8: 可比公司估值	27
附表: 财务预测与估值	29

1 蚕丝被龙头销售渠道双轮并举，经济回暖拉动丝制品业绩复苏

发端于“丝绸之府”——苏州吴江的太湖雪，专业从事丝绸相关产品的研发设计、生产制造、品牌推广、渠道建设和销售服务。经过十多年的深耕发展，公司形成了蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列。秉承技术创新理念，专注于蚕丝被工艺与技术的创新。公司荣获高新技术企业、国家级服务型制造示范企业、国家文化产业示范基地、全国版权示范单位、江苏省专精特新中小企业、江苏省重点培育和发展的跨境电商知名品牌等荣誉称号。截至 2024 年 6 月 30 日，公司累计发明专利 8 件，实用新型专利 90 件，著作权版权 2315 件。同时公司积极参与起草国家标准 5 项、行业标准 5 项、团体标准 7 项。公司参与制定的标准均已颁布实施，助力行业健康良性发展。

图 1：公司所获部分荣誉

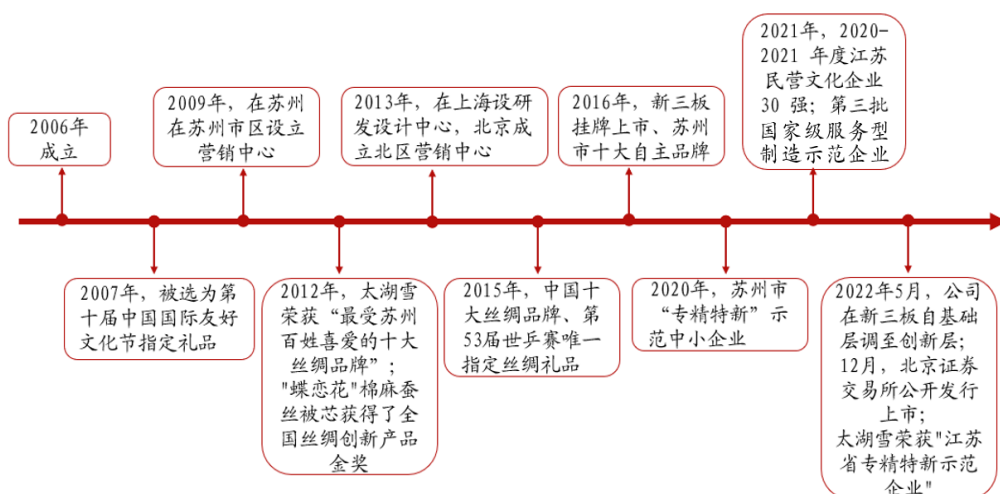


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 以超级大单品蚕丝被为核心，传承太湖流域五千年非遗技艺

公司秉承产品质量为企业的生命线，专注于蚕丝被工艺的技术传承与创新。自 2006 年成立以来，公司以超级大单品蚕丝被为核心，集丝绸制品的研发、设计、生产、销售于一体。2007-2012 年间，公司产品被选为第十届中国国际友好文化节指定礼品、荣获“最受苏州百姓喜爱的十大丝绸品牌”并设立了全国第一个营销中心。2016 年 8 月，公司挂牌全国中小企业股转系统。2018-2021 年，公司被评为“江苏省重点文化科技企业”、苏州市“专精特新”示范中小企业、2020-2021 年度江苏民营文化企业 30 强和第三批国家级服务型制造示范企业，公司发展迈上新台阶。2022 年 5 月，公司新三板股票自基础层调至创新层；同年 12 月成功上市北交所。

图 2：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司官网，西南证券整理

以“太湖雪”品牌为核心，形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列。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。在新消费、新国货、新零售的背景下，努力弘扬中华丝绸文化。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，“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。公司的“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 1：公司主要产品

产品系列	图示	产品说明
蚕丝被		唯一动物长纤维填充，被芯消费升级首选。 蚕丝被根据不同人群的温感需求分为春秋被、夏被、冬被、子母被等多样化产品，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。
床品套件		苏绣技法与“纤维皇后”碰撞，展现新国货丝绸之美。 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。床品套件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。
丝绸饰品		个性化、年轻化、时尚化，丝绸颜值小惊喜。 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，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。

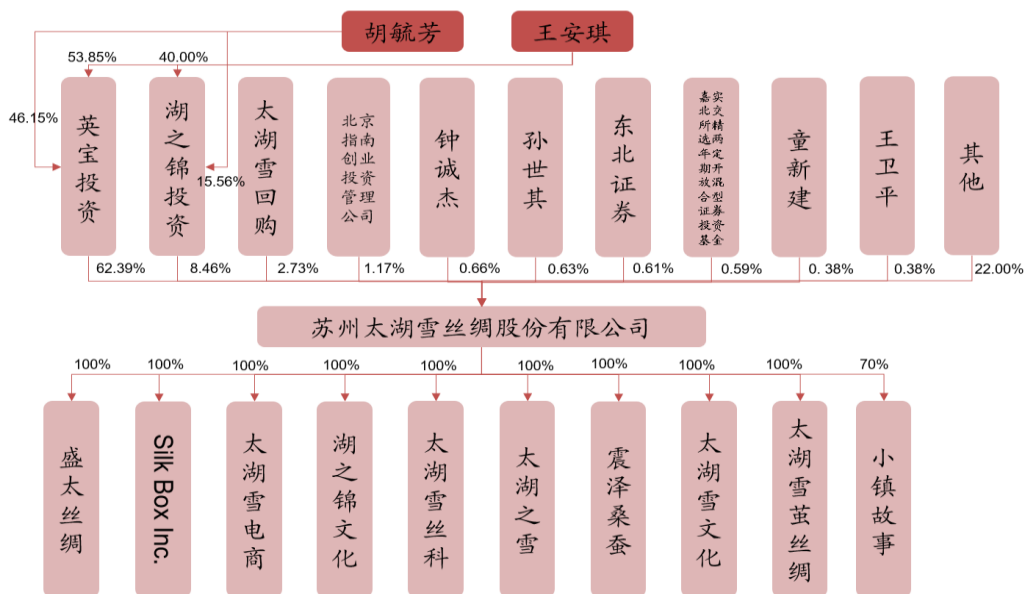
产品系列	图示	产品说明
丝绸服饰		多元化家居场景，契合当代生活方式。通过真丝面料的运用和人性化设计，在满足舒适性穿着体验的基础上，推出适用卧室、客厅、“出门一公里”等多元化居家场景，赋予丝绸服饰可外穿的多场景适应性设计，打破家居服与外衣之间的界限，契合当代生活方式。

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 母女实控股权高度集中，股权激励发展成果共享

股权结构集中，实控人董事长母女持股 68.1%。截至 2024 年 10 月 29 日，公司董事长兼总经理胡毓芳女士、董事兼副总经理王安琪女士通过英宝投资、湖之锦投资公司间接持有公司股份，分别占公司股份总额的 30.1%、37.0%，两人为母女关系，母女二人合计持有公司 67.1% 股份，是公司的实际控制人。董事长胡毓芳女士荣获全国劳动模范、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企业家等荣誉称号。

图 3：公司股权结构（截至 2024 年 10 月 29 日）



数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

股权激励计划顺利开展，激励员工共享成长果实。公司多次开展员工持股计划，曾于 2021 年 12 月将湖之锦投资平台胡毓芳转让持有的部分股权转让给公司核心骨干。2024 年 9 月，公司再度公告将实施员工持股计划，不超过 30 名员工将认购公司前期回购的不超过 145.4 万股股票（占公司目前股本总额的 2.7%），其中董监高共 3 人，其他员工不超过 27 人。

图 4：公司 2024 年员工持股计划拟分配情况

序号	姓名	职务	预计认购股数（股）	占本次员工持股计划总股数的比例	占公司总股本的比例
1	姚静雯	董事	100,000	6.88%	0.19%
2	尹蕾	董事	53,860	3.70%	0.10%
3	刘伟	监事会主席	40,000	2.75%	0.08%
董事、监事及高级管理人员小计			193,860	13.33%	0.36%
4	其他激励对象（不超过 27 人）		1,260,000	86.67%	2.37%
合计（不超过 30 人）			1,453,860	100%	2.73%

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司业绩考核目标

解锁安排	业绩考核目标	对应解锁比例
第一个解锁期	以公司 2024 年营业收入、净利润为基数，公司 2025 年净利润增长率不低于 10.00% (含本数) 或营业收入增长率不低于 15.00% (含本数)	50%
第二个解锁期	以公司 2024 年营业收入、净利润为基数，公司 2025-2026 年两年累计净利润增长率不低于 20.00% (含本数) 或 2025-2026 年两年累计营业收入增长率不低于 30.00% (含本数)	50%

数据来源：公司公告，西南证券整理

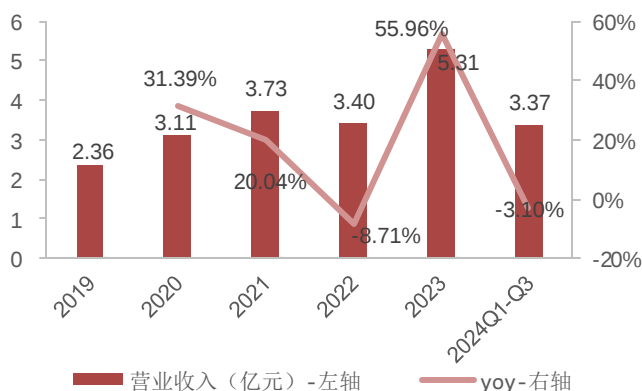
1.3 营收规模快速增长，盈利能力短期承压

消费品类整体承压，静待消费市场回暖经验改善。

1) 营收端，2019-2023 年，公司营收规模有所增长，CAGR 达 22.1%。2022 年，受疫情影响，公司各销售渠道的客流量下降、快递物流中断，营收同比降低 8.7%。2023 年，因公司积极落实募集投资项目中的营销渠道建设及品牌升级项目，完善线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式，营收同比+56.0%，达 5.3 亿元，创历史新高。2024 年前三季度，公司实现营收 4.4 亿元，同比-3.1%。未来，随着公司营销进一步发力，经济复苏带动下下游市场需求进一步扩张，营收有望企稳回升。

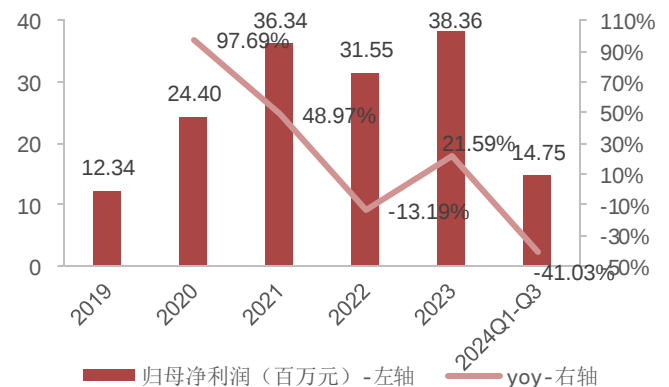
2) 从利润端看，2019-2021 年，公司归母净利润快速增长，从 982 万元增长到 1900 万元，2020 年增速高达 70% 以上。2022 年，受薇娅线上直播税务问题以及疫情影响，当年归母净利润同比下滑 13.2%。2023 年来，受益于疫情得到控制、公司积极拓展营销渠道和品牌升级，营收快速增长以及公司顺利上市获得政府补贴奖励，因而 2023 年归母净利润增长 21.6%。受消费市场需求不及预期，蚕丝被类可选消费品类整体承压的环境影响，公司 2024 年前三季度实现利润 1475.5 万元，同比下滑 41.0%。未来，随着消费市场回暖和公司销售渠道的进一步完善，未来公司产品销量和盈利能力有望回升。

图 6：2019-2024Q3 年公司营业总收入及增速



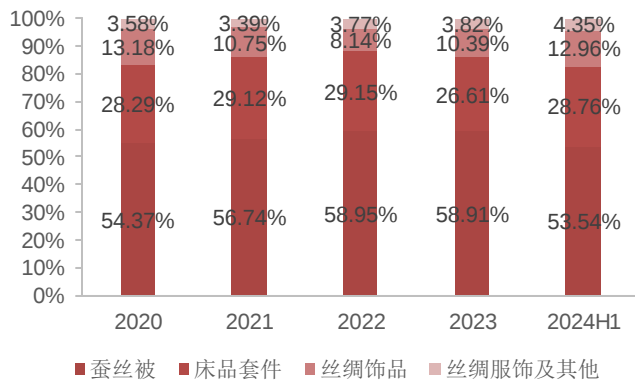
数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 7：2019-2024 Q3 年公司归母净利润及增速

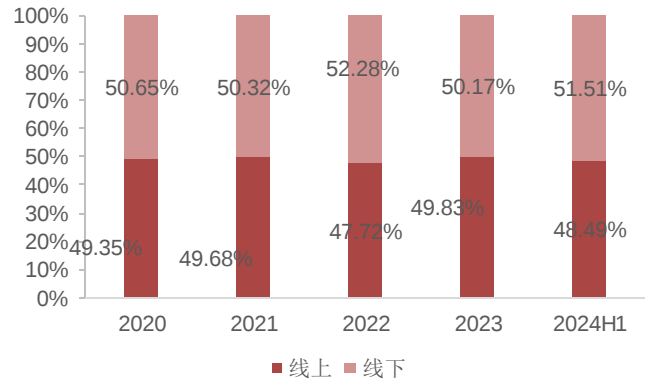


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

蚕丝被为主要产品，线上线下渠道平分秋色。蚕丝被为公司的核心产品，自 2020 年以来，其营业收入长期超过公司总营收的 50% 以上。2024H1，床品套件为公司贡献 28.8% 的收入，是公司的第二大收入来源。**公司有线上和线下两类销售渠道**，就销售总额占比而言，二者相差甚微。线下渠道作为传统销售渠道，销售渠道主要分为直营专卖、企业客户集采等。线上销售主要通过进驻天猫、京东、东方购物、唯品会、亚马逊、海外官网等国内外电商平台，构建起多平台销售渠道。线上渠道中天猫和京东长期占据主要地位。

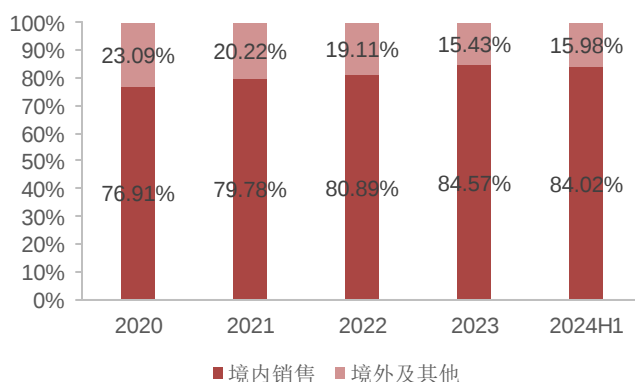
图 8：2020-2024H1 公司分产品营收占比


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

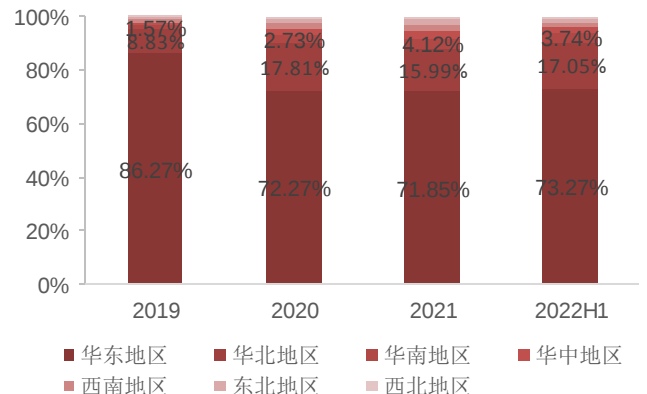
图 9：2020-2024H1 公司分销售模式营收占比


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

公司主营业务以境内销售为主，境内外销售模式初具雏形。从销售区域来看，2020-2024H1，公司内销占比一直高达 80% 以上，境内销售集中于华东地区和华北地区。公司地处华东地区（中国蚕丝被之乡震泽镇），即我国茧丝绸织造及贸易聚集地，周边丝绸产业链体系完备、交通及产业条件便利、下游消费市场成熟，存在大量优质资源可供整合。公司在保持上述区位优势地位的同时，积极布局销售网络，加大对华北地区的营销力度，持续进行市场开拓和客户服务。公司境外销售也由最初的亚马逊拓展到亚马逊和海外官网等平台，线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式形成。

图 10：2020-2024H1 分区域境内境外营收占比


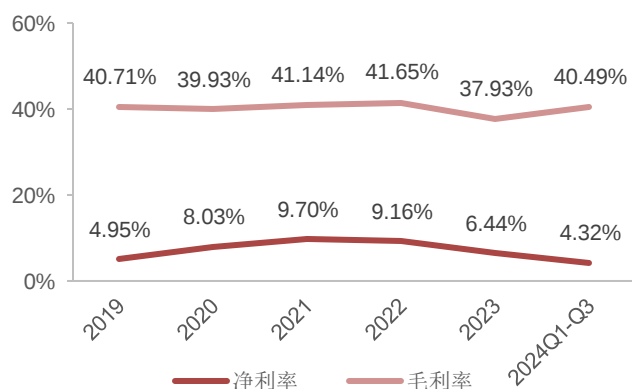
数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 11：2019-2022H1 境内分地区营收占比


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

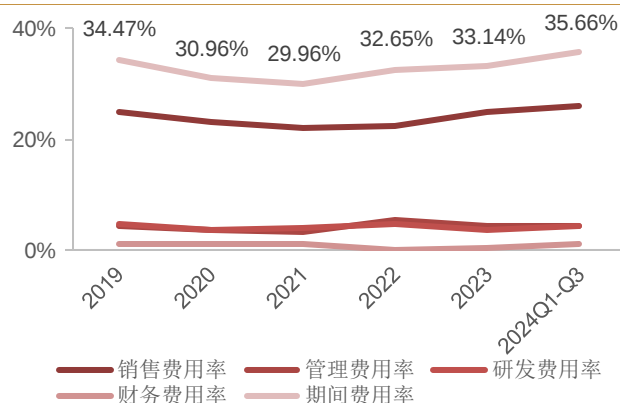
3) 盈利能力较为稳定, 销售及研发投入导致费用略有增长。2020-2024 年前三季度, 公司毛利率、净利率水平较为稳定, 毛利率基本维持在 40% 左右。2019-2022 年, 公司净利率水平由 5.0% 提升至 9.1%, 2023 年, 受销售费用投入增长影响, 净利率小幅下降至 6.4%。从费用端看, 2020 年以后, 主要受 2022 年上半年股权激励计划影响, 且公司现处于发展阶段, 研发投入和品牌营销费用较高, 因而期间费用率总体呈现上升趋势。2023 年来, 销售费用率进一步增长, 广告及业务宣传费增加、电商平台佣金及服务费增加及新增销售人员薪酬增长。

图 12: 2019-2024Q3 公司毛利率及净利率情况



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

图 13: 2019-2024Q3 公司各项费用率情况



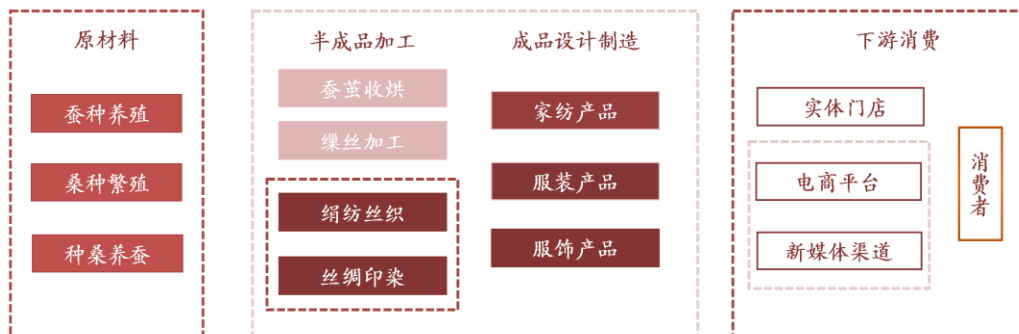
数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

2 行业竞争空间广阔, 下游消费需求逐步回暖

2.1 传统产业链条走向成熟期, 丝绸行业转型迈向提质增量新阶段

丝绸产业链大而全, 上游蚕丝产量世界领先。丝绸产业链经过多年发展, 产业链长且涉及行业跨度大, 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: 丝绸行业产业链概览



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

内循环驱动战略获国家政策支持，国货品牌在消费升级中迸发新生。我国丝绸业在改革开放中“蝶变”，竞争力增强，品质提升。在“互联网+”、消费升级的趋势下，丝绸业焕发新的生机，迎来黄金发展机遇期。2017 年以来，国家出台《蚕桑丝绸产业高质量发展行动计划(2021-2025 年)》、《关于茧丝绸行业“十四五”发展的指导意见》等政策，积极引导丝绸行业高质量发展，推动中小科技创新型企业上市融资和产业创新升级，促进国货品牌建设。

表 2：相关支持政策

政策名称	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、文化和旅游部、国家市场监督管理总局、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，蚕桑茧丝资源综合利用水平不断提高，丝绸文化和品牌影响力持续增强，初步形成高质量发展的产业体系。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。
《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	商务部	2020.2	指导跨境电商综试区提供海外仓信息服务，帮助企业利用海外仓扩大出口。支持市场采购贸易与跨境电商融合发展，探索试点市场闭市期间成交新渠道。
《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。培育壮大个性化定制企业和平台，推动企业发展个性化定制、规模定制、高端定制。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	2017.2	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。

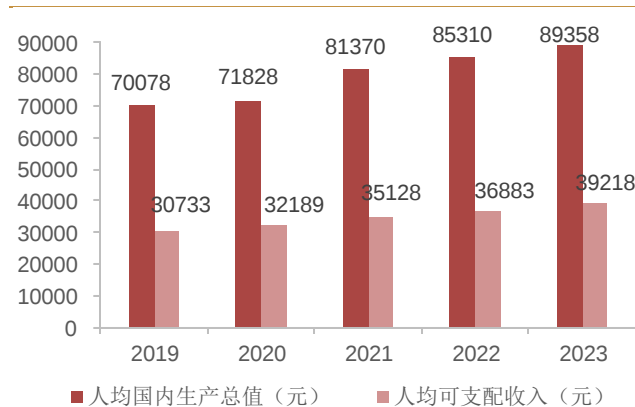
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

国货品牌崛起，消费者对于国货品牌的认可度也在不断提升。随着“国潮风”的盛行，越来越多的消费者开始青睐具有中国传统文化元素和历史文化底蕴的国货产品。这不仅体现在新中式穿搭、国潮文创产品等领域，也在丝绸等高端消费品市场中得到了充分体现。国货丝绸品牌通过不断创新和品质提升，成功吸引了大量年轻消费者的关注。这些品牌在产品创新、工艺技术创新以及丝绸文化的融合方面下足了功夫，研发出了众多具有独特魅力和高品质的丝绸制品。这些产品不仅满足了消费者对美观和舒适的需求，也体现了对传统文化的尊重和传承。新生代消费者“祛媚洋牌，认可国货”的态度，是消费观念升级的一个重要体现。他们更加注重产品的品质、文化内涵和社会价值，而不仅仅是追求品牌效应或者跟风消费。这种消费态度的转变，为国货品牌提供了更大的市场空间和发展机遇。国货品牌的成功，也得益于国家对于民族产业的支持和推动。在政策引导和市场需求的三重推动下，国货品牌得以快速发展壮大，并在国际市场上崭露头角。未来，随着消费者对品质和文化内涵的进一步追求，国货品牌有望继续保持强劲的发展势头，成为中国消费市场的重要力量。

2.2 消费市场回暖带动消费升级，高端丝绸消费未来可期

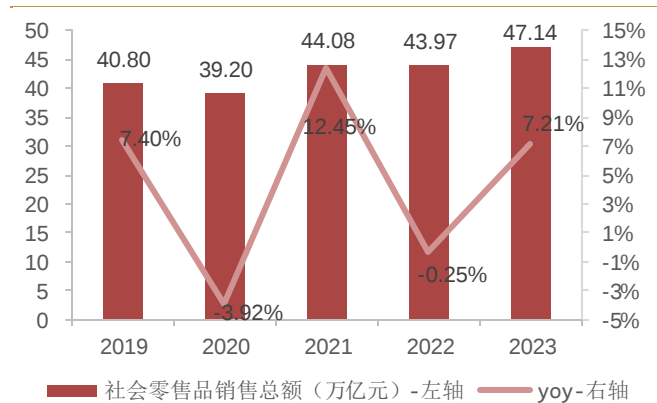
消费回暖利好丝绸周期性行业，经济发展与收入增长激发丝绸产品消费。丝绸行业中高端消费领域和周期性行业的定位，决定了其发展与经济发展和居民收入增长息息相关。根据国家统计局数据，2019-2023 年间，我国人均国内生产总值与人均可支配收入水平稳步增长，2023 人均国内生产总值达到 8.9 万元人民币，人均可支配收入达 3.9 万元人民币。同时，随着经济增长，我国社会零售消费品总额也呈现出上升趋势，2022 到 2023 年间，我国社会零售消费品总额由 44.0 万亿元升至 47.1 万亿元，同比增长 7.2%。居民消费需求逐渐从注重数量转向追求质量、从生存型消费转向发展型和享受型消费。

图 15：2019-2023 年人均国内生产总值与人均可支配收入水平



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 16：2019-2023 年社会零售消费品总额及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

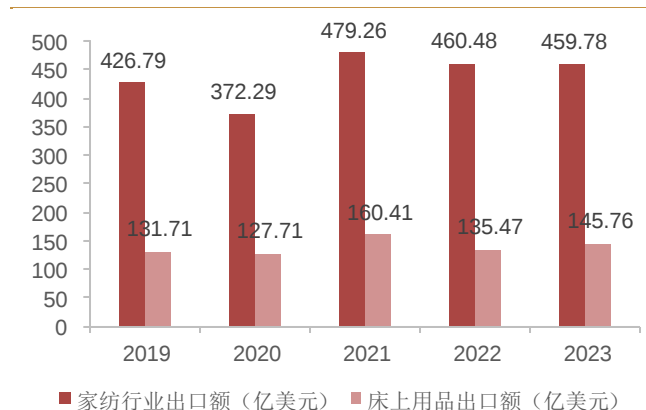
家纺市场产值过千亿，市场空间广阔。根据中国家纺协会的数据统计显示，从内销规模来看，2017-2021 年我国家纺行业及床上用品行业规模以上企业内销规模总体略有波动；受新冠疫情影响，2019-2020 年内销规模连续两年下降，2021 年触底反弹，家纺和床上用品行业内销规模分别同比增长 9.0% 和 13.8%。另一方面，家纺及床上用品行业出口额较 2020 年有所回升。2023 年，家纺出口额同比上年有所下降，但降幅呈逐渐收窄趋势，实现出口额共计 459.8 亿美元，同比下降 2.3%，降幅较 2022 年收窄约 1.6pp。随着宏观环境的改善、消费需求的提升和双循环布局的政策搭配，我国家纺行业和床上用品行业仍拥有广阔的市场前景。

图 17：2017-2021 年家纺行业和床上用品行业内销规模



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

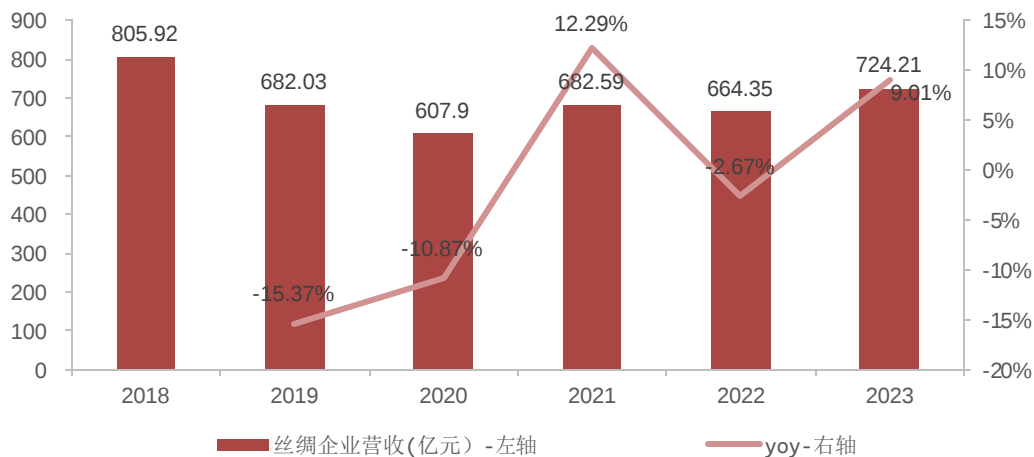
图 18：2019-2023 年家纺行业和床上用品出口规模



数据来源：公司招股说明书，中国家纺协会，西南证券整理

产业升级引导国内外高端丝绸消费初见成效，蚕丝被头部企业为行业发展的中坚力量。中国纺织工业联合会提供数据显示，受新冠疫情反复和国际消费疲软影响，2022 年丝绸行业整体营业收入略有下降，全国 559 家规模以上丝绸企业营业收入 664.4 亿元，2023 年以来，丝绸行业触底反弹，营业收入创近五年新高，升至 724.2 亿元，同比增长 9.0%。据《中国蚕丝被市场调研报告（2023）》统计，截至 2023 年底，全国蚕丝被市场规模已达到 220 亿元，全国蚕丝被主营企业的营业收入总体增长 8%，行业复合增长率达到 6.8%，显示出强劲的市场增长势头，其中头部企业的平均增长率更是高达 30%-50%，成为行业发展的中坚力量。

图 19：2018-2023 年丝绸行业市场规模及增速



数据来源：中国丝绸协会，西南证券整理

2.3 电商平台、实体店、直播电商为主要消费渠道，竞争格局分散

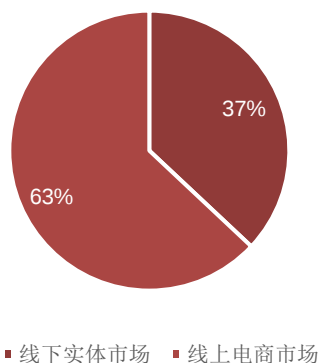
丝绸行业充分竞争淘汰落后企业，产品创新显著提高竞争优势。丝绸行业在我国是一个充分竞争的行业，行业内以中小企业为主，产业链较长，众多企业分布在产业链的不同位置，各企业市场份额都较小，集聚性不强。根据国家统计局数据，截至 2022 年末，全国规模以上丝绸工业企业为 587 家，较 2021 年减少 28 家，连续 9 年下降，通过淘汰落后公司使市场份额逐渐向创新型龙头企业聚集。丝绸行业作为我国传统产业，近年来国家产业政策积极引导丝绸行业高质量发展，推动产业科技创新。以公司为代表的行业头部企业在品牌宣传、产品研发、技术升级等方面有较大投入，市场规模不断扩大。在蚕丝被细分领域，行业内优质蚕丝被生产企业通过技术研发优化产品，不断拓宽蚕丝被的使用场景，更新产品技术、并利用数字化转型升级，优化品牌的质量水准与产品服务，在给消费者良好体验的同时增强市场竞争力。

线下渠道发展方向主要集中在打造新业态、新场景，线上渠道的渗透率迅速上升。当前蚕丝被消费渠道主要分为线下和线上两大体系。线下渠道方面，其发展方向主要集中在新业态、新场景的打造上。随着消费者对于购物体验要求的提升，传统的门店销售模式已经难以满足现代消费者的需求，因此线下渠道需要不断创新，通过打造更加舒适、便捷的购物环境，以及提供个性化的服务，为消费者带来全新的消费体验。这种新业态、新场景的打造，不仅能够吸引更多消费者，还能够提升蚕丝被的品牌形象和市场竞争力。与此同时，线上渠道的

渗透率正在迅速上升。随着互联网的普及和电商平台的兴起，越来越多的消费者开始选择在线上购买蚕丝被。线上消费习惯的培养以及消费者代际结构的转变，都为线上渠道的发展提供了有力支持。《中国蚕丝被市场调研报告（2023）》数据显示，2023 年国内蚕丝被电商销售规模占比整体蚕丝被市场规模已达到 63% 左右，线上渠道在蚕丝被销售中占重要地位。线上渠道不仅能够突破地域限制，让蚕丝被产品覆盖更广泛的消费群体，还能够通过大数据分析、精准营销等手段，更好地满足消费者的个性化需求。因此，对于蚕丝被企业来说，要想在激烈的市场竞争中脱颖而出，就必须同时重视线下和线上两大渠道的发展。一方面，要不断创新线下销售模式，提升消费者购物体验；另一方面，也要积极布局线上渠道，利用电商平台拓宽销售渠道，提升品牌影响力。通过线上线下的有机结合，蚕丝被企业才能够实现更加稳健、可持续的发展。

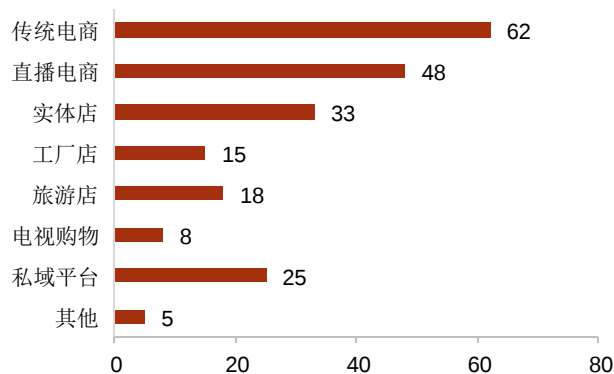
蚕丝被购买渠道的变化趋势呈现出多元化、个性化的特点，电商平台、实体店、直播电商为主要消费渠道。综合电商平台、品牌实体店、直播电商平台及线下旅游店和私域平台等各有优势，共同构成了蚕丝被市场的销售渠道格局。首先，综合电商平台以其广泛的商品选择、便捷的价格比较及完善的物流和售后服务体系成为了消费者购买蚕丝被的首选渠道，62% 的消费者选择通过淘宝、京东、天猫等综合电商平台购买。其次，直播电商平台作为新兴的销售渠道正迅速崛起，48% 的消费者选择通过抖音、快手等直播电商平台购买蚕丝被。另外，品牌实体店虽然占比 33%，但仍然是消费者购买蚕丝被的重要渠道之一，对于单价相对较高的蚕丝被品类，消费者更倾向于在实体店中触摸、试穿，以更为直观地感受产品质量和款式合适程度。实体店购物的方式在某些方面仍然具有优势，如提供亲身体验、专业咨询以及即时售后服务等。此外，线下旅游店和私域平台如小红书等也占据了一定的市场份额。18% 的消费者会选择在旅游过程中购买蚕丝被作为纪念品或礼品，而 25% 的消费者倾向于在小红书等私域平台购买。

图 20：2023 年蚕丝被线上、线下销售额占比



数据来源：《中国蚕丝被市场调研报告（2023）》，西南证券整理

图 21：2023 年蚕丝被购买渠道选择意愿分布(%)



数据来源：《中国蚕丝被市场调研报告（2023）》，西南证券整理

蚕丝被市场上主要竞争对手主要包括罗莱生活、富安娜、水星家纺，丝绸行业主要竞争对手为万事利。其中，罗莱生活、富安娜、水星家纺均为行业龙头企业，其被芯及床品套件涵盖各类材质，产品品类丰富，各家通过打造专属产品定位，树立核心竞争力，不断提升品牌影响力。而万事利主要集中在丝绸领域，产品包括丝绸文化创意品与丝绸纺织制品两大类，包括丝巾、组合套装、家纺、品牌服装、围巾、丝绸工艺品、丝绸面料、贴牌服装等。与罗莱生活、富安娜、水星家纺产品多元化发展不同，太湖雪选择在细分领域进行专业化经营，被芯类产品基本为蚕丝被，床品套件产品也主要为真丝类材质。

表 3：公司产品细分领域主要竞争对手与公司对比

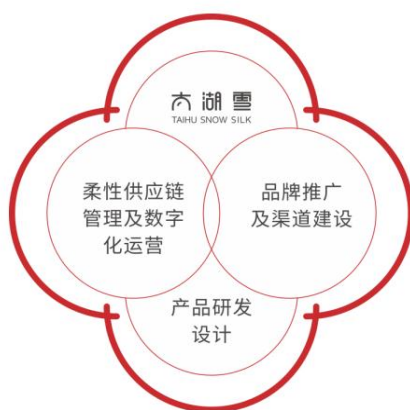
同行业公司	基本情况	产品定位	销售渠道
罗莱生活	罗莱生活成立于 1992 年,是国内最早涉足家用纺织品行业集研发、设计、生产、销售于一体的龙头企业。公司采用多品牌运作策略,具有较强的品牌知名度和美誉度。罗莱主品牌保持多年连续行业第一的地位,其他子品牌市场定位清晰,满足消费者多元化个性需求和对高品质生活方式的追求。	主要产品为床品套件等家纺产品,蚕丝被为补充类被芯产品,定位中高端。	公司线下销售采用“特许加盟连锁+直营连锁+集采团购”的复合营销模式。 线上销售在与天猫、京东、唯品会等大型电商平台开展合作基础上,积极布局网络直播、社群营销、品牌小程序等新兴销售渠道,并探索各类新营销方式。
富安娜	富安娜主要从事床上用品的研发、设计、生产和销售业务,是首批获得“中国名牌”产品称号的国内床上用品企业之一,其主导产品床上用品所占市场份额近几年一直处于国内行业三甲之列,“富安娜”商标荣膺“中国驰名商标”称号。	主要产品为床品套件等家纺产品,蚕丝被为补充类被芯产品,定位中高端床品套件。	以直营、加盟和电商三大营销渠道,逐步布局“艺术家纺+艺术家居”的线上和线下的门店空间。
水星家纺	公司坐落于上海奉贤综合工业开发区,公司以“水星”品牌为主,“百丽丝”品牌为辅,以“水星家纺婚庆馆”“水星宝贝”“水星 KIDS”等品牌为组合细分品类。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。公司产品涵盖床罩多件套、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。	主要产品为床品套件等家纺产品,蚕丝被为补充类被芯产品,定位中高端床品套件。	以经销、网络销售和直营为主,团购、国际贸易等为辅的多通路立体销售模式
万事利	公司将中国传统丝绸文化与创意设计、数码印花生产工艺相结合,专业从事丝绸相关产品的研发设计、生产与销售。“万事利”是行业内的知名品牌。	丝绸文化创意品(自有终端品牌)包括丝巾、组合套装、家纺、品牌服装、围巾、丝绸工艺品;丝绸纺织制品(非自有终端品牌)包括丝绸面料、贴牌服装。	公司直销模式通过企业团购及个人团购、直营门店及展示营销中心、线上平台销售;分销模式通过加盟商、经销商、代销商销售。
太湖雪	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。在新消费、新国货、新零售的背景下,努力弘扬中华丝绸文化。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,“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。	主要产品为蚕丝被、真丝套件,定位中高端蚕丝被、床品套件、丝绸服饰、丝绸饰品。	线上渠道方面:公司在天猫、京东、唯品会、抖音、视频号等国内电商平台以及亚马逊跨境电商平台均设立了品牌直营店,还通过太湖雪海外官网等电子商务平台进行线上销售。 线下渠道方面:公司聚焦苏州、北京核心区域市场,通过直营门店及企业客户集采方式进行销售。

数据来源:公司招股说明书,公司问询函,各公司公告,西南证券整理

3 聚焦微笑曲线两端为核心的高附加值发展业务链，营销发力增长可期

占领微笑曲线两端，产品设计、品牌运营两手抓。太湖雪作为市场上具备一定行业知名度的丝绸代表品牌，公司聚焦“微笑曲线”两端的业务发展模式，即专注产品研发设计、品牌推广、渠道建设和销售服务等附加值较高的业务链上游的核心环节，辅之柔性供应链管理及数字化运营，提高整体运营效率。公司大力投入研发创新打造产品力，自主掌握核心工艺技术，主要依托蚕丝被大单品实现可持续高增长。线下线上销售渠道并举，线下店铺建设主要拓展长三角地区，线上市场已成为蚕丝被细分市场头部，未来将加速营销投放和线下引流。

图 22：聚焦“微笑曲线”两端为核心的高附加值发展业务链

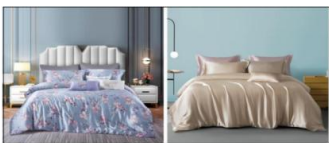


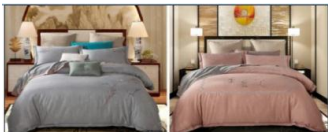
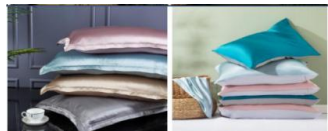
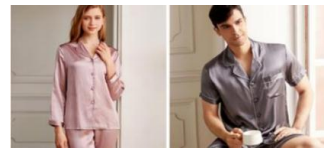
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 以爆品蚕丝被为核心，新国货丝绸一体化研发

宽品类多场景覆盖，窄品项大单品打造。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。蚕丝被主要包括桑蚕丝、柞蚕丝和桑柞混合材质的夏被、春秋被、冬被和子母被；床品套件涵盖真丝、全棉套件及真丝枕套枕芯；丝绸饰品包括真丝丝巾、眼罩、口罩、发带、睡袋等；丝绸服饰主要为真丝睡衣。

表 4：公司产品矩阵

产品系列	材质	产品名称	图示	产品说明
蚕丝被	桑蚕丝	夏被、春秋被、冬被、子母被		蚕丝被内部填充 100% 蚕丝分为春夏秋冬及子母被等多样化产品，可满足消费者不同场景使用需求。面料除采用传统的提花、印花等工艺外又添加抗菌，香氛等功能。
	柞蚕丝			
	桑柞混合			
床品套件	真丝	真丝套件		真丝套件产品采用 100% 真丝面料，质地柔软、触感细腻。真丝素有“纤维皇后”纤维中含有人体所必须的 18 种氨基酸，有人类的“第二皮肤”的美称。

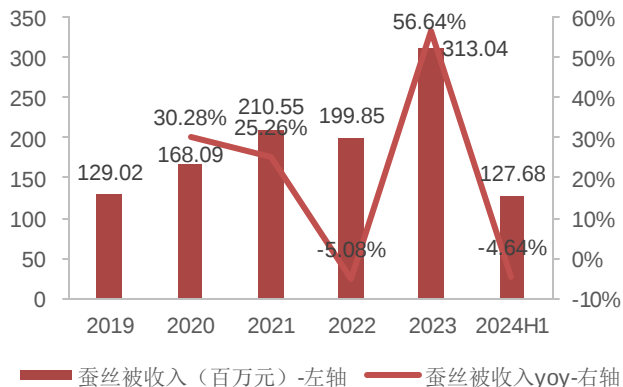
产品系列	材质	产品名称	图示	产品说明
	全棉	全棉套件		全棉套件产品采用柔软细腻的纱线织造而成的全棉面料缝制。质感均细腻柔软，花型经典耐看。
	真丝	真丝枕套		真丝枕套 A 面采用 100%真丝制作，面料光泽柔和、细腻亲肤。产品有时下流行的莫兰迪等纯色系列，还有设计师手绘印花系列。
	桑蚕丝	真丝枕芯		真丝枕芯内部填充蚕丝、化纤，舒适透气、轻柔回弹，有助于提升消费者睡眠质量。枕芯面料顺滑亲肤，工艺上采用可拆卸设计，方便清洗。
丝绸饰品	真丝	真丝丝巾、眼罩、口罩、发带、睡袋等		以真丝面料为原料，开发出真丝丝巾、真丝眼罩、真丝口罩、真丝发带、真丝睡袋等丝绸饰品。将丝绸应用渗透到日常生活中，打造丝绸生活方式新理念。
丝绸服饰	真丝	真丝睡衣		真丝睡衣产品颜色、款式、风格多样，以满足消费者多样化场景需求。真丝面料柔软亲肤，可以带来更舒适的家居生活体验。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

标准化产品蚕丝被为传统优势产品，市占率位居行业前三。蚕丝被产品是公司传统优势产品系列，2023 年公司单蚕丝被产品共实现收入 3.1 亿元，同比增长 56.6%。公司蚕丝被内部填充 100%蚕丝，为消费者提供春秋被、夏被、冬被、子母被等多样化产品，可满足不同场景的使用需求。公司秉承“蚕丝被就选太湖雪”的品牌战略，积极传播引导健康的丝绸产品消费理念，通过技术创新不断提升产品品质。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。

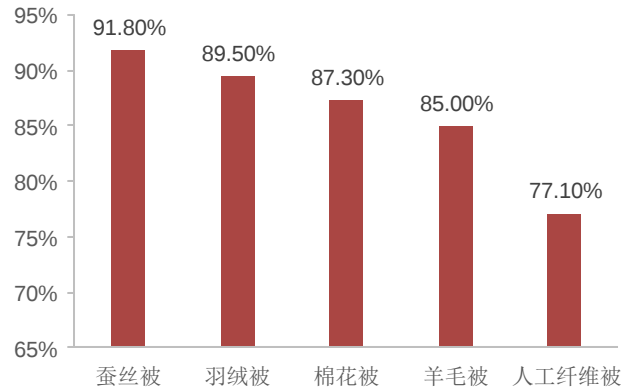
蚕丝被为被芯消费升级首选，看好头部企业太湖雪优先享受市场增长红利。蚕丝被中的填充物蚕丝是唯一的天然动物蛋白长纤维，含有人体必须的 18 种氨基酸，具有透气性好，保暖性佳，且贴肤柔软、蓬松轻盈等特点。蚕丝被根据不同人群的温感需求分为春秋被、夏被、冬被、子母被等多样化产品，可满足消费者不同场景的使用需求。面料除采用传统的提花、印花等工艺外，有添加抗菌、香氛等功能从而营造健康的睡眠环境体验。在消费升级背景下，消费者对蚕丝被及丝绸制品的舒适、亲肤、柔软等各方面需求有所提升，高端产品市场前景将更为广阔。根据艾瑞咨询与水星家纺发布的《2023 年中国被芯白皮书》，2023 年中国消费者对蚕丝被芯的满意度达到 91.8%，领先于羽绒被、棉花被、羊绒被、人工纤维被芯。在被芯消费升级的趋势下，我们认为公司作为蚕丝被头部企业，将优先享受行业增长红利。

图 23：公司蚕丝被收入



数据来源：中国丝绸协会，西南证券整理

图 24：2023 年中国消费者对于不同材质被芯的使用满意度



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

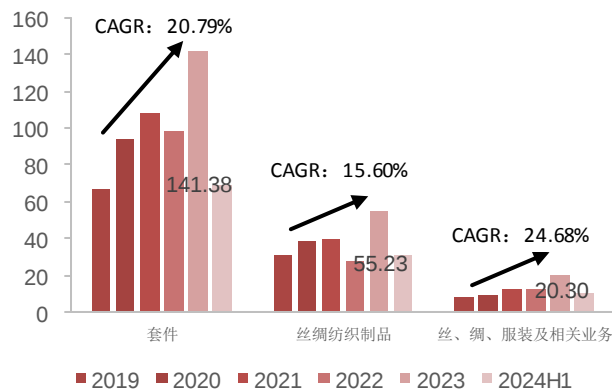
新国货丝绸一体化研发，贴近消费者。公司产品兼具实用性与文化创意，围绕蚕丝原料，积极探索，创新以丝绸作为文化艺术呈现的产品。床品套件在花型款式设计中不断挖潜中国传统丝绸文化及江南地域文化符号的同时融合苏绣等非遗技法，满足高端客户在床品套件使用过程中的审美需求和功能诉求。丝绸饰品融合中国传统丝绸美学进行创新设计，推出个性化、年轻化、时尚化的产品，注重产品文化属性和内涵培育，从而与消费者建立文化认同连接，提升消费体验及影响力。丝绸服饰通过真丝面料的运用和人性化设计，在满足舒适性穿着体验的基础上，推出适用卧室、客厅、“出门一公里”等多元化居家场景，赋予丝绸服饰可外穿的多场景适应性设计，打破家居服与外衣之间的界限，契合当代生活方式。

图 25：公司床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰产品示例



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：公司床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰产品收入（百万元）

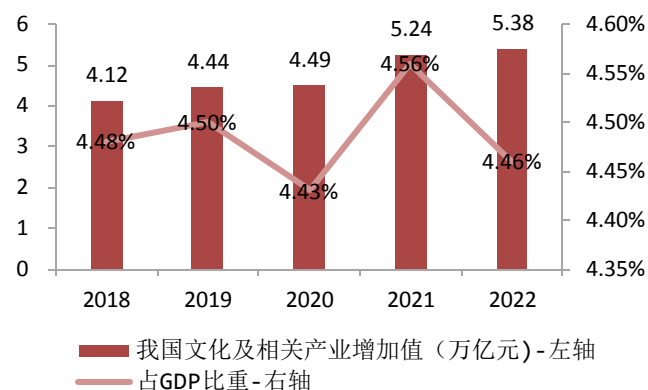


数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

丝绸兼具文化与礼品属性，紧随国货潮流，有望受益于文化、礼品行业规模持续增长。《新洞察：00 后的消费理念与消费主张》指出，新一代年轻人更愿意为能够提供情感价值的消费买单，追求自我认同和社会认同的双重满足，在消费选择上更倾向于选择国货品牌，00 后已逐渐成为新的国潮消费主力军。00 后对中国文化有着强烈的自信，更容易接受和喜爱国货品牌。根据艾媒咨询，2023 年中国国潮经济市场规模为 2.1 万亿元，同比增长 9.4%，预计到 2028 年将突破 3 万亿元。2024 年《政府工作报告》中，国货“潮品”与智能家居、文娱旅游、体育赛事等并列，被作为积极培育的新消费增长点。相较于其他纺织服装商品，丝绸制品具有更明显的文化属性与礼品属性，更能在“国货替代”进程中体现出优势。据艾媒咨询，2018-2022 年，我国礼品行业市场规模从 8000 亿元增长至 1.2 万亿元，预计 2027 年将达

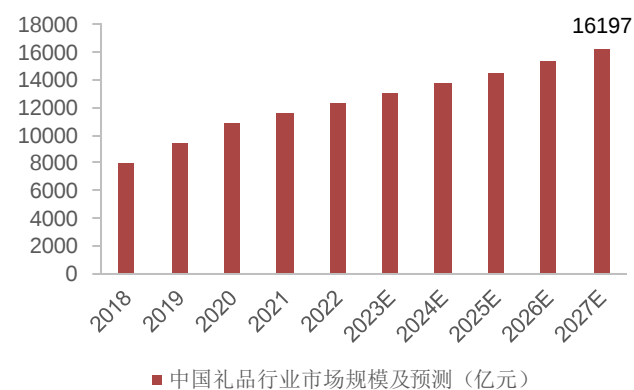
1.6 万亿元。同时，我国文化产业规模不断扩大，国家统计局数据显示，2018-2022 年，我国文化及相关产业增加值由 4.1 万亿元增长至 5.4 万亿元，CAGR 为 9.2%，占 GDP 的比重为 4.5% 左右。

图 27：2018-2022 年文化及相关产业增加值及占 GDP 比重



数据来源：国家统计局，Wind，西南证券整理

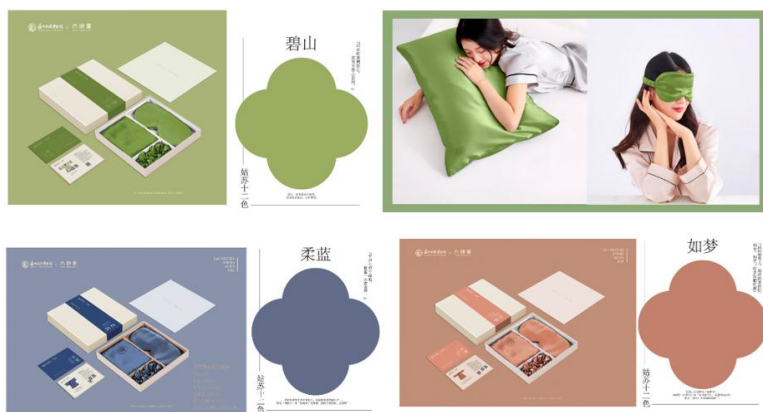
图 28：我国礼品行业市场规模及预测



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

文创设计独树一帜，博物馆跨界合作深化品牌影响力。公司通过人才引进以及内部培养组建了一支拥有原创设计能力以及定制化设计能力的研发设计团队。公司在经典花型设计元素的基础上，广泛借鉴国际先进设计理念，并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。利用在蚕丝制品研发的领先优势，公司加大与苏州博物馆、苏州丝绸博物馆、中国大运河博物馆、云冈石窟博物馆等跨界联名合作的宽度和深度，通过个性化、定制化的联名蚕丝制品，讲好丝绸故事，弘扬丝绸文化。

图 29：公司与苏州丝绸博物馆联名姑苏十二色文创产品



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

图 30：姑苏十二色番外篇:姑苏繁华图



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

图 31：公司与周庄古镇合作的跨界创新设计



数据来源：公司公告，西南证券整理

具备定制能力，文创定制服务多家大型企业客户。公司具有深厚的行业经验、研发设计经验积累以及技术储备，已取得版权 2000 余项。产品的创新设计包括花型设计、款式开发、工艺升级以及定制化产品设计，注重丝绸文化挖掘、时尚颜值表现。针对传统节日推出“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、山色空濛】等联名设计产品，取得了较好的效果和客户评价。

图 32：公司产品定制业务

客户类型	产品图示	产品说明
企业客户		公司为企业客户提供定制化服务，打造具有企业特色的丝绸类产品。目前已服务机构、企业客户有苏州广播电视总台、相城文商旅集团、碧桂园等。
个人客户		个人定制化业务以婚庆产品为主。采用刺绣工艺，将新人名字以及祝福话语定制在家纺产品中。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：公司企业客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

自主掌握核心技术，积极参与起草各类标准引领行业。公司自主掌握种桑养蚕及蚕丝处理技术、面料生产工艺技术、生产工艺升级及设备改造、功能型新产品开发等核心技术。同时，利用供应充足的外协厂商，将附加值相对较低的棉套件的裁剪、缝纫等工序委外，提高公司竞争力和盈利能力。截至 2024 年 6 月 30 日，公司积极参与起草国家标准 5 项、行业标准 5 项、团体标准 7 项。公司参与制定的标准均已颁布实施，助力行业健康良性发展

表 5：公司参与起草各类标准

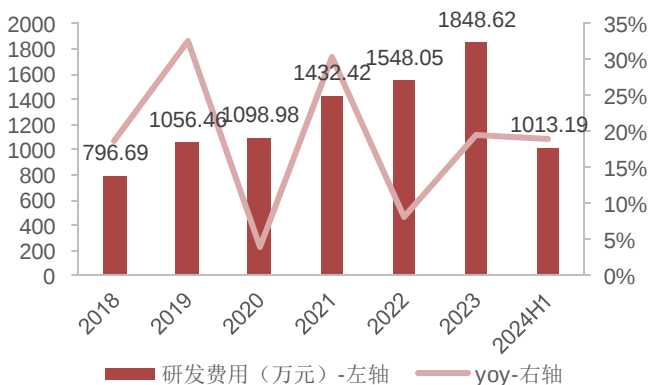
序号	标准名称	标准类别
1	《桑蚕天然彩色茧》(GB/T29571-2013)	国家标准
2	《苏绣》(GB/T38029-2019)	国家标准
3	《蚕丝被》(GB/T24252-2019)	国家标准

序号	标准名称	标准类别
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

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

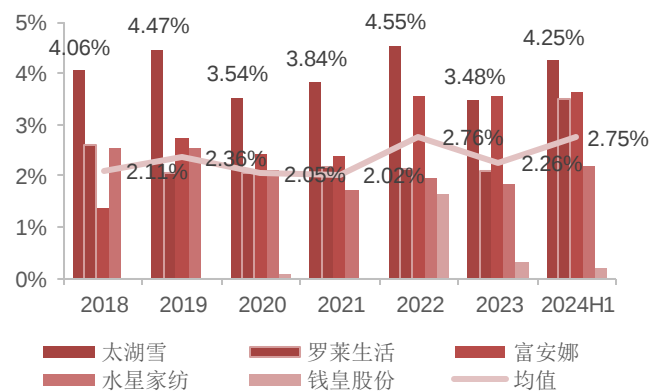
持续开展研发项目，预计研发费用占营收比重持续领先同行。公司秉承技术创新，专注于蚕丝被工艺与技术的创新。截至 2024 年 6 月 30 日，公司累计发明专利 8 件，实用新型专利 90 件，著作权版权 2315 件。公司建立了以自主研发为主、合作研发为辅的研发模式，保障技术先进性及创新性。目前已拥有省级企业技术中心、省级工艺设计中心、省级工程技术研究中心等研发创新载体；同时，与苏州大学、北京服装学院、东华大学、浙江理工大学、南京农业大学等高校建立产学研基地。公司 2023 年研发费用达 1848.6 万元，同比增长 19.4%，研发费用率达 3.5%，大幅高于可比公司的均值 2.3%。公司计划将上市募集资金 3002 万元投入研发相关项目，新研发项目涉及原材料品质优化、产品创新设计研发、睡眠健康行业研究、质检技术提升等多个方面。该项目的建设将显著提升公司的研发实力，为公司的可持续发展提供技术支持、产品储备以及人才储备。

图 34：公司研发费用维持在较高水平



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 35：公司研发费用率超过可比公司均值



数据来源：iFinD，西南证券整理

表 6：公司募投研发项目

序号	项目名称	项目简介
1	优质蚕品种改良及规模化饲养技术研发	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，以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	为了适应生态友好型蚕丝的发展，桑树种植病虫害采用生态防治；由于蚕宝宝的饲养对生存环境的要求较高，除了温度适宜以外，还需要清洁卫生、无环境污染的环境。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。

序号	项目名称	项目简介
3	功能性产品研发及应用	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，并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。 抗菌防螨系列蚕丝被：采用天然生物活性抗菌剂对蚕丝被被芯材料丝绵片和胎套面料进行抗菌处理，有效抑制大肠杆菌、白色念珠菌、金黄色葡萄球菌等有害细菌的生长和繁殖，并减少异味的产生。采用植物性防螨剂进行处理，有效防止螨虫细菌的滋生，远离螨虫细菌危害，杜绝螨虫诱发的皮炎。 抗菌消臭系列蚕丝被：充分利用富含阴离子基团和阳离子基团两种生物材料，通过生物交联剂将其交联固着于蚕丝被被芯材料丝绵片上，利用它们分别与碱性臭气和酸性臭气的相互作用，提升对臭气的吸附力，并同时利用它们防止细菌繁殖的作用，抑制细菌代谢产物而引起的恶臭，达到消臭目的。 保湿护肤系列蚕丝被：对蚕丝被被芯材料丝绵片和胎套面料进行抗菌处理，采用透明质酸护肤加工剂、氨基酸护肤加工剂、胶原蛋白加工剂，结合维生素E整理剂、植物性抗氧化剂等，对蚕丝被胎套面料进行保湿嫩肤处理，提升蚕丝被的护肤、保湿、滋润肌肤的功效，调节人体与蚕丝被接触时的湿度环境，使肌肤保湿均衡，并捕捉皮肤表面产生的有害自由基，从而达到减缓皮肤衰老、角质化、病变的速度、促进皮肤修复、在睡眠中养肤的目的。 高弹抗板结系列蚕丝被：解决蚕丝被在长期使用过程中填充物丝绵片出现的板结、回弹性低及蓬松度低等问题，实现丝绵片回复弹性率$\geq 90\%$、折叠弹性率$\geq 90\%$，压缩弹性率$\geq 60\%$。
4	非遗文化类文创产品设计研发	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。通过相关文创产品的设计、销售，体现茧丝绸产品在不同生活场景的应用。在继承发扬传统文化的同时，宣传推广“丝绸生活方式”，塑造公司传承与创新并重的品牌形象，打造具有“太湖雪特色”的品牌风格，实现品牌升级和推广，提升品牌知名度。
5	蚕桑文化科普体验类产品开发	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。一方面通过增加与客户之间的互动交流，提高现有客户的粘性；另一方面，通过科普教育，帮助大众对蚕丝及茧丝绸产品树立正确的认知，扩大茧丝绸产品受众群体，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	随着消费者对生活品质要求的提升，以及国民睡眠质量的普遍降低，助眠产品的种类不断丰富、相关技术水平持续提升，睡眠健康产业发展前景广阔。本项目中，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，提升产品品质和体验，满足消费者的睡眠健康管理需求。
7	丝绸产品花型及款式设计开发	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。产品设计能力的提升，将进一步提高公司对定制化业务的响应速度以及服务能力，有助于企业集采客户、高端客户的开发维护。花型数据库的建设，还有助于公司建立更加完善的产品体系，满足不同客户群体的多样化、个性化需求。
8	质量检测能力升级	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。通过提高产业链各环节的品控能力，推动蚕丝被产业高质量发展。质检能力的提升，还将为公司未来供应链的整合提供技术储备，助力公司打造分布式委托加工模式。在强化公司定制化订单响应速度以及大规模订单应对能力的同时，保障柔性供应链体系下的产品质量。

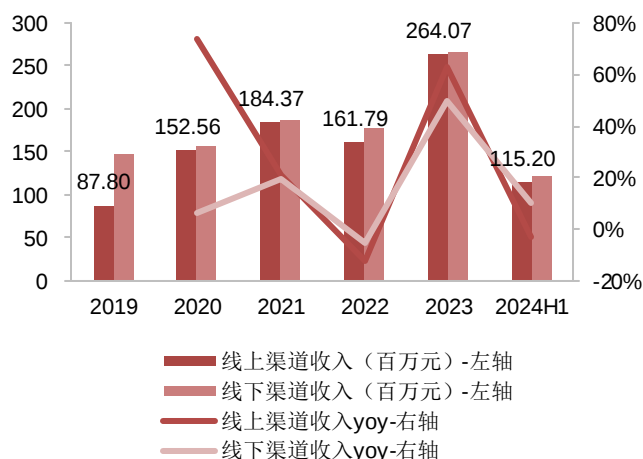
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

地处蚕丝被产业集群吴江震泽，原材料等产业资源丰富。公司位于苏州市震泽镇，地处丝绸集聚地杭州、苏州、嘉兴、无锡、湖州的中心位置，周边交通及产业条件十分便利，是我国茧丝绸织造及贸易聚集地。多年产业发展使震泽周边的丝绸产业链体系完备，产业相关人力资源丰富，为公司提供了大量可供整合的优质资源。公司通过对主要原材料提前备货、不断优化供应商管理体系等方法来消化原材料价格波动的影响。

3.2 线下渠道高渗透、线上渠道拓流量双轮驱动，境内、境外并举

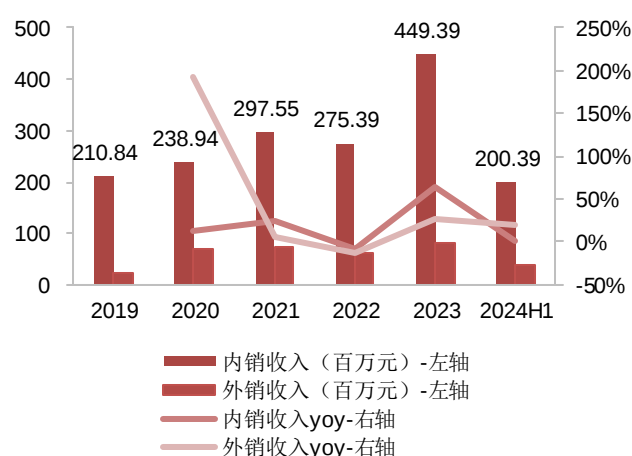
线上与线下、境内与境外双轮并举，构建立体式销售模式。公司应用互联网思维，建设了线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式。线下渠道主要通过直营专卖店、企业客户集采等销售渠道，线上渠道主要通过天猫、京东、唯品会、亚马逊、海外官网等电子商务平台宣传推广并销售。公司在国内线下渠道持续新增直营门店及提升门店运营质量的基础上，积极创新新零售模式，通过视频号直播、短视频、小程序、快闪店等形式，扩展公域流量，培育私域流量，加速线上线下融合发展；在国内线上市场利用在蚕丝被品类上的运营优势，加大直播电商投入，扩大全系列产品在线上渠道的品牌影响力及销量。在海外市场，采用“中国制造+品牌出海”战略，持续发力平台电商、海外官网，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 36：公司分渠道销售收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

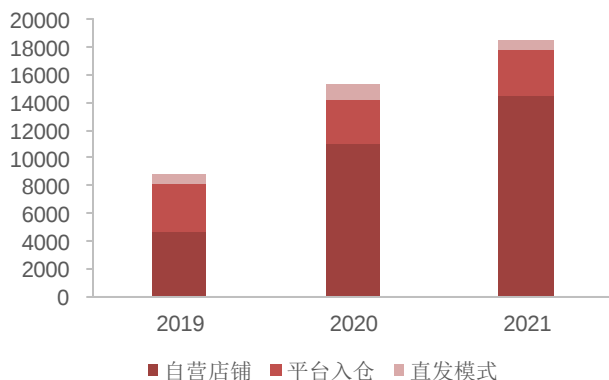
图 37：公司分地区销售收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

线上海内外知名电商平台均有布局，合作达人直播带货快速销售。公司线上渠道利用在蚕丝被、真丝套件品类上的运营优势，扩大全系列产品的品牌宣传及销售转化，已进驻天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多等国内主流电商平台，海外已进驻亚马逊、ebay 等海外主流电商平台及海外官网。除直营店自销以外，公司紧跟市场潮流，通过对公司产品特性、产品受众以及 KOL 直播风格和前期合作效果进行综合评估，与多位 KOL 达成合作，借助 KOL 的高人气直播进行产品的快速销售，快速打响公司产品和品牌知名度。

图 38：公司线上渠道收入拆分（万元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

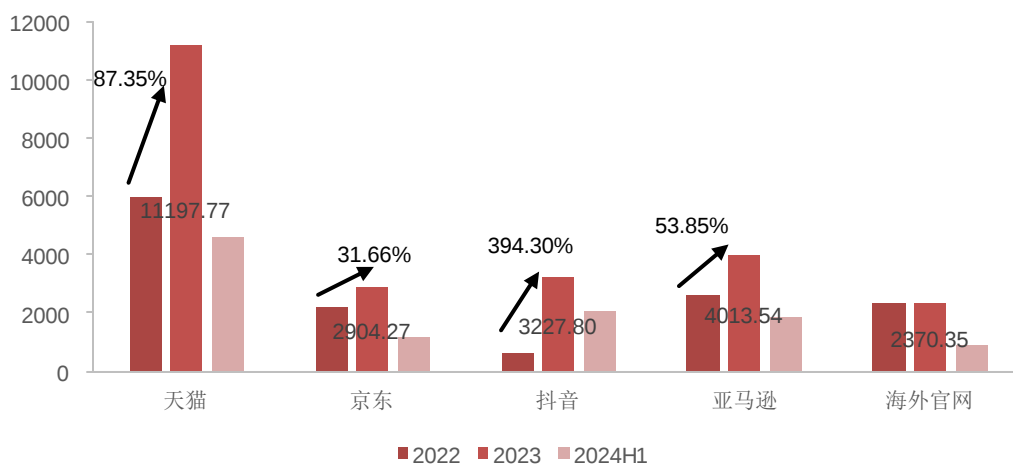
图 39：公司线上渠道类型

销售渠道	销售模式	销售区域	细分	主要类型
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

数据来源：iFinD，西南证券整理

传统线上渠道已成为蚕丝被细分品类头部，抖音等新兴渠道持续高速增长。2019 年-2021 年太湖雪持续为天猫蚕丝被销量冠军。2023 年，公司荣获“天猫 618 大促”蚕丝被类目销量第一名，双十一期间公司蚕丝被获预售榜 TOP1、热卖榜 TOP1、好评榜 TOP1，彰显太湖雪品牌力，助力蚕丝被打开全国市场。根据弗若斯特沙利文，2019 年-2023 年，太湖雪连续 5 年在全国蚕丝被专营品牌线上渠道销量第一。2023 年，公司天猫平台实现收入 1.1 亿元，同比增长 87.4%。同时公司通过视频号、短视频等形式，扩展公域流量，培养私域流量，加速线上线下融合发展，扩大全系列产品的品牌宣传及销售转化。在京东渠道及抖音渠道，公司为蚕丝被垂类头部商家。其中，公司抖音渠道销售收入维持高速增长，2023 年-2024 年 H1 分别实现收入 3227.8 万元、2085.2 万元，同比分别增长 394.3%、80.3%。公司在亚马逊平台为重磅真丝套件品类头部商家，2023 年荣获“江苏省重点培育和发展的国际知名品牌”及“江苏省重点培育和发展的跨境电商知名品牌”，为丝绸行业首家获此荣誉品牌。未来，公司将继续在国内市场深耕天猫、京东等货架电商，保持其行业头部商家地位，对抖音电商营销策略从销售高速增长转为销售稳健增长下持续盈利能力的打造；在海外市场加大亚马逊、海外官网投入，提高其市场占有率。

图 40：公司线上各平台收入（万元）



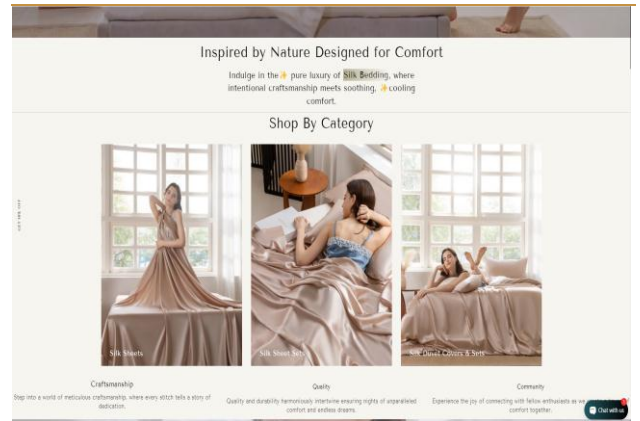
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司天猫、京东、抖音旗舰店



数据来源：天猫，京东，抖音，西南证券整理

图 42：公司海外官网



数据来源：公司海外官网，西南证券整理

多渠道品牌传播提高知名度，加速线上线下融合发展。公司按照统一视觉锤，打造线上线下、境内境外一体化传播蚕桑丝绸文化及太湖雪品牌，通过品牌直播、短视频、小红书种草、Facebook、Instagram、Pinterest、YouTube 等社交媒体平台打造多媒体品牌传播矩阵，维持高频次、高质量、多维度的品牌发声。在抖音直播带货方面，公司采用了“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，建立直播团队，由内部员工担任主播进行直播，强化“蚕丝被就选太湖雪”这一品牌定位。

2024 多新兴线上渠道布局，抖音本地生活、微信视频号、小红书、得物、沃尔玛等渠道有望贡献新增长。2024 年，公司线上渠道的布局如下：1) 布局抖音本地生活，打通线上获客与线下门店核销的壁垒，为线下门店赋能，Q3 公司通过大单品“熊猫呼呼被”，跑通抖音本地生活商业模型；2) 布局微信视频号自播+达播，Q3 公司新设微信视频号直播间，开启视频号自播，同时与视频号头部主播进行蚕丝被达播带货；3) 积极布局新一代潮流网购社区得物、年轻人的生活方式平台小红书，通过笔记、直播卡引导直播间下单转化；4) 海外市场布局沃尔玛等跨境电商渠道。

图 43：与辉同行抖音直播间带货太湖雪蚕丝被



数据来源：抖音，西南证券整理

图 44：太湖雪直播团队自播



数据来源：公司公告，西南证券整理

企业客户集采渠道为头部流量平台供应链服务商，跨界打造破万件销量大单品。买手渠道分析在当前国内电商市场中显得尤为重要，特别是在高品质蚕丝被产品的销售领域。京东京造作为京东旗下的自营品牌，紧密关注市场动态，深入了解用户需求，通过不断打磨产品，推出更多符合国民多场景生活需求的高品质蚕丝被，其强大的供应链整合能力和对品质的严格把控，使得京东京造的蚕丝被产品深受消费者喜爱。东方甄选则通过直播形式，打造了一个有趣、有料、有内涵的购物平台，直播内容不仅聚焦于产品的介绍和展示，更融入了丰富的知识和文化内涵，东方甄选对产品的甄选标准严格，只选择高品质、有特色的蚕丝被进行推广和销售，从而赢得了消费者的信任和喜爱。在企业客户集采渠道，公司利用其在蚕丝被行业的领导地位，在稳固“京东京造”合作的基础上，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，公司新增客户东方优选（北京）科技有限公司（“东方甄选”），销售收入达到 2921.5 万元；对苏州市博欣艺术品有限公司（苏州博物馆）销售收入达到 438.5 万元。

图 45：京东京造销售的太湖雪蚕丝被



数据来源：京东，西南证券整理

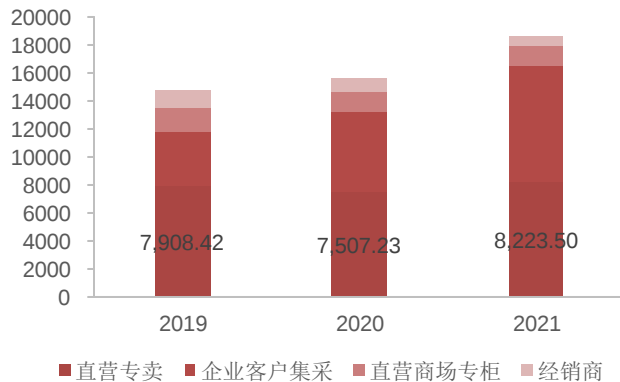
图 46：东方甄选蚕丝被专场直播



数据来源：东方甄选，西南证券整理

线下渠道以直营店为主。公司以苏州为大本营，通过开设直营店，保证了销售信息的及时获取和高效的销售渠道管理；与此同时，公司还与商场、经销商等开展广泛合作，设立直营商场专柜、品牌经销专卖店等多种线下营销终端，提升经营管理效率。此外，公司还设立团购渠道，服务于企事业单位等企业客户。

图 47：公司线下渠道收入拆分（万元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

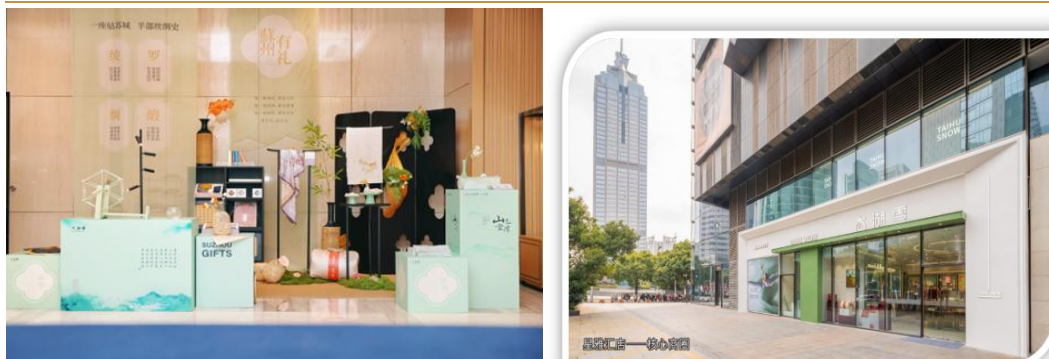
图 48：公司线下渠道类型

销售渠道	销售模式	销售区域	细分	主要类型
线下	直销	境内	直营专卖	各直营门店
		境内	直营商场专柜	商场专柜
		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

数据来源：iFinD，西南证券整理

直营店聚焦丝绸之乡苏州、主要消费区域北京，布局核心区域市场。根据《中国蚕丝被市场调研报告（2023）》，目前国内蚕丝被行业的消费区域主要集中在人口密集、经济发达地区。这些地区不仅拥有庞大的消费群体，还聚集了众多蚕丝被生产企业和销售商，形成了较为完整的产业链和市场体系，为我国蚕丝被行业的持续发展提供了有力支撑，2023 年中国消费蚕丝被最多的 5 个省（直辖市）分别是浙江、江苏、上海、广东、北京。公司直营店聚焦苏州、北京核心市场。

图 49：公司终端店铺



数据来源：公司微信公众号，公司公告，西南证券整理

直营店开设在核心商圈、历史时尚街区、五星级酒店等位置，打造超级体验店。公司现有的直营店铺主要开设在核心商圈、历史时尚街区、五星级酒店等位置。近年来，公司通过在周庄、同里等古镇景区设立景区专卖店，以江南古镇庞大的游客流量为依托，同时将公司主打的蚕桑丝绸文化与古镇文化相融合，并借鉴时尚消费品行业的营销风格，对门店、货柜等进行升级改造，力求通过对产品的生动化陈列和丝绸融入生活体验来促进成交，取得良好效果。2023 年，公司线下渠道实现收入 2.7 亿元，同比增长 50.0%。2024 年以来，公司在核心区域市场开设品牌旗舰型超级体验店，新开店一般多为 500 平方米、1000 平方米，在持续提升现有门店运营质量的基础上，通过视频号、短视频及抖音本地生活等形式，扩展公域流量，培养私域流量，加速线上线下融合发展。

图 50：公司十全街店铺



数据来源：小红书，西南证券整理

图 51：公司在十全街店铺打造的姑苏打卡墙



数据来源：小红书，西南证券整理

图 52：首届太湖雪杯少儿丝巾设计大赛



数据来源：小红书，西南证券整理

图 53：太湖雪环宇荟店夏日主题季茧花草帽活动

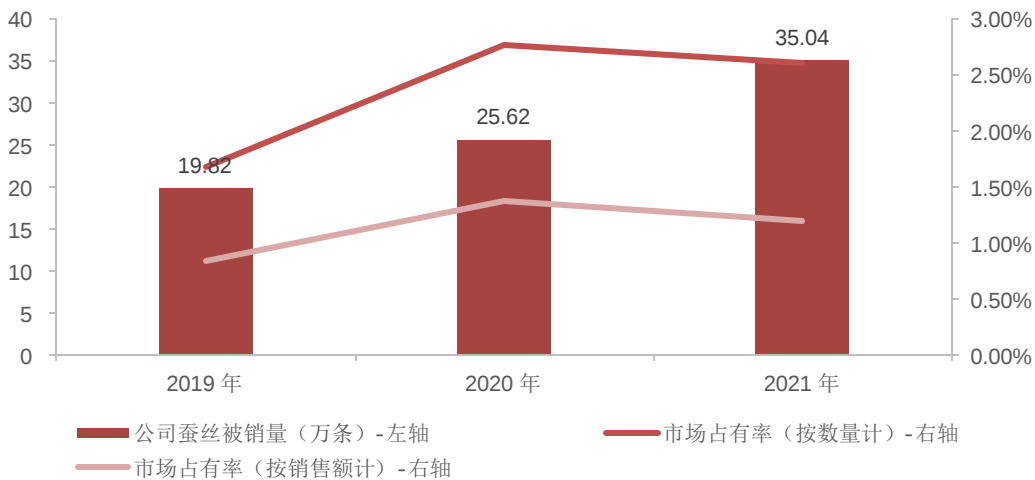


数据来源：小红书，西南证券整理

3.3 苏州丝绸代表品牌“太湖雪”深入人心，品牌推广持续发力

品牌推广深入人心，蚕丝被产品市占率位居行业前三。公司位于中国绸都集聚地苏州、杭州、湖州等环绕中心的震泽镇，是我国著名的蚕丝之乡，富有“太湖之滨，千年古镇，蚕桑之乡，丝绸故里”的美誉，是我国蚕丝被生产的产业集聚地之一。公司秉承产品质量为企业的生命线，打造“太湖雪”品牌，选用优等品质的桑蚕丝绵作原料，坚持工艺与技术创新，在众多蚕丝被企业中脱颖而出，成为市场上具备一定行业知名度的苏州丝绸代表品牌，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，桑蚕长丝绵被荣获“江苏精品”认证证书。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。2019-2021 年公司蚕丝被市占率（按数量计）从 1.7% 提升至 2.6%，销量从 19.8 万条提升至 35 万条。

图 54：公司蚕丝被市场占有率



数据来源：公司第一轮问询函回复，西南证券整理

聚焦“蚕丝被就选太湖雪”为品牌战略，多维度跨界合作品牌推广。公司基于对消费者需求及审美变化的研究下，以“蚕丝被就选太湖雪”这一主旨指引下，通过新媒体和传统媒体的结合，多维度跨界合作，打造一系列的品牌和市场推广活动。在品牌宣传中重点打造具有“太湖雪”品牌标签化的品牌系列传播，沉淀“太湖雪”品牌风格和视觉元素，统一“太湖雪”品牌视觉锤，从而不断提升“太湖雪”品牌的知名度、美誉度和忠诚度。公司于 2023 年 4 月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，向世界展现东方丝绸品牌的魅力；5 月作为道达尔·苏迪曼杯世界羽毛球锦标赛官方唯一指定丝绸礼品，在 CCTV5、BF、Spotv、TV2Denmark、Asahi 等直播平台中露出曝光近 2000 万次赛事现场曝光约 10 万人次。此外，公司线下参展 2023 中国（苏州）国际品牌博览会、赞助 2023 第 12 届环金鸡湖马拉松、举办婚庆活动“七喜福朋喜来登婚礼沙龙”等系列活动。后续公司也将积极挖掘优质展示机会，扩大太湖雪品牌曝光度与知名度。

图 55：公司受邀参加米兰设计周“中国日”主题活动



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

图 56：公司赞助道达尔·杯世界羽毛球锦标赛



数据来源：公司微信公众号，西南证券整理

营销策略线上线下同步发力，夯实蚕丝被头部商家地位。2024 年，公司制定了“稳健发展、提质增效”的经营指导思想。在营销策略上主要为：1) 线下渠道在核心区域市场开设品牌旗舰型超级体验店；2) 线上渠道持续优化小红书、短视频内容创新，完善海外社媒矩阵布局。2025 年，公司在品牌推广方面继续以“蚕丝被就选太湖雪”这一品牌战略为主旨，实施精准定量的品牌建设策略。紧扣核心战略大单品蚕丝被，精心打造品牌公关事件。采用“名人等高势能人群推荐+权威媒体及头部 KOL 内容共创+腰部 KOL 种草”的矩阵式传播策略，特别聚焦知识博主及居家生活方式博主，以放大品牌声量。全面覆盖抖音、小红书、微博、Facebook、Instagram 等热门社交媒体平台，通过内容种草、电商直播、关键词优化等多种形式，快速赢得消费者认同，增强品牌传播的有效沟通。深入挖掘中国蚕桑丝绸行业的独特性和苏州地域性特色，加强互动式的品牌传播，创新消费者体验活动，持续传递品牌价值主张，以多触点、高频次的传播策略，实现品牌的强效曝光。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：蚕丝被、床品套件为公司的核心产品，其中蚕丝被为公司核心大单品。2024 年来，消费市场需求不及预期，蚕丝被类可选消费品类整体有所承压。未来，公司将继续贯彻执行“稳健发展、提质增效”的经营指导思想，采用“线下渠道在核心区域市场开设品牌旗舰型超级体验店”、“线上渠道持续优化小红书、短视频内容创新，完善海外社媒矩阵布局”的营销策略，聚焦品牌势能，丰富产品矩阵，提升渠道运营质效，公司业绩有望改善。公司生产模式分为自主生产模式、委外加工模式和外包模式，不存在产能限制。由于公司未披露产量及销量数据，我们预计 2024-2026 年，公司蚕丝被业务收入增速约为 -13%/15%/17%，毛利率分别为 34%/34%/34%；公司套件业务收入增速约 10%/15%/17%，毛利率分别为 43%/43%/43%。

假设 2：公司在持续提升蚕丝被市场占有率的基础上，扩大真丝套件、丝绸饰品、丝绸服饰等品类的推广。我们预计 2024-2026 年，公司丝绸纺织制品业务收入增速约为 20%/20%/20%，毛利率分别为 60%/60%/60%；公司丝、绸、服装及相关业务收入增速约 10%/10%/10%，毛利率分别为 40%/40%/40%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
蚕丝被	收入	313.0	272.3	313.2	366.4
	增速	56.6%	-13.0%	15.0%	17.0%
	成本	212.6	179.7	206.7	241.9
	毛利率	32.1%	34.0%	34.0%	34.0%
套件	收入	141.4	155.5	178.8	209.2
	增速	43.1%	10.0%	15.0%	17.0%
	成本	80.5	88.6	101.9	119.3
	毛利率	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
丝绸纺织制品	收入	55.2	66.3	79.5	95.4
	增速	100.3%	20.0%	20.0%	20.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	成本	24.8	26.5	31.8	38.2
	毛利率	55.1%	60.0%	60.0%	60.0%
丝、绸、服装 及相关业务	收入	20.3	22.3	24.6	27.0
	增速	58.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	11.5	13.4	14.7	16.2
	毛利率	43.4%	40.0%	40.0%	40.0%
其他	收入	1.4	1.5	1.6	1.7
	增速	-0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.5	0.8	0.8	0.8
	毛利率	65.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	531.4	518.0	597.7	699.8
	增速	56.1%	-2.5%	15.4%	17.1%
	成本	329.8	309.1	356.0	416.3
	毛利率	37.9%	40.3%	40.4%	40.5%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了与公司主营业务和产品存在一定相似性的罗莱生活、富安娜、水星家纺、万事利作为可比公司。其中，罗莱生活是国内最早涉足家用纺织品行业集研发、设计、生产、销售于一体的龙头企业，主要产品为以坯布、充料为原料的标准套件类、被芯类、枕芯类、夏令用品、其他饰品类；富安娜主要从事床上用品的研发、设计、生产和销售业务，主要产品为床品套件等家纺产品，蚕丝被为补充类被芯产品；水星家纺的主要产品为床品套件等家纺产品，蚕丝被为补充类被芯产品；万事利专业从事丝绸相关产品的研发设计、生产与销售，产品包括丝绸文化创意品与丝绸纺织制品。从 PE 的角度看，2023 年，4 家公司平均估值为 25 倍，万事利 PE (TTM) 较其余 3 家可比公司均值高出 571.7%。由于万事利近期末机构进行盈利预测，24-26 年，除万事利以外 3 家公司平均估值为 11/10/10 倍。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.2/6.0/7.0 亿元，归母净利润分别为 30.1/45.1/55.5 百万元 CAGR 为 17.4%，对应 EPS 为 0.57/0.85/1.04 元，对应 PE 为 41/27/22 倍。公司是新国货丝绸第一股，境外客户结构优化，线上渠道布局日益完善，文创设计独树一帜，与博物馆跨界合作深化品牌影响力，业绩有望逐步改善。太湖雪业务有别于传统家纺企业，A 股没有完全对标业务的公司，且处于北交所市场，市场估值较主板更高，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002293.SZ	罗莱生活	70.13	8.44	0.69	0.51	0.62	0.7	8.28	6.29	7.64	8.49
002327.SZ	富安娜	75.74	9.03	0.69	0.64	0.69	0.73	12.94	13.72	12.72	11.96
603365.SH	水星家纺	46.45	17.68	1.44	1.33	1.51	1.7	9.97	12.52	11.05	9.85
301066.SZ	万事利	23.70	12.55	0.18	-	-	-	69.83	-	-	-
平均值								25.26	10.84	10.47	10.10
838262.BJ	太湖雪	12.17	22.90	0.65	0.57	0.85	1.04	35	41	27	22

数据来源：wind，西南证券整理（数据截止日期 2025.1.6）

5 风险提示

线下销售渠道地域集中风险。公司直营门店、直营商场专柜、经销商等线下渠道主要集中在苏州地区。未来公司如果无法成功开拓外部市场，公司经营业绩可能受到不利影响

原材料价格波动风险。主要原材料市场价格受到宏观经济、市场供需及政策层面等多种因素影响，如果未来公司主要原材料市场采购价格出现大幅波动，将对公司的生产经营和盈利水平带来一定的影响。

存货余额较大的风险。存货余额较大是由丝绸家用纺织品行业自身特点和公司经营特点所决定的，主要是公司产品款式众多，以及报告期内公司销售大幅增长引起备货大幅增加所致。如产成品价格大幅下跌，公司则存在需计提大额存货跌价准备，从而导致公司经营业绩下滑的风险。

汇率波动的风险。随着公司跨境业务销售收入逐渐增加，汇率波动的风险会逐渐增加。

业绩下滑风险。如果公司线上、线下市场推广效果不佳或市场开拓不及预期，或者未来公司不能顺应消费者生活方式及丝绸产品市场状况的变化、不能精准把握消费者需求并快速响应，公司存在业绩下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	531.39	517.98	597.72	699.81	净利润	34.24	29.88	44.94	55.20
营业成本	329.84	309.06	356.00	416.34	折旧与摊销	7.64	3.82	3.82	3.83
营业税金及附加	2.04	1.98	2.29	2.68	财务费用	1.66	0.59	0.11	0.08
销售费用	132.77	129.49	143.45	167.95	资产减值损失	-2.45	1.50	1.50	1.50
管理费用	23.19	42.47	44.83	50.39	经营营运资本变动	-66.18	-11.28	-33.63	-41.35
财务费用	1.66	0.59	0.11	0.08	其他	25.93	-4.99	-2.41	-0.85
资产减值损失	-2.45	1.50	1.50	1.50	经营活动现金流净额	0.86	19.52	14.33	18.40
投资收益	0.68	0.60	0.60	0.60	资本支出	-0.08	-0.05	-0.05	-0.05
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.21	0.62	0.60	0.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-22.29	0.57	0.55	0.55
营业利润	38.74	33.48	50.14	61.47	短期借款	-12.22	4.92	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.01	-0.55	-0.61	-0.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.74	32.93	49.53	60.84	股权融资	3.96	0.00	0.00	0.00
所得税	3.50	3.05	4.59	5.64	支付股利	-5.32	-9.43	-8.97	-13.75
净利润	34.24	29.88	44.94	55.20	其他	-34.31	2.02	-0.61	-0.08
少数股东损益	-0.10	-0.17	-0.19	-0.30	筹资活动现金流净额	-47.89	-2.49	-9.59	-13.83
归属母公司股东净利润	34.35	30.05	45.13	55.50	现金流量净额	-68.02	17.60	5.29	5.13
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	105.50	123.10	128.39	133.51	成长能力				
应收和预付款项	75.45	74.56	84.05	99.36	销售收入增长率	56.07%	-2.52%	15.40%	17.08%
存货	208.71	207.03	241.44	278.72	营业利润增长率	8.25%	-13.59%	49.78%	22.59%
其他流动资产	10.36	9.14	10.95	12.79	净利润增长率	9.78%	-12.75%	50.42%	22.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.35%	-21.14%	42.73%	20.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	20.54	18.19	15.83	13.47	毛利率	37.93%	40.33%	40.44%	40.51%
无形资产和开发支出	2.73	2.32	1.91	1.50	三费率	29.66%	33.31%	31.52%	31.21%
其他非流动资产	93.76	92.75	91.75	90.74	净利率	6.44%	5.77%	7.52%	7.89%
资产总计	517.05	527.09	574.32	630.10	ROE	10.88%	8.89%	12.07%	13.34%
短期借款	45.08	50.00	50.00	50.00	ROA	6.62%	5.67%	7.82%	8.76%
应付和预收款项	73.17	60.22	71.58	84.33	ROIC	17.40%	13.00%	17.38%	18.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.04%	7.31%	9.05%	9.34%
其他负债	84.01	80.63	80.54	82.12	营运能力				
负债合计	202.25	190.85	202.11	216.45	总资产周转率	1.12	0.99	1.09	1.16
股本	53.16	53.16	53.16	53.16	固定资产周转率	25.21	26.75	35.14	47.77
资本公积	119.88	119.88	119.88	119.88	应收账款周转率	10.30	7.92	9.03	8.99
留存收益	155.29	175.91	212.06	253.81	存货周转率	1.80	1.46	1.57	1.59
归属母公司股东权益	313.94	335.55	371.71	413.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.65%	—	—	—
少数股东权益	0.86	0.69	0.50	0.20	资本结构				
股东权益合计	314.80	336.24	372.20	413.65	资产负债率	39.12%	36.21%	35.19%	34.35%
负债和股东权益合计	517.05	527.09	574.32	630.10	带息债务/总负债	22.29%	26.20%	24.74%	23.10%
					流动比率	2.80	3.14	3.25	3.33
					速动比率	1.34	1.57	1.56	1.56
					股利支付率	15.48%	31.40%	19.88%	24.77%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	48.05	37.89	54.08	65.37	每股收益	0.65	0.57	0.85	1.04
PE	35.45	40.52	26.98	21.94	每股净资产	5.91	6.31	6.99	7.78
PB	3.88	3.63	3.28	2.94	每股经营现金	0.02	0.37	0.27	0.35
PS	2.29	2.35	2.04	1.74	每股股利	0.10	0.18	0.17	0.26
EV/EBITDA	22.52	28.27	19.70	16.22					
股息率	0.44%	0.77%	0.74%	1.13%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn