

2025年08月19日

太湖雪 (838262.BJ)

——新国货丝绸领军品牌，融合非遗文化发展新国潮

投资评级：增持（首次）

投资要点：

- **深耕丝绸行业十九年，公司如何构筑品牌护城河？** 太湖雪是一家以创意设计与品牌运营为核心，专业从事丝绸产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司历经十九年发展，聚焦蚕丝被核心品类，并连续六年成为蚕丝被专营品牌全国销量第一（2019-2024年），2024年公司蚕丝被业务占总营收55%。公司起草多项国家与行业标准，奠定其在丝绸行业的领先地位。
- **家纺千亿赛道竞争激烈，公司如何建立自身优势？** 根据太湖雪招股书和年报数据，2021年我国家纺规上企业内销规模已达1,427.58亿元，其中床上用品规上企业内销规模达763.24亿元，占53.46%。2024年丝绸行业整体经营状况稳中有升，全国丝绸行业规上企业主营业务收入同比增长6%。我国家纺市场规模较大但竞争激烈，品牌、渠道和研发创新是制胜关键。太湖雪的核心优势在于：1) 强大的品牌力，公司成功实施“蚕丝被就选太湖雪”的品牌战略，在消费者心中建立起专业认知。2) 全方位立体式销售网络，公司构建了线上线下、境内境外共同发展的全渠道模式，2024年线上销售占比约50%，并积极布局抖音、小红书等新兴渠道。3) 成熟的供应链管理能力和公司地处苏州核心丝绸产区，具备柔性供应链管理能力和交付效率。
- **万亿“国潮经济”崛起，公司如何开拓第二增长曲线？** 根据艾媒咨询数据，中国国潮经济市场规模2023年已达到2.05万亿元，同比增长9.44%。展望未来，该市场或将在2028年达到3万亿元的规模。随着国潮经济兴起，公司紧抓机遇，将丝绸融合非遗文化，不断创新产品。一方面，通过与苏州博物馆、上海博物馆等知名文博机构及热门古镇景区合作，推出联名IP丝绸制品，提升品牌文化内涵与社交价值。另一方面，公司大力发展丝绸饰品业务，此类产品带有国潮文创属性，丝绸饰品业务营收实现了快速增长和高毛利率（2024年营收同比增长19%，毛利率达62%），有望成为公司新的增长点。我们认为，丝绸与非遗文化的结合有望成为公司新的增长引擎，助力公司从“蚕丝被制造商”向“新国货丝绸领军品牌”升级。
- **盈利预测与评级：** 我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.40、0.57和0.75亿元，截至8月18日收盘价，对应PE为47.0、33.2、25.0倍，我们选取罗莱生活、柏星龙、戎美股份作为可比公司。公司连续六年成为蚕丝被专营品牌全国销量第一，聚焦于产品设计与品牌运营，我们看好公司凭借有效的营销策略、丰富的产品矩阵、成熟的渠道运营，不断扩大市场竞争力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：** 线下销售渠道地域集中风险、原材料价格波动的风险、存货余额较大的风险、汇率波动的风险。

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

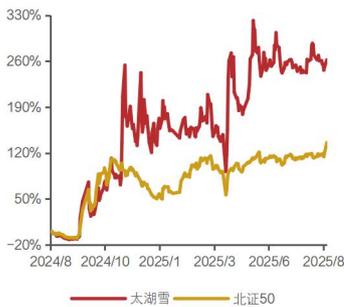
王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年08月18日

收盘价(元)	27.20
一年内最高/最低(元)	40.80/8.35
总市值(百万元)	1,879.91
流通市值(百万元)	848.24
总股本(百万股)	69.11
资产负债率(%)	35.38
每股净资产(元/股)	4.84

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	531	516	594	691	817
同比增长率(%)	56.07%	-2.96%	15.11%	16.49%	18.18%
归母净利润(百万元)	34	28	40	57	75
同比增长率(%)	8.86%	-18.32%	42.64%	41.60%	32.68%
每股收益(元/股)	0.50	0.41	0.58	0.82	1.09
ROE(%)	10.94%	8.49%	11.36%	14.85%	17.97%
市盈率(P/E)	54.73	67.01	46.98	33.18	25.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.40、0.57 和 0.75 亿元，截至 8 月 18 日收盘价，对应 PE 为 47.0、33.2、25.0 倍，我们选取罗莱生活、柏星龙、戎美股份作为可比公司。公司连续六年成为蚕丝被专营品牌全国销量第一，聚焦于产品设计与品牌运营，我们看好公司凭借有效的营销策略、丰富的产品矩阵、成熟的渠道运营，不断扩大市场竞争力，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

结合公司蚕丝被业务保持领先优势以及对于其丝绸饰品业务快速增长的积极预期，我们假设如下：

（1）**蚕丝被**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +15.0%/16.5%/18.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.26/3.80/4.48 亿元；

（2）**床品套件**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.0%/+12.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.56/1.75/2.01 亿元；

（3）**丝绸饰品**：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +28.0%/+26.0%/+25.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.84/1.06/1.33 亿元；

（4）**丝绸服饰及其他**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.5%/+12.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.24/0.27/0.31 亿元。

投资逻辑要点

在丝绸家纺存量市场，品牌力是核心护城河。公司深耕丝绸行业十九年，已成功将“太湖雪”打造为蚕丝被专营品牌全国销量第一，占领消费者心智。公司不仅在苏州核心产区拥有柔性供应链优势，更构建了线上线下、境内境外全覆盖的立体销售网络。我们认为，公司凭借其强大的品牌力、渠道力和供应链构筑的坚实壁垒，其核心蚕丝被业务有望在存量市场中持续巩固领先地位，为公司提供稳定的业绩基本盘。

在国潮文创增量市场，公司有望迎来新机遇。根据艾媒咨询数据，中国国潮经济市场规模预计将在 2028 年达到 3 万亿元，为传统文化的现代化创新提供了机遇。公司前瞻性地布局“丝绸+文创”产品，切入国潮赛道，通过与苏州博物馆等顶级文博 IP 的联名合作，成功推出了兼具文化内涵与社交属性的丝绸制品。该策略不仅提升了品牌调性，更精准切入年轻消费群体。其丝绸饰品业务 2024 年毛利率高达 62%，已成为公司利润增长的重要引擎，有望助力公司成为“新国货丝绸领军品牌”，进一步打开成长空间。

核心风险提示

线下销售渠道地域集中风险、原材料价格波动的风险、存货余额较大的风险、汇率波动的风险。

内容目录

1. 深耕行业十九年，为丝绸行业领导品牌.....	6
1.1. 业务情况：以蚕丝被产品为主，覆盖床品、丝绸饰品等.....	6
1.2. 股权结构：实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为 71%.....	8
1.3. 募投项目：营销渠道建设及品牌升级项目已结项.....	10
2. 家纺千亿赛道迎变革，丝绸国潮成增长引擎.....	11
2.1. 蚕丝被 2024 年规模约 260 亿元，电商平台品牌 CR5 超 40%.....	11
2.2. 国潮经济已迈入万亿市场，非遗文化与之有效结合.....	15
3. 精心锻造品牌力，线上线下、境内境外同步发展.....	18
3.1. 聚焦核心大单品，连续获得蚕丝被专营品牌全国销量第一.....	18
3.2. 2024 年线上销售占比约 50%，主要渠道为天猫.....	21
3.3. 2024 年研发费用同比增长 22.7%，占营收 4.4%.....	24
3.4. 位于蚕丝被生产核心集聚区，具备柔性供应链管理能力和.....	26
4. 盈利预测与评级.....	28
5. 风险提示.....	29

图表目录

图表 1: 太湖雪专研丝绸十九年	6
图表 2: 公司的产品和服务覆盖蚕丝被、床品套件、丝绸饰品及服饰	7
图表 3: 2024 年公司蚕丝被占总营收比重 54.97%	7
图表 4: 2024 年蚕丝被毛利率 34.88%，同比上升	7
图表 5: 2025Q1 公司营收 1.16 亿元 (yoy+6.92%)	8
图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 43.74%	8
图表 7: 2025Q1 归母净利润 808.38 万元 (yoy+9.41%)	8
图表 8: 2020 年至 2025Q1 研发费用率呈现波动上升趋势	8
图表 9: 公司管理层具备丰富的管理、生产及销售经验	9
图表 10: 公司实际控制人为胡毓芳、王安琪母女	9
图表 11: 2024 年公司发布股权激励计划	10
图表 12: 公司募投资金主要用于营销渠道建设及品牌升级项目	10
图表 13: 2023 年规上纺织服装及日用品专门零售商品销售额同比+18.6%	11
图表 14: 2021 年床上用品占家纺企业内销规模过半 (单位亿元)	11
图表 15: 2024 年规上丝绸企业主营收入同比+6%	11
图表 16: 2023 年规上丝绸企业蚕丝产量有所下滑	11
图表 17: 我国丝绸产业链完整	12
图表 18: 2021-2022 年中国真丝绸商品出口额增速超 25%	12
图表 19: 2022 年丝绸制成品占真丝绸商品出口总额 44%	12
图表 20: 2021-2022 年全国蚕丝被产量快速增长	13
图表 21: 2021 年至今蚕丝被市场规模稳步增长	13
图表 22: 2022 年以来抖音渠道增速较高 (单位: 百万元)	13
图表 23: 线上渠道份额重构, 从天猫主导到抖音引领	13
图表 24: 线上蚕丝被市场集中度较高, 品牌 CR5 占比超 40%	14
图表 25: 2022-2024 年蚕丝被出口平均价格呈下降趋势	14
图表 26: 核心原料桑蚕茧产量在 2023 年恢复增长	15
图表 27: 原料端蚕丝出口额波动较大	15
图表 28: 国潮经济已迈入万亿市场, 并预计持续扩容	15
图表 29: “国潮经济”正处于复兴阶段	16

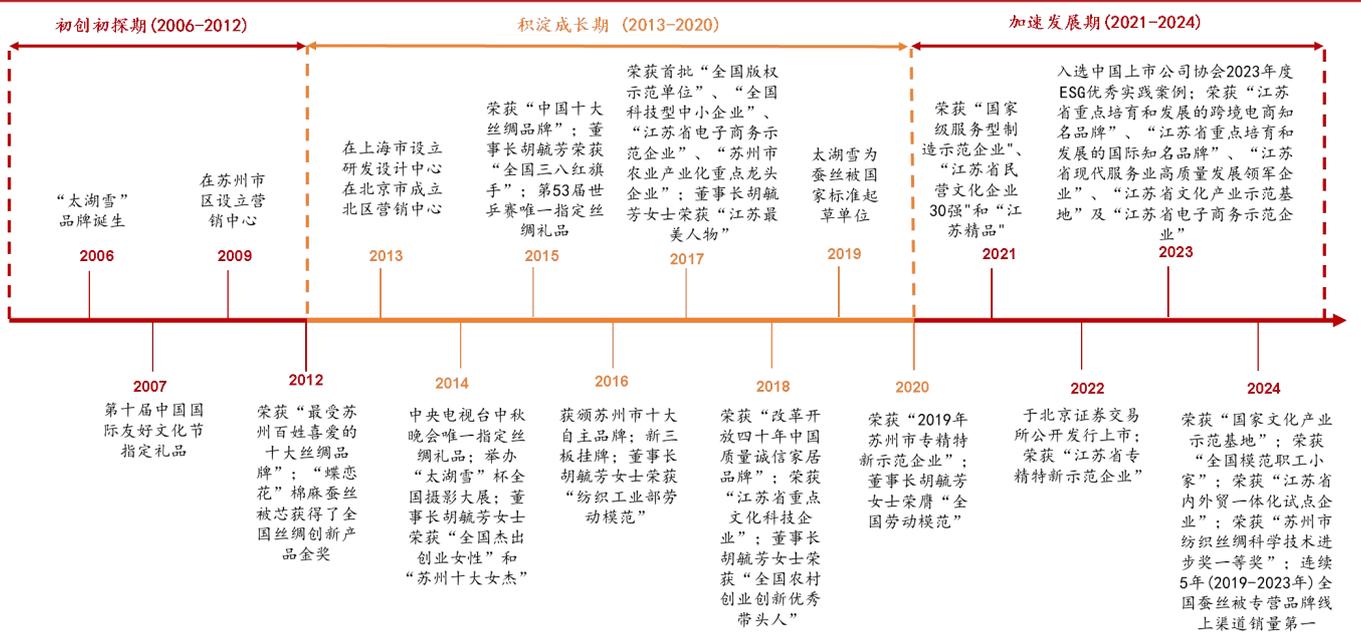
图表 30: 文化内涵与时尚感是购买国潮产品的核心动因	16
图表 31: 随着年龄增长, 消费者更关注中国风设计元素	16
图表 32: 以刺绣为代表的民间工艺成为消费者关注的“中国风”设计元素首选	17
图表 33: 非遗成为国潮是创新表达与现代生活的融合	17
图表 34: 太湖雪连续六年获蚕丝被专营品牌全国销量第一	18
图表 35: 公司实施“蚕丝被就选太湖雪”的品牌战略	18
图表 36: 太湖雪床品套件产品	19
图表 37: 太湖雪丝绸文创饰品	19
图表 38: 2024 年蚕丝被营收有所下滑	20
图表 39: 丝绸饰品营收 2022 年以来快速增长	20
图表 40: 公司与博物馆联名共创产品	20
图表 41: 2024 年国家一、二、三级博物馆总数达 1660 家	21
图表 42: 江浙皖赣及川滇等省份古镇景区密集	21
图表 43: 采取线上线下、境内外并重的全方位立体销售模式	22
图表 44: 2023-2024 年公司线上线下销售渠道占比基本持平	22
图表 45: 2024 年公司加大微信小店渠道布局	23
图表 46: 近四年太湖雪线上主要渠道为天猫	23
图表 47: 2021-2024 年境内营收占比超过 80%	23
图表 48: 2022-2024 年境外毛利率高于境内毛利率	23
图表 49: 2020-2024 年前五大客户销售占比呈波动下降趋势	24
图表 50: 2024 年研发费用达 2268.9 万元	24
图表 51: 2024 年公司研发人员占总员工 11.4%	24
图表 52: 公司在研项目丰富	25
图表 53: 苏杭地区是我国丝绸的主要产地	26
图表 54: 太湖雪主营业务营收预测	28
图表 55: 太湖雪可比公司估值表 (截至 20250818)	28

1. 深耕行业十九年，为丝绸行业领导品牌

1.1. 业务情况：以蚕丝被产品为主，覆盖床品、丝绸饰品等

2006年太湖雪公司成立，公司是一家以“太湖雪”（海外市场品牌 THXSILK）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的高新技术企业。公司聚焦“微笑曲线”两端，即研发设计与品牌运营，打造高附加值业务发展链。公司产品荣获江苏精品、中国绿色产品、高档丝绸标志、苏州市纺织丝绸科学技术进步奖等认证。太湖雪品牌更是连续6年荣获全国蚕丝被专营品牌线上渠道销量第一（2019-2024年），以及中国十大丝绸品牌、全国茧丝绸创新品牌、江苏省重点培育和发展的国际知名品牌、江苏省重点培育和发展的跨境电商知名品牌等荣誉称号。

图表 1：太湖雪专研丝绸十九年



资料来源：太湖雪官网、华源证券研究所

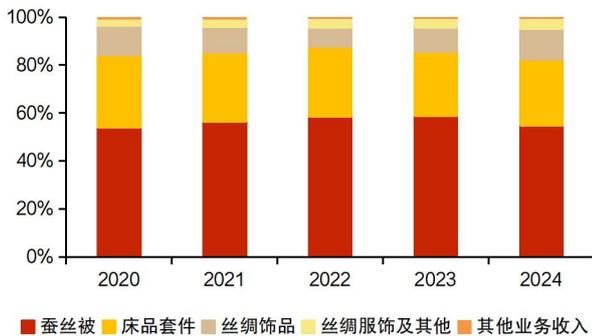
公司已形成蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大产品系列。蚕丝被是公司主要营收来源，2024年占总营收54.97%，营收同比增速为-9.46%，毛利率为34.88%（yoy+2.78pcts）。床品套件2024年占总营收27.56%，营收同比增速为0.52%，毛利率41.65%（yoy-1.40pcts）。丝绸饰品2024年占总营收12.76%，营收同比增速为19.09%，毛利率62.05%（yoy+6.92pcts）。丝绸服饰及其他2024年占总营收4.25%。

图表 2：公司的产品和服务覆盖蚕丝被、床品套件、丝绸饰品及服饰



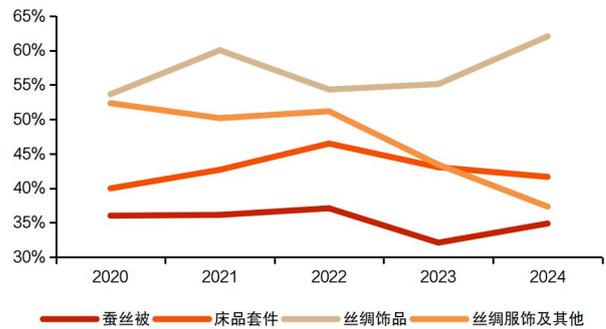
资料来源：太湖雪公司公告、华源证券研究所 注：图中数据为 2024 年营收占比

图表 3：2024 年公司蚕丝被占总营收比重 54.97%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

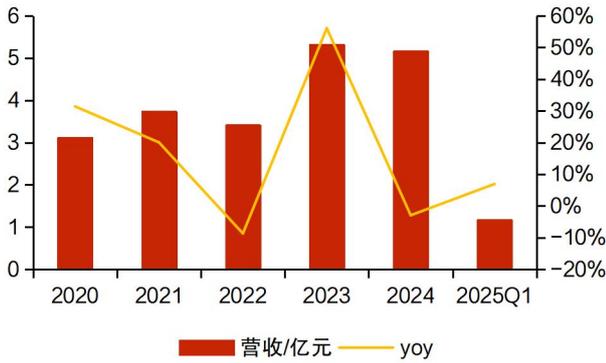
图表 4：2024 年蚕丝被毛利率 34.88%，同比上升



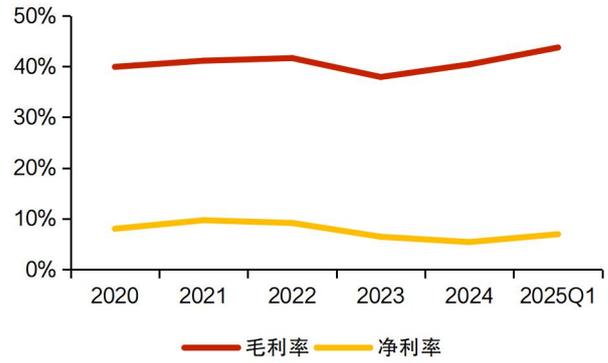
资料来源：iFinD、华源证券研究所

收入端：2021 年至 2024 年，公司营收分别为 3.73 亿元（yoy+20.04%）、3.40 亿元（yoy-8.71%）、5.31 亿元（yoy+56.08%）、5.16 亿元（yoy-2.96%），2025 年 Q1 营收为 1.16 亿元（yoy+6.92%）。2024 年营业收入同比减少 2.96%，主要系公司企业客户集采渠道中 ODM 客户东方优选（北京）科技有限公司及北京京东世纪信息技术有限公司同比营业收入减少 2,512.31 万元左右所致。

盈利能力端：2021 年至 2025Q1，公司毛利率分别为 41.14%、41.65%、37.93%、40.41%、43.74%；净利率分别为 9.70%、9.16%、6.44%、5.40%、6.95%，整体有所下降。面对消费市场需求不及预期及蚕丝被类可选消费品类整体承压的市场环境，公司坚持“稳健发展、提质增效”的经营指导思想，采取了有效营销策略。

图表 5：2025Q1 公司营收 1.16 亿元 (yoy+6.92%)


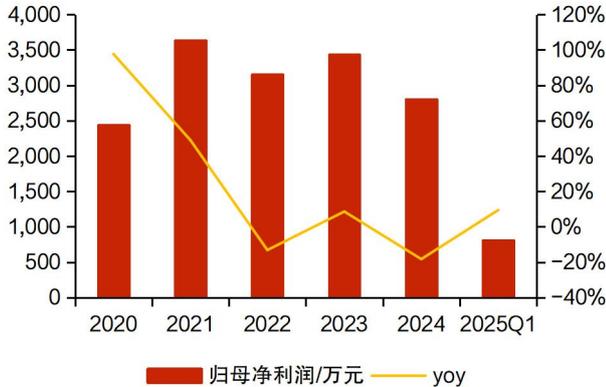
资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 6：2025Q1 公司毛利率为 43.74%


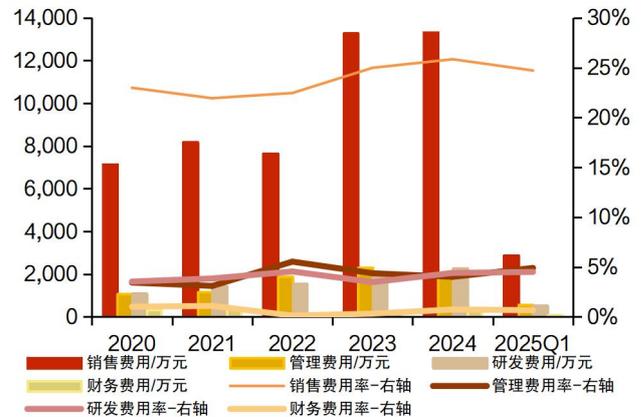
资料来源：iFinD、华源证券研究所

利润端：公司 2021 年至 2025Q1 归母净利润分别为 3634.38 万元 (yoy+48.97%)、3154.98 万元 (yoy-13.19%)、3434.60 万元 (yoy+8.59%)、2805.51 万元 (yoy-18.32%)、808.38 万元 (yoy+9.41%)，呈现波动态势。

费用端：公司 2024 年财务费用较上年同期增加 126.16%，主要系汇兑收益较上年同期减少约 131 万元，利息收入较上年同期减少约 39 万元所致；2021-2024 年公司销售费用率不断上升，加大了营销投入；研发费用率整体呈上升趋势，体现了公司重视研发和创新。

图表 7：2025Q1 归母净利润 808.38 万元 (yoy+9.41%)


资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 8：2020 年至 2025Q1 研发费用率呈现波动上升趋势


资料来源：iFinD、华源证券研究所

1.2. 股权结构：实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为 71%

公司管理层具备多学科专业背景。根据招股说明书，董事长胡毓芳女士具有工商管理专业背景，组织实施了公司一系列重大经营决策和转型，并且于 2015 年 2 月“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；曾获全国劳动模范、全国纺织工业劳动模范、全国三八红旗手、中国女企业家协会“杰出创业女性”等荣誉。副总经理、董事会秘书代艳先生具备销售、管理运营和董办工作背景；副总经理王安琪具备市场营销专业背景，管理层具备多元专业背景，各司其职。

图表 9：公司管理层具有丰富的管理、生产及销售经验

姓名	公司职务	简介
胡毓芳	董事长，总经理	工商管理专业背景。1989年9月至2002年7月担任苏州市吴江区震泽镇实验小学教师；2002年10月至2006年5月担任吴江市英宝蚕丝被服有限公司总经理；2006年5月至2013年10月担任苏州英宝丝绸有限公司监事；2013年10月至2014年9月担任苏州太湖雪丝绸有限公司执行董事；2014年9月至2016年2月担任苏州太湖雪丝绸有限公司董事长、总经理；2016年3月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事长、总经理。
王安琪	副总经理	市场营销专业背景。2014年7月至2015年9月担任苏州太湖雪丝绸有限公司跨境电商经理；2014年9月至2016年2月担任苏州太湖雪丝绸有限公司董事；2015年9月至2016年3月担任上海金吉列出国留学服务有限公司留学规划师；2016年6月至2018年5月担任苏州广播电视总台融媒体中心运营经理；2016年3月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事；2019年4月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司副总经理。
代艳	副总经理，董事会秘书	2004年起历任江苏红豆实业股份有限公司销售主管，苏州大有家用纺织品有限公司销售部经理，上海罗莱家用纺织品有限公司大区经理、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；2019年4月至2021年11月，担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司新零售事业部副总经理；2021年11月至2022年5月，担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事会秘书；2022年5月至2024年4月，担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事、董事会秘书；2024年4月至今，担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。
严建新	副总经理	2005年起历任沈阳亨通光通信有限公司财务部主管，江苏华佳投资集团有限公司财务部副经理，北京亨通斯博通讯科技有限公司财务部经理，江苏亨通电力电缆有限公司财务部经理，江苏亨通光网科技有限公司财务部经理，亨通集团有限公司财务管理部经理，江苏鸿展新材料科技有限公司财务总监。2021年11月至今任苏州太湖雪丝绸股份有限公司财务负责人（财务总监）。现任苏州太湖雪丝绸股份有限公司分管内部控制的副总经理兼任内审部总监。
李威	副总经理	上海交通大学研究生在读（在职）。2005年起历任江苏百佳惠瑞丰大药房连锁有限公司大区经理，苏州英格玛服务外包股份有限公司副总裁。
侯守峰	财务负责人	注册会计师（非执业），税务师，中级会计师。2011年6月毕业于中国农业大学农林经济管理专业。2011年起历任天职国际会计师事务所审计主管，上海诚美化妆品有限公司财务经理，苏州鲜橙科技有限公司财务共享中心经理，信永中和会计师事务所审计经理。2024年7月至今任苏州太湖雪丝绸股份有限公司内审部经理。现任苏州太湖雪丝绸股份有限公司财务负责人（财务总监）。

资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司实际控制人为胡毓芳、王安琪母女。根据2025年一季报，苏州英宝投资有限公司与苏州湖之锦投资管理合伙企业（有限合伙）实际控制人均为胡毓芳、王安琪母女，属于一致行动人。苏州英宝投资有限公司与苏州湖之锦投资管理合伙企业（有限合伙）分别持有公司62.39%和8.46%的股份。根据2024年年报，公司实际控制人及其一致行动人持有公司表决权的比例为70.85%。

图表 10：公司实际控制人为胡毓芳、王安琪母女


资料来源：太湖雪 2025 年一季报、华源证券研究所

公司实施股权激励计划，充分绑定核心管理人员。公司于 2024 年发布了员工持股计划，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心人员的积极性。

图表 11：2024 年公司发布股权激励计划

时间	计划授予对象及人数	计划授予数量	计划授予价格	公司业绩考核要求
2024	公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员及董事会认为需要激励的其他员工总人数不超过 30 人	不超过 1,453,860 股, 占公司总股本的比例不超过 2.73%	5.80 元/股	(1) 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% (含本数) 或 2025 年营业收入增长率不低于 15% (含本数); (2) 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% (含本数) 或 2025-2026 年两年累计营业收入增长率不低于 30% (含本数)

资料来源：太湖雪公告、华源证券研究所

1.3. 募投项目：营销渠道建设及品牌升级项目已结项

根据 2024 年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告，“营销渠道建设及品牌升级项目”已于 2024 年 11 月达到预定可使用状态；“研发及检测中心建设项目”实施地为苏州市姑苏区，建成后有利于研发及检测中心的创新能力建设，打造人力资源创新优势，促进公司高质量发展，持续提高公司的核心竞争力。

图表 12：公司募投资金主要用于营销渠道建设及品牌升级项目

序号	募集资金用途	调整后募集资金计划投资总额 (万元)	募集资金累计投入进度 (截至 2024 年底)	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	6691.13	97.43%	2024 年 11 月 15 日
2	研发及检测中心建设项目	3002.27	72.25%	2025 年 12 月 23 日
3	信息化升级项目	500.00	59.33%	2025 年 12 月 23 日
	合计	10193.40		

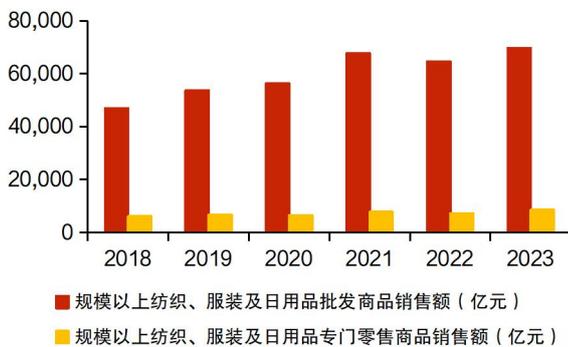
资料来源：太湖雪公告、华源证券研究所

2. 家纺千亿赛道迎变革，丝绸国潮成增长引擎

2.1. 蚕丝被 2024 年规模约 260 亿元, 电商平台品牌 CR5 超 40%

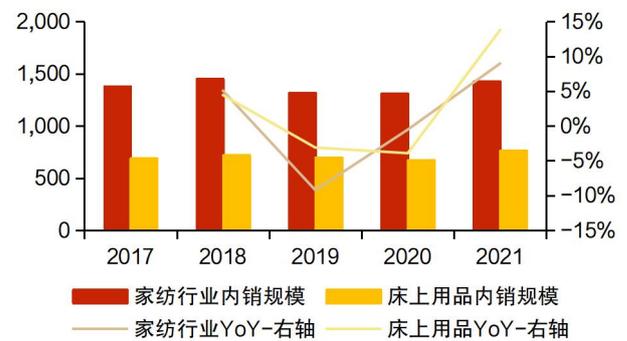
家纺市场基本盘大且分散，为细分龙头创造机遇。根据太湖雪招股说明书数据，2021 年我国家纺规模以上企业内销规模已达 1,427.58 亿元，其中床上用品规模以上企业内销规模达 763.24 亿元，占 53.46%。根据国家统计局数据，2023 年规模以上纺织、服装及日用品专门零售商品销售额同比增长达 18.59%，在经历了 2022 年的短暂下降后，终端消费需求在 2023 年有所反弹。2024 年三月国务院推出的“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”政策，为家纺行业带来了新的亮点，有效提升了消费热情。

图表 13: 2023 年规上纺织服装及日用品专门零售商品销售额同比+18.6%



资料来源：国家统计局、华源证券研究所

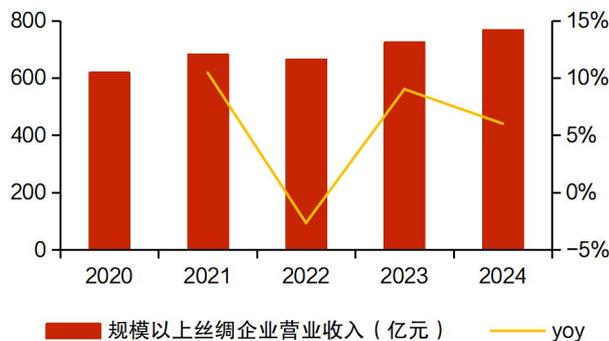
图表 14: 2021 年床上用品占家纺企业内销规模过半 (单位: 亿元)



资料来源：太湖雪招股书、华源证券研究所

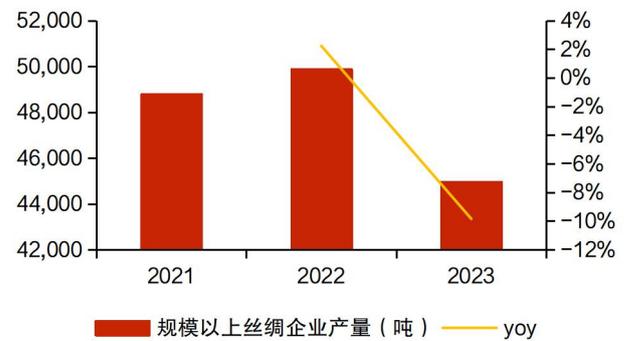
规上丝绸企业营业收入整体呈上升趋势。根据太湖雪公告，2023 年丝绸行业整体经营状况稳中有升，全国规模以上丝绸企业蚕丝产量同比下降 9.85%，营业收入同比增长 9.01%，2024 年全国丝绸行业规模以上企业主营业务收入同比增长 6%，随着线上线下营销模式的不断拓展，国内丝绸消费需求有所回升，促进了丝绸加工业发展，也加快了丝绸业国内大循环的构建。

图表 15: 2024 年规上丝绸企业主营收入同比+6%



资料来源：太湖雪招股书、太湖雪年报、华源证券研究所

图表 16: 2023 年规上丝绸企业蚕丝产量有所下滑



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

我国丝绸产业链完整。根据前瞻产业研究院，丝绸产业链上游为提供蚕茧的“原材料供应”环节；中游为缫丝、织造、印染的“蚕丝绸制造与加工”环节；下游则是面向消费者的“应用领域”，主要包括家纺、服装、文创与礼品三大行业。由于丝绸行业进入门槛相对较低，市场参与者众多，从而导致较为激烈的市场竞争，而竞争的关键点则聚焦于品牌、渠道和研发创新能力。

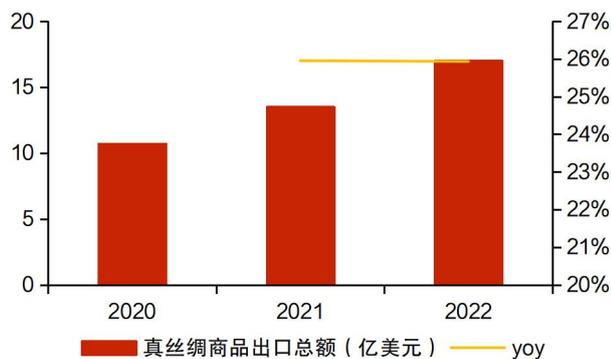
图表 17：我国丝绸产业链完整



资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究所

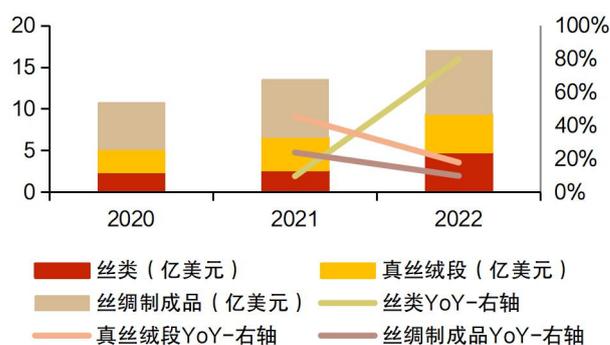
我国真丝绸商品出口总额增长，国内外消费群体对真丝类产品购买热度上升。根据太湖雪招股说明书数据，我国真丝绸商品出口总额在 2021 年和 2022 年连续两年增速超过 25%，2022 年出口总额达到 16.99 亿美元，同比增长 25.93%。其中，丝类出口 4.8 亿美元，同比增长 79.78%，占比 28.25%，出口单价 53.99 美元/公斤，同比增长 16.33%；真丝绸缎出口 4.63 亿美元，同比增长 17.73%，占比 27.29%，出口单价 6.37 美元/米，同比增长 3.07%；丝绸制成品出口 7.56 亿美元，同比增长 9.74%，占比 44.46%。国内外消费群体对真丝类产品的购买热度不断上升，同时，“一带一路”等国家倡议也为我国丝绸产业“走出去”创造了良好的外部环境。

图表 18：2021-2022 年中国真丝绸商品出口额增速超 25%



资料来源：太湖雪招股书、太湖雪年报、华源证券研究所

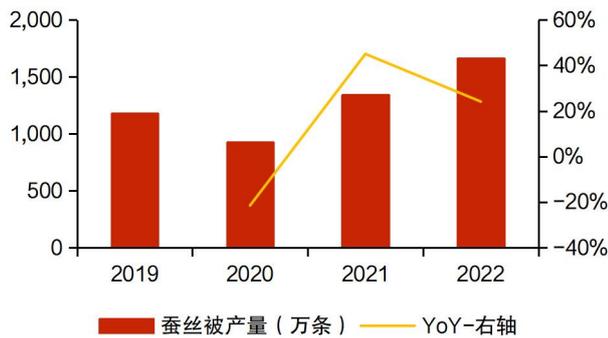
图表 19：2022 年丝绸制成品占真丝绸商品出口总额 44%



资料来源：太湖雪招股书、太湖雪年报、华源证券研究所

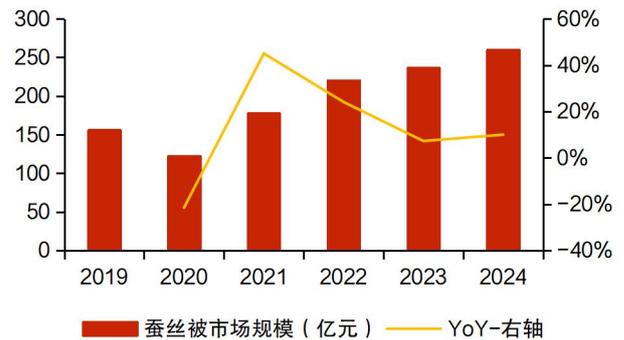
2021年至今蚕丝被市场规模稳步增长。根据国家统计局数据、太湖雪年报，2018-2022年，中国蚕丝被产量逐步从1,215万条增长至1,663万条左右，年复合增长率约为8.2%。2022年我国蚕丝被产量达到1,663万条，按《2020年苏杭丝绸产业调研报告》中的蚕丝被平均单价计算，2022年我国蚕丝被市场规模达到约220.36亿元。根据中国蚕丝被消费市场的分析，2024年蚕丝被市场规模达到约260亿元，同比增长10%。从2020年至2024年，蚕丝被消费量指数以9%的复合增长率持续增长。随着健康意识的提高和健康理念的改变，高档丝绸家纺等产品不断受到消费者的关注与喜爱。

图表 20：2021-2022 年全国蚕丝被产量快速增长



资料来源：太湖雪说明书、太湖雪年报、华源证券研究所

图表 21：2021 年至今蚕丝被市场规模稳步增长



资料来源：太湖雪说明书、太湖雪年报、华源证券研究所

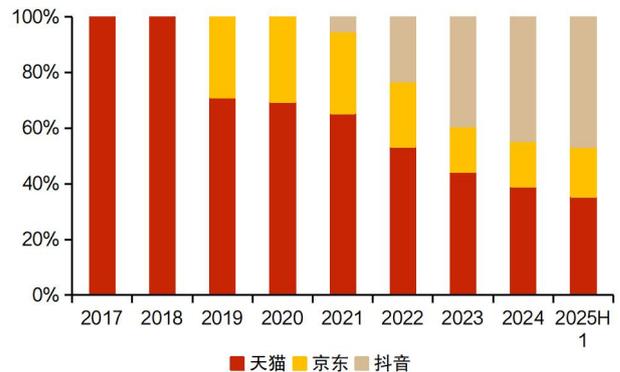
蚕丝被线上市场持续扩容，抖音成核心增长引擎。根据久谦中台数据，2023年电商平台（天猫、抖音和京东）蚕丝被市场总销售额达到26.3亿元，同比增长64.36%，市场在2024年继续维持在25.3亿元的高位。线上渠道结构发生变革，抖音平台销售额占比从2022年的23.15%迅速提升至2024年的44.44%，已成为行业第一大线上渠道。抖音等内容电商的兴起，为蚕丝被这类需要展示体验感的产品提供了新的营销范式。

图表 22：2022 年以来抖音渠道增速较高 (单位：百万元)



资料来源：久谦中台、华源证券研究所

图表 23：线上渠道份额重构，从天猫主导到抖音引领

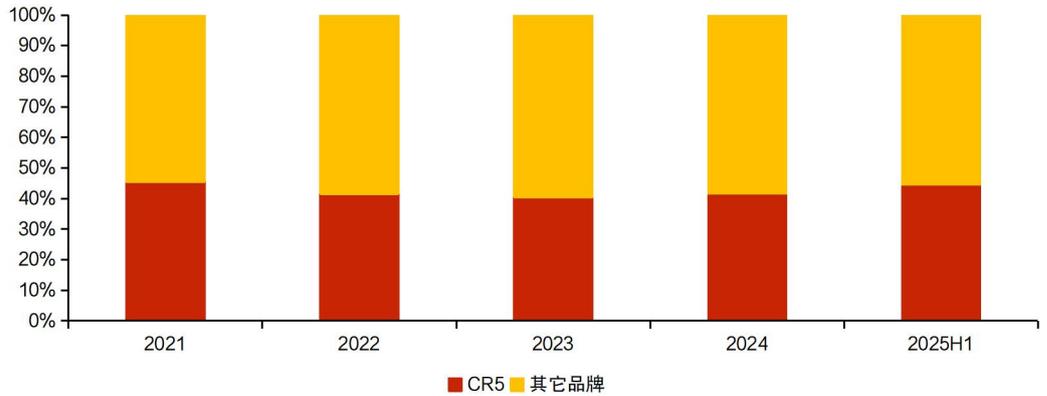


资料来源：久谦中台、华源证券研究所

蚕丝被线上品牌集中度较高，2025 上半年 CR5 占比 45%。根据久谦中台数据，线上蚕丝被市场的品牌效应显著，集中度较高。2024年，线上电商平台销售额 CR5 的品牌（水星家纺、蚕花娘娘、罗莱家纺、太湖雪、富安娜）合计占据了41.6%的市场份额。2025年上半年

年，CR5 品牌合计市场份额增长至 44.6%，在激烈的竞争中，太湖雪凭借其品牌力位居行业前列。品牌知名度是影响线上渠道销售表现的因素之一，对于蚕丝被这类高价值、重体验的非标品而言，消费者在无法亲身触摸感知产品时，更倾向于信赖和选择具有良好口碑和历史积淀的专业品牌，这构成了线上市场的核心壁垒。

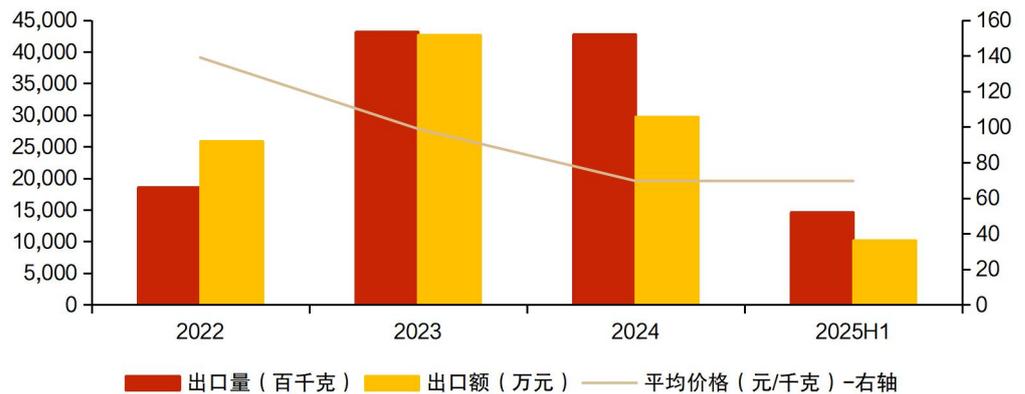
图表 24：线上蚕丝被市场集中度较高，品牌 CR5 占比超 40%



资料来源：久谦中台、华源证券研究所

蚕丝被出口市场量增价减，品牌溢价或可破局。根据中国海关总署数据，“丝棉填充的被子、床罩”（即蚕丝被）出口量在 2023 年实现了大幅增长，出口重量从 2022 年的 186 万千克增长至 432 万千克，并在 2024 年维持在 428 万千克的高位。量的增长伴随着价的调整，经计算，蚕丝被的平均出口单价已从 2022 年的 138.96 元/千克，下降至 2024 年的 69.6 元/千克。当前出口市场量增价减的趋势，显示品牌溢价的重要性，拥有强大品牌力、能出口高品质、高单价产品的企业，或可在激烈的国际竞争中摆脱价格战，获取更可观的利润。

图表 25：2022-2024 年蚕丝被出口平均价格呈下降趋势

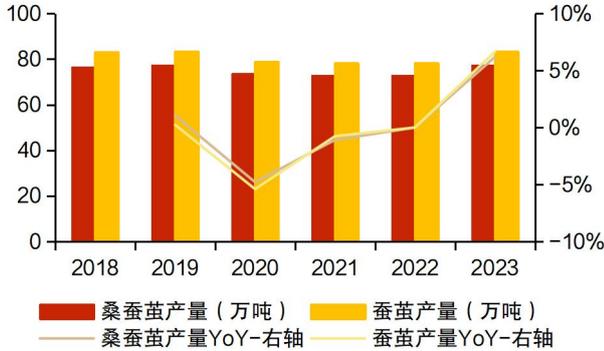


资料来源：中国海关总署、华源证券研究所

上游蚕茧产量企稳回暖，为下游产业提供稳定支撑。作为核心原材料的桑蚕茧产量在经历调整后，于 2023 年恢复增长，同比增长 6.19%，总产量达到 77.2 万吨。与此同时，蚕丝出口额则表现出较大波动，在 2021-2022 年连续两年高增后，2023 年同比下降 14.04%。上游蚕茧产量的恢复，为注重产品质量的企业提供了关键的原料保障，如太湖雪通过与主要供

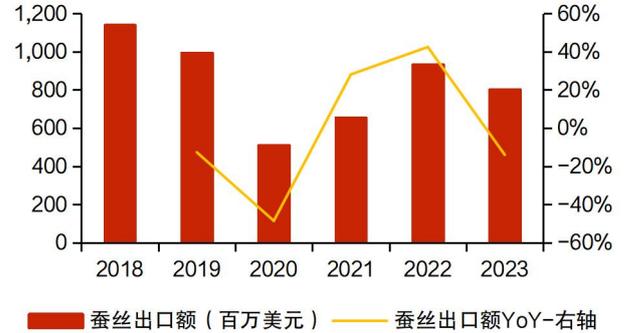
应商建立长期稳定的合作关系，并制定严格的供应商筛选和管理制度，从源头上保障了高品质原料的稳定供应。

图表 26：核心原料桑蚕茧产量在 2023 年恢复增长



资料来源：wind、华源证券研究所

图表 27：原料端蚕丝出口额波动较大

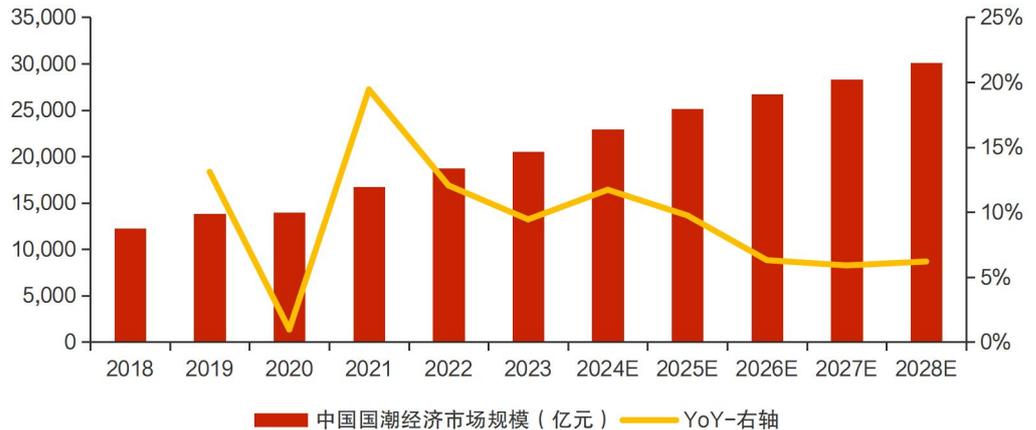


资料来源：wind、华源证券研究所

2.2. 国潮经济已迈入万亿市场，非遗文化与之有效结合

国潮经济已成万亿级市场，或将保持稳健增长。国潮崛起是民族自信提升的具象化体现，它背靠底蕴深厚的中国文化历史。根据艾媒咨询数据，中国国潮经济市场规模在 2023 年已达到 2.05 万亿元，同比增长 9.44%。展望未来，该市场预计持续扩容，或将在 2028 年达到 3 万亿元的规模。近年来，国潮品牌在产品创新和品牌营销上持续发力，不断创造出新的消费潮流，行业发展前景广阔。

图表 28：国潮经济已迈入万亿市场，并预计持续扩容



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所

根据上海转型发布公众号，“国潮经济”不只是传统文化的复兴，更是文化、产业与社会三重共振的产物。它是以中国传统文化为内核，融合现代元素、科技手段与消费趋势，通过符号化表达、品牌化运作和产业化延伸形成的新型经济形态。回溯“国潮经济”的发展历程，主要包括筑底、回归、加速和复兴四个阶段。

图表 29：“国潮经济”正处于复兴阶段



资料来源：上海转型发布公众号、华源证券研究所

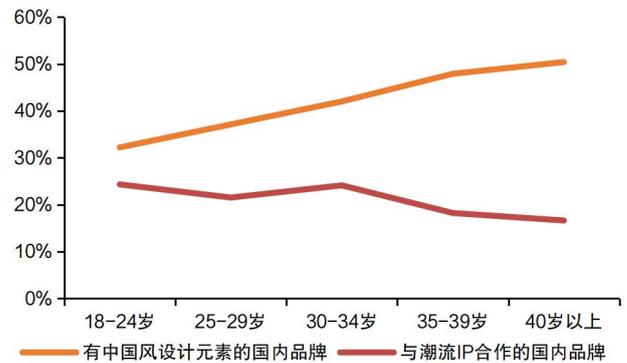
国潮消费的核心动因，是文化价值与时尚审美的结合。根据艾媒咨询数据，2024年在众多购买国潮产品的原因中，“更具时尚感”（32.6%）、“有独特的文化内涵”（31.4%）和“款式新颖、个性化”（31.0%）是驱动消费者做出购买决策的主要的三大因素。国潮产品作为文创的重要组成部分，其时尚及个性化的设计能够贴合中国消费者的文化、审美及使用需求，受到众多消费者的青睐。根据2022年艾瑞咨询数据，随着年龄增加，消费者对于有中国风设计元素的国内品牌关注度持续上升，潮流IP则呈波动下降趋势。

图表 30：文化内涵与时尚感是购买国潮产品的核心动因



资料来源：艾媒咨询、华源证券研究所 注：数据为2024年

图表 31：随着年龄增长，消费者更关注中国风设计元素

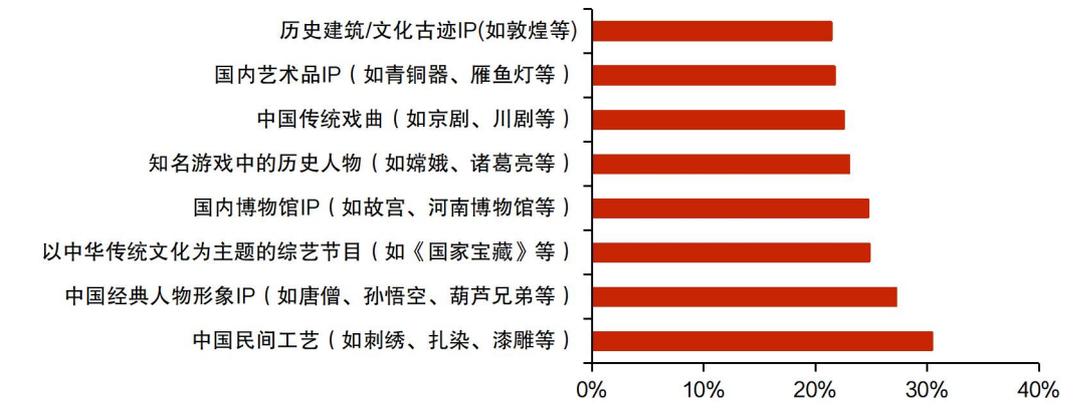


资料来源：艾瑞咨询、华源证券研究所 注：数据为2022年

中国民间工艺是受消费者关注较高的中国风设计元素。根据2022年艾瑞咨询数据，中国民间工艺（如刺绣、扎染、漆雕等）在众多国潮形式中脱颖而出，受消费者关注度达30.4%。同时，中国经典人物形象IP（如唐僧、孙悟空、葫芦兄弟等）和以中华传统文化为主题的综艺节目（如《国家宝藏》等）分别占比27.2%和24.8%，未来具有较大发展潜力。根据上海转型发布公众号，代际博弈促使青年一代建构自身风格标签来抵抗主流文化的影响（如《哪

吒》解构传统神话），而国潮既保留了共同身份标识（故宫文创让传统浸润日常），又满足了个性的需求。

图表 32：以刺绣为代表的民间工艺成为消费者关注的“中国风”设计元素首选



资料来源：艾瑞咨询、华源证券研究所 注：数据为 2022 年

“非遗文化”与“国潮”可以深度融合。以非遗文化为载体，提升了“国潮”品牌和文化产品的文化内涵；以“国潮”品牌促进跨文化沟通，提升了中国品牌的文化影响力。例如，敦煌研究院与腾讯公司联合推出“敦煌诗巾”小程序，参与者可以手动 DIY 自己专属的“敦煌诗巾”；贵州苗族孩子们身着苗绣走上国际 T 台；崇左市融媒体中心先后研发出服装、包袋、围巾等 2 万多件“新壮锦，新国潮”系列文创产品；濮绸织造技艺非遗传承人冯继延开发设计的濮绸马甲成为年轻人追捧的“国潮”单品。

图表 33：非遗成为国潮是创新表达与现代生活的融合

推广案例	活动内容
敦煌诗巾	2019 年，敦煌研究院与腾讯公司联合推出“敦煌诗巾”小程序，参与者只需使用手机小程序，就能利用千变万化的敦煌风格元素 DIY 自己的专属“敦煌诗巾”。这样设计出来的独一无二的敦煌诗巾，不但可以保存为图片留作纪念或转发分享，还能依托腾讯云技术，实现云上 DIY、AI 试戴、一键下单定制实物
苗绣走入国际 T 台	2025 年中国国际时装周在北京正式落下帷幕，作为有着 28 年历史的时尚盛会，每年的中国国际时装周都会成为潮流的风向标。与往年相比，今年 T 台的高光时刻是 45 名来自贵州黔东南的孩子们，身穿融合苗绣、侗绣、银饰等多种少数民族非遗元素的服装，呈现的一场令人耳目一新的视觉盛宴，也让无数观众感受到了原生态高级感的震撼
壮锦文创产品	在保持壮锦独特文化内涵和价值属性的基础上，把握好非遗与文创的关系，深入研究时尚元素、大众审美、市场需求与壮锦文化“DNA”的结合点，将现代设计理念和时尚潮流元素融入壮锦文创新品和文旅开发过程，创新壮锦设计和生产工艺的系统研发。崇左市融媒体中心成立壮锦专班，先后研发出服装、包袋、围巾、领带、笔记本等 75 类 2 万多件“新壮锦，新国潮”系列文创产品
濮绸马甲引领国潮风尚	作为浙江省非物质文化遗产，濮绸有着“天下第一绸”美誉。濮绸织造技艺非遗传承人冯继延开发设计的濮绸马甲成为年轻人追捧的“国潮”单品。该马甲融合了“百子图”、“丝绸之路”、“濮川八景”等传统文化精髓，在色彩上选用红粉蓝绿色系，更显时尚潮流。此外，濮绸马面裙、礼服、帽子等国潮系列产品也不断创新出圈
展览宋锦服饰类产品	苏州丝绸博物馆与苏州上久楷丝绸科技文化有限公司联合举办“锦瑟华章——宋锦时尚臻品展”等相关展览活动，通过特色展览推广宋锦文化，遴选宋锦服饰类展品，展现宋锦织造技艺的精妙和创新设计产品的张力

资料来源：甘肃省文物局、贵州政协、广西崇左人民政府、桐乡市人民政府、中国丝绸博物馆、华源证券研究所

3. 精心锻造品牌力，线上线下、境内境外同步发展

3.1. 聚焦核心大单品，连续获得蚕丝被专营品牌全国销量第一

经过近二十年的深耕发展，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。公司已经掌握了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。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已累计获得授权发明专利 8 件、实用新型专利 91 件、著作权 2459 件。同时，公司积极参与行业标准制定，已起草并颁布国家标准 7 项、行业标准 6 项、团体标准 9 项，为行业健康发展贡献力量。弗若斯特沙利文(北京)咨询有限公司上海分公司于 2025 年 5 月出具《中国蚕丝被行业市场地位声明》中显示，太湖雪连续 6 年荣获蚕丝被专营品牌全国销量第一（2019-2024 年）。

图表 34：太湖雪连续六年获蚕丝被专营品牌全国销量第一



资料来源：太湖雪官网、弗若斯特沙利文、华源证券研究所

坚持“蚕丝被就选太湖雪”的品牌战略。公司聚焦蚕丝被这一核心大单品，深耕蚕丝被细分市场，传承并弘扬苏州丝绸文化，矢志成为以蚕丝被为核心的新国货丝绸领军品牌。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。公司在蚕丝被设计中融合苏州特色丝绸文化与现代审美，选用优质蚕丝，注重舒适与健康。同时，公司实施了“面料革新、工艺精进、花型创新、联名合作”四大设计创新策略，旨在全面提升产品的独特性和市场吸引力。

图表 35：公司实施“蚕丝被就选太湖雪”的品牌战略



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

床品套件产品融入非遗技法，演绎丝绸美学。根据太湖雪年报，真丝套件采用 100%真丝面料，真丝素有“纤维皇后”之称，含有人体所必需的 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。全棉套件采用的全棉面料由柔软细腻的纱线织造而成。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。

图表 36：太湖雪床品套件产品



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

创新开发丝绸饰品，展现国潮魅力。根据太湖雪年报，在“新国潮、新国货、新消费”的消费趋势推动下，消费者对本土品牌的热爱与自信日益增强。公司紧跟这一潮流，将中国传统丝绸美学深度融合于丝绸饰品的设计开发中，致力于创新设计，推出既个性化、又年轻化且时尚化的产品。同时，公司注重深挖产品的文化属性和内涵，力求与消费者建立强烈的文化认同连接，进而提升消费体验及品牌影响力，充分展现文化自信与国潮的独特魅力。

图表 37：太湖雪丝绸文创品

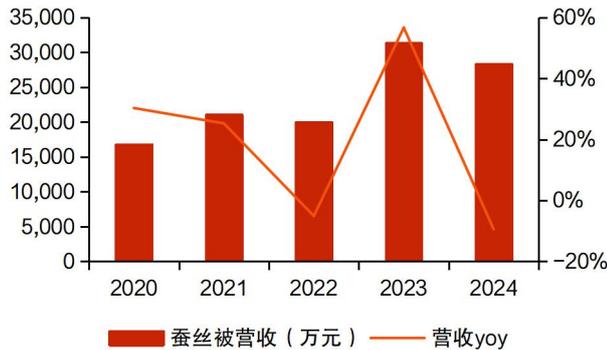


资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

太湖雪营收以蚕丝被为主要来源，丝绸饰品增速较高。根据太湖雪年报，2020-2023 年蚕丝被营业收入为 16809.11 万元 (yoy+30.28%)、21054.63 (yoy+25.26%)、19985.05 万元 (yoy-5.08%)、31303.85 万元 (yoy+56.64%)，2024 年营收较 2023 年有所下降

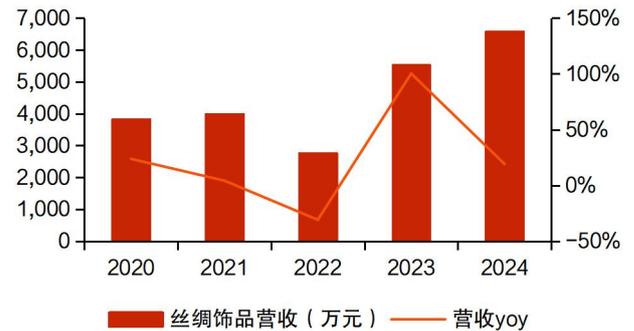
(yoy-9.46%)。2020年至2024年公司丝绸饰品营业收入呈现波动上升趋势,分别为3828.16万元(yoy+23.76%)、3989.98万元(yoy+4.23%)、2758.16万元(yoy-30.87%)、5523.06万元(yoy+100.24%)、6577.36万元(yoy+19.09%)。在“国潮经济”不断发展的背景下,丝绸饰品市场潜力较大,我们预计未来丝绸饰品有望持续扩大收入。2023年蚕丝被和丝绸饰品营业收入较2022年提升较大,主要系公司积极落实营销渠道建设及品牌升级项目,完善线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式。

图表 38: 2024 年蚕丝被营收有所下滑



资料来源: iFinD、华源证券研究所

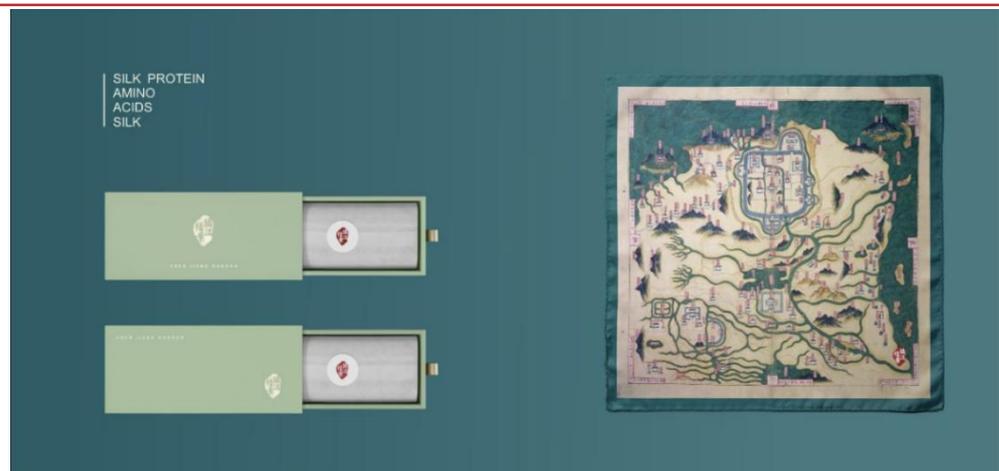
图表 39: 丝绸饰品营收 2022 年以来快速增长



资料来源: iFinD、华源证券研究所

积极拓展跨界合作, 提升品牌知名度。公司凭借在丝绸制品研发领域的领先优势, 积极拓展跨界合作, 与苏州博物馆、上海博物馆、南京博物院、广州博物馆、中国大运河博物馆、大同博物馆等知名博物馆, 以及拙政园、周庄古镇、黎里古镇等热门旅游目的地建立了紧密合作关系。同时, 公司还与知名艺术家王敬贤及多部影视剧作进行了跨界联名 IP 合作。通过这些合作, 公司推出了个性化、定制化的联名丝绸制品, 旨在讲好苏州丝绸故事, 弘扬中华丝绸文化。2024 年, 公司与苏州丝绸博物馆携手共创了“姑苏十二色”系列产品, 这一创新合作不仅重新定义了丝绸色彩, 更展现了公司在丝绸文化传承与创新方面的深厚底蕴和独特魅力。

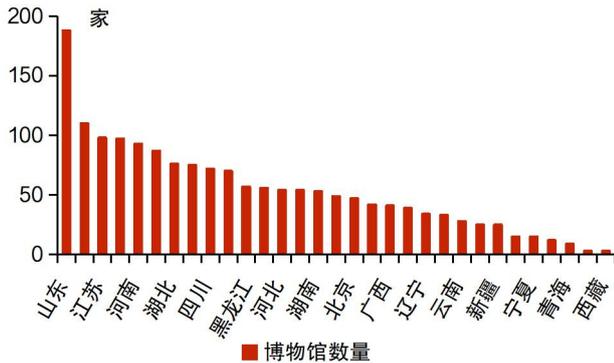
图表 40: 公司与博物馆联名共创产品



资料来源: 太湖雪年报、华源证券研究所

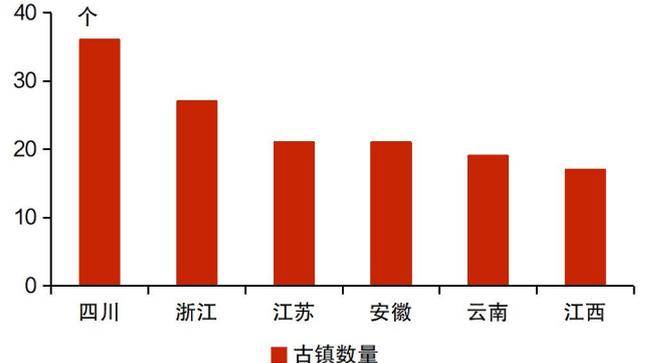
根据国家文物局，2024 年国家一、二、三级博物馆总数达 1660 家，其中国家一级博物馆 327 家、国家二级博物馆 670 家、国家三级博物馆 663 家。根据中国旅游研究院，从各省份样本古镇数来看，全国古镇景区主要集中在四川省、浙江省、江苏省、安徽省、云南省和江西省等省份。这 6 个省份古镇景区数量分别为 36 个、27 个、21 个、21 个、19 个和 17 个，总体以 14.5% 的国土面积，聚集了全国半数以上的古镇景区。未来太湖雪有望加大与博物馆以及古镇的合作力度，结合传统文化持续打造相关 IP 产品。

图表 41：2024 年国家一、二、三级博物馆总数达 1660 家



资料来源：国家文物局、华源证券研究所

图表 42：江浙皖赣及川滇等省份古镇景区密集

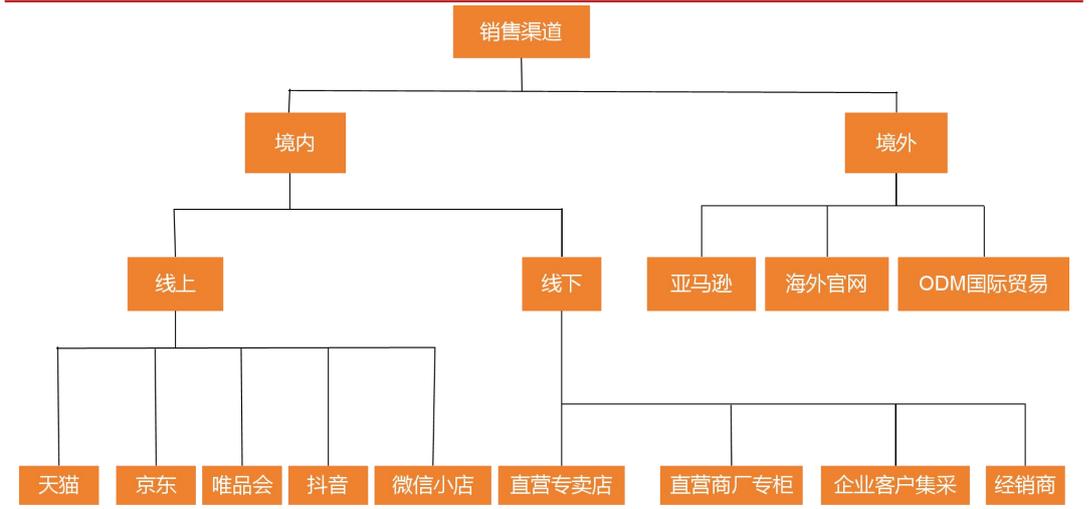


资料来源：中国旅游研究院、华源证券研究所

3.2. 2024 年线上销售占比约 50%，主要渠道为天猫

公司构建了线上线下、境内外并重的全方位立体销售模式。根据太湖雪年报，线下方面，公司主要通过直营专卖店和企业客户集采等渠道进行销售；线上则依托天猫、京东、唯品会、抖音、微信小店、小红书、亚马逊以及海外官网等电商平台进行宣传和推广和销售。在国内线下渠道，公司不断新增直营门店并提升门店运营质量，同时积极创新零售模式，利用本地生活平台（如抖音、百度、高德等）、视频号、小红书、短视频、小程序、快闪店等多种形式，拓展公域流量，培育私域流量，促进线上线下深度融合发展。在线上市场，公司凭借在蚕丝被品类的运营优势，加大直播电商投入，全力提升全系列产品在线上渠道的品牌影响力和销量。在海外市场，公司采取“中国制造+品牌出海”战略，持续加强平台电商和海外官网的建设，布局全球社交媒体矩阵，精准触达海外消费者，不断提升品牌知名度和美誉度。

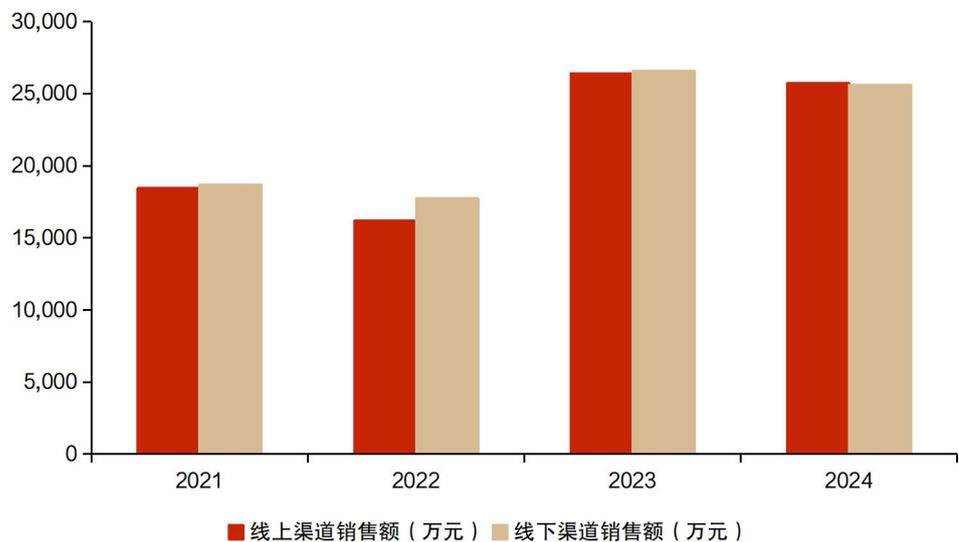
图表 43：采取线上线下、境内外并重的全方位立体销售模式



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

稳固线下销售渠道，拓宽线上销售渠道。根据太湖雪 2024 年年报，面对消费市场需求不及预期及蚕丝被类可选消费品类整体承压的市场环境，公司坚持“稳健发展、提质增效”的经营指导思想，采取了有效营销策略。线下渠道方面，在核心区域市场苏州、北京开设品牌旗舰型超级体验店；线上渠道方面，持续优化小红书、短视频内容，提升抖音、视频号、天猫直播平台的投产效率，并完善海外社交媒体矩阵布局。同时，公司聚焦品牌势能，不断丰富产品矩阵，实现了持续稳健的发展。公司 2023-2024 年线上线下渠道占比基本持平。

图表 44：2023-2024 年公司线上线下销售渠道占比基本持平

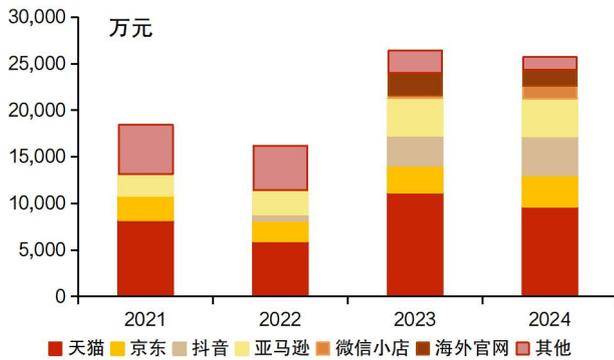


资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

优化线上渠道投放策略，有效提高运营质效。根据太湖雪 2024 年年报，线上渠道中，公司在国内市场，天猫、京东等货架电商通过优化广告投放策略及产品上新，有效提高了运营质效，进一步稳固了公司在蚕丝被行业的头部商家地位。同时，公司加大微信小店（包括腾讯小程序、公众号、视频号）渠道布局，视频号采用“自播+达播”的营销策略，2024 年实现了同比 387.64% 的显著增长。抖音电商则转变策略，从销售高速增长转为销售稳健增长

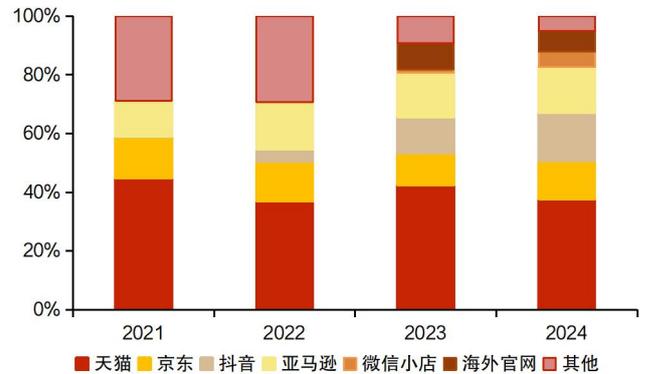
下持续盈利能力的打造，并已取得成效，2024 年实现同比增长 31.31%。在海外市场，线上渠道在内容创新上紧跟海外主流宣传模式，不断推陈出新，成功吸引了更多高净值用户群体。

图表 45：2024 年公司加大微信小店渠道布局



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

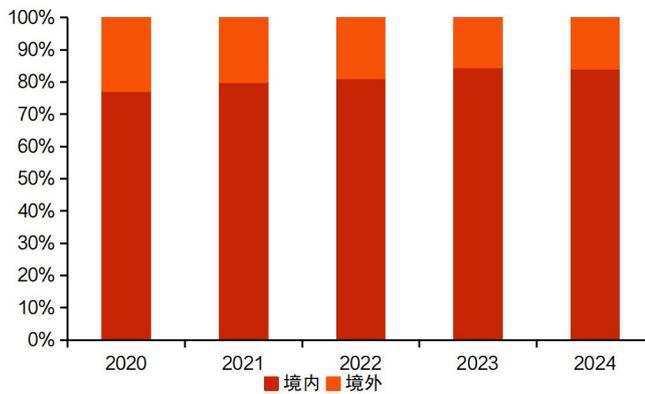
图表 46：近四年太湖雪线上主要渠道为天猫



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

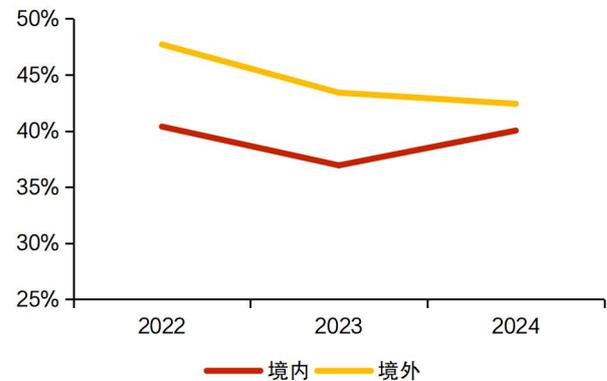
公司营业收入主要来自境内销售。公司境内销售占比整体呈上升趋势，2022-2024 年境内营收占比均超过 80%，境内毛利率呈现出先降后升的趋势，境外毛利率持续下降，而境外毛利率整体高于境内毛利率。根据海关数据和太湖雪年报，2024 年家纺外贸企业经营承压，出口价格下降，反映出利润空间被压缩。

图表 47：2021-2024 年境内营收占比超过 80%



资料来源：iFind、华源证券研究所

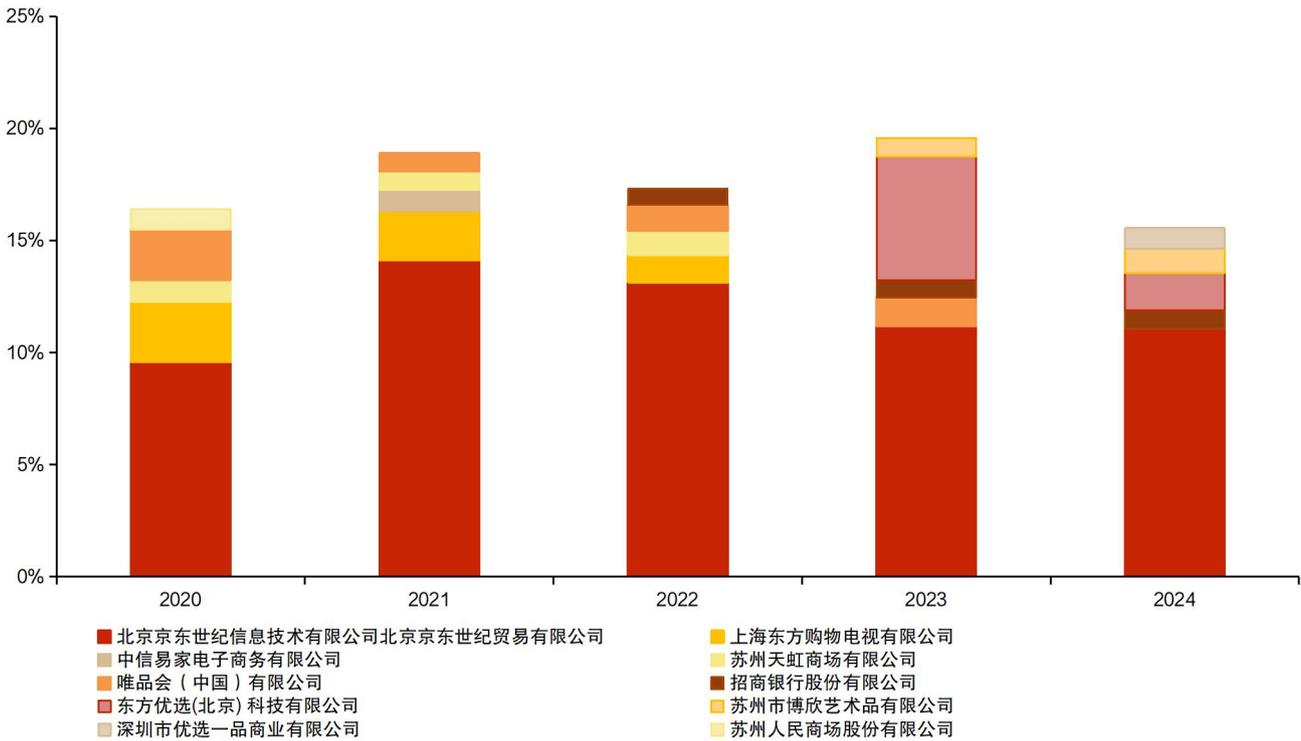
图表 48：2022-2024 年境外毛利率高于境内毛利率



资料来源：iFind、华源证券研究所

前五大客户销售占比呈波动下降趋势。根据公司年报，2021-2024 年北京京东世纪信息技术有限公司、北京京东世纪贸易有限公司销售占比第一，但逐年下降。2023 年，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，新增客户东方优选（北京）科技有限公司（“东方甄选”）。同时，公司利用在蚕丝制品研发方面的领先优势，加大与苏州博物馆、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，2023 年公司从客户苏州市博欣艺术品有限公司（“苏州博物馆”）获取的业务收入大幅增加。

图表 49：2020-2024 年前五大客户销售占比呈波动下降趋势

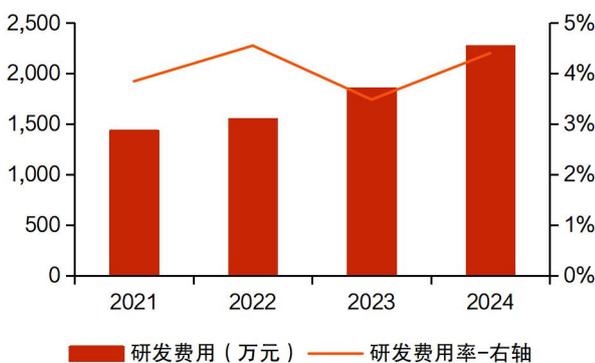


资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

3.3. 2024 年研发费用同比增长 22.7%，占营收 4.4%

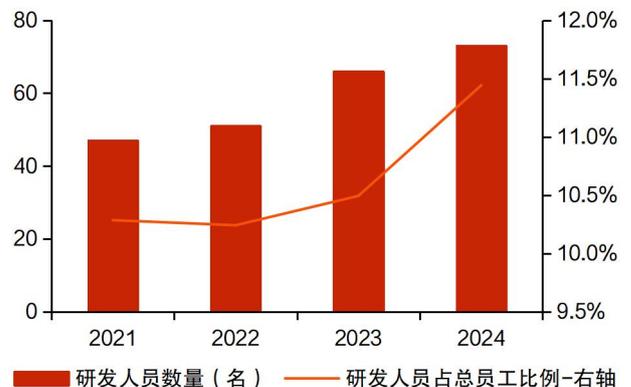
公司研发分为技术研发和创新设计两部分。公司技术研发涵盖蚕丝处理、染色及功能整理技术，通过自主创新或合作开发形成成果。创新设计包括花型、款式及定制化产品设计，基于产品规划进行具体设计并打样，定制化设计需与客户沟通需求后进行方案设计和生产。2024 年公司研发费用 2268.9 万元，同比增长 22.7%，研发费用率 4.4%。截至 2024 年末，公司累计授权发明专利 8 项，实用新型专利 91 项；公司共有 73 名研发人员，占总员工人数的 11.4%。因技术升级及消费市场变化，截至 2024 年末有效存续的发明专利 8 项，实用新型专利 51 项，共计 59 项。

图表 50：2024 年研发费用达 2268.9 万元



资料来源：太湖雪年报、华源证券研究所

图表 51：2024 年公司研发人员占总员工 11.4%



资料来源：太湖雪年报、iFinD、华源证券研究所

公司实行以蚕丝被为核心的新国货丝绸一体化研发模式。为了推动现代丝绸文化的技术创新和产品升级，公司采用了一体化研发价值链，涵盖产品研发、平面视觉设计以及门店商业空间构建。在产品研发设计中，注重融合苏州传统丝绸文化与时尚原创元素，每季新品都彰显着民族自豪感与文化自信，紧跟“新消费、新国货、新零售”的消费潮流。公司实行以自主研发为主、合作研发为辅的研发模式。目前，公司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多个研发创新平台。同时，公司与东华大学、苏州大学、浙江理工大学、北京服装学院、南京农业大学等高校建立了产学研合作基地。

公司围绕优质原料、功能性拓展与工艺升级开展多项研发项目，涵盖优质蚕品种规模化养殖、功能性新产品（如安神、抗氧、护肤）开发、家纺抗敏技术、植物护肤品、丝绸新工艺等方向。截至2024年末，多个项目已进入中试阶段。研发成果有望增强产品附加值与差异化竞争力，夯实品牌定位，推动公司在健康消费与中高端丝绸市场的持续拓展。

图表 52：公司在研项目丰富

研发项目名称	项目目的	所处阶段/ 项目进展	拟达到的目标
优质蚕品种改良及规模化饲养技术研发	通过优质蚕品种改良及规模化饲养技术研发，以期研发出改善蚕桑的种养环境、提高蚕茧质量，进而保证蚕丝制品品质的技术。	已结项	完成优质蚕品种改良及规模化饲养技术的研发，将技术成果用于公司生产实际
生态保健防皱阻燃多功能真丝产品关键技术研发	制备生态抗菌防螨多功能整理剂；开发环保型生物质阻燃剂；制备防皱功能助剂；开发具备生态保健和阻燃多功能的真丝产品。基于新型生物质功能产品开发多功能性丝绸加工技术，为功能性丝绸的高质量发展提供理论依据。	小试改进	基于新型生物质功能产品开发多功能性丝绸加工技术，为功能性丝绸的高质量发展提供理论依据。将技术成果用于公司生产实际
蚕桑丝绸高质量发展关键技术研发	开发高效率大蚕饲养新技术；开发蚕桑生产废弃物资源循环利用新技术；开发果桑生态栽培新技术；开发规模化高效上簇新技术。基于多批次饲养与桑园害虫综合防治，开发预防家蚕农药中毒的综合管理技术。	中试	对推动蚕桑丝绸高质量发展的关键技术进行开发，将技术成果用于公司生产实际
家纺绿色抗过敏关键技术研发	随着消费水平提升，真丝产品越来越多为消费者所使用。研究蚕丝被、真丝套件等产品绿色抗过敏技术，满足消费者对产品日益提高的使用感。通过研究绿色环保去除丝胶工艺，控制丝胶含量和含油率优化蚕丝性能，从而大幅降低过敏。同时，蚕丝成分与人体皮肤相似度达87%，且丝胶蛋白可减少50%以上螨虫滋生，充分利用这种天然属性，提升丝绸产品的抗过敏性能。	中试	通过项目研究开发一种家纺绿色抗过敏关键技术，形成绿色环保脱胶工艺路线，用于产品生产，提升产品使用感，从而提高市场竞争力，扩大公司销售规模
蚕丝被凉感关键技术研发	蚕丝被凉感工艺技术的开发，不仅是对传统蚕丝被产品的一次重要创新，更是对消费者需求精准把握和满足的体现。随着夏季高温天气的频繁出现，消费者对床上用品的凉爽性能提出了更高的要求。蚕丝被凉感工艺技术的开发，正是为了迎合这一市场需求，为消费者提供更加舒适、凉爽的睡眠体验。	中试	通过项目研发，形成一套蚕丝被凉感工艺路线，用于提升夏凉被使用过程中透气舒凉感，提升产品舒适度
茶多酚抗氧化功能蚕丝产品加工工艺的研发	在国内，茶多酚抗氧化功能蚕丝产品的工艺技术研发已经取得了一定的进展。一些科研机构和企业开始致力于将茶多酚与蚕丝相结合，通过特定的工艺技术，使茶多酚的有效成分能够均匀地渗透到蚕丝纤维中，从而赋予蚕丝产品抗氧化功能。然而技术水平还存在提升空间。	中试	通过项目研发，提升茶多酚与蚕丝纤维结合而成的功能性蚕丝纤维性能，从而使得产品具有抗菌抗紫外抗氧化等一系列功能
植物助眠康养系列蚕丝被加工工艺的研发	随着经济社会发展程度日益升高，人们对蚕丝被产品需求日益提升。蚕丝被本身具备天然抗菌、吸湿透气的特性，叠加植物康养功能，可精准匹配消费者对“睡眠健康+自然疗愈”的双重需求。目前市场上鲜少见健康睡眠系列产品，将填补市场空白。	中试	开发植物环保功能性蚕丝产品，尤其是针对温控及抗菌等功能性，满足适老化改造配套需求
真丝产品抗皱抗紫外关键技术研发	目前市场上抗皱抗紫外真丝产品五花八门，消费者对于产品的认知还停留在防晒服等传统层面，然而这种抗紫外真丝产品存在水洗后性能大幅降低的情况。另一方面，市场上鲜少有抗皱抗紫外	中试	期望通过技术研发，形成一种耐水洗的抗皱抗紫外真丝加工工艺的技术路线，以开发功

蚕桑菌核病防治技术的研发	家居产品。 蚕桑菌核病是好发于春季的真菌性病害，主要危害桑树的新梢和果实，对蚕桑产业影响较大。目前主要采用化学防治、物理防治等方式，存在品种耐药性提升、农药残留污染环境以及实施成本高等问题。旨在提供一种污染低、成本低、有效性高的防治技术方案。	中试 能稳定的抗皱抗紫外真丝产品 通过抗病品种选育、低成本物理防控技术研发，结合生物防治增效以及精准防控模型搭建，实现高效经济稳定的菌核病防治技术方案
--------------	--	---

资料来源：太湖雪 2024 年年报、华源证券研究所

3.4. 位于蚕丝被生产核心集聚区，具备柔性供应链管理能力和

苏杭地区是我国丝绸的主要产地，尤其是杭州和嘉兴地区的丝绸产业发展较快。根据智研咨询，近年来，我国丝绸产业由过去的以城市为主的生产加工体系，转变为以集群或单个企业为主体的格局；同时，“东桑西移”、“东丝西移”以及“东绸西移”进程不断推进，我国丝绸产业集群也不断拓展，行业发展格局也随之变化。目前，中国丝绸消费仍主要集中在传统丝绸产地杭州、苏州及上海、北京、广州等一线城市，知名品牌万事利、喜得宝、达利、绣娘、太湖雪均在城市中心、机场、商场大厦开设线下店铺。伴随产业发展格局的变化以及“互联网+丝绸”的销售模式逐渐成熟，我国丝绸销售市场逐步下沉，市场潜力不断释放。

图表 53：苏杭地区是我国丝绸的主要产地

地区	产业集群介绍
浙江	嘉兴有 4700 余年的丝绸文化历史，被誉为古代的“丝绸之府”，当代的“中国绸都”。嘉兴丝绸园内集栽桑、养蚕、缫丝、织造、印染、服装于一体，是一家国家级丝绸产业特色园区
	杭州有“丝绸之府”之称，并建有中国丝绸博物馆。杭州丝，历史悠久，质地轻软，色彩绮丽，品种繁多，有绸、缎、绫、绢等十几类品种，著名的品牌有喜得宝、万事利、凯地等
	湖州丝绸以其卓越的品质、精美的花色和丰富的文化内涵闻名于世，其质地紧密，细洁光亮，色彩斑斓，仅见于古代文献中的丝织品名称就有帛、绢、绸、縠、绮、罗、绫、绣、锦、纱等 20 余种，素有“丝绸之府”、“中国绸都”、“湖丝衣天下”的美称
江苏	苏州在上古时期属九州中的扬州，夏禹时就有丝织品土贡“织贝”一类的彩色锦帛。苏州丝绸博物馆，是中国第一所丝绸专业博物馆。苏州还建有苏州丝绸工学院，纺织工程学科为江苏省省级重点学科和品牌专业
	无锡是中国编丝织绸的基地。近代无锡的缫丝生产居全国之冠，在国内外享有“丝都”之誉。无锡拥有纺织企业 6000 多家，纺织总量占全市工业经济近两成，是该市致力发展的五大支柱产业之一
广东	顺德创造发明“桑基鱼塘”的先进农耕模式，自 1873 年开始机械化生产蚕丝形成了海上丝绸之路著名的“南国丝都”生产贸易基地
四川	南充是全国四大蚕茧、丝绸生产出口基地之一，是中国西部地区的丝绸工业中心，也是中国西部的“中国绸都”。全市已具有桑、蚕、种茧、丝、绸、绢和印染、针织、服装、丝毯、丝绸床上用品、蜀绘丝绸工艺品、纺织机械、丝绸科研、教学以及内外销售等门类齐全的生产体系，是中国西部地区规模较大的茧丝绸产区之一
广西	茧丝绸业是广西的新兴优势特色产业，在国家实施“东桑西移”工程和东部地区产业转移等因素推动下，广西茧丝绸业实现了发展，成为国内茧丝绸业具有发展潜力的地区。目前，在河池、南宁、柳州、来宾、梧州、百色等地建立了丝绸工业园，产业链逐步延伸，产业化水平进一步提升

资料来源：智研咨询、华源证券研究所

优越地理位置及柔性供应链，保障快速交付及品质卓越。根据太湖雪年报，公司位于蚕丝被生产的核心集聚区，地理位置得天独厚，四周紧邻桑蚕丝被加工厂、面料生产制作厂及半成品缝制厂等配套企业。这一优越的地理位置为公司便捷高效地进行物料运输，并灵活统筹订单生产安排。公司拥有一套快速响应的供应链体系，即便面对紧急大单，也能在短时间内迅速调配人力物力，确保生产和供货的高效有序进行，公司具备成熟的柔性供应链管理模式。根据中国江苏网，截至 2022 年，太湖雪在震泽已拥有近 500 亩叶桑园，近 10000 平方米丝绸工厂，以“公司+农户+基地”的形式，保障了太湖雪产品的原材料供应。

公司积极进行信息化建设，探索 AI 应用。通过系统升级、数据治理与技术创新，全面助力公司业务发展与精细化运营。同时，积极探索 AI 应用，拓展应用场景，致力于打造敏捷、智能、安全的零售数字生态。1) 信息安全强化：公司持续完善信息安全体系，加强员工的信息安全意识培训，更新并升级信息安全技术设施，同时加强网络安全防护措施，确保客户数据和公司信息资产的安全。2) 应用系统全面升级：实现全渠道数字化运营，全域数据融合与深度洞察。截至 2024 年末，公司已完成线上线下会员数据、交易数据、行为数据的全域打通，借助数据分析工具，深入挖掘客户需求和市场趋势，为精准决策提供有力支持。3) AI 应用深入探索：公司设计部利用 AI 大模型辅助设计工具，加速了设计过程，为设计团队提供丰富的创意灵感，并优化产品参数和特性，以满足用户多样化需求，不断提升产品吸引力和用户体验。

4. 盈利预测与评级

结合公司蚕丝被业务保持领先优势以及对于其丝绸饰品业务快速增长的积极预期，我们假设如下：

(1) **蚕丝被**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +15.0%/16.5%/18.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 3.26/3.80/4.48 亿元；

(2) **床品套件**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.0%/+12.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.56/1.75/2.01 亿元；

(3) **丝绸饰品**：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +28.0%/+26.0%/+25.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.84/1.06/1.33 亿元；

(4) **丝绸服饰及其他**：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10.5%/+12.0%/+15.0%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.24/0.27/0.31 亿元。

图表 54：太湖雪主营业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
蚕丝被 (万元)	32,593.37	37,971.27	44,806.10
yoy	15.00%	16.50%	18.00%
床品套件 (万元)	15,632.73	17,508.65	20,134.95
yoy	10.00%	12.00%	15.00%
丝绸饰品 (万元)	8,419.02	10,607.97	13,259.96
yoy	28.00%	26.00%	25.00%
丝绸服饰及其他 (万元)	2,422.67	2,713.39	3,120.40
yoy	10.50%	12.00%	15.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.40、0.57 和 0.75 亿元，截至 8 月 18 日收盘价，对应 PE 为 47.0、33.2、25.0 倍，我们选取罗莱生活、柏星龙、戎美股份作为可比公司。公司连续六年为蚕丝被专营品牌全国销量第一，聚焦于产品设计与品牌运营，我们看好公司凭借有效的营销策略、丰富的产品矩阵、成熟的渠道运营，不断扩大市场竞争力，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 55：太湖雪可比公司估值表（截至 20250818）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
罗莱生活	002293.SZ	8.50	70.90	0.62	0.69	0.77	13.7	12.3	11.1
柏星龙	833075.BJ	32.47	21.05	0.78	0.92	1.10	41.9	35.2	29.4
戎美股份	301088.SZ	14.52	33.09	0.53	0.60	0.70	27.3	24.0	20.6
均值							27.6	23.9	20.3
太湖雪	838262.BJ	27.2	18.80	0.58	0.82	1.09	47.0	33.2	25.0

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；太湖雪盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

线下销售渠道地域集中风险：公司作为发源于我国丝绸行业集——吴江震泽的企业，一直立足苏州根据地，并在苏州区域投入了大量市场拓展资源。目前，公司的直营门店、直营商场专柜等线下渠道主要集中在苏州地区。然而，未来若公司无法成功开拓外部市场，其经营业绩可能会受到不利影响。

原材料价格波动的风险：公司的主要产品蚕丝被的上游行业为茧丝绸行业，其核心原材料为桑蚕丝绵和真丝面料。随着中国东部经济的迅猛崛起，劳动力价格及土地成本不断攀升，中国蚕桑种植业呈现出“东桑西移”的趋势，即从东部地区逐渐向西南地区的广西等地转移。这一变迁不仅改变了蚕桑种植的地域分布，还导致总体价格呈现上升趋势。未来，若公司无法有效传导原材料价格波动风险，其生产经营将可能受到不利影响。

存货余额较大的风险：存货余额较大是丝绸家用纺织品行业及公司经营特点的体现。这主要源于公司产品款式众多，以及 2024 年公司销售渠道拓展所带来的备货需求大幅增加。然而，若产成品价格出现大幅下跌，公司将面临需计提大额存货跌价准备的风险，进而可能导致公司经营业绩下滑。

汇率波动的风险：随着公司跨境业务的不断拓展，销售收入持续增长，汇率波动风险也随之日益凸显。汇率的不稳定性可能对公司的财务状况、经营成果和现金流量产生重大影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	113	101	100	98
应收票据及账款	49	57	66	79
预付账款	6	5	6	7
其他应收款	3	6	6	8
存货	220	244	273	303
其他流动资产	6	10	12	14
流动资产总计	398	423	463	507
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	58	63	74	78
在建工程	0	15	11	12
无形资产	3	2	1	1
长期待摊费用	12	6	1	2
其他非流动资产	20	20	21	22
非流动资产合计	93	106	108	116
资产总计	491	529	571	623
短期借款	45	55	63	69
应付票据及账款	29	33	39	45
其他流动负债	48	52	59	68
流动负债合计	122	140	161	182
长期借款	33	30	23	18
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	38	36	29	23
负债合计	160	176	190	205
股本	53	69	69	69
资本公积	118	102	103	105
留存收益	159	181	209	244
归属母公司权益	330	352	382	418
少数股东权益	1	0	0	-1
股东权益合计	331	353	382	418
负债和股东权益合计	491	529	571	623

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	28	29	44	62
折旧与摊销	20	17	21	18
财务费用	4	3	4	4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-19	-29	-29	-32
其他经营现金流	6	12	12	12
经营性现金净流量	38	32	51	63
投资性现金净流量	-9	-30	-21	-22
筹资性现金净流量	-22	-14	-31	-44
现金流量净额	8	-12	-1	-3

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	516	594	691	817
营业成本	307	344	389	450
税金及附加	2	3	3	4
销售费用	133	157	185	221
管理费用	21	24	27	31
研发费用	23	27	32	37
财务费用	4	3	4	4
资产减值损失	-4	-5	-5	-6
信用减值损失	1	-1	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	7	12	12	12
营业利润	30	43	60	80
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	30	42	60	79
所得税	2	2	3	5
净利润	28	40	56	75
少数股东损益	0	0	0	-1
归属母公司股东净利润	28	40	57	75
EPS(元)	0.41	0.58	0.82	1.09

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-2.96%	15.11%	16.49%	18.18%
营业利润增长率	-23.17%	43.49%	41.02%	32.35%
归母净利润增长率	-18.32%	42.64%	41.60%	32.68%
经营现金流增长率	4,338.36%	-15.96%	59.56%	24.12%
盈利能力				
毛利率	40.41%	42.09%	43.80%	44.98%
净利率	5.40%	6.69%	8.13%	9.13%
ROE	8.49%	11.36%	14.85%	17.97%
ROA	5.72%	7.57%	9.92%	12.07%
估值倍数				
P/E	67.01	46.98	33.18	25.01
P/S	3.65	3.17	2.72	2.30
P/B	5.69	5.34	4.93	4.49
股息率	0.99%	0.96%	1.51%	2.16%
EV/EBITDA	25	30	23	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。