仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

太湖雪（920262）

国内丝绸服饰领军企业，文化赋能+渠道革新推动新成长

2026 年 09 月 22 日

增持（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	515.63	600.07	704.29	831.51	972.03
同比（%）	(2.96)	16.37	17.37	18.06	16.90
归母净利润（百万元）	28.06	38.66	51.97	67.93	82.23
同比（%）	(18.32)	37.80	34.41	30.72	21.05
EPS-最新摊薄（元/股）	0.34	0.47	0.63	0.82	0.99
P/E（现价&最新摊薄）	42.84	31.08	23.13	17.69	14.61

投资要点

- **深耕丝绸产业领域，双核心战略驱动业绩高增：**公司成立于 2004 年，公司深耕丝绸产业二十余年。公司重点推进“品牌升级”与“渠道革新”双核心战略落地见效，2025 年实现营业收入 6.00 亿元，同比增长 16.37%；归母净利润 3,866 万元，同比增长 37.80%；扣非净利润 4,068 万元，同比增长 68.51%。产品结构持续优化，高毛利的丝绸饰品（毛利率达 58.73%）快速放量，营收同比增长 28.20%；蚕丝被及床品套件毛利率 2026H1 对比 2025 年分别提升 1.75pct/1.91pct，推动整体盈利能力稳步提升。

- **丝绸行业繁荣发展，内需市场不断扩张：1）产业底蕴深厚，集群高度集中：**中国是桑蚕的原产地，环太湖流域为我国丝绸产业最集中、最发达的区域；2025 年全国丝绸产业市场规模约 787.4 亿元，同比增长 2.7%；蚕丝被作为核心品类，2025 年市场规模同比增长 10%，2021 年至 2025 年复合增速约为 10%，中国占全球蚕丝被消费市场 50%以上。**2）居民收入增长推动消费升级，内需持续扩大：**2025 年全国居民人均可支配收入 43,377 元，同比+5.0%，消费需求从“实用性、经济性”转向“舒适性、绿色环保、审美愉悦”；丝绸家纺产品正从传统床上用品向多元化品类拓展。**3）品牌建设加速推进，内需成为增长核心引擎：**国内丝绸市场需求日益增长，一批知名丝绸品牌崭露头角。

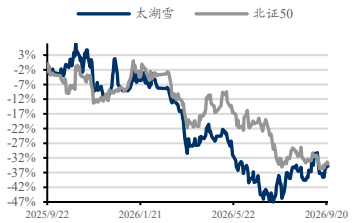
- **重视研发与品牌建设，助力产品海内外多渠道销售：1）市场地位稳固，长期保持市场第一：**公司连续 7 年位居国内蚕丝被专营品牌销量首位，遵循微笑曲线战略，聚焦研发与品牌两端高附加值环节，市场地位稳固。**2）积极加大研发，与多所大学构建产学研基地，加强文创设计提升品牌影响力：**公司 2025 年研发投入 2535 万元，与多所高校共建产学研基地，拥有 12 项发明专利。**3）大单品引领多元产品矩阵构建：**公司深化“蚕丝被就选太湖雪”战略，以蚕丝被为核心大单品，构建多元化产品生态体系。**4）构建线上线下融合，境内外协同的销售体系：**2025 年境内收入超 50000 万元、境外收入近 10000 万元，多元渠道持续挖掘市场增量。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.52/0.68/0.82 亿元，对应 PE 分别为 23/18 /15 倍，受益于国潮文化赋能，丝绸饰品业务实现逐步放量、高速增长。公司一方面加大线上渠道布局力度，挖掘国内线上消费市场潜力；另一方面积极开拓海外市场，完善国际化业务布局。多重驱动之下，我们预计营收维持约 20% 的年度增速，成长动能较为充足，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**公司线下销售渠道地域集中风险、原材料价格波动风险、线上直播带货风险、规范跨境电商亚马逊店铺新开立自营店铺流量培育风险、存货余额较大的风险、汇率波动的风险

证券分析师 朱洁羽
执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书：S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
执业证书：S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn
证券分析师 武阿兰
执业证书：S0600526070005
wual@dwzq.com.cn
研究助理 陈哲晓
执业证书：S0600124080015
sh_chenzhx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.49
一年最低/最高价	11.49/29.20
市净率(倍)	3.17
流通 A 股市值(百万元)	558.68
总市值(百万元)	1,201.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.57
资产负债率(%,LF)	37.07
总股本(百万股)	82.94
流通 A 股(百万股)	38.56

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 深耕丝绸产业领域，引领行业发展 4
1.1. 深耕丝绸产业领域 4
1.2. 股权高度集中，全资子公司布局明晰 4
1.3. 新任管理层管理经验丰富 5
1.4. 消费市场回暖及双核心战略落地见效推动公司业绩增长 6
2. 丝绸行业繁荣发展，市场规模稳健上升 9
2.1. 丝绸以蚕丝为原料，性质优良，历史悠久 9
2.2. 丝绸行业规模增长，出口额波动下滑 9
2.3. 蚕丝被市场规模增长，江苏省蚕丝被产量领先 10
2.4. 人均可支配收入增长，丝绸行业规模持续扩大 12
3. 公司研发优势显著，积极打造产品提升品牌形象 13
3.1. 市场地位稳固，长期保持市场第一 13
3.2. 积极加大研发，与多所大学构建产学研基地，加强文创设计提升品牌影响力 13
3.3. 大单品引领多元产品矩阵构建：深化“蚕丝被就选太湖雪”品牌战略，文化赋能多样化产品 16
3.4. 构建线上线下融合，境内外协同的销售体系 17
4. 盈利预测与评级 20
4.1. 盈利预测 20
4.2. 估值与评级 21
5. 风险提示 22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 太湖雪发展历程.....4
图 2: 太湖雪股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）.....4
图 3: 2021-2026H1 营业收入及同比增速（亿元）.....6
图 4: 2021-2026H1 归母净利润及同比增速（亿元）.....6
图 5: 2021-2026H1 公司各业务营业收入占比.....7
图 6: 2021-2026H1 公司盈利情况.....7
图 7: 2021-2026H1 公司各业务毛利率情况.....7
图 8: 2021-2026H1 费用率.....8
图 9: 2026H1 营业成本（按销售渠道分类）.....8
图 10: 2025-2026H1 线上销售渠道营收（单位：万元）.....8
图 11: 2021-2025 中国丝绸行业市场规模（亿元）.....9
图 12: 2021-2024 纺织原料以及纺织制品出口额（百万美元）.....10
图 13: 2021-2024 蚕丝出口额（百万美元）.....10
图 14: 2021-2025 年我国蚕丝被市场规模.....11
图 15: 2025 年我国蚕丝被产量同比增速.....11
图 16: 2021-2025 人均可支配收入及增速.....12
图 17: 2021-2025 人均消费支出及增速.....12
图 18: 市场地位长期保持市场第一（2019-2025 年）.....13
图 19: 2021-2025 研发费用（万元）及占营业收入比%.....14
图 20: 2021-2025 公司拥有的专利及发明专利数（个）.....14
图 21: 与多所大学合作.....15
图 22: 公司联名文创产品.....15
图 23: 线上线下融合、境内外协同的销售渠道.....18
图 24: 2022-2025 境内境外营业收入（万元）.....18
图 25: 2022-2025 境内境外毛利率%.....18

表 1: 董事、高级管理人员专业背景、主要工作经历等情况.....5
表 2: 公司多元化产品矩阵.....16
表 3: 渠道运营介绍.....19
表 4: 五大业务板块及整体盈利预测.....21
表 5: 可比公司估值（截至 2026 年 9 月 22 日）.....22

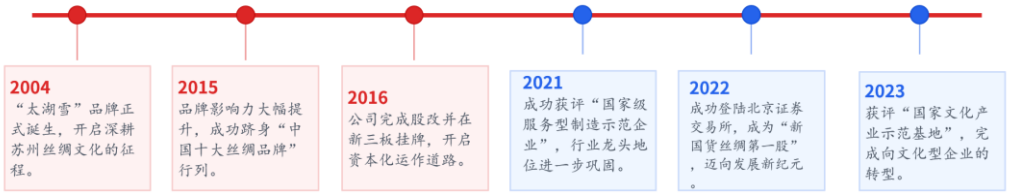
仅供内部参考，请勿外传

1. 深耕丝绸产业领域，引领行业发展

1.1. 深耕丝绸产业领域

深耕丝绸产业领域。太湖雪深度承袭苏州丝绸文化精髓，以研发设计、生产制造、品牌运营及渠道建设为核心业务板块，立足于苏州丝绸非物质文化遗产，打造兼具传统美学与现代品质的新国货丝绸领导品牌，构建起涵盖蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰、跨界联名五大品类的完整产品体系。2004 年，“太湖雪”品牌正式诞生，开启深耕苏州丝绸文化的征程。2015 年，太湖雪成功跻身“中国十大丝绸品牌”行列。2016 年，公司完成股改并在新三板挂牌，开启资本化运作道路，同时牵头起草蚕丝被国家标准，掌握行业话语权。2021 年，成功获评“国家级服务型制造示范企业”，行业龙头地位进一步巩固。2022 年，成功登陆北京证券交易所，成为“新国货丝绸第一股”，迈入发展新纪元。2023 年，公司获评“国家文化产业示范基地”，完成向文化型企业的转型。

图1：太湖雪发展历程

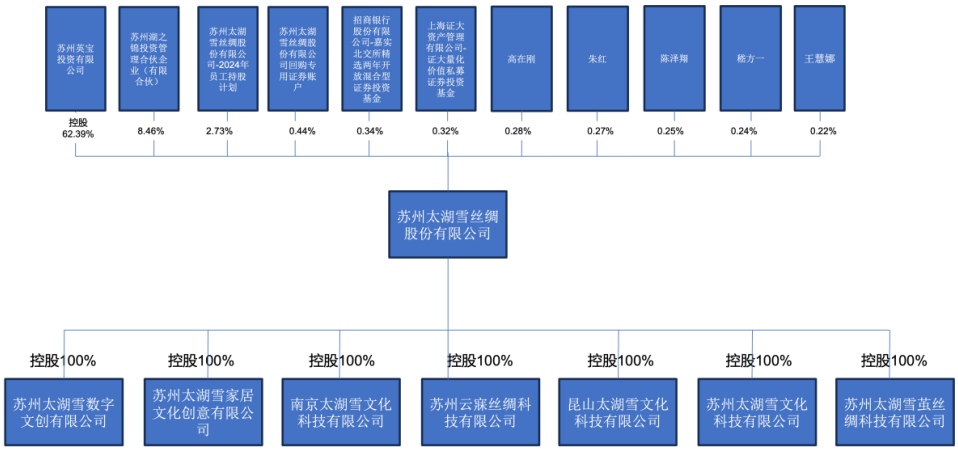


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权高度集中，全资子公司布局明晰

股权高度集中，全资子公司布局明晰。苏州太湖雪丝绸股份有限公司第一大股东为苏州英宝投资有限公司，持股 62.39%，实现控股；公司股东层面以胡毓芳为核心，胡毓芳为公司的关键实际控制人，通过苏州英宝投资有限公司及苏州湖之锦投资管理合伙企业（有限合伙）等主体间接持有公司股份。

图2：太湖雪股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.3. 新任管理层管理经验丰富

公司新任管理层管理经验丰富。公司管理层专业能力强，管理经验丰富。

表1：董事、高级管理人员专业背景、主要工作经历等情况

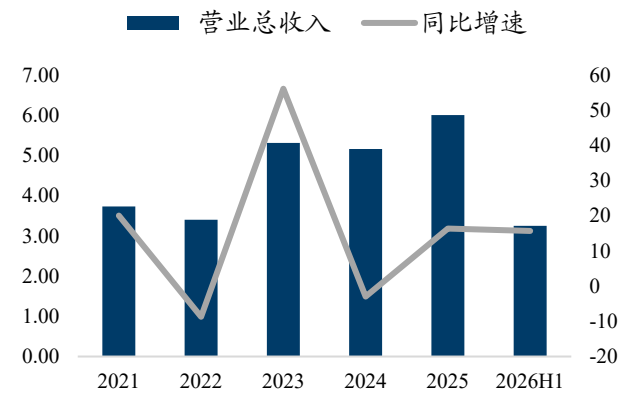
姓名	背景、工作经历
胡毓芳 董事长、总经理	公司董事长、总经理，1969年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，工商管理专业背景。1989年9月至2002年7月担任苏州市吴江区震泽镇实验小学教师；2002年10月至2006年5月担任吴江市英宝蚕丝被服有限公司总经理；2006年5月至2013年10月担任苏州英宝丝绸有限公司监事；2013年10月至2014年9月担任苏州太湖雪丝绸有限公司执行董事；2014年9月至2016年2月担任苏州太湖雪丝绸有限公司董事长、总经理；2016年3月至今担任苏州太湖雪丝绸股份有限公司董事长、总经理。
王安琪 董事、副总经理	公司董事、副总经理。1991年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，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 董事、副总经理、董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权，1982年7月出生，本科学历，市场营销专业背景。2004年12月至2006年9月，江苏红豆实业股份有限公司衬衫厂销售主管；2006年10月至2009年2月，苏州市大有家用纺织品有限公司销售部经理；2009年3月至2012年7月，上海罗莱家用纺织品有限公司销售部大区经理/北渠道部经理；2012年8月至2014年7月，紫罗兰家纺科技有限公司营销中心副总裁；2014年10月至2019年3月，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，太湖雪新零售事业部副总经理；2021年11月至2022年5月，担任太湖雪董事会秘书；2022年5月至今，担任太湖雪董事、董事会秘书。
尹蕾 董事	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，化学工程与工艺专业背景，1971年5月出生。1989年至1997年，吴江东风化工厂化验室分析员；1997年至2003年，中国太平洋人寿保险股份公司客服主管；2003年12月至2008年1月，吴江市正亮化纤厂财务主管；2008年2月至2013年9月，苏州英宝丝绸有限公司办公室主任；2013年10月至2016年2月，苏州太湖雪丝绸有限公司董事兼副总经理；2016年3月至今，担任太湖雪董事。
姚静雯 董事	中国国籍，无境外永久居留权，1990年9月出生，本科学历，营销管理专业背景。2009年9月至2013年7月，西安外国语大学朝鲜语专业在读；2013年3月至2020年1月，浦项（苏州）汽车配件制造有限公司行政人事部总务团队长；2021年5月至今，担任太湖雪董事。
严建新 副总经理	中国国籍，1974年1月生，无境外永久居留权，硕士学历。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2025年7月任太湖雪财务负责人(财务总监)。
侯守峰 财务负责人（财务总监）	男，1989年8月生，中国国籍，无境外永久居密权，本科学历，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2025年7月任太湖雪内审部经理。

数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

1.4. 消费市场回暖及双核心战略落地见效推动公司业绩增长

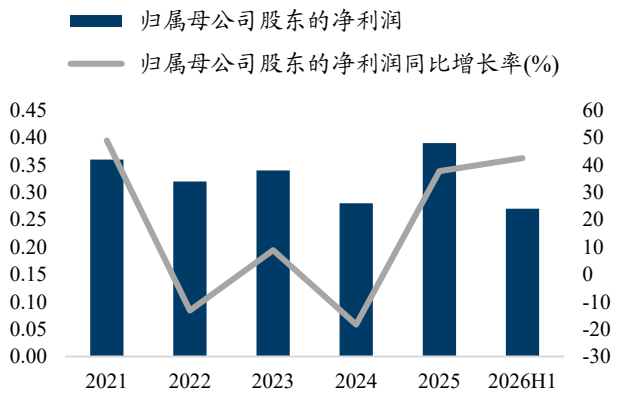
消费市场回暖及双核心战略落地见效推动公司业绩增长。2021 年至 2023 年，公司营业总收入经历波动，2022 年同比下滑 8.71%至 3.40 亿元，但 2023 年强劲反弹，大幅增长 56.07%达到 5.31 亿元，主要系公司积极落实募集投资项目中的营销渠道建设及品牌升级项目，完善线上与线下、境内与境外双轮并举立体式销售模式。2024 年略有回调，同比下降 2.96%至 5.16 亿元，主要系公司企业客户集采渠道中 ODM 客户东方优选（北京）科技有限公司及北京京东世纪信息技术有限公司同比营业收入减少所致。但 2025 年恢复增长态势，全年实现营业收入 6.00 亿元，同比增长 16.37%；2026H1 延续增长，营收 3.25 亿元，同比增速 15.67%。归母净利润走势与营收基本一致，2023 年同比增长 8.86%至 0.34 亿元，2024 年下滑 18.32%至 0.28 亿元，2025 年大幅增长 37.80%至 0.39 亿元，2026H1 归母净利润 0.27 亿元，同比增长 42.52%，主要系消费市场回暖及双核心战略落地见效推动公司业绩增长。

图3：2021-2026H1 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：iFinD,东吴证券研究所

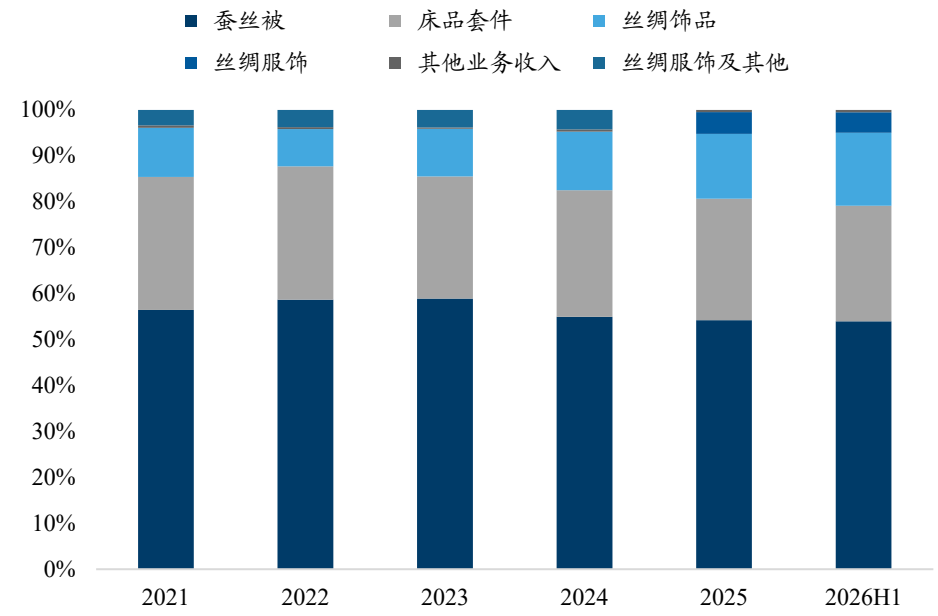
图4：2021-2026H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：iFinD,东吴证券研究所

公司业务以蚕丝被为主。2021—2025 年蚕丝被营业收入占比均超过 54%，同时丝绸饰品营业收入占比呈持续增长态势，由 10.70%升至 14.10%。床品套件占比相对稳定，维持在 26%—29%之间；其他业务收入及丝绸服饰类业务占比较小，合计约为 5%。公司持续强化品牌势能构建，通过品牌价值重构、产品矩阵扩容双重举措，精准匹配消费升级下的用户核心需求。产品端坚持优化创新，进一步完善蚕丝被、真丝套件、丝绸饰品、丝绸服饰四大核心品类体系。

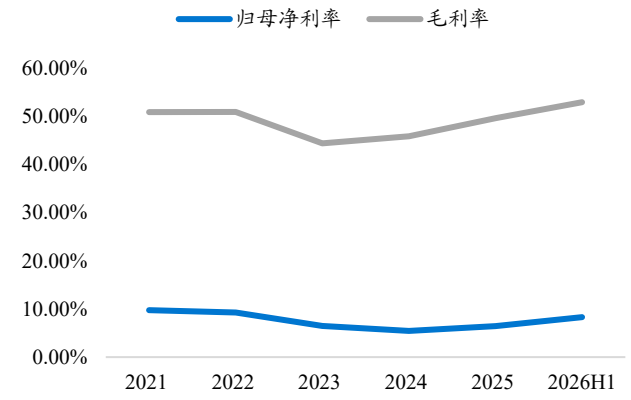
图5：2021-2026H1 公司各业务营业收入占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

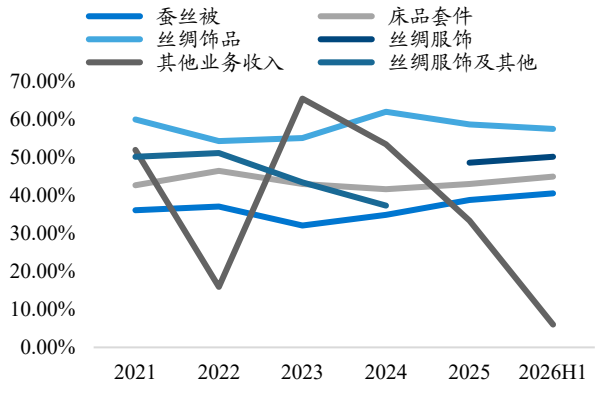
公司贯彻品牌重塑升级，毛利率显著提升。2021 年至 2025 年，公司毛利率呈现波动上升态势，2023 年降至 37.93%后逐步修复，2026H1 进一步提升至 44.62%；归母净利率由 9.75%逐年下滑至 2024 年的 5.44%，2025 年小幅回升至 6.44%，2026H1 升至 8.33%，主要系公司全面贯彻以“品牌重塑与升级”“渠道创新与变革”为两大核心抓手，全面推进高质量发展。分产品看，蚕丝被毛利率由 2025 年的 38.81%升至 2026 H1 的 40.56%，床品套件毛利率由 2025 年的 43.05%上升至 2026H1 的 44.96%。整体毛利率提升主要受益于蚕丝被毛利率回升。

图6：2021-2026H1 公司盈利情况



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

图7：2021-2026H1 公司各业务毛利率情况

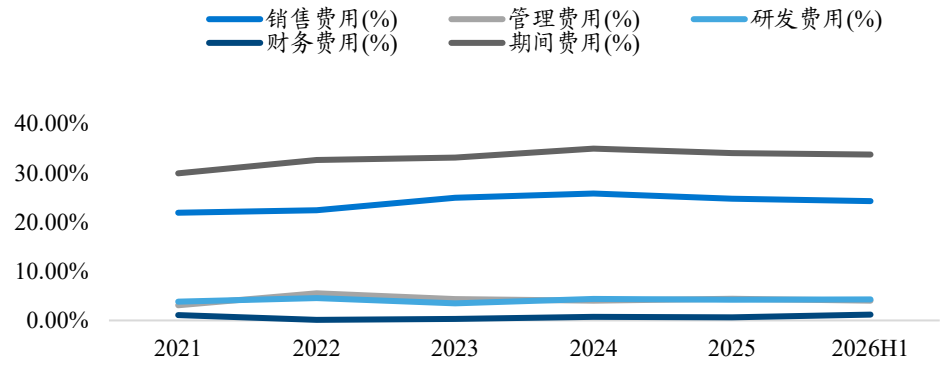


数据来源：公司公告,东吴证券研究所

期间费用率整体呈上升趋势，费用管控压力有所加大。销售费用率 2021 年至 2026H1 在 22%—26%区间内波动，管理费用率经历先升后降再回升的走势，研发费用率总体维持稳定，财务费用率虽占比较小但波动显著。期间费用合计由 2021 年的 29.95%攀升至

2026H1 的 33.78%，表明公司费用支出水平有所提高。

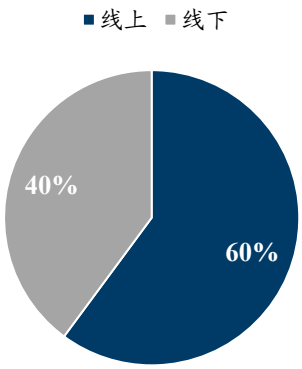
图8：2021-2026H1 费用率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

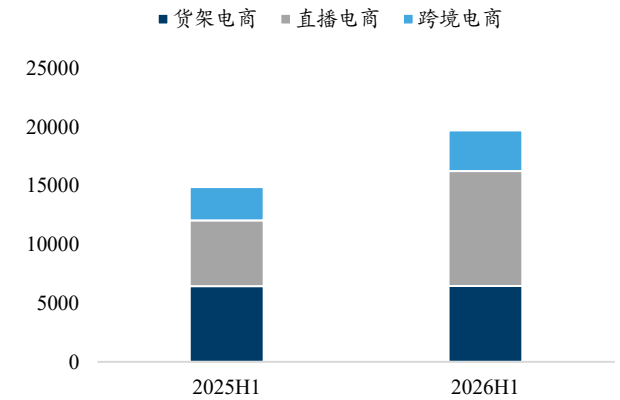
2026 年上半年，公司线上渠道全面推动营销模式从“价格战”向“价值战”转型。面对 2026 年可选消费行业步入结构性修复的关键周期，公司全面贯彻“深化提质、创新赋能、突破增长”的核心思路，聚焦“品牌重塑与升级”与“渠道创新与变革”两大抓手，依托“线上精准引流+线下场景体验+私域长效复购”的一体化运营闭环，全方位覆盖多元消费场景，整体转化效率稳步提升，主营业务收入实现同比增长 15.73%。线上渠道持续发挥核心增长引擎作用。公司通过精细化运营构建了覆盖广泛的“全域直播”营销体系，在核心电商平台协同推进“品牌自播”与“达人代播”，显著提升了流量投放效率；同时持续加码小红书、短视频等内容生态建设，并不断完善海外社交媒体矩阵，全球化品牌影响力显著增强。2026H1 线上渠道实现主营业务收入同比增长 32.46%。面向未来，公司将继续深化线上全平台精细化运营，在巩固传统货架电商基本盘的同时，进一步放大直播电商与跨境电商的增量贡献，推动线上渠道由规模扩张向质量驱动进阶。

图9：2026H1 营业成本（按销售渠道分类）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

图10：2025-2026H1 线上销售渠道营收（单位：万元）



数据来源：公司公告,东吴证券研究所

2. 丝绸行业繁荣发展，市场规模稳健上升

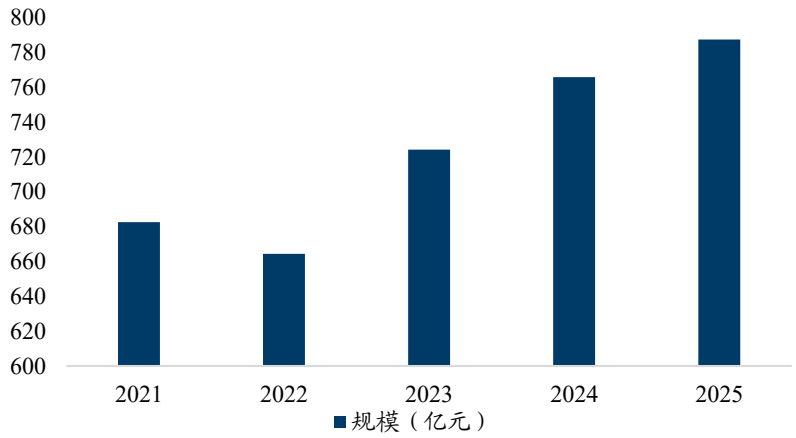
2.1. 丝绸以蚕丝为原料，性质优良，历史悠久

丝绸以蚕丝为原料，性质优良，历史悠久。丝绸是用蚕丝编织而成的纺织品，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。世界丝绸看中国，中国是桑蚕的原产地，素有“东方丝国”的美称。蚕桑文化是中华文明的重要组成部分，至今已有 5,000 多年的历史。新中国成立后，丝绸业作为出口创汇支柱产业快速发展；改革开放后生丝产量迅猛增长，2001 年加入世贸组织后，中国生丝出口量占全球贸易量 80%以上，稳居全球产业链前端。但早期国内丝绸企业品牌意识薄弱，长期处于全球产业链低附加值环节，大部分利润被意大利、法国、日本等深加工品牌商获取。随着国内居民收入提升、消费需求升级，以及个性化、绿色、文化消费理念引领，国内丝绸市场需求日益增长，企业开始重视品牌建设，一批知名丝绸品牌崭露头角。从地域分布看，中国丝绸产业主要集中在苏州、杭州、湖州、嘉兴、无锡（环太湖流域）及南充等西部地区，其中环太湖流域为我国丝绸产业最集中、最发达的区域。

2.2. 丝绸行业规模增长，出口额波动下滑

丝绸行业市场规模稳健增长。丝绸有着独特的魅力和深刻的文化内涵，具有天然、舒适、华贵、抗菌、防紫外线等属性，近年来逐渐被更多的年轻消费者认知，在国内外消费市场具有不可替代的需求，据统计 2025 年全国丝绸产业市场规模约为 787.4 亿元，同比增长 2.7%。丝绸纺织品、服装及家纺等产品是市场主力。在增长趋势方面近年来，随着人们对高品质生活的追求不断升级，以及丝绸文化在全球范围内的传播与认可，丝绸市场需求持续扩大。

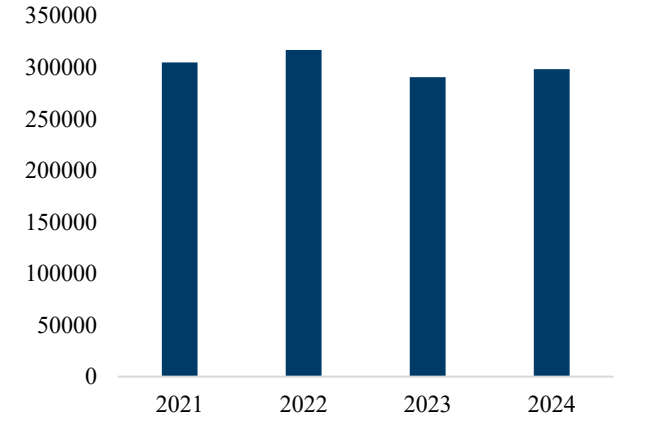
图11：2021-2025 中国丝绸行业市场规模（亿元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

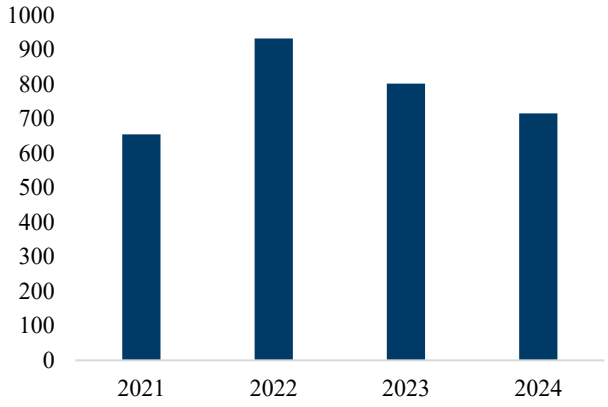
纺织制品出口额波动下滑。2021 年，我国纺织原料及纺织制品出口额达到 3047 亿美元，2022 年小幅升至峰值 3170 亿美元；2023 年降至 2905 亿美元，但在 2024 年回升至 2983 亿美元。2021 年蚕丝的出口额为 6.55 亿美元，2022 年大幅增长至 9.33 亿美元的阶段性高点；随后两年连续下滑，2023 年降至 8.02 亿美元，2024 年进一步回落至 7.16 亿美元。

图12：2021-2024 纺织原料以及纺织制品出口额（百万美元）



数据来源：国家统计局,东吴证券研究所

图13：2021-2024 蚕丝出口额（百万美元）

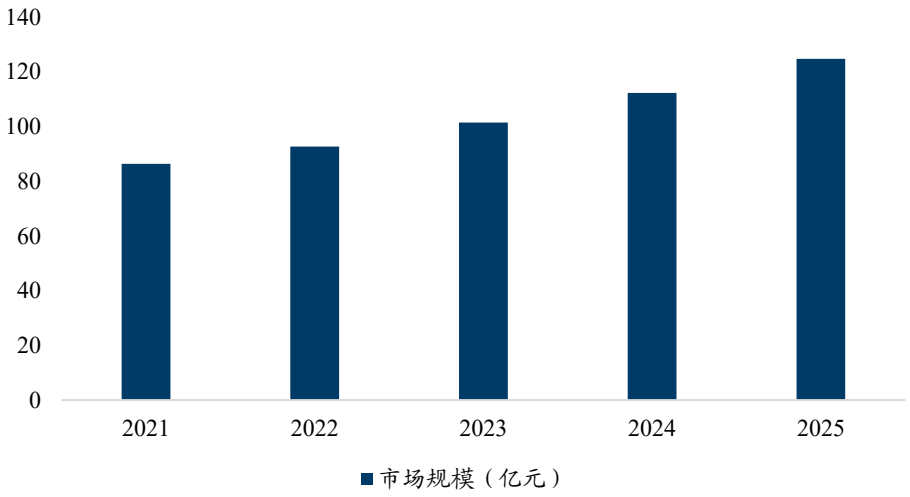


数据来源：国家统计局,东吴证券研究所

2.3. 蚕丝被市场规模增长，江苏省蚕丝被产量领先

蚕丝被市场规模稳健增长。蚕丝被透气性好，保暖性佳，且贴肤柔软、蓬松轻盈，备受消费者青睐。目前，我国蚕丝被的消费群体主要集中在中高端市场，以追求生活品质、注重健康的消费者为主，随着消费升级和人们生活水平的提高，蚕丝被市场呈现出蓬勃的发展态势。2025 年，其市场规模同比增长 10%，2021 年至 2025 年复合增速约为 10%，呈现稳健增长态势；中国是全球最大的蚕丝被消费市场，占全球市场份额超过 50%。同时，市场呈现“量稳价升”的明显趋势，消费者对高品质、高附加值产品的需求持续释放，推动市场结构不断优化。

图14：2021-2025 年我国蚕丝被市场规模



数据来源：《中国蚕丝被市场分析简报》，东吴证券研究所

江苏省蚕丝被产量持续增长。在蚕丝被产量上，2025 年排名前五位的省份（包括江苏、浙江），合计产量占全国的 89.52%，除江苏同比增长 6.02%之外，其余四省（区）产量同比均出现两位数以上的下滑，见图 15。其中，浙江下降幅度最大，同比下降 45.9%，全国占比 34.48%；湖南、广西和广东同比分别下降 11.32%、16.03%和 37.64%。此外，辽宁和湖北的蚕丝被产量大幅提高，同比分别增长 171.97%和 38.53%。

图15：2025 年我国蚕丝被产量同比增速

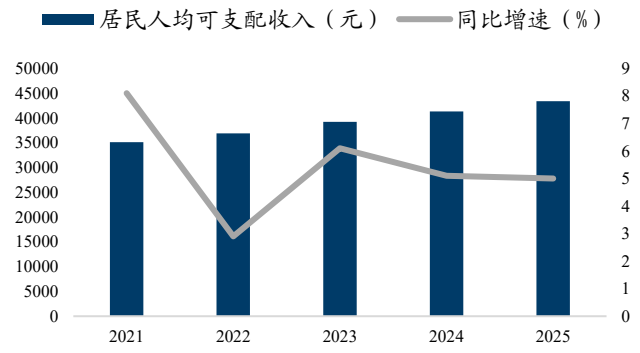
序号	地区	同比 (%)	序号	地区	同比 (%)
1	江苏	6.02%	9	陕西	27.70%
2	浙江	-45.90%	10	江西	-0.97%
3	湖南	-11.32%	11	上海	-1.27%
4	广西	-16.03%	12	四川	-13.22%
5	广东	-37.64%	13	重庆	2.90%
6	湖北	38.53%	14	安徽	-42.15%
7	辽宁	171.97%	15	福建	-30.14%
8	河南	-32.28%	16	贵州	-60.78%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.4. 人均可支配收入增长，丝绸行业规模持续扩大

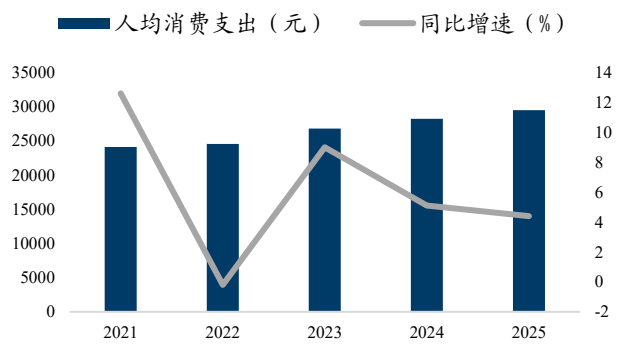
居民收入持续提升，丝绸行业规模随之上升。2021—2025 年，我国经济稳步发展，居民收入与消费能力持续提升，全国社会消费品零售总额复合增长率达 3.24%，到 2025 年，达到 50.12 万亿元，较 2024 年增长 3.7%；其中服装、鞋帽、针纺织品类零售总额 15,215 亿元，较 2024 年增长 3.2%；2025 年全国居民人均可支配收入 43,377 元，较 2024 年增长 5.0%，扣除价格因素实际增长 5.0%。随着居民生活水平提高，生活方式向“小康型”转变，消费需求从“实用性、经济性”转向“舒适性、绿色环保、审美愉悦”，丝绸产品不仅以实用属性满足高品质生活追求，更通过文化创意设计满足精神文化需求。从消费结构看，丝绸家纺产品正从传统床上用品向多元化品类拓展，市场规模有望持续扩大，行业发展空间进一步打开。

图16：2021-2025 人均可支配收入及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图17：2021-2025 人均消费支出及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3. 公司研发优势显著，积极打造产品提升品牌形象

3.1. 市场地位稳固，长期保持市场第一

太湖雪深耕丝绸产业二十余年，是国内蚕丝被专营赛道龙头市场地位拥有权威认证的头部企业，公司连续 7 年位居全国蚕丝被专营品牌销量第一。依据弗若斯特沙利文 2026 年 3 月出具的《中国蚕丝被行业市场地位声明》，2019-2025 年公司连续 7 年位居全国蚕丝被专营品牌销量第一，该统计仅限定中国大陆地区、蚕丝被营收占总营收 50%以上的专营品牌；公司多年专业化经营、标准化产品管控以及多渠道布局，稳稳守住细分赛道龙头席位，2025 年蚕丝被单品营收 3.25 亿元，持续做大核心单品营收规模，进一步巩固领先位次。

图18：市场地位长期保持市场第一（2019-2025 年）



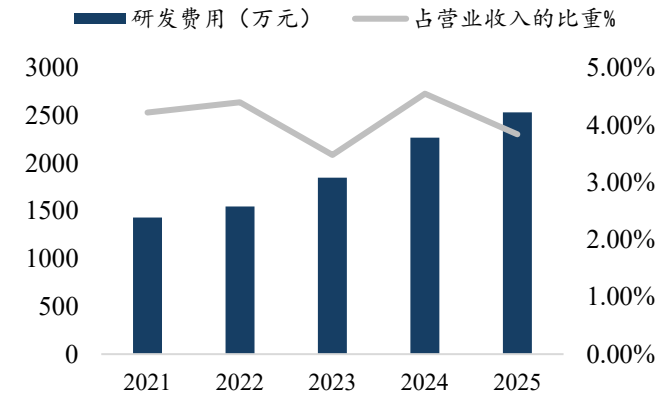
数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

3.2. 积极加大研发，与多所大学构建产学研基地，加强文创设计提升品牌影响力

公司 2025 年研发投入达 2535 万元，研发成果达 12 项发明专利。研发费用由 2019 年 1056 万元增长至 2025 年 2535 万元，投入规模实现显著扩张。分年度来看，2020 年研发费用 1099 万元，较 2019 年增长 4.02%，2021 年增长至 1432 万元；2022 年达到 1548 万元，较 2021 年增长 8.1%；2023 年 1849 万元，较 2022 年增长 19.4%；2024 年进一步提升至 2269 万元，较 2023 年增长 22.7%；2025 年研发费用 2535 万元，较 2024 年增长 11.7%。研发费用占营业收入比重维持在 3.48%-4.55%的较高水平，雄厚的技术储备为产品创新提供了坚实保障，截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有发明专利 12 件、专利 66 件。这些以核心发明专利为代表的技术成果，持续巩固了公司在行业内的技术

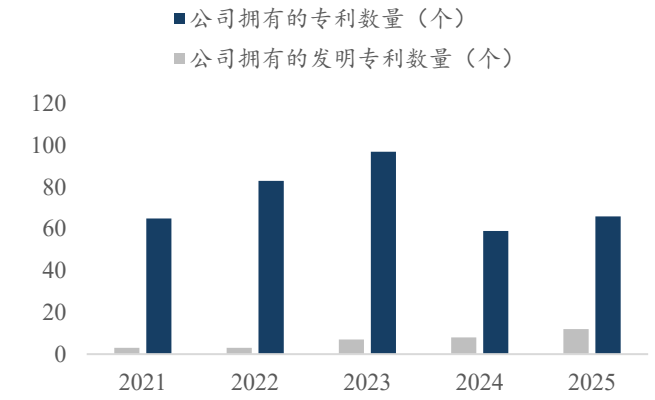
领先地位，并进一步强化了“蚕丝被就选太湖雪”的品牌认知与市场信任。

图19：2021-2025 研发费用（万元）及占营业收入比%



数据来源：公司年报,东吴证券研究所

图20：2021-2025 公司拥有的专利及发明专利数（个）



数据来源：公司年报,东吴证券研究所

公司采用“自主创新主导+产学研协同”双轨并行研发体系，联动文旅推出高附加值产品。太湖雪构建了“自主创新主导+产学研协同”的双轨研发体系，与苏州大学、东华大学、浙江理工大学、北京服装学院、南京农业大学等多所高校共建产学研基地，围绕蚕丝新材料、功能性丝绸产品等开展关键技术攻关，夯实技术壁垒。同时，公司深化文创设计，与苏州博物馆、上海博物馆等文博机构及拙政园、周庄古镇等文旅地标跨界合作，并联动艺术家与影视 IP 资源，将江南文化符号与非遗技法融入产品设计，打造“丝韵萌潮”产品矩阵。这种“研发创新+文创设计”的双向驱动模式，不仅赋能了产品迭代，也有效提升了品牌文化内涵与溢价能力。

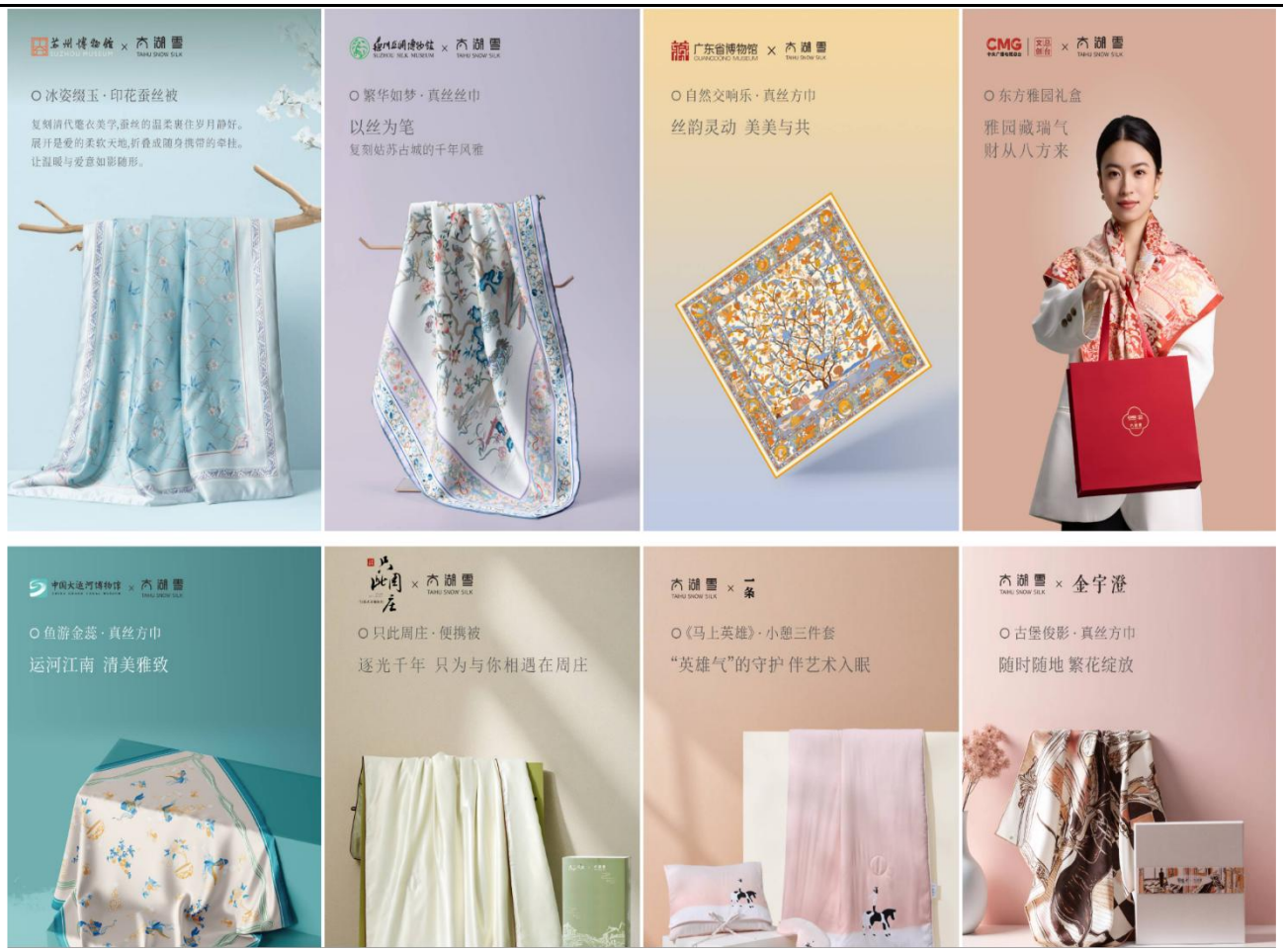
仅供内部参考，请勿外传

图21：与多所大学合作



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图22：公司联名文创产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.3. 大单品引领多元产品矩阵构建：深化“蚕丝被就选太湖雪”品牌战略，文化赋能多样化产品

太湖雪以“蚕丝被，就选太湖雪”为核心品牌战略，聚焦大单品引领模式，构建多元化创新产品矩阵。以蚕丝被品类为行业技术标杆，通过四大设计创新策略——面料革新、工艺精进、花型创新、联名合作，全方位强化产品独特性，提升市场核心吸引力，精准匹配消费者对高品质蚕丝制品的核心需求。在核心品类优势基础上，太湖雪突破性拓展“居家、办公、车载、出行”四大全场景布局，深度覆盖消费者不同生活场景下的多元化、个性化需求，打破传统蚕丝制品场景局限。同时，聚焦产品“社交属性+文化属性”双重升级，围绕“深化文化内涵、提升社交价值、优化功能体验”三大核心方向推进产品研发，构建起以专业蚕丝被为核心基石、跨界联名为溢价载体、国潮设计为破圈引擎、母婴专线为增量赛道的全周期、全场景产品生态体系，实现品类延伸与价值升级双向赋能。

表2：公司多元化产品矩阵

产品	产品简介	
蚕丝被	太湖雪蚕丝被精选 100%桑蚕长丝纤维作为填充芯材，该纤维是动物蛋白中唯一的天然长纤维，自带贴身随形、卓越调温、亲肤柔顺、高效导湿四大天然优势，从源头保障舒适睡眠体验。	
床品套件	太湖雪床品套件深度融合丝绸艺术与功能科技，将东方美学与实用需求完美结合，打造高端舒适的睡眠体验。太湖雪床品套件涵盖真丝、全棉两大系列，精准匹配不同睡眠场景需求。其中真丝套件甄选 100%桑蚕长丝填充，作为动物蛋白中的天然长纤维，自带贴身随形、亲肤舒适、温湿调节三大核心优势，富含 18 种人体必需氨基酸，贴合人体皮肤肌理，带来“第二肌肤”般的极致触感。	

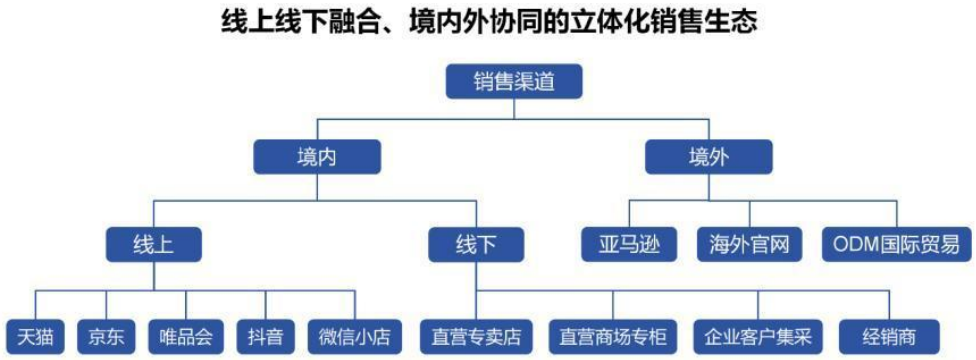
丝绸饰品	在国货复兴浪潮中，太湖雪丝绸饰品以锐意创新回应大众文化自信觉醒，立足苏作工艺底蕴与江南美学基因，打造兼具文化内涵与市场竞争力的产品矩阵。设计团队深度解构传统丝绸纹样与色彩体系，聚焦非遗元素时尚化转译、东方意境当代化表达两大核心方向，精准契合年轻化审美、个性化标签、轻奢化品质的市场需求，打破传统丝绸饰品的刻板印象。	
丝绸服饰	太湖雪丝绸服饰系列以革新设计为核心，重构现代家居穿着新范式，精准契合当代人对舒适与美学的双重需求。产品甄选高规格桑蚕丝面料，自带天然亲肤透气特质，搭配人体工学立体剪裁技术，在保障极致贴合度的同时，实现全天候舒适陪伴，兼顾柔软质感与穿着便捷性。	
跨界联名	公司依托丝绸研发领先优势，深化与苏州博物馆、苏州丝绸博物馆、苏州织造署、上海博物馆、广州博物馆等文博机构及拙政园、周庄古镇等文旅地标的跨界合作，同步联动艺术家王敬贤及影视IP资源，构建多元文化共创生态，通过个性化、定制化的联名精品开发，将苏州文化元素与文化资源创新融入产品设计，既满足市场文化消费需求，又有效提升品牌文化内涵，助力苏州丝绸文化传播与品牌差异化发展。	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.4. 构建线上线下融合，境内外协同的销售体系

太湖雪聚焦构建线上线下融合、境内外协同的立体化销售生态，以全渠道布局打通消费场景、强化品牌竞争力。线下方面，其采用“直营旗舰门店+企业定制集采”双轨模式，融合数字化引流策略，整合抖音本地生活、百度、高德等 LBS 场景精准触达潜在客群，同时借助小红书种草、视频号矩阵及快闪店培育私域流量，通过优化门店体验并融入丝绸文化，进一步提升转化效率；线上则打造平台电商、内容生态、直播转化协同体系，深耕天猫、京东等主流渠道，依托小红书、抖音构建丝绸文化与生活美学传播矩阵，以抖音、视频号直播联动达人，实现“内容种草-直播转化”的闭环。

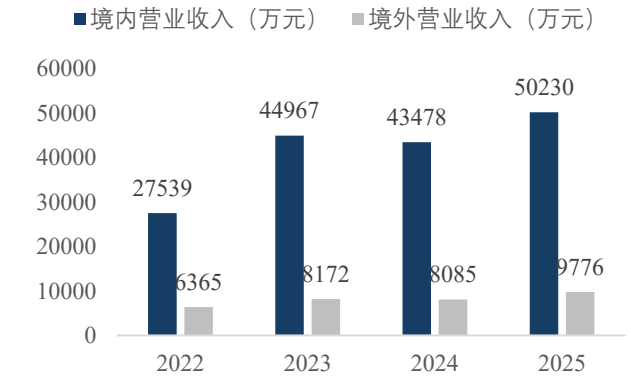
图23：线上线下融合、境内外协同的销售渠道



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

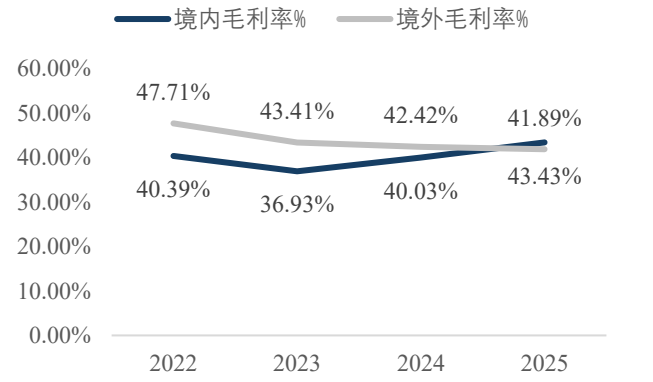
联通亚马逊及海外独立站，境内外双轨并行，构建立体渠道生态。跨境业务以亚马逊站点与自建独立站为核心，借助 TikTok、Instagram 开展文化渗透式传播，逐步构建国际品牌认同；与此同时，太湖雪以统一数据平台打通全渠道会员与库存数据，强化供应链响应能力及跨境服务标准化建设，巩固全球市场壁垒，为全渠道生态稳定运行提供有力支撑。

图24：2022-2025 境内境外营业收入（万元）



数据来源：公司年报,东吴证券研究所

图25：2022-2025 境内境外毛利率%



数据来源：公司年报,东吴证券研究所

公司实现抖音、小红书、微博、B 站、知乎等主流热门社交媒体平台全面覆盖，融合内容种草、电商直播、短视频科普等多元形式，搭建与消费者深度互动的沟通桥梁，快速获取用户认同与好感。同时，深度挖掘蚕桑丝绸行业独特性与苏州地域文化特色，深耕互动式品牌传播，创新打造线上互动问答、线下茧艺体验等多元化消费者体验活动，持续传递品牌核心价值主张，讲好苏州丝绸故事，传播中华丝绸文化，实现品牌价值与文化传播的双向赋能，提升内容传播效率与用户转化潜力。

表3：渠道运营介绍

渠道分类	细分平台	运营情况
线下渠道	无	公司线下渠道深耕苏州、北京核心市场，在核心商圈布局500—1000平方米品牌超级体验店，以沉浸式消费、丝绸文化展示、个性化服务与互动体验提升门店运营质量。抢抓文旅复苏及离境退税政策机遇，以苏州旗舰店为标杆，联动家居家装国补政策，通过“政策补贴+场景体验”双轮驱动引流获客。同时搭建抖音本地生活、短视频等数字化引流矩阵，强化公域曝光与私域沉淀，依托精细化会员运营实现线上线下服务闭环，推动终端运营效率与服务能级持续提升。
线上渠道	货架电商	天猫渠道聚焦日销精细化运营与新品全周期布局双轮驱动，带动整体销售实现稳健回升。
		京东渠道依托成熟供应链壁垒，品牌高端系列产品市场表现亮眼，客单价维持高位稳定，进一步筑牢太湖雪在蚕丝被品类的头部市场地位，2025年整体营收对比2024年增长1.49%。
	直播电商	抖音平台作为核心增长极，以“内容创新+头部达人”深度合作为抓手，推动核心单品销量与品牌影响力双向跃升。
		视频号渠道表现尤为亮眼，达人直播生态持续成熟完善，客单价与品单价实现显著提升，已成功培育为全新高增长业绩曲线。
	跨境电商	跨境电商渠道依托海外社交媒体矩阵的深度布局与精细化运营，品牌全球渗透力与海外影响力持续提升，有效触达并转化高净值消费群体，2025年对比2024年增长31.23%，增长态势稳健。
	内容平台	公司以小红书等核心阵地为抓手，实施前置化内容布局，高效为销售前端精准引流，构建起从“内容种草—心智占领—交易转化”的全链路营销闭环，持续强化品牌在年轻消费群体中的渗透力与心智占位。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

参考公司年度财务报表的产品划分形式，我们按蚕丝被、床品套件、丝绸饰品，丝绸服饰业务及其他业务五大板块对公司进行分部盈利预测。

- **蚕丝被业务**，公司业绩增长的核心驱动力。2025 年蚕丝被业务实现收入 3.25 亿元，同比增长 14.73%，毛利率 38.81%。我们预计 2026-2028 年随着宏观经济形势改善，下游需求增加，蚕丝被业务有望保持较快增长，预计 2026-2028 年收入分别为 3.74 亿元/4.30 亿元/4.95 亿元，保持每年 15%的增速。毛利率方面，主要由新品投放所驱动提高，产品结构优化直接抬升整体毛利率，预计将从 2025 年的 38.8%升至 2026 年的 41%，后续考虑行业竞争加剧，2027-2028 年以 1pct 左右的速度下降，毛利率分别为 40 %和 39 %。

- **床品套件业务**，短期有较大增长空间。2025 年床品套件业务收入 1.59 亿元，同比增加 11.78%，毛利率 43.05%。随着下游需求增加，我们预计 2026 -2028 年收入分别为 1.75 亿元/1.92 亿元/2.11 亿元，保持每年 10%的增速。毛利率方面，主要受益于新品发布，新品定价水平较高，通过产品结构优化带动毛利提升；伴随品牌知名度提升，公司定价能力进一步强化，有望短期内改善新品毛利表现，预计将从 2025 年的 43.1%升至 2026 年的 45%，后续考虑行业竞争加剧，2027-2028 年以 1pct 左右的速度下降，毛利率分别为 44 %和 43 %。

- **丝绸饰品业务**，增长速率最快的业务板块。2025 年丝绸饰品业务收入约 0.85 亿元，同比增加 28.20%，毛利率 58.7%。我们预计 2026 年丝绸饰品业务收入约 1.19 亿元，同比增长约 40%；2027-2028 年收入将保持高速增长，分别预计同比增长 40%/30%，有潜在可能超越床品套件，成为第二大类产品，预计收入分别为 1.66 亿元和 2.16 亿元。毛利率方面，由于市场品类丰富度提高，短期竞争加剧，预计将从 2025 年的 58.7%下降至 2026 年的 58%，后续考虑文化赋能相关新品推出，毛利率有望提升，2027-2028 年毛利率缓步上升，分别为 59%/60 %。

- **丝绸服饰业务**，2025 年收入约 0.29 亿元，毛利率 48.6%，考虑消费需求不断增加，我们预测收入未来以 15%的增速维持增长，毛利率方面，考虑公司该板块业务经营状况稳定，维持在 50%左右。

- **其他业务**，2025 年其他业务收入约 277 万元，同比增加 15.28%，毛利率 33.38%。我们预计 2026 年其他业务收入约 319 万元，同比增长约 15%；2027-2028 年收入增速将逐步放缓，维持在 10%左右，收入分别为 350 万元和 385 万元。毛利率方面，我们预计 2026-2028 毛利率维持在 10%左右。

表4：五大业务板块及整体盈利预测

整体	2025	2026E	2027E	2028E
销售收入（百万元）	600.07	704.29	831.51	972.03
yoy	16.37%	17.37%	18.06%	16.90%
销售成本（百万元）	340.94	385.85	455.75	533.54
平均毛利率	43.18%	45.21%	45.19%	45.11%
蚕丝被	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	325	374	430	495
yoy	15%	15%	15%	15%
成本（百万元）	199.1	220.7	258.1	301.8
毛利率	38.8%	41.0%	40.0%	39.0%
床品套件	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	159	174.8	192.2	211.5
yoy	11.78%	10.00%	10.00%	10.00%
成本（百万元）	90.5	96.1	107.7	120.5
毛利率	43.1%	45.0%	44.0%	43.0%
丝绸饰品	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	84.6	118.5	165.9	215.6
yoy	28.20%	40.00%	40.00%	30.00%
成本（百万元）	34.9	49.8	68.0	86.3
毛利率	58.7%	58.0%	59.0%	60.0%
丝绸服饰业务	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	28.5	32.8	37.7	43.3
yoy	29.95%	15.00%	15.00%	15.00%
成本（百万元）	14.6	16.4	18.8	21.7
毛利率	48.6%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	2025	2026E	2027E	2028E
销售收入（百万元）	2.77	3.19	3.50	3.85
yoy	15.28%	15.00%	10.00%	10.00%
成本（百万元）	1.84	2.9	3.2	3.5
毛利率	33.38%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上假设，我们预计太湖雪 2026-2028 年营业收入达到 7.04/8.32/9.72 亿元，同比增速分别为 17.37%/18.06%/16.90%，预计归母净利润 0.52/0.68/0.82 亿元，同比增速分别为 34.41%/30.72%/21.05%。

4.2. 估值与评级

可比公司中，罗莱生活主导产品为中高档床上用品，定位于家纺用品的中高端市场，细分产品主要为标准套件、被芯、枕芯等。太湖雪和罗莱生活的生产模式均主要是自制生产、委托加工和贴牌加工，其中自制生产为主要的生产方式，该方式生产的产品占太湖雪总产品的 70%左右。因此，从产品类型、消费群体和生产模式上太湖雪与罗莱生活相似。富安娜自身定位为行业高端品牌，聚焦艺术家纺，以艺术家居生活为开拓，布局“艺术家纺+艺术家居”的线上和线下的门店空间，每季商品都注入时尚原创设计，在高

端产品系列中，还具备观赏和收藏价值。其产品中标准套件类、被芯类产品销售占比较高。水星家纺专注于中高档家用纺织品的研发、设计、生产和销售，主要产品包括套件、被芯、枕芯等床上用品。

按 2026 年 9 月 22 日收盘价，太湖雪总市值为 12.02 亿元，2026-2028 年 PE 分别为 23/18/15 倍。受益于国潮文化赋能，丝绸饰品业务实现逐步放量、高速增长。公司不断拓宽业务边界，一方面加大线上渠道布局力度，挖掘国内线上消费市场潜力；另一方面积极开拓海外市场，完善国际化业务布局。多重驱动之下，我们预计营收维持约 20% 的年度增速，成长动能较为充足，首次覆盖，给予“增持”评级。

表5：可比公司估值（截至 2026 年 9 月 22 日）

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（百万元）				PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002293.SZ	罗莱生活	90.03	519.89	618.92	689.19	763.17	16.47	14.55	13.06	11.80
002327.SZ	富安娜	51.03	336.46	375.50	422.09	466.30	16.72	13.59	12.09	10.94
603365.SH	水星家纺	42.50	406.83	452.64	504.73	560.58	13.58	9.39	8.42	7.58
	可比公司均值:	61.19	421.06	482.35	538.67	596.68	15.59	12.51	11.19	10.11
920262.BJ	太湖雪	12.02	38.66	51.97	67.93	82.23	43.62	23.13	17.69	14.61

数据来源：iFind,东吴证券研究所

备注：罗莱生活、富安娜和水星家纺盈利预测来自 iFind 一致预期（截至 2026 年 9 月 22 日），太湖雪盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

（一）公司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。

（二）原材料价格波动风险

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。

（三）线上直播带货风险

公司已逐步布局天猫、抖音、视频号等直播平台，结合自播、达人直播、品牌小程序等方式引流获客，不断加大线上销售拓展力度，但是未来随着国家对带货主播不断加强监管，公司直播带货业务将受到一定影响，公司线上销售收入将受到不利影响。

（四）规范跨境电商亚马逊店铺新开立自营店铺流量培育风险

公司早期为探索跨境电商业务，存在以员工名义注册亚马逊店铺事项，为规范前述事项，公司逐步关停此类店铺，并重新用公司名义注册亚马逊店铺。新开立店铺的流量培育需要时间和营销资金投入，公司存在此类营销渠道营业收入下滑的风险。

（五）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必然体现。这主要源于公司产品款式众多，以及报告期内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。

（六）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。

太湖雪三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**419**	**607**	**748**	**927**
货币资金及交易性金融资产	136	309	418	568
经营性应收款项	54	65	74	87
存货	219	221	244	258
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	11	12	13	14
非流动资产	**110**	**135**	**178**	**200**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	57	78	99	120
在建工程	1	6	10	12
无形资产	16	15	14	14
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	14	14	14	14
其他非流动资产	23	22	41	40
资产总计	**529**	**742**	**926**	**1,127**
流动负债	**131**	**190**	**255**	**321**
短期借款及一年内到期的非流动负债	57	107	157	207
经营性应付款项	27	32	37	44
合同负债	12	14	16	19
其他流动负债	35	38	45	52
非流动负债	**38**	**138**	**188**	**238**
长期借款	0	100	150	200
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	33	33	33	33
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	**169**	**329**	**443**	**560**
归属母公司股东权益	359	413	483	567
少数股东权益	1	0	0	0
所有者权益合计	**359**	**413**	**483**	**567**
负债和股东权益	**529**	**742**	**926**	**1,127**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**600**	**704**	**832**	**972**
营业成本(含金融类)	341	386	456	534
税金及附加	4	4	4	5
销售费用	149	173	200	233
管理费用	27	35	43	51
研发费用	25	32	37	44
财务费用	4	8	7	7
加:其他收益	2	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(6)	(10)	(6)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**47**	**59**	**79**	**95**
营业外净收支	(1)	3	0	1
利润总额	**46**	**61**	**80**	**97**
减:所得税	7	9	12	14
净利润	**39**	**52**	**68**	**82**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**39**	**52**	**68**	**82**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.63	0.82	0.99
EBIT	50	75	91	106
EBITDA	69	81	98	114
毛利率(%)	43.18	45.21	45.19	45.11
归母净利率(%)	6.44	7.38	8.17	8.46
收入增长率(%)	16.37	17.37	18.06	16.90
归母净利润增长率(%)	37.80	34.41	30.72	21.05

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	75	53	66	90
投资活动现金流	(26)	(27)	(49)	(28)
筹资活动现金流	(27)	145	90	86
现金净增加额	22	173	109	150
折旧和摊销	19	5	7	8
资本开支	(26)	(28)	(50)	(29)
营运资本变动	8	(16)	(23)	(17)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	5.19	5.97	6.98	8.20
最新发行在外股份（百万股）	83	83	83	83
ROIC(%)	9.74	11.64	10.53	9.86
ROE-摊薄(%)	10.78	12.59	14.08	14.51
资产负债率(%)	32.06	44.32	47.87	49.68
P/E（现价&最新股本摊薄）	31.08	23.13	17.69	14.61
P/B（现价）	2.79	2.43	2.08	1.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn