

# 轻工制造行业

## 增值税减税对轻工企业影响几何？

**分析师:** 赵中平  
 SAC 执证号: S0260516070005  
 SFC CE.no: BND271  
 0755-23953620  
 zhaozhongping@gf.com.cn

**分析师:** 汪达  
 SAC 执证号: S0260517120005  
 010-59136610  
 wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### ● 事件：中央经济工作会议强调更大规模的减税降费，轻工板块在受益之列

2018年12月19日-21日，中央经济工作会议在北京召开，李克强总理在2019年经济工作部署中强调要实施更大规模的减税降费。增值税以商品（含应税劳务）流转过程中产生的增值额为计税依据而征收，是一种流转税。增值税是价外税，不会直接反应到利润表的收入和成本端，而是间接影响含税价格。减税的利好取决于**竞争格局、商品供求关系、产业链地位**所形成的议价能力。此外，增值税调整也会导致附加费用变化从而影响利润。

### ● 测算模型假设：各版块公司议价能力均衡，假设买价、卖价均保持不变

衡量增值税对企业净利润的影响公式可表示为：**净利润增加 = (收入增加 - 成本增加 - 增值税附加税费变化) \* (1 - 所得税率)**。

针对涉及到的各项指标，我们的核心假设包括：（1）16%税率下调至14%，10%税率下调至8%；（2）附加费用税率取值合计为增值税的12%；（3）仅有原材料成本存在进项税抵扣；（4）家居包装仅内销收入会产生增值税；（6）基于轻工各版块竞争格局、行业地位情况，假设企业含税买价、卖价均保持不变。

### ● 测算模型结果：内销占比高、附加值高、净利率低的公司利润弹性受益较大

以重点公司2017年营业收入与净利润作为基数进行测算，内销占比越高且净利率越低的企业，由减税导致的收入增加带来的净利润弹性越大。排名前四的企业净利润弹性均在10%以上，由高到低分别为：**合兴包装、尚品宅配、中顺洁柔、晨光文具**。考虑到部分厂商可能让渡利益给下游客户，我们进行了敏感性测算，当厂商获益比例为80%时，合兴包装、尚品宅配、中顺洁柔家企业的净利润弹性仍在9%以上。

### ● 投资建议：优选受益弹性大、议价能力强的龙头公司

行业竞争格局良好、对上下游议价能力较强的龙头公司，在减税过程中受益最为充分。因此，我们建议关注受益减税利润弹性较大的龙头标的：**瓦楞纸箱龙头合兴包装、定制家具知名品牌尚品宅配、生活用纸知名品牌中顺洁柔、文具龙头晨光文具**。

### ● 风险提示

房地产市场下行，导致家居需求低迷；宏观经济影响导致终端消费需求低迷，传导为包装需求低迷；行业竞争格局恶化，厂商议价权下降；增值税实际减税幅度低于预期；模型假设与实际有所差异。

### 相关研究：

轻工制造行业:从小米点亮宜家看家具智能化布局 2018-12-09  
**【广发轻工】2019年度策略：白马待胜而后求战，成长循结构性变化** 2018-12-02

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：徐成 0755-29953620 xucheng@gf.com.cn

## 目录索引

一、增值税推动“三档变两档”，议价能力强的企业充分受益.....	4
二、基本假设、测算方式.....	4
2.1 标的选取.....	4
2.2 基本内容.....	5
2.3 测算公式.....	5
三、测算结果：内销占比高、净利率低的公司利润弹性受益较大.....	6
3.1 内销规模决定利润受益绝对值，净利率影响利润弹性.....	6
3.2 敏感性分析：部分让利下游，也依然存在受益空间.....	8
四、投资建议.....	8
五、风险提示.....	9

## 图表索引

图 1: 增值税减税政策执行下对重点公司 2017 年营业收入影响 (亿元) .....	7
图 2: 增值税减税政策执行下对重点公司 2017 年净利润影响 (亿元) .....	7
图 3: 增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性 .....	7
表 1: 相关产品出口退税情况 (部分) .....	5
表 2: 增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性测算 (单位: 亿元) ..	7
表 3: 增值税减税政策执行下重点公司 2017 年净利润弹性敏感性分析 .....	8

## 一、增值税推动“三档变两档”，议价能力强的企业充分受益

### 事件：

2018年12月19日到21日，中央经济工作会议在北京召开，李克强总理在2019年经济工作部署中强调要实施更大规模的减税降费、较大规模增加地方政府专项债券规模，在减少财政收入的同时增加财政支出，财政政策取向由全年的“取向不变”升级为“加力提效”，预示着更加积极的财政政策。

2018年3月的两会期间，李克强总理在政府工作报告中表示，要进一步减轻企业税负，改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率，促进实体经济转型。2018年5月1日之后，17%和11%两档税率分别下调1个百分点至16%、10%。

### 解析：

增值税以商品（含应税劳务）流转过程中产生的增值额为计税依据而征收，是一种流转税。购买商品或服务时，产生增值税-进项税额；出售商品或服务时，产生增值税-销项税额；当期增值税-销项税额减去当期可抵扣的增值税-进项税额为当期企业缴纳的增值税。

增值税是价外税、流转税，在产品生产、销售环节中逐级转嫁，最终由消费者承担。因此，不会直接反应到利润表的收入和成本端，而是间接影响含税价格，增值税下调对盈利的影响取决于竞争格局、商品供求关系、产业链地位带来的企业议价能力。

因此，买卖价格的变化存在四种方式：

- 买卖价格均不变（议价能力均衡）；
- 买价下降，卖价不变（议价能力最强，最大化减税收益）；
- 买价不变，卖价下降（议价能力最弱，不会受益甚至受损）；
- 买卖价格均下降（减税收益完全传导至下游消费者）。

## 二、基本假设、测算方式

### 2.1 标的选取

为定量分析减税政策对于轻工行业可能产生的影响，我们选取版块内具备代表性且质地较为优秀的企业进行测算：

**家居：**索菲亚、尚品宅配、顾家家居、大亚圣象、曲美家具、好太太；

**造纸：**太阳纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业、中顺洁柔；

**包装：**劲嘉股份、合兴包装；

**其它：**晨光文具。

## 2.2 基本内容

基于行业格局及减税政策预期，对于测算我们有如下的核心假设：

- 1) 所有上市公司皆为增值税一般纳税人，而非小规模纳税人；
- 2) **减税政策：**增值税率三档并两档，假设**16%税率下调至14%，10%税率下调至8%**；但由于测算以2017年为基准，故原税率仍为17%；
- 3) **附加费用税率取值：**城市建设税=增值税\*7%（市区7%，县城、镇5%，其他1%）；教育费附加=增值税\*3%；地方教育附加=增值税\*2%；供给增值税附加税率取值为12%。
- 4) **仅有原材料成本存在进项税抵扣。**其余可能存在进项税抵扣的项目，由于基数小（比如销售费用中产生的广告费、运输费等），对测算影响较小，故在此忽略不计；
- 5) **期间费用绝对值均保持不变**（注意非期间费用率保持不变）；
- 6) **含税买价不变，含税卖价不变。**当企业仅对下游具备定价权时，企业可以按原含税单价采购，且以原含税单价销售。即，议价能力均衡，全产业链共享减税收益。对于家居、包装等行业来说，行业集中度较低，巨头型企业尚未诞生，因此对上游不具有较强的定价能力。国内造纸企业集中度较高，但是对上游纸浆厂定价能力依然较弱。
- 7) **增值税影响的收入部分：**家居、包装仅考虑内销收入部分，造纸类企业考虑全部业务收入。由于家居、纸包装等行业的产品出口享受退税优惠政策，因出口收入产生并缴纳的增值税最终会予以退还。因此，增值税税率下调对该类外销收入产生的影响可以忽略。

表1：相关产品出口退税情况（部分）

HS 编码	商品信息	出口退税率
9401619000	其他装软垫的木框架的坐具	16%
9401711000	皮革或再生皮革面的装软垫的金属框架的坐具	16%
4819100000	瓦楞纸或纸板制的箱/盒/匣	13%
4801001000	成卷的新闻纸	0%
4808100000	瓦楞纸及纸板	0%
9608100000	圆珠笔	13%
8472902200	办公室用订书机	16%

数据来源：HS 编码税则、广发证券发展研究中心

由于在实际情况中，家居类企业可能通过减价方式让利消费者，从而拉动自身销量；包装类企业，可能也需要让利一部分给下游以获取订单。因此，在本文最后一部分，将根据让利情况，进行敏感性分析。（理论上终端价格下降将导致订单量、销售量上升，本文为测算方便，假设销量维持不变。）

## 2.3 测算公式

衡量增值税对企业净利润的影响公式可表示为：

$$\text{净利润增加} = (\text{收入增加} - \text{材料成本增加} + \text{增值税附加税费变化}) * (1 - \text{所得税率})$$

具体计算步骤示意如下：

(1) **收入增加、材料成本增加**：由于2018年5月1日之前家居、造纸、包装行业主要适用17%的增值税税率，结合减税至14%的假设，公司收入增加额、材料成本增加额的计算公式分别为：

$$\text{营业收入增加} = \text{旧收入} \times \frac{1 + 17\%}{1 + 14\%} - \text{旧收入}$$

$$\text{材料成本增加} = \text{旧材料成本} \times \frac{1 + 17\%}{1 + 14\%} - \text{旧材料成本}$$

收入增加-成本增加，即毛利增加情况。

(2) **增值税附加税费变化**：合计附加税率为12%，计算公式为：

$$\text{增值税附加税费减少} = (\text{旧应纳税额} - \text{新应纳税额}) \times 12\%$$

$$\text{旧应纳税额} = \text{旧收入} \times 17\% - \text{旧材料成本} \times 17\%$$

$$\text{新应纳税额} = \text{新收入} \times 14\% - \text{新材料成本} \times 14\%$$

$$\text{新收入} = \text{旧收入} \times \frac{1 + 17\%}{1 + 14\%}$$

$$\text{新材料成本} = \text{旧材料成本} \times \frac{1 + 17\%}{1 + 14\%}$$

(3) **新净利润计算**：增值税税率降低最终对利润影响为：

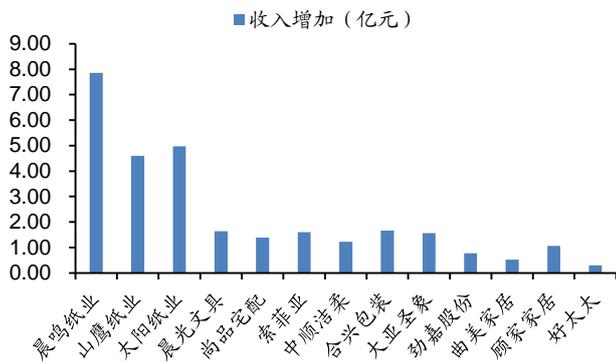
$$\text{新净利润} = (\text{收入增加} - \text{材料成本增加} + \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税})$$

## 三、测算结果：内销占比高、净利率低的公司利润弹性受益较大

### 3.1 内销规模决定利润受益绝对值，净利率影响利润弹性

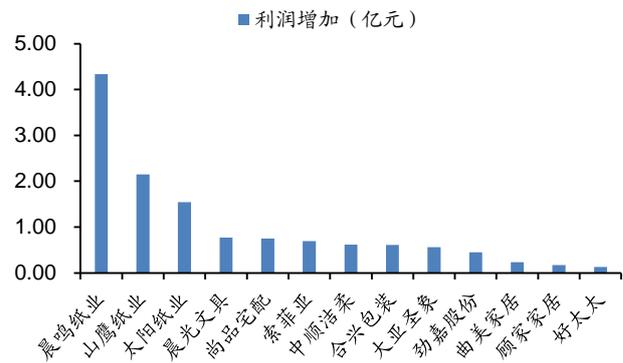
从绝对值上看，晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰纸业等造纸类公司在营业收入与净利润绝对值规模增长上领先于其它公司。增值税减税对于公司营业收入和净利润绝对值的影响主要取决于公司的销售收入规模（家居、包装企业为内销收入规模），造纸行业集中度较高，行业龙头销售收入规模往往高于家居、包装板块。

图1: 增值税减税政策执行下对重点公司2017年营业收入影响



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

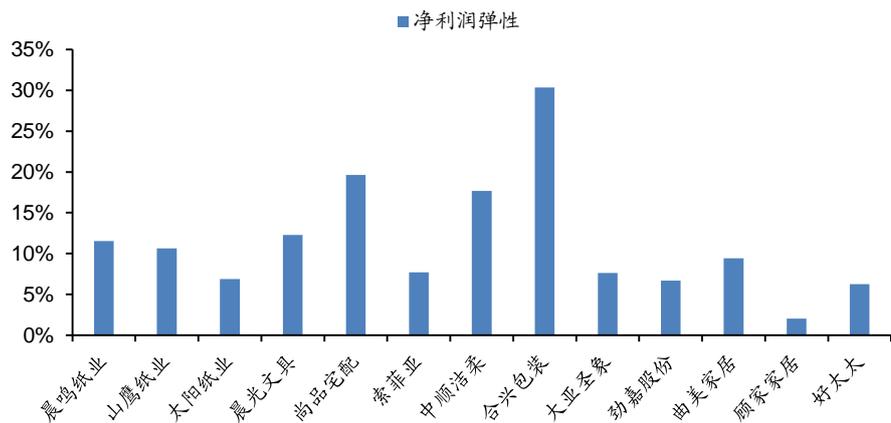
图2: 增值税减税政策执行下对重点公司2017年净利润影响



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从利润弹性角度看, 排名前五的企业分别是: 合兴包装、尚品宅配、中顺洁柔、晨光文具、晨鸣纸业。增值税减税对内销占比高、且净利率较低的企业利好程度相对较大。

图3: 增值税减税政策执行下重点公司2017年净利润弹性



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 文中出现的净利润均为归母净利润口径, 下同

表2: 增值税减税政策执行下重点公司2017年净利润弹性测算 (单位: 亿元)

股票代码	股票名称	收入*	材料成本	收入增加	材料成本		净利润增	净利润弹	净利润率
					增加	减少			
002228.SZ	合兴包装	63.23	36.69	1.7	1.0	0.08	0.6	30.3%	0.96%
300616.SZ	尚品宅配	52.58	22.11	1.4	0.6	0.10	0.7	19.6%	1.40%
002511.SZ	中顺洁柔	46.38	21.13	1.2	0.6	0.08	0.6	17.7%	1.33%
603899.SH	晨光文具	62.26	31.16	1.6	0.8	0.10	0.8	12.3%	1.21%
000488.SZ	晨鸣纸业	298.52	120.84	7.9	3.2	0.56	4.3	11.5%	1.45%
600567.SH	山鹰纸业	174.70	94.15	4.6	2.5	0.25	2.2	10.6%	1.23%
603818.SH	曲美家居	19.81	10.26	0.5	0.3	0.03	0.2	9.4%	1.10%

002572.SZ	索菲亚	60.84	29.97	1.6	0.8	0.10	0.7	7.7%	1.13%
000910.SZ	大亚圣象	59.13	37.09	1.6	1.0	0.07	0.6	7.6%	0.80%
002078.SZ	太阳纸业	188.94	120.59	5.0	3.2	0.22	1.5	6.9%	0.82%
002191.SZ	劲嘉股份	29.45	11.52	0.8	0.3	0.06	0.5	6.7%	1.53%
603848.SH	好太太	11.08	5.97	0.3	0.2	0.02	0.1	6.3%	1.16%
603816.SH	顾家家居	40.36	33.48	1.1	0.9	0.02	0.2	2.0%	0.25%
002228.SZ	合兴包装	63.23	36.69	1.7	1.0	0.08	0.6	30.3%	0.96%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注:

- 1) 收入: 家居、包装企业的收入指内销收入, 而造纸企业收入指全部收入。
- 2) 顾家家居原材料成本, 包含了采购原材料及外购家居。
- 3) 曲美家居、山鹰纸业、中顺洁柔、劲嘉股份由于未披露原材料成本占比, 均为根据同行业公司水平假设。

### 3.2 敏感性分析: 部分让利下游, 也依然存在受益空间

减税收益在上下游的分配取决于竞争格局、商品供求关系、产业链地位所带来的议价能力。在基本假设中, 我们假设几大板块含税下游卖价不变, 含税上游买价不变, 该假设下, 减税收益由全产业链条共享。但在现实情况中, 家居、包装企业都可能存在向下游让利的可能性, 尤其是对于定制家居、瓦楞纸箱包装等行业, 竞争较为激烈。

因此, 我们对减税政策带来的收入增加进行敏感性分析, 以10%为一档, 测算结果如下表所示:

表3: 增值税减税政策执行下重点公司2017年净利润弹性敏感性分析

	100%	90%	80%	70%
合兴包装	30.34%	23.99%	17.65%	11.30%
尚品宅配	19.63%	16.65%	13.68%	10.71%
中顺洁柔	17.67%	14.82%	11.97%	9.12%
晨光文具	12.29%	10.13%	7.97%	5.81%
曲美家居	9.41%	7.70%	5.99%	4.27%
索菲亚	7.70%	6.37%	5.04%	3.70%
大亚圣象	7.61%	5.82%	4.03%	2.23%
劲嘉股份	6.70%	5.73%	4.77%	3.80%
好太太	6.26%	5.07%	3.88%	2.69%
顾家家居	2.02%	0.98%	-0.06%	-1.10%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 90%指减税为该公司带来的收入增加, 仅有全部受益的90%, 剩余10%让利给下游。以此类推。

## 四、投资建议

增值税减税将对行业产生利好, 从测算结果来看, **家居、包装板块: 内销占比**

高且净利率较低的企业将最大程度获益；造纸板块：净利率较低的企业将最大程度获益。但需要注意的是，增值税减税的利润分配最终由终端需求及竞争格局来决定，具备议价权的龙头无疑才能真正获得实际利好。因此我们建议关注受益增值税减税利好程度较大的龙头标的：瓦楞纸箱龙头**合兴包装**、定制家具知名品牌**尚品宅配**、生活用纸知名品牌**中顺洁柔**、文具龙头**晨光文具**。

## 五、风险提示

- (1) 房地产市场下行，导致家居需求低迷；
- (2) 宏观经济影响导致终端消费需求低迷，传导为包装需求低迷；
- (3) 行业竞争格局恶化，厂商议价权下降；
- (4) 增值税实际减税幅度低于预期；
- (5) 模型假设与实际有所差异。

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。