

纺织服装行业

增值税率下调预期对于纺服行业上市公司利润影响分析

分析师： 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



SFC CE.no: BNN845
zhaoyingjie@oa.gf.com.cn

请注意，糜韩杰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。

核心观点：

● 减税降费背景下增值税率可能迎来新一轮调整，将影响纺服行业企业盈利

2018年12月中央经济会议强调要实施更大规模的减税降费，增值税作为我国公共财政收入中占比最高的税种，税率在经历“营改增”两轮调整后，有望迎来进一步下调。增值税名义上是价外税，对企业盈利不产生影响，但实际上增值税以价内分离方法征收，可通过收入、成本、附加税及其他项目间接影响企业利润。目前纺服行业企业主要采用16%的增值税率，如果增值税率下调，将影响纺服企业的盈利。

● 增值税率调整对企业盈利的影响程度取决于上下游议价能力等多方面因素

根据企业下游定价权以及对上游议价能力的不同分别讨论增值税率下调情况下对企业盈利的影响(基于价格变化不影响上下游供应关系的假设)：(1)含税售价不变，实际成本不变(企业对上下游议价能力均较强)；(2)含税售价不变，含税成本不变(企业对下游定价权强，对上游议价能力弱)；(3)实际售价不变，实际成本不变(企业对下游定价能力弱，对上游议价能力强)；(4)实际售价不变，含税成本不变(企业对上下游议价能力均较弱)。对四种情况下，企业在收入端、成本端以及附加税方面的变动情况进行计算。

● 对上下游议价能力强、内销收入占比高、净利率低的企业受益于增值税率下调更为明显

对纺服行业上市公司，基于2017年财务数据，假设(1)增值税率由17%下降到14%(2)附加税率合计为12%(3)成本中存在增值税抵扣的比例一定，且除成本外其他费用不发生变化(4)出口收入缴纳增值税部分将全额退还(5)不考虑发生坏账以及视同销售情况下增值税率变动的影响。对纺服行业上市公司的净利润变动情况进行测算(剔除净利润为负的公司)，发现对上下游议价能力强、内销收入占比高、净利率低的企业受益于增值税率下调的情况更为明显。

● 风险提示

国内宏观经济环境不景气导致终端销售不佳风险；国际贸易环境持续恶化导致的产品出口风险；原材料价格波动导致成本大幅变动风险；汇率波动风险；增值税率下调不及预期风险。

相关研究：

纺织服装行业:纺织服装行业股息率研究

2018-12-24

纺织服装行业:11月纺织品服装出口数据及服装社零数据点评

2018-12-16

纺织服装行业:纺织服装行业商誉减值分析报告

2018-11-22

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： 胡幸 huxing@gf.com.cn

目录索引

1.减税降费环境下增值税率可能迎来新一轮调整，将影响企业盈利.....	4
2.增值税率调整对企业盈利的影响程度受上下游议价能力等多方面因素影响.....	4
3.纺服行业上市公司受增值税率调整影响具体测算	6
3.1 企业含税售价不变，实际成本不变（卖价不变，买价下降）.....	7
3.2 企业含税售价不变，含税成本不变（卖价不变，买价不变）.....	9
3.3 实际售价不变，实际成本不变（卖价下降，买价下降）.....	11
3.4 企业实际售价不变，含税成本不变（卖价下降，买价不变）.....	14
4.风险提示	16

图表索引

表 1: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (含税售价不变, 实际成本不变)	7
表 2: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (含税售价不变, 含税成本不变)	9
表 3: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (实际售价不变, 实际成本不变)	12
表 4: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (实际售价不变, 含税成本不变)	14

1. 减税降费环境下增值税率可能迎来新一轮调整，将影响企业盈利

增值税目前是我国公共财政收入中占比最高的税种，2018年12月召开的中央经济会议中，李克强总理强调要实施更大规模的减税降费，作为主要税种之一的增值税率预计在2019年有望进一步下调。自2016年全面推广“营改增”以来，增值税成为我国公共财政收入中占比最高的税种，2017年占全国公共财政收入的39%。2016年全面实施“营改增”时规定了四档税率：17%、13%、11%、6%，2017年由四档税率并为三档：17%、11%、6%，2018年将17%和11%这两档税率分别下调1%至16%和10%。纺织服装行业企业目前主要适用税率为16%，如果增值税率下调行业公司有望受益。

从定义上看，增值税是价外税，最终由消费者承担，不进入利润表，因此增值税的存在以及增值税税率的变化不会直接影响企业利润。但是在完全竞争的市场环境下，所有的税负都是由生产者和消费者共同承担的，增值税税率的变化必然影响企业的利润。增值税率的变化对于企业利润的影响主要体现在以下几个方面：（1）收入：增值税实行价内分离而非价外加征，增值税的存在使得企业实际收入小于合同收入，在合同收入不变的情况下，增值税率变化将影响企业实际收入；（2）成本：企业发生采购原材料等成本项目时，支付的价款中包含了预缴的增值税，增值税的存在使得企业的实际成本小于合同成本，在合同成本不变的情况下，增值税率变化将影响企业实际成本；（3）附加税影响：城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加以企业缴纳的增值税、消费税营业税的合计额为计税依据，增值税的变化将影响附加税金额；（4）其他：企业发生视同销售情况以及坏账损失时，这部分包含的增值税需要企业完全承担，增值税率的变化将会影响实际利润。

说明：合同收入指的是企业在销售商品时收到的金额，包括销售实际收入以及增值税销项税额，实际收入指的是企业的销售商品或劳务额金额（进入利润表金额），含税成本的数额指企业在采购原材料或者发生其他成本的过程中支付的包含进项增值税的金额，实际成本指企业采购原材料或者发生其他成本的金额（进入利润表金额）。

2. 增值税率调整对企业盈利的影响程度受上下游议价能力等多方面因素影响

由于税负在生产者和消费者中实际分摊的情况受到上下游议价能力影响，因此我们分以下几种情况讨论增值税税率降低情况下对企业销售以及采购的影响：

- （1）企业含税售价不变，实际成本不变（卖价不变，买价下降）：反映企业对下游具备较强的定价权，同时对上游具备较强的议价能力；

- (2) 企业含税售价不变，含税成本不变（卖价不变，买价不变）：反映企业对下游具备较强的定价权，但对上游议价能力较弱；
- (3) 企业实际售价不变，实际成本不变（卖价下降，买价下降）：反映企业对下游定价权较弱，但对上游具备较强的议价能力；
- (4) 企业实际售价不变，含税成本不变（卖价下降，买价不变）：反映企业对下游定价权较弱，同时对上游议价能力较弱；

我们对增值税率调整对纺服行业上市公司的影响进行测算，主要基于以下几项假设：

- (1) 上市公司均为一般纳税人，采用2017年上市公司财务数据测算增值税率变化对企业利润影响程度，假设增值税率调整后上市公司缴纳增值税的比例由17%下降到14%（2018年5月增值税率由17%调降至16%，2017年主要适用税率为17%）；
- (2) 在向上游进行采购以及向下游销售的过程中，含税价格发生变化不影响供求关系，即采购及销售的数量不发生变化；
- (3) 附加费用率方面，总计附加税率12%。其中：城市维护建设税=增值税*7%，教育费附加=增值税*3%；地方教育附加=增值税*2%（增值税为扣减出口退税额之前的金额）；
- (4) 成本中可以进行增值税进项抵扣的金额占比是一定的，并且其他费用或支出的金额不发生变化；
- (5) 企业出口收入缴纳的增值税能实现全额退税，也就是说实际缴纳的增值税的计算基数仅包括内销收入，但是城市维护建设税以及教育附加税的缴纳基数是以全部增值税（包括实际缴纳的增值税和企业出口退还的增值税）；
- (6) 不考虑企业发生视同销售及坏账损失情况下，增值税率的变化对于企业利润的影响。

衡量增值税对企业利润的影响公式可表示为：

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

基于上面提到的6个假设以及对企业利润的影响公式，对各个部分进行具体计算：

- (1) 含税售价不变的情况下，收入增加值为：

$$\text{收入增加} = \text{现营业收入(内销)} - \text{原营业收入(内销)}$$

$$= \left[\frac{\text{原营业收入}(1 + 17\%)}{1 + 14\%} - \text{原营业收入} \right] \times \text{内销比例}$$

实际售价不变的情况下，现营业收入等于原营业收入，收入增加值为0。

- (2) 含税成本不变的情况下，成本增加值为：

$$\text{成本增加} = \text{现营业成本} - \text{原营业成本} = \frac{\text{原营业成本}(1 + 17\%)}{1 + 14\%} - \text{原营业成本}$$

实际成本不变的情况下，现营业成本等于原营业成本，成本增加值为0。

(3) 增值税附加税费变化：包括城建税、教育费附加地方教育附加，依照上述假设，税率合计12%，计算公式为：

$$\text{增值税附加税计税基础变化} = (\text{现营业收入} - \text{现营业成本} \times \text{可抵扣项目比例}) \times 14\% - (\text{原营业收入} - \text{原营业成本} \times \text{可抵扣项目比例}) \times 17\%$$

注：由于增值税附加税的计税基础不考虑出口退税，(现营业收入 - 现营业成本 × 可抵扣项目比例) × 14%指不考虑出口退税的情况下企业应缴纳的增值税。可抵扣项目比例指成本中可以进行增值税销项税额抵扣的比例，在本文测算中按80%计量。

$$\text{增值税附加税费变化} = \text{增值税附加税计税基础变化} \times 12\%$$

$$\text{原增值税应纳税额} =$$

$$(\text{原营业收入} \times \text{内销比例} - \text{原营业成本} \times \text{可抵扣项目比例}) \times 17\%$$

$$\text{新增增值税应纳税额} =$$

$$(\text{现营业收入} \times \text{内销比例} - \text{现营业成本} \times \text{可抵扣项目比例}) \times 14\%$$

$$\text{增值税应纳税额变化} = \text{新增增值税应纳税额} - \text{原增值税应纳税额}$$

(4) 净利润弹性影响：增值税税率降低最终对利润影响为：

$$\text{净利润弹性} = \frac{(\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税率})}{\text{原净利润}}$$

3. 纺服行业上市公司受增值税率调整影响具体测算

基于前面提到的有关假设和计算公式，我们分别测算了四种不同情况下，增值税税率由17%下降到14%对于行业内上市公司净利润的影响，并按照利润弹性大小进行排序（以2017年年报数据为基础，剔除了净利润以及所得税为负数的公司，营业成本中可以存在增值税抵扣的项目假设为80%）

3.1 企业含税售价不变，实际成本不变（卖价不变，买价下降）

反映企业对下游具备较强的定价权，同时对上游具备较强的议价能力，假设增值税率调整后上市公司缴纳增值税的比例由17%下降到14%。具体测算条件：

(1) 含税售价不变的情况下，收入增加值为：

$$\begin{aligned} \text{收入增加} &= \text{现营业收入(内销)} - \text{原营业收入(内销)} \\ &= \left[\frac{\text{原营业收入}(1 + 17\%)}{1 + 14\%} - \text{原营业收入} \right] \times \text{内销比例} \end{aligned}$$

(2) 实际成本不变的情况下，现营业成本等于原营业成本，成本增加值为0；

(3) 增值税附加税费变化：包括城建税、教育费附加地方教育附加，依照上述假设，税率合计12%（增值税具体计算公式参照第二部分内容）；

(4) 净利润弹性影响：增值税税率降低最终对利润影响为：

$$\begin{aligned} \text{净利润弹性} &= \\ &= \frac{(\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税率})}{\text{原净利润}} \end{aligned}$$

表 1：增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算（含税售价不变，实际成本不变）

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	内销收入比 例(各公司 不同)	收入增加 (亿元)	成本增加 (亿元)	城市维护建 设税及教育 税附加增加 (亿元)	增值税减少 (亿元)	净利润增加 额(亿元)	净利润弹性
哈森股份	14.97	7.20	90%	0.35	0.00	-0.03	0.19	0.36	239.38%
华纺股份	28.50	26.29	17%	0.13	0.00	-0.02	0.00	0.15	221.95%
报喜鸟	26.01	10.32	100%	0.68	0.00	-0.05	0.44	0.61	201.03%
兴业科技	21.13	19.37	99%	0.55	0.00	-0.01	0.08	0.47	104.08%
多喜爱	6.81	4.17	100%	0.18	0.00	-0.01	0.08	0.14	62.33%
际华集团	254.40	234.69	96%	6.42	0.00	-0.13	0.82	4.71	62.23%
金鹰股份	12.33	10.66	65%	0.21	0.00	-0.01	0.00	0.14	52.41%
开开实业	9.62	7.63	100%	0.25	0.00	-0.01	0.07	0.20	51.75%
梦洁股份	19.34	10.79	93%	0.47	0.00	-0.03	0.22	0.42	51.53%
搜于特	183.49	165.97	100%	4.83	0.00	-0.10	0.85	3.62	46.99%
华茂股份	23.43	20.85	73%	0.45	0.00	-0.02	-0.04	0.36	43.03%
申达股份	111.26	99.21	30%	0.88	0.00	-0.10	0.00	0.96	42.90%
凤竹纺织	8.21	6.96	60%	0.13	0.00	-0.01	0.00	0.10	41.35%
新野纺织	51.95	42.98	91%	1.25	0.00	-0.04	0.23	1.19	40.63%
龙头股份	44.22	33.18	55%	0.64	0.00	-0.05	0.00	0.51	39.47%
拉夏贝尔	89.99	33.71	100%	2.37	0.00	-0.19	1.56	1.88	34.99%

雅戈尔	98.40	47.09	100%	2.59	0.00	-0.18	1.46	1.00	34.17%
贵人鸟	32.52	21.32	99%	0.85	0.00	-0.04	0.34	0.63	33.71%
万里马	6.04	4.20	98%	0.16	0.00	-0.01	0.06	0.12	33.35%
浪莎股份	3.43	2.79	92%	0.08	0.00	0.00	0.02	0.08	32.98%
华孚时尚	125.97	111.87	75%	2.47	0.00	-0.09	-0.12	2.29	32.63%
希努尔	7.75	5.90	71%	0.14	0.00	-0.01	0.01	0.12	32.22%
安奈儿	10.31	4.59	100%	0.27	0.00	-0.02	0.16	0.22	32.11%
太平鸟	71.42	33.60	100%	1.88	0.00	-0.13	1.07	1.41	31.18%
奥康国际	32.62	20.79	99%	0.85	0.00	-0.04	0.35	0.69	30.73%
日播时尚	10.73	4.29	100%	0.28	0.00	-0.02	0.18	0.23	29.97%
上海三毛	12.77	11.91	20%	0.07	0.00	-0.01	0.00	0.05	26.00%
鹿港文化	41.11	33.86	80%	0.87	0.00	-0.04	0.08	0.78	25.33%
三房巷	10.66	9.16	83%	0.23	0.00	-0.01	0.02	0.17	24.64%
奥特佳	51.84	40.70	66%	0.90	0.00	-0.05	-0.03	0.89	24.29%
振静股份	6.55	5.33	100%	0.17	0.00	-0.01	0.04	0.15	23.94%
维格娜丝	25.64	7.77	100%	0.67	0.00	-0.06	0.49	0.52	23.31%
如意集团	11.93	9.41	71%	0.22	0.00	-0.01	0.01	0.19	23.12%
水星家纺	24.62	15.67	100%	0.64	0.00	-0.03	0.27	0.57	21.98%
森马服饰	120.26	77.56	100%	3.16	0.00	-0.16	1.30	2.48	21.94%
七匹狼	30.85	18.30	100%	0.81	0.00	-0.04	0.37	0.74	21.51%
乔治白	7.87	4.19	100%	0.21	0.00	-0.01	0.11	0.17	21.50%
天创时尚	17.34	7.32	100%	0.46	0.00	-0.03	0.28	0.39	21.27%
欣龙控股	6.32	5.55	77%	0.13	0.00	0.00	0.00	0.09	20.90%
黑牡丹	62.89	53.21	81%	1.35	0.00	-0.05	0.10	0.96	20.90%
浔兴股份	18.60	12.17	63%	0.31	0.00	-0.03	0.03	0.29	20.75%
罗莱生活	46.62	26.36	82%	1.01	0.00	-0.08	0.40	0.90	19.89%
红蜻蜓	32.45	21.27	100%	0.85	0.00	-0.04	0.34	0.70	18.80%
汇洁股份	21.36	6.85	99%	0.55	0.00	-0.05	0.39	0.44	18.33%
百隆东方	59.52	49.10	58%	0.91	0.00	-0.06	0.00	0.86	17.66%
新澳股份	23.12	18.56	65%	0.40	0.00	-0.02	-0.03	0.35	16.64%
柏堡龙	8.41	6.04	100%	0.22	0.00	-0.01	0.08	0.20	15.56%
嘉欣丝绸	27.73	22.97	35%	0.26	0.00	-0.03	0.00	0.18	14.83%
诺邦股份	6.18	4.64	54%	0.09	0.00	-0.01	0.00	0.08	14.24%
旷达科技	23.17	14.59	100%	0.61	0.00	-0.03	0.26	0.50	13.15%
比音勒芬	10.54	3.65	100%	0.28	0.00	-0.02	0.19	0.23	12.93%
安正时尚	14.21	4.72	100%	0.37	0.00	-0.03	0.26	0.35	12.81%
富安娜	26.16	13.19	100%	0.69	0.00	-0.04	0.37	0.60	12.20%
航民股份	34.96	24.50	98%	0.90	0.00	-0.04	0.32	0.80	12.01%
九牧王	25.65	10.92	100%	0.68	0.00	-0.05	0.41	0.59	11.99%
开润股份	11.62	8.18	59%	0.18	0.00	-0.02	-0.01	0.17	11.95%
伟星股份	26.24	15.05	78%	0.54	0.00	-0.04	0.19	0.49	11.89%
海澜之家	182.00	111.10	100%	4.79	0.00	-0.25	2.12	3.82	11.47%
金发拉比	4.30	2.01	100%	0.11	0.00	-0.01	0.06	0.10	11.23%

宏达高科	6.35	4.42	65%	0.11	0.00	-0.01	0.01	0.10	10.99%
孚日股份	48.22	37.71	39%	0.50	0.00	-0.06	0.00	0.43	10.36%
歌力思	20.53	6.40	81%	0.44	0.00	-0.05	0.29	0.36	10.14%
联发股份	40.04	32.32	41%	0.43	0.00	-0.04	0.00	0.36	10.05%
杰克股份	27.87	19.30	44%	0.32	0.00	-0.04	0.00	0.31	9.54%
红豆股份	27.14	20.28	98%	0.70	0.00	-0.03	0.21	0.56	9.22%
牧高笛	5.16	3.54	38%	0.05	0.00	-0.01	0.00	0.04	8.25%
鲁泰 A	64.09	44.77	43%	0.72	0.00	-0.09	0.00	0.71	8.04%
康隆达	7.67	5.29	21%	0.04	0.00	-0.01	0.00	0.05	6.14%
棒杰股份	4.49	2.97	26%	0.03	0.00	-0.01	0.00	0.03	5.53%
瑞贝卡	19.47	12.36	17%	0.09	0.00	-0.03	0.00	0.11	4.95%
健盛集团	11.38	8.18	18%	0.05	0.00	-0.02	0.00	0.06	4.53%
南极电商	9.86	2.95	100%	0.26	0.00	-0.02	0.19	0.24	4.51%
商赢环球	21.87	14.18	3%	0.02	0.00	-0.04	0.00	0.05	2.13%

数据来源: wind, 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

3.2 企业含税售价不变, 含税成本不变 (卖价不变, 买价不变)

反映企业对下游具备较强的定价权, 但对上游议价能力较弱。假设增值税率调整后上市公司缴纳增值税的比例由17%下降到14%, 具体测算条件:

(1) 含税售价不变的情况下, 收入增加值为:

$$\begin{aligned} \text{收入增加} &= \text{现营业收入(内销)} - \text{原营业收入(内销)} \\ &= \left[\frac{\text{原营业收入}(1 + 17\%)}{1 + 14\%} - \text{原营业收入} \right] \times \text{内销比例} \end{aligned}$$

(2) 含税成本不变的情况下, 成本增加值为:

$$\begin{aligned} \text{成本增加} &= \text{现营业成本} - \text{原营业成本} \\ &= \frac{\text{原营业成本}(1 + 17\%)}{1 + 14\%} - \text{原营业成本} \end{aligned}$$

(3) 增值税附加税费变化: 包括城建税、教育费附加地方教育附加, 依照上述假设, 税率合计12% (增值税具体计算公式参照第二部分内容);

(4) 净利润弹性影响: 增值税税率降低最终对利润影响为:

$$\begin{aligned} \text{净利润弹性} &= \\ &= \frac{(\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税率})}{\text{原净利润}} \end{aligned}$$

表 2: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (含税售价不变, 含税成本不变)

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	内销收入比 例(各公司 不同)	收入增加 (亿元)	成本增加 (亿元)	城市维护建 设税及教育 税附加增加 (亿元)	增值税减少 (亿元)	净利润增加 额(亿元)	净利润弹性
报喜鸟	26.01	10.32	100%	0.68	0.27	-0.06	0.47	0.39	127.97%
哈森股份	14.97	7.20	90%	0.35	0.19	-0.03	0.21	0.18	121.96%
多喜爱	6.81	4.17	100%	0.18	0.11	-0.01	0.09	0.06	26.53%
拉夏贝尔	89.99	33.71	100%	2.37	0.89	-0.20	1.66	1.24	23.01%
梦洁股份	19.34	10.79	93%	0.47	0.28	-0.03	0.25	0.18	22.86%
雅戈尔	98.40	47.09	100%	2.59	1.24	-0.19	1.60	0.56	19.06%
日播时尚	10.73	4.29	100%	0.28	0.11	-0.02	0.19	0.15	19.00%
安奈儿	10.31	4.59	100%	0.27	0.12	-0.02	0.17	0.13	18.94%
太平鸟	71.42	33.60	100%	1.88	0.88	-0.14	1.17	0.80	17.61%
维格娜丝	25.64	7.77	100%	0.67	0.20	-0.06	0.51	0.38	16.90%
天创时尚	17.34	7.32	100%	0.46	0.19	-0.04	0.30	0.24	13.01%
汇洁股份	21.36	6.85	99%	0.55	0.18	-0.05	0.41	0.31	12.92%
贵人鸟	32.52	21.32	99%	0.85	0.56	-0.05	0.40	0.24	12.68%
开开实业	9.62	7.63	100%	0.25	0.20	-0.01	0.09	0.05	12.57%
奥康国际	32.62	20.79	99%	0.85	0.55	-0.05	0.42	0.28	12.22%
万里马	6.04	4.20	98%	0.16	0.11	-0.01	0.07	0.04	11.07%
乔治白	7.87	4.19	100%	0.21	0.11	-0.01	0.12	0.08	10.85%
兴业科技	21.13	19.37	99%	0.55	0.51	-0.02	0.14	0.05	10.57%
七匹狼	30.85	18.30	100%	0.81	0.48	-0.05	0.43	0.33	9.57%
安正时尚	14.21	4.72	100%	0.37	0.12	-0.03	0.27	0.24	8.93%
比音勒芬	10.54	3.65	100%	0.28	0.10	-0.02	0.20	0.16	8.85%
水星家纺	24.62	15.67	100%	0.64	0.41	-0.04	0.32	0.23	8.78%
森马服饰	120.26	77.56	100%	3.16	2.04	-0.18	1.53	0.98	8.64%
罗莱生活	46.62	26.36	82%	1.01	0.69	-0.08	0.48	0.33	7.31%
九牧王	25.65	10.92	100%	0.68	0.29	-0.05	0.45	0.36	7.30%
红蜻蜓	32.45	21.27	100%	0.85	0.56	-0.05	0.41	0.27	7.21%
歌力思	20.53	6.40	81%	0.44	0.17	-0.05	0.31	0.24	6.66%
富安娜	26.16	13.19	100%	0.69	0.35	-0.05	0.41	0.32	6.50%
金发拉比	4.30	2.01	100%	0.11	0.05	-0.01	0.07	0.06	6.39%
搜于特	183.49	165.97	100%	4.83	4.37	-0.16	1.33	0.46	5.92%
新野纺织	51.95	42.98	91%	1.25	1.13	-0.06	0.36	0.16	5.51%
旷达科技	23.17	14.59	100%	0.61	0.38	-0.04	0.30	0.20	5.34%
振静股份	6.55	5.33	100%	0.17	0.14	-0.01	0.06	0.03	5.32%
浪莎股份	3.43	2.79	92%	0.08	0.07	0.00	0.03	0.01	5.28%
柏堡龙	8.41	6.04	100%	0.22	0.16	-0.01	0.09	0.06	4.99%
海澜之家	182.00	111.10	100%	4.79	2.92	-0.29	2.45	1.63	4.91%
际华集团	254.40	234.69	96%	6.42	6.18	-0.22	1.51	0.33	4.33%
航民股份	34.96	24.50	98%	0.90	0.64	-0.05	0.39	0.26	3.91%
伟星股份	26.24	15.05	78%	0.54	0.40	-0.05	0.24	0.16	3.87%

南极电商	9.86	2.95	100%	0.26	0.08	-0.02	0.20	0.18	3.29%
红豆股份	27.14	20.28	98%	0.70	0.53	-0.03	0.27	0.15	2.54%
浔兴股份	18.60	12.17	63%	0.31	0.32	-0.03	0.07	0.02	1.08%
鹿港文化	41.11	33.86	80%	0.87	0.89	-0.05	0.18	0.02	0.65%
三房巷	10.66	9.16	83%	0.23	0.24	-0.01	0.05	0.00	0.33%
宏达高科	6.35	4.42	65%	0.11	0.12	-0.01	0.02	0.00	0.28%
黑牡丹	62.89	53.21	81%	1.35	1.40	-0.07	0.26	0.01	0.21%
希努尔	7.75	5.90	71%	0.14	0.16	-0.01	0.03	0.00	-0.16%
如意集团	11.93	9.41	71%	0.22	0.25	-0.02	0.03	-0.01	-0.90%
开润股份	11.62	8.18	59%	0.18	0.22	-0.02	0.02	-0.02	-1.06%
欣龙控股	6.32	5.55	77%	0.13	0.15	-0.01	0.01	-0.01	-1.92%
新澳股份	23.12	18.56	65%	0.40	0.49	-0.03	0.02	-0.05	-2.52%
奥特佳	51.84	40.70	66%	0.90	1.07	-0.07	0.09	-0.10	-2.62%
鲁泰 A	64.09	44.77	43%	0.72	1.18	-0.11	0.00	-0.31	-3.53%
杰克股份	27.87	19.30	44%	0.32	0.51	-0.05	0.00	-0.12	-3.78%
诺邦股份	6.18	4.64	54%	0.09	0.12	-0.01	0.00	-0.02	-3.83%
华孚时尚	125.97	111.87	75%	2.47	2.94	-0.13	0.21	-0.30	-4.34%
牧高笛	5.16	3.54	38%	0.05	0.09	-0.01	0.00	-0.02	-4.68%
百隆东方	59.52	49.10	58%	0.91	1.29	-0.07	0.00	-0.28	-5.66%
棒杰股份	4.49	2.97	26%	0.03	0.08	-0.01	0.00	-0.03	-5.69%
华茂股份	23.43	20.85	73%	0.45	0.55	-0.02	0.03	-0.06	-7.15%
联发股份	40.04	32.32	41%	0.43	0.85	-0.06	0.00	-0.28	-7.85%
孚日股份	48.22	37.71	39%	0.50	0.99	-0.07	0.00	-0.33	-7.92%
瑞贝卡	19.47	12.36	17%	0.09	0.33	-0.04	0.00	-0.17	-8.03%
健盛集团	11.38	8.18	18%	0.05	0.22	-0.02	0.00	-0.12	-9.05%
龙头股份	44.22	33.18	55%	0.64	0.87	-0.06	0.00	-0.12	-9.49%
康隆达	7.67	5.29	21%	0.04	0.14	-0.01	0.00	-0.07	-9.76%
商赢环球	21.87	14.18	3%	0.02	0.37	-0.04	0.00	-0.27	-12.50%
金鹰股份	12.33	10.66	65%	0.21	0.28	-0.01	0.00	-0.03	-13.11%
凤竹纺织	8.21	6.96	60%	0.13	0.18	-0.01	0.00	-0.03	-13.56%
嘉欣丝绸	27.73	22.97	35%	0.26	0.60	-0.04	0.00	-0.20	-16.06%
申达股份	111.26	99.21	30%	0.88	2.61	-0.14	0.00	-1.57	-70.28%
上海三毛	12.77	11.91	20%	0.07	0.31	-0.01	0.00	-0.14	-75.84%
华纺股份	28.50	26.29	17%	0.13	0.69	-0.03	0.00	-0.51	-75.59%

数据来源: wind, 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

3.3 实际售价不变, 实际成本不变 (卖价下降, 买价下降)

反映企业对下游具备较强的定价权, 但对上游议价能力较弱。假设增值税率调整后上市公司缴纳增值税的比例由17%下降到14%, 具体测算条件:

(1) 实际售价不变的情况下, 现营业收入等于原营业收入, 收入增加值为0;

- (2) 实际成本不变的情况下, 现营业成本等于原营业成本, 成本增加值为 0;
- (3) 增值税附加税费变化: 包括城建税、教育费附加地方教育附加, 依照上述假设, 税率合计12% (增值税具体计算公式参照第二部分内容);
- (4) 净利润弹性影响: 增值税税率降低最终对利润影响为:

$$\text{净利润弹性} = \frac{(\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税率})}{\text{原净利润}}$$

表 3: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (实际售价不变, 实际成本不变)

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	内销收入比 例 (各公司 不同)	收入增加 (亿元)	成本增加 (亿元)	城市维护建 设税及教育 税附加增加 (亿元)	增值税减少 (亿元)	净利润增加 额 (亿元)	净利润弹性
华纺股份	28.50	26.29	17%	0.00	0.00	-0.03	0.00	0.03	38.33%
哈森股份	14.97	7.20	90%	0.00	0.00	-0.03	0.23	0.03	20.84%
报喜鸟	26.01	10.32	100%	0.00	0.00	-0.06	0.53	0.05	17.44%
申达股份	111.26	99.21	30%	0.00	0.00	-0.11	0.00	0.11	5.04%
多喜爱	6.81	4.17	100%	0.00	0.00	-0.01	0.10	0.01	4.13%
梦洁股份	19.34	10.79	93%	0.00	0.00	-0.04	0.28	0.03	3.94%
上海三毛	12.77	11.91	20%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	3.84%
兴业科技	21.13	19.37	99%	0.00	0.00	-0.02	0.16	0.02	3.77%
龙头股份	44.22	33.18	55%	0.00	0.00	-0.06	0.00	0.05	3.62%
金鹰股份	12.33	10.66	65%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	3.24%
拉夏贝尔	89.99	33.71	100%	0.00	0.00	-0.23	1.89	0.17	3.11%
凤竹纺织	8.21	6.96	60%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	2.89%
雅戈尔	98.40	47.09	100%	0.00	0.00	-0.22	1.82	0.08	2.70%
安奈儿	10.31	4.59	100%	0.00	0.00	-0.02	0.20	0.02	2.64%
日播时尚	10.73	4.29	100%	0.00	0.00	-0.03	0.22	0.02	2.59%
开开实业	9.62	7.63	100%	0.00	0.00	-0.01	0.11	0.01	2.51%
太平鸟	71.42	33.60	100%	0.00	0.00	-0.16	1.33	0.11	2.49%
希努尔	7.75	5.90	71%	0.00	0.00	-0.01	0.02	0.01	2.30%
际华集团	254.40	234.69	96%	0.00	0.00	-0.24	1.68	0.17	2.28%
华茂股份	23.43	20.85	73%	0.00	0.00	-0.02	0.01	0.02	2.25%
维格娜丝	25.64	7.77	100%	0.00	0.00	-0.07	0.58	0.05	2.22%
贵人鸟	32.52	21.32	99%	0.00	0.00	-0.06	0.45	0.04	2.12%
新野纺织	51.95	42.98	91%	0.00	0.00	-0.06	0.39	0.06	1.99%
浔兴股份	18.60	12.17	63%	0.00	0.00	-0.03	0.06	0.03	1.99%
奥康国际	32.62	20.79	99%	0.00	0.00	-0.06	0.47	0.04	1.97%
万里马	6.04	4.20	98%	0.00	0.00	-0.01	0.08	0.01	1.97%
天创时尚	17.34	7.32	100%	0.00	0.00	-0.04	0.34	0.03	1.79%
奥特佳	51.84	40.70	66%	0.00	0.00	-0.07	0.05	0.06	1.77%

嘉欣丝绸	27.73	22.97	35%	0.00	0.00	-0.03	0.00	0.02	1.74%
汇洁股份	21.36	6.85	99%	0.00	0.00	-0.06	0.47	0.04	1.74%
搜于特	183.49	165.97	100%	0.00	0.00	-0.18	1.52	0.13	1.74%
罗莱生活	46.62	26.36	82%	0.00	0.00	-0.09	0.51	0.08	1.69%
华孚时尚	125.97	111.87	75%	0.00	0.00	-0.13	0.14	0.12	1.67%
浪莎股份	3.43	2.79	92%	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	1.66%
乔治白	7.87	4.19	100%	0.00	0.00	-0.02	0.14	0.01	1.59%
如意集团	11.93	9.41	71%	0.00	0.00	-0.02	0.03	0.01	1.56%
商赢环球	21.87	14.18	3%	0.00	0.00	-0.04	0.00	0.03	1.51%
七匹狼	30.85	18.30	100%	0.00	0.00	-0.06	0.49	0.05	1.47%
康隆达	7.67	5.29	21%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	1.43%
鹿港文化	41.11	33.86	80%	0.00	0.00	-0.05	0.18	0.04	1.42%
水星家纺	24.62	15.67	100%	0.00	0.00	-0.04	0.36	0.04	1.41%
瑞贝卡	19.47	12.36	17%	0.00	0.00	-0.03	0.00	0.03	1.39%
森马服饰	120.26	77.56	100%	0.00	0.00	-0.21	1.75	0.16	1.38%
诺邦股份	6.18	4.64	54%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	1.33%
百隆东方	59.52	49.10	58%	0.00	0.00	-0.07	0.00	0.07	1.33%
三房巷	10.66	9.16	83%	0.00	0.00	-0.01	0.05	0.01	1.23%
孚日股份	48.22	37.71	39%	0.00	0.00	-0.06	0.00	0.05	1.21%
杰克股份	27.87	19.30	44%	0.00	0.00	-0.04	0.00	0.04	1.19%
安正时尚	14.21	4.72	100%	0.00	0.00	-0.04	0.31	0.03	1.19%
新澳股份	23.12	18.56	65%	0.00	0.00	-0.03	0.01	0.02	1.18%
比音勒芬	10.54	3.65	100%	0.00	0.00	-0.03	0.23	0.02	1.18%
牧高笛	5.16	3.54	38%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	1.18%
红蜻蜓	32.45	21.27	100%	0.00	0.00	-0.06	0.46	0.04	1.17%
歌力思	20.53	6.40	81%	0.00	0.00	-0.06	0.34	0.04	1.16%
开润股份	11.62	8.18	59%	0.00	0.00	-0.02	0.01	0.02	1.12%
健盛集团	11.38	8.18	18%	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.01	1.11%
振静股份	6.55	5.33	100%	0.00	0.00	-0.01	0.07	0.01	1.11%
棒杰股份	4.49	2.97	26%	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	1.10%
黑牡丹	62.89	53.21	81%	0.00	0.00	-0.07	0.26	0.05	1.10%
联发股份	40.04	32.32	41%	0.00	0.00	-0.05	0.00	0.04	1.09%
欣龙控股	6.32	5.55	77%	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.00	1.07%
伟星股份	26.24	15.05	78%	0.00	0.00	-0.05	0.25	0.04	1.05%
鲁泰 A	64.09	44.77	43%	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.09	1.01%
九牧王	25.65	10.92	100%	0.00	0.00	-0.06	0.51	0.05	1.01%
宏达高科	6.35	4.42	65%	0.00	0.00	-0.01	0.02	0.01	0.95%
富安娜	26.16	13.19	100%	0.00	0.00	-0.06	0.47	0.05	0.94%
金发拉比	4.30	2.01	100%	0.00	0.00	-0.01	0.08	0.01	0.90%
柏堡龙	8.41	6.04	100%	0.00	0.00	-0.01	0.11	0.01	0.87%
旷达科技	23.17	14.59	100%	0.00	0.00	-0.04	0.34	0.03	0.85%
海澜之家	182.00	111.10	100%	0.00	0.00	-0.34	2.79	0.25	0.76%
航民股份	34.96	24.50	98%	0.00	0.00	-0.06	0.44	0.05	0.70%

红豆股份	27.14	20.28	98%	0.00	0.00	-0.04	0.31	0.03	0.50%
南极电商	9.86	2.95	100%	0.00	0.00	-0.03	0.22	0.02	0.43%

数据来源: wind, 上市公司年报, 广发证券发展研究中心

3.4 企业实际售价不变, 含税成本不变 (卖价下降, 买价不变)

反映企业对下游定价权较弱, 同时对上游议价能力较弱。假设增值税率调整后上市公司缴纳增值税的比例由17%下降到14%。具体测算条件:

- (1) 实际售价不变的情况下, 现营业收入等于原营业收入, 收入增加值为0;
- (2) 含税成本不变的情况下, 成本增加值为:

$$\begin{aligned} \text{成本增加} &= \text{现营业成本} - \text{原营业成本} \\ &= \frac{\text{原营业成本}(1 + 17\%)}{1 + 14\%} - \text{原营业成本} \end{aligned}$$

- (3) 增值税附加税费变化: 包括城建税、教育费附加地方教育附加, 依照上述假设, 税率合计12% (增值税具体计算公式参照第二部分内容);
- (4) 净利润弹性影响: 增值税税率降低最终对利润影响为:

$$\begin{aligned} \text{净利润弹性} &= \\ &= \frac{(\text{收入增加} - \text{成本增加} - \text{增值税附加税费变化}) \times (1 - \text{所得税率})}{\text{原净利润}} \end{aligned}$$

表 4: 增值税率调整情况下纺服行业上市公司净利润变动测算 (实际售价不变, 含税成本不变)

	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	内销收入比 例(各公司 不同)	收入增加 (亿元)	成本增加 (亿元)	城市维护建 设税及教育 税附加增加 (亿元)	增值税减少 (亿元)	净利润增加 额(亿元)	净利润弹性
南极电商	9.86	2.95	100%	0.00	0.08	-0.03	0.23	-0.04	-0.79%
歌力思	20.53	6.40	81%	0.00	0.17	-0.06	0.36	-0.08	-2.31%
安正时尚	14.21	4.72	100%	0.00	0.12	-0.04	0.33	-0.07	-2.69%
比音勒芬	10.54	3.65	100%	0.00	0.10	-0.03	0.24	-0.05	-2.90%
汇洁股份	21.36	6.85	99%	0.00	0.18	-0.06	0.49	-0.09	-3.67%
九牧王	25.65	10.92	100%	0.00	0.29	-0.06	0.54	-0.18	-3.69%
金发拉比	4.30	2.01	100%	0.00	0.05	-0.01	0.09	-0.04	-3.94%
维格娜丝	25.64	7.77	100%	0.00	0.20	-0.07	0.61	-0.09	-4.19%
富安娜	26.16	13.19	100%	0.00	0.35	-0.06	0.51	-0.24	-4.76%
海澜之家	182.00	111.10	100%	0.00	2.92	-0.37	3.12	-1.93	-5.80%
红豆股份	27.14	20.28	98%	0.00	0.53	-0.05	0.37	-0.38	-6.18%
天创时尚	17.34	7.32	100%	0.00	0.19	-0.04	0.37	-0.12	-6.46%

旷达科技	23.17	14.59	100%	0.00	0.38	-0.05	0.38	-0.26	-6.95%
伟星股份	26.24	15.05	78%	0.00	0.40	-0.06	0.30	-0.28	-6.96%
航民股份	34.96	24.50	98%	0.00	0.64	-0.06	0.51	-0.49	-7.40%
日播时尚	10.73	4.29	100%	0.00	0.11	-0.03	0.23	-0.06	-8.37%
拉夏贝尔	89.99	33.71	100%	0.00	0.89	-0.24	1.99	-0.48	-8.88%
乔治白	7.87	4.19	100%	0.00	0.11	-0.02	0.15	-0.07	-9.06%
柏堡龙	8.41	6.04	100%	0.00	0.16	-0.02	0.13	-0.13	-9.70%
宏达高科	6.35	4.42	65%	0.00	0.12	-0.01	0.03	-0.09	-9.77%
棒杰股份	4.49	2.97	26%	0.00	0.08	-0.01	0.00	-0.06	-10.11%
红蜻蜓	32.45	21.27	100%	0.00	0.56	-0.06	0.53	-0.39	-10.43%
七匹狼	30.85	18.30	100%	0.00	0.48	-0.06	0.54	-0.36	-10.48%
安奈儿	10.31	4.59	100%	0.00	0.12	-0.03	0.21	-0.07	-10.53%
鲁泰 A	64.09	44.77	43%	0.00	1.18	-0.12	0.00	-0.93	-10.56%
罗莱生活	46.62	26.36	82%	0.00	0.69	-0.10	0.59	-0.49	-10.89%
太平鸟	71.42	33.60	100%	0.00	0.88	-0.17	1.43	-0.50	-11.08%
瑞贝卡	19.47	12.36	17%	0.00	0.33	-0.04	0.00	-0.25	-11.58%
牧高笛	5.16	3.54	38%	0.00	0.09	-0.01	0.00	-0.06	-11.75%
水星家纺	24.62	15.67	100%	0.00	0.41	-0.05	0.41	-0.30	-11.79%
开润股份	11.62	8.18	59%	0.00	0.22	-0.02	0.03	-0.17	-11.89%
森马服饰	120.26	77.56	100%	0.00	2.04	-0.24	1.98	-1.35	-11.92%
杰克股份	27.87	19.30	44%	0.00	0.51	-0.05	0.00	-0.39	-12.13%
雅戈尔	98.40	47.09	100%	0.00	1.24	-0.24	1.96	-0.36	-12.41%
健盛集团	11.38	8.18	18%	0.00	0.22	-0.02	0.00	-0.16	-12.47%
商赢环球	21.87	14.18	3%	0.00	0.37	-0.04	0.00	-0.28	-13.12%
康隆达	7.67	5.29	21%	0.00	0.14	-0.01	0.00	-0.11	-14.47%
奥康国际	32.62	20.79	99%	0.00	0.55	-0.06	0.53	-0.37	-16.54%
诺邦股份	6.18	4.64	54%	0.00	0.12	-0.01	0.00	-0.10	-16.73%
联发股份	40.04	32.32	41%	0.00	0.85	-0.06	0.00	-0.60	-16.81%
孚日股份	48.22	37.71	39%	0.00	0.99	-0.08	0.00	-0.71	-17.06%
振静股份	6.55	5.33	100%	0.00	0.14	-0.01	0.08	-0.11	-17.51%
浔兴股份	18.60	12.17	63%	0.00	0.32	-0.04	0.09	-0.25	-17.68%
新澳股份	23.12	18.56	65%	0.00	0.49	-0.04	0.03	-0.38	-17.97%
贵人鸟	32.52	21.32	99%	0.00	0.56	-0.06	0.52	-0.36	-18.91%
黑牡丹	62.89	53.21	81%	0.00	1.40	-0.09	0.41	-0.90	-19.59%
万里马	6.04	4.20	98%	0.00	0.11	-0.01	0.09	-0.08	-20.32%
欣龙控股	6.32	5.55	77%	0.00	0.15	-0.01	0.03	-0.10	-21.75%
百隆东方	59.52	49.10	58%	0.00	1.29	-0.09	0.00	-1.07	-21.98%
如意集团	11.93	9.41	71%	0.00	0.25	-0.02	0.06	-0.19	-22.47%
三房巷	10.66	9.16	83%	0.00	0.24	-0.02	0.07	-0.16	-23.08%
鹿港文化	41.11	33.86	80%	0.00	0.89	-0.06	0.28	-0.72	-23.26%
梦洁股份	19.34	10.79	93%	0.00	0.28	-0.04	0.31	-0.20	-24.73%
奥特佳	51.84	40.70	66%	0.00	1.07	-0.08	0.17	-0.92	-25.15%
浪莎股份	3.43	2.79	92%	0.00	0.07	-0.01	0.04	-0.06	-26.04%

嘉欣丝绸	27.73	22.97	35%	0.00	0.60	-0.04	0.00	-0.35	-29.14%
希努尔	7.75	5.90	71%	0.00	0.16	-0.01	0.04	-0.11	-30.08%
多喜爱	6.81	4.17	100%	0.00	0.11	-0.01	0.12	-0.07	-31.67%
新野纺织	51.95	42.98	91%	0.00	1.13	-0.08	0.52	-0.97	-33.13%
华孚时尚	125.97	111.87	75%	0.00	2.94	-0.17	0.47	-2.48	-35.29%
开开实业	9.62	7.63	100%	0.00	0.20	-0.02	0.13	-0.14	-36.68%
搜于特	183.49	165.97	100%	0.00	4.37	-0.24	2.01	-3.03	-39.33%
龙头股份	44.22	33.18	55%	0.00	0.87	-0.08	0.00	-0.59	-45.35%
华茂股份	23.43	20.85	73%	0.00	0.55	-0.03	0.05	-0.40	-47.92%
凤竹纺织	8.21	6.96	60%	0.00	0.18	-0.01	0.00	-0.13	-52.02%
际华集团	254.40	234.69	96%	0.00	6.18	-0.32	2.37	-4.21	-55.62%
报喜鸟	26.01	10.32	100%	0.00	0.27	-0.07	0.56	-0.17	-55.62%
金鹰股份	12.33	10.66	65%	0.00	0.28	-0.02	0.00	-0.16	-62.29%
兴业科技	21.13	19.37	99%	0.00	0.51	-0.03	0.22	-0.41	-89.74%
哈森股份	14.97	7.20	90%	0.00	0.19	-0.04	0.25	-0.15	-96.58%
上海三毛	12.77	11.91	20%	0.00	0.31	-0.02	0.00	-0.18	-98.00%
申达股份	111.26	99.21	30%	0.00	2.61	-0.15	0.00	-2.41	-108.13%
华纺股份	28.50	26.29	17%	0.00	0.69	-0.04	0.00	-0.64	-934.21%

数据来源：wind，上市公司年报，广发证券发展研究中心

通过对以上表格相关数据进行比较，可以得出结论：

- (1) 对上下游议价能力越强，增值税率降低后企业盈利受益更明显，利润弹性更高。极端情况下，企业对于上下游议价能力均较弱时，增值税率降低对企业盈利产生负面作用。
- (2) 对下游议价能力较强的情况下，内销收入占比越高，增值税率降低后企业利润弹性越高。企业对下游议价能力较强情况下，内销含税售价不变，增值税率降低，企业实际收入增加。出口业务收入由于存在退税，增值税率降低对出口业务收入盈利无影响。
- (3) 原企业净利率越低，增值税率降低后利润弹性越高。由于基数影响，企业原来净利率越低，利润基数越小，增值税率变化对于企业盈利的影响越明显。

4. 风险提示

- (1) 宏观经济环境不景气导致终端销售不佳风险；
- (2) 国际贸易环境持续恶化导致的产品出口风险；
- (3) 原材料价格波动导致成本大幅变动风险；
- (4) 汇率波动风险；
- (5) 增值税率下调不及预期风险。

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进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
邮政编码	510075	518026	100045	200120	1401-1410室
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。