

# 增值税下调业绩弹性大，建议积极配置纺服版块

——纺织服装行业 事件点评

2019年03月06日

看好/维持

纺织服装 | 事件点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032

事件：

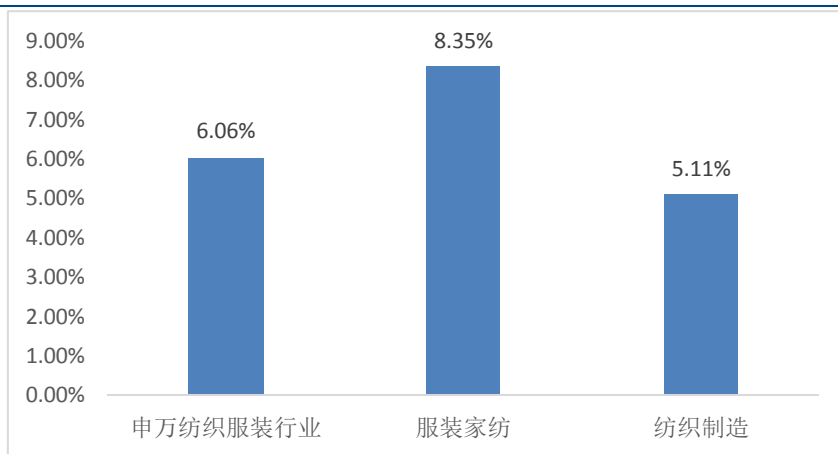
3月5日，国务院总理李克强在作政府工作报告时表示，将深化增值税改革，今年将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%；保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。

投资要点：

## 1. 纺服行业实际缴纳增值税较高，比例约6.06%

纺服行业按照2017年收入和增值税测算，实际缴纳增值税占营业收入比例为6.06%，税负较高。细分行业来看，下游服装家纺的实际缴纳的增值税/营业收入约为8.35%，上游纺织制造实际缴纳的增值税/营业收入约为5.11%。我们认为，纺织服装行业整体增值税有效税率较高，此轮降税有望明显改善行业的盈利能力和现金流水平。其中品牌服装公司的实际税率高于上游制造，降税的效果也将更明显。

图1：2017年纺织服装行业：实际缴纳增值税/营业收入比重<sup>1</sup>



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

## 2. 纺织板块整体利润率低，减税带来的利润提升空间大

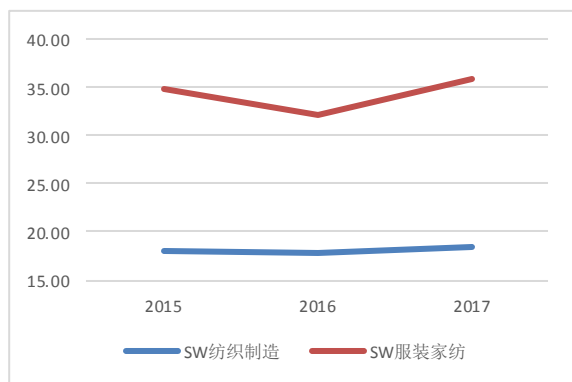
此前在2018年3月28日，国务院常务会议确定，从2018年5月1日起，将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，今年继续下调至13%。根据企业应缴增值税的简单计算公式：应缴增值税额=销项税-进项税=(营业收入-营业成本×原材料成本占比)×(税率)%，我们可以测算本次降税的效果：增值税节省额=(营业

<sup>1</sup> 实际缴纳增值税的计算方法为：教育费附加/3%。实际缴纳增值税为销项税减去可抵扣的进项税，其中出口企业还要扣除掉出口退税金额。

收入—营业成本×原材料成本占比)×(税率下降)%。

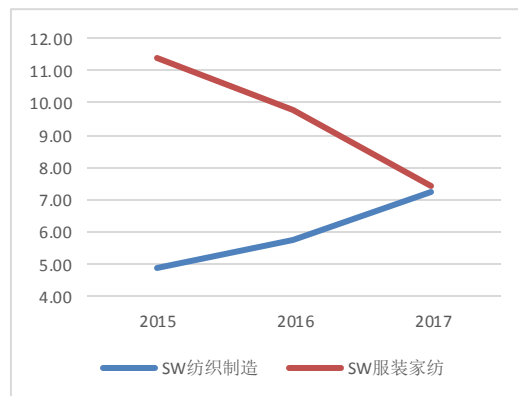
本文我们假设：服装的吊牌价格不变，从上游制造到品牌服装公司环节成衣的含税价格也不变。则根据以上公式，降税对于毛利较高、原材料占成本较低的企业利润增厚效果更好。分行业看，上游制造企业的整体毛利较低，但是原材料占比比下游企业低，原材料占成本约 60%，其余为不可抵扣的人工和机器设备摊销等；下游品牌服饰，其成本即为成衣的采购成本，全部可抵扣，但是其毛利较高可抵扣额小。

图 2：纺织制造和服装家纺子版块的毛利率水平 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：纺织制造和服装家纺子版块的净利率水平 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3、专注内销的服饰公司，受益大于出口占比高的上游制造

纺织制造行业出口型企业较多，根据我们统计，纺织制造版块 33 家企业的出口业务合计占比超过 30%。纺织制造行业多数公司海外业务可以享受出口退税政策。因此减税效果上，专注内销的品牌服饰企业将弹性更大。

### 4、测算结果：

根据我们测算，增值税税率从 16% 下调至 13%，不考虑上游原材料和下游需求的任何波动情况下，行业整体净利率水平有望提升 0.75 PCT。其中下游服装企业净利率提升 0.83 个百分点，上游纺织制造利润率提升 0.6 个百分点。从业绩弹性看，降税将有望下游服装企业利润改善幅度 10.5%，上游制造企业净利润改善 7.9%。

从另一方面考虑，赋税的降低除了企业的留存利润增加，也可以通过降低产品价格让利给消费，以刺激消费积极性。而上游的成本降低幅度和终端产品的降价幅度，因无法估计未在本文中进行测算。

表 1：纺服版块重点公司增值税减税效果

子行业	代码	公司	增值税/营收占比	净利率提升	净利润提升幅度
服装家纺	600398.SH	海澜之家	9.75%	1.17%	3.67%
	002563.SZ	森马服饰	7.07%	1.07%	6.32%
	603157.SH	拉夏贝尔	11.83%	1.88%	17.02%
	603877.SH	太平鸟	7.75%	1.59%	12.43%
	002269.SZ	美邦服饰	8.64%	1.42%	-
	002293.SZ	罗莱生活	7.74%	1.30%	8.72%
	002327.SZ	富安娜	13.87%	1.49%	5.05%

	002612.SZ	朗姿股份	8.38%	1.72%	14.33%
	603808.SH	歌力思	13.62%	2.07%	6.58%
	002875.SZ	安奈儿	8.01%	1.66%	14.41%
	002042.SZ	华孚时尚	3.22%	0.71%	8.82%
	000726.SZ	鲁泰A	6.70%	0.47%	2.34%
	600510.SH	黑牡丹	5.70%	1.12%	7.23%
纺织制造	601339.SH	百隆东方	2.77%	0.51%	4.31%
	002087.SZ	新野纺织	1.82%	1.34%	17.13%
	002083.SZ	孚日股份	13.06%	0.20%	1.39%
	300577.SZ	开润股份	6.04%	0.92%	5.09%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 5、投资建议：

从业务角度，我们建议关注聚焦国内业务的品牌服饰企业，以及原材料占比较高的上游制造企业；从财务指标看，建议关注毛利较高，但是净利润较低的企业，其业绩弹性也较大。建议重点关注标的：大众服饰龙头**森马服饰**、**海澜之家**，家纺企业**罗莱生活**、**富安娜**，以及上游制造的**华孚时尚**、**新野纺织**。

### 6、风险提示：

1、原材料价格波动；2、下游需求复苏不及预期。

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 研究助理简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。