

行业研究/动态点评

2019年03月06日

行业评级:

纺织服装

增持 (维持)

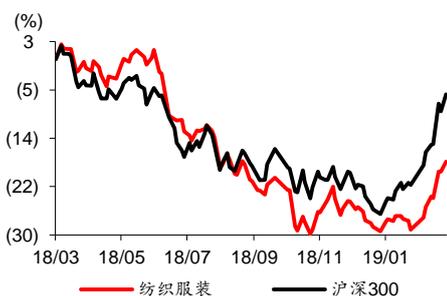
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

相关研究

- 1《柏堡龙(002776,增持): 时尚设计龙头,“衣全球”蓄势待发》2019.02
- 2《纺织服装: Lululemon:崛起的运动休闲黑马》2018.12
- 3《纺织服装: 冬去春来,静待风起》2018.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

增值税率下调, 纺服受益几何

增值税改革对于纺服行业影响点评

核心观点

2019年政府工作报告表示,将进一步下调制造企业增值税率。增值税的调整将从收入端、成本端、附加税三大方面影响企业净利润,具体的影响取决于企业议价能力等多种因素。我们对不同议价能力下,纺服上市公司净利润对于增值税率变动的敏感性进行了测算,结果表明对上下游议价能力强、净利率低、内销占比高的纺服企业利润弹性最显著。

增值税改革进一步深化

2019年政府工作报告指出,要深化增值税改革,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。

增值税改革有望从多方面影响企业盈利能力

尽管增值税是价外税,不直接计入利润表,但增值税率的调整会影响企业利润:(1)收入端:由于我国增值税实行价内分离,企业实际销售价格扣除增值税之后才计入利润表的营业收入,因此在实际销售价格不变的情况下,增值税率变化将影响报表中的营业收入。(2)成本端:与收入端的情况类似,企业支付成本项的价款扣除增值税后的金额才进入利润表的营业成本,增值税率的变化有可能会影响企业的营业成本。(3)附加税:城市维护建设税等附加税以企业的增值税为计税基准,增值税率的变化会影响企业缴纳的增值税,进而影响附加税的金额和净利润。

弹性测算: 议价能力强、净利率低、内销占比高的纺服企业受益最明显

增值税率下调对于减轻全行业税费负担有积极意义,但对于具体的企业而言,增值税率下调对于利润的影响取决于其对上下游的议价能力、企业盈利能力等多种因素。我们以2017年为基数,假设增值税由17%(2017年增值税率为17%)下降到13%时,测算纺服上市公司在:(1)对上下游议价能力强;(2)对上下游议价能力弱;(3)对上游议价能力强,下游议价能力弱;(4)对上游议价能力弱,对下游议价能力强,这四种不同场景下的净利润变动弹性,测算结果表明:议价能力强、净利率低、内销占比高的纺服企业受益于增值税率下降最明显。

风险提示:假设情景和实际可能存在差异;减税细则尚未明确。

增值税深化改革，企业盈利或受影响

我国增值税改革将进一步深化，制造业增值税率将下降至13%。2019年政府工作报告指出，要深化增值税改革，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。

尽管增值税是价外税，不直接计入利润表，但增值税率的调整会影响企业利润。(1) 收入端：由于我国增值税实行价内分离，企业实际销售价格扣除增值税之后才计入利润表的营业收入，因此在实际销售价格不变的情况下，增值税率变化将影响报表中的营业收入。(2) 成本端：与收入端的情况类似，企业支付成本项的价款扣除增值税后的金额才进入利润表的营业成本，增值税率的变化有可能会影响企业的营业成本。(3) 附加税：城市维护建设税等附加税以企业的增值税为计税基准，增值税率的变化会影响企业缴纳的增值税，进而影响附加税的金额和净利润。但对于具体的企业而言，增值税率下调对于利润的影响取决于上下游议价能力、企业盈利能力弹性等多种因素。

纺织上市公司净利润受增值税率下调敏感性测算

测算方法及基本假设

我们以2017年为基数，当年的增值税率为17%，假设增值税率降为13%，分别测算纺织上市公司在以下四种场景下的净利润弹性：

- 1) 场景一：对上下游议价能力都很强：含税成本下降，实际成本不变；含税售价不变，实际营收增加。
- 2) 场景二：对上下游议价能力都很弱：含税成本不变，实际成本增加；含税售价降低，实际营收不变。
- 3) 场景三：对上游议价能力强，对下游议价能力弱：含税成本下降，实际成本不变；含税售价降低，实际营收不变。
- 4) 场景四：对上游议价能力弱，对下游议价能力强：含税成本不变，实际成本增加；含税售价不变，实际营收增加。

净利润弹性 = (报表收入增加 - 报表成本增加 - 附加税增加) × (1 - 所得税率) / 原净利润

假设企业出口部分收入全部享受增值税退税，则当增值税率降低，含税售价不变时：

报表收入增加 = 原营收 × [(1+17%) / (1+13%) - 1] × 内销比例

当增值税率降低，含税成本不变时：

报表成本增加 = 原营业成本 × 可抵扣比例 × [(1+17%) / (1+13%) - 1]

(本报告中我们假设可抵扣比例为70%)

增值税附加税变化 = 附加税计税基础变化 × 附加税率

附加税率：城市维护建设税率为7%，教育费附加税率为3%，地方教育附加税率为2%，合计税率为12%。

原计税基础 = (原营业收入 - 原营业成本 × 可抵扣项目比例) × 17%

新计税基础 = (现营业收入 - 现营业成本 × 可抵扣项目比例) × 13%

场景一：对上下游议价能力强，含税成本降低，含税售价不变
图表1： 纺织服装板块上市公司增值税率变动敏感性测算（场景一：对上下游议价能力强）

简称	2017年 营收 (百万元)	2017年 营业成本 (百万元)	2017年 净利润 (百万元)	2017年 净利率	内销比例	收入 增加 (百万元)	成本 增加 (百万元)	附加税 变化 (百万元)	净利润 增加 (百万元)	所得税率	净利润 弹性
美尔雅	444	269	3	0.6%	81%	13	0	-1	14	25%	408%
报喜鸟	2,601	1,032	30	1.2%	100%	92	0	-8	100	15%	278%
哈森股份	1,497	720	15	1.0%	90%	48	0	-4	52	25%	256%
华纺股份	2,850	2,629	7	0.2%	17%	18	0	-5	22	25%	243%
兴业科技	2,113	1,937	45	2.1%	99%	74	0	-2	76	15%	144%
际华集团	25,440	23,469	757	3.0%	96%	863	0	-30	893	25%	88%
金鹰股份	1,233	1,066	26	2.1%	65%	28	0	-2	30	25%	87%
多喜爱	681	417	23	3.4%	100%	24	0	-1	26	25%	83%
梦洁股份	1,934	1,079	81	4.2%	93%	64	0	-5	68	15%	72%
*ST中绒	2,797	2,512	47	1.7%	35%	34	0	-4	39	15%	70%
搜于特	18,349	16,597	771	4.2%	100%	650	0	-22	672	25%	65%
华茂股份	2,343	2,085	83	3.5%	73%	60	0	-3	63	15%	65%
凤竹纺织	821	696	25	3.0%	60%	17	0	-1	19	25%	56%
龙头股份	4,422	3,318	130	2.9%	55%	86	0	-9	95	25%	55%
新野纺织	5,195	4,298	293	5.6%	91%	168	0	-8	176	15%	51%
拉夏贝尔	8,999	3,371	537	6.0%	100%	319	0	-27	345	25%	48%
贵人鸟	3,252	2,132	188	5.8%	99%	114	0	-7	120	25%	48%
上海三毛	1,277	1,191	18	1.4%	20%	9	0	-2	11	25%	47%
三毛B股	1,277	1,191	18	1.4%	20%	9	0	-2	11	25%	47%
奥康国际	3,262	2,079	225	6.9%	99%	115	0	-7	122	15%	46%
太平鸟	7,142	3,360	453	6.3%	100%	252	0	-19	271	25%	45%
万里马	604	420	37	6.2%	98%	21	0	-1	22	25%	45%
安奈儿	1,031	459	69	6.7%	100%	37	0	-3	39	25%	43%
希努尔	775	590	37	4.7%	71%	19	0	-1	21	25%	43%
华孚时尚	12,597	11,187	703	5.6%	75%	333	0	-18	350	15%	42%
日播时尚	1,073	429	77	7.2%	100%	38	0	-3	41	25%	40%
浪莎股份	343	279	23	6.7%	92%	11	0	-1	12	25%	38%
三房巷	1,066	916	70	6.6%	83%	31	0	-2	33	25%	35%
嘉麟杰	883	725	18	2.0%	18%	6	0	-2	7	15%	35%
欣龙控股	632	555	44	7.0%	77%	17	0	-1	18	15%	34%
维格娜丝	2,564	777	222	8.7%	100%	91	0	-8	99	25%	33%
振静股份	655	533	63	9.5%	100%	23	0	-1	24	15%	33%
如意集团	1,193	941	83	7.0%	71%	30	0	-2	32	15%	33%
江苏阳光	2,151	1,664	136	6.3%	72%	55	0	-4	59	25%	32%
黑牡丹	6,289	5,321	459	7.3%	81%	181	0	-9	190	25%	31%
水星家纺	2,462	1,567	257	10.5%	100%	87	0	-5	92	15%	30%
森马服饰	12,026	7,756	1,130	9.4%	100%	426	0	-25	451	25%	30%
鹿港文化	4,111	3,386	310	7.5%	80%	117	0	-7	123	25%	30%
乔治白	787	419	77	9.8%	100%	28	0	-2	30	25%	29%
红蜻蜓	3,245	2,127	373	11.5%	100%	115	0	-7	122	15%	28%
浔兴股份	1,860	1,217	140	7.5%	63%	41	0	-4	45	15%	28%
罗莱生活	4,662	2,636	453	9.7%	82%	135	0	-11	147	15%	28%
朗姿股份	2,353	1,004	193	8.2%	66%	55	0	-7	62	15%	27%
天创时尚	1,734	732	186	10.7%	100%	61	0	-5	66	25%	27%
汇洁股份	2,136	685	240	11.2%	99%	75	0	-7	81	25%	25%
七匹狼	3,085	1,830	343	11.1%	100%	109	0	-7	116	25%	25%
嘉欣丝绸	2,773	2,297	122	4.4%	35%	35	0	-5	40	25%	24%
新澳股份	2,312	1,856	210	9.1%	65%	53	0	-4	57	15%	23%
百隆东方	5,952	4,910	488	8.2%	58%	122	0	-10	132	15%	23%
起步股份	1,339	870	194	14.5%	100%	47	0	-3	50	15%	22%
柏堡龙	841	604	129	15.4%	100%	30	0	-2	31	15%	21%
台华新材	2,729	1,973	367	13.4%	86%	83	0	-5	88	15%	20%
摩登大道	921	418	115	12.5%	74%	24	0	-3	27	15%	20%
旷达科技	2,317	1,459	377	16.3%	100%	82	0	-5	87	15%	20%

简称	2017年 营收 (百万元)	2017年 营业成本 (百万元)	2017年 净利润 (百万元)	2017年 净利率	内销比例	收入 增加 (百万元)	成本 增加 (百万元)	附加税 变化 (百万元)	净利润 增加 (百万元)	所得税率	净利润 弹性
诺邦股份	618	464	57	9.3%	54%	12	0	-1	13	15%	19%
富安娜	2,616	1,319	493	18.9%	100%	93	0	-7	99	15%	17%
安正时尚	1,421	472	273	19.2%	100%	50	0	-4	55	15%	17%
比音勒芬	1,054	365	180	17.1%	100%	37	0	-3	41	25%	17%
航民股份	3,496	2,450	663	19.0%	98%	121	0	-7	128	15%	16%
伟星股份	2,624	1,505	409	15.6%	78%	72	0	-6	79	15%	16%
开润股份	1,162	818	142	12.2%	59%	24	0	-2	27	15%	16%
海澜之家	18,200	11,110	3,329	18.3%	100%	644	0	-40	684	25%	15%
金发拉比	430	201	92	21.3%	100%	15	0	-1	16	15%	15%
九牧王	2,565	1,092	492	19.2%	100%	91	0	-7	98	25%	15%
宏达高科	635	442	95	14.9%	65%	15	0	-1	16	15%	14%
歌力思	2,053	640	355	17.3%	81%	59	0	-7	65	25%	14%
孚日股份	4,822	3,771	414	8.6%	39%	67	0	-9	76	25%	14%
旺能环境	1,405	934	270	19.2%	82%	41	0	-3	44	15%	14%
延江股份	738	490	91	12.4%	50%	13	0	-2	15	15%	14%
联发股份	4,004	3,232	356	8.9%	41%	57	0	-7	65	25%	14%
红豆股份	2,714	2,028	610	22.5%	98%	94	0	-5	99	25%	12%
牧高笛	516	354	50	9.7%	38%	7	0	-1	8	25%	12%
地素时尚	1,946	490	480	24.7%	99%	68	0	-7	75	25%	12%
鲁泰 A	6,409	4,477	883	13.8%	43%	97	0	-14	111	15%	11%
鲁泰 B	6,409	4,477	883	13.8%	43%	97	0	-14	111	15%	11%
中潜股份	385	266	43	11.3%	32%	4	0	-1	5	15%	10%
三毛派神	280	238	79	28.3%	79%	8	0	0	8	15%	9%
康隆达	767	529	74	9.6%	21%	6	0	-2	7	15%	9%
棒杰股份	449	297	57	12.7%	26%	4	0	-1	5	15%	8%
健盛集团	1,138	818	132	11.6%	18%	7	0	-3	10	25%	6%
商赢环球	2,187	1,418	215	9.8%	3%	2	0	-6	8	25%	3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

场景二：对上下游议价能力弱，含税成本不变，含税售价降低
图表2： 纺服板块上市公司增值税率变动敏感性测算（场景二：对上下游议价能力强）

简称	2017年 营收 (百万元)	2017年 营业成本 (百万元)	2017年 净利润 (百万元)	2017年 净利率	收入 增加 (百万元)	成本 增加 (百万元)	附加税 变化 (百万元)	净利润 增加 (百万元)	所得税率	净利润 弹性
地素时尚	1,946	490	480	24.7%	0	12	-8	-4	25%	-1%
歌力思	2,053	640	355	17.3%	0	16	-8	-8	25%	-2%
安正时尚	1,421	472	273	19.2%	0	12	-5	-6	15%	-2%
比音勒芬	1,054	365	180	17.1%	0	9	-4	-5	25%	-2%
汇洁股份	2,136	685	240	11.2%	0	17	-8	-9	25%	-3%
九牧王	2,565	1,092	492	19.2%	0	27	-9	-18	25%	-3%
维格娜丝	2,564	777	222	8.7%	0	19	-10	-9	25%	-3%
金发拉比	430	201	92	21.3%	0	5	-1	-4	15%	-3%
富安娜	2,616	1,319	493	18.9%	0	33	-8	-24	15%	-4%
天创时尚	1,734	732	186	10.7%	0	18	-6	-12	25%	-5%
海澜之家	18,200	11,110	3,329	18.3%	0	275	-53	-222	25%	-5%
摩登大道	921	418	115	12.5%	0	10	-3	-7	15%	-5%
红豆股份	2,714	2,028	610	22.5%	0	50	-7	-43	25%	-5%
三毛派神	280	238	79	28.3%	0	6	-1	-5	15%	-6%
旺能环境	1,405	934	270	19.2%	0	23	-4	-19	15%	-6%
伟星股份	2,624	1,505	409	15.6%	0	37	-8	-29	15%	-6%
航民股份	3,496	2,450	663	19.0%	0	61	-9	-51	15%	-7%
日播时尚	1,073	429	77	7.2%	0	11	-4	-7	25%	-7%
旷达科技	2,317	1,459	377	16.3%	0	36	-7	-30	15%	-7%
拉夏贝尔	8,999	3,371	537	6.0%	0	84	-33	-51	25%	-7%
朗姿股份	2,353	1,004	193	8.2%	0	25	-8	-17	15%	-7%
乔治白	787	419	77	9.8%	0	10	-2	-8	25%	-8%
起步股份	1,339	870	194	14.5%	0	22	-4	-18	15%	-8%
七匹狼	3,085	1,830	343	11.1%	0	45	-9	-36	25%	-8%
宏达高科	635	442	95	14.9%	0	11	-2	-9	15%	-8%
柏堡龙	841	604	129	15.4%	0	15	-2	-13	15%	-8%
安奈儿	1,031	459	69	6.7%	0	11	-4	-8	25%	-9%
鲁泰 A	6,409	4,477	883	13.8%	0	111	-17	-94	15%	-9%
鲁泰 B	6,409	4,477	883	13.8%	0	111	-17	-94	15%	-9%
棒杰股份	449	297	57	12.7%	0	7	-1	-6	15%	-9%
延江股份	738	490	91	12.4%	0	12	-2	-10	15%	-9%
罗莱生活	4,662	2,636	453	9.7%	0	65	-14	-51	15%	-10%
台华新材	2,729	1,973	367	13.4%	0	49	-7	-42	15%	-10%
太平鸟	7,142	3,360	453	6.3%	0	83	-24	-59	25%	-10%
健盛集团	1,138	818	132	11.6%	0	20	-3	-17	25%	-10%
红蜻蜓	3,245	2,127	373	11.5%	0	53	-9	-44	15%	-10%
商赢环球	2,187	1,418	215	9.8%	0	35	-6	-29	25%	-10%
开润股份	1,162	818	142	12.2%	0	20	-3	-17	15%	-10%
森马服饰	12,026	7,756	1,130	9.4%	0	192	-34	-158	25%	-11%
水星家纺	2,462	1,567	257	10.5%	0	39	-7	-32	15%	-11%
中潜股份	385	266	43	11.3%	0	7	-1	-6	15%	-11%
牧高笛	516	354	50	9.7%	0	9	-1	-7	25%	-11%
康隆达	767	529	74	9.6%	0	13	-2	-11	15%	-13%
诺邦股份	618	464	57	9.3%	0	11	-2	-10	15%	-15%
孚日股份	4,822	3,771	414	8.6%	0	93	-11	-82	25%	-15%
联发股份	4,004	3,232	356	8.9%	0	80	-9	-71	25%	-15%
浔兴股份	1,860	1,217	140	7.5%	0	30	-5	-25	15%	-15%
振静股份	655	533	63	9.5%	0	13	-2	-12	15%	-16%
奥康国际	3,262	2,079	225	6.9%	0	52	-9	-42	15%	-16%
新澳股份	2,312	1,856	210	9.1%	0	46	-5	-41	15%	-16%
贵人鸟	3,252	2,132	188	5.8%	0	53	-9	-44	25%	-17%
万里马	604	420	37	6.2%	0	10	-2	-9	25%	-18%
鹿港文化	4,111	3,386	310	7.5%	0	84	-9	-75	25%	-18%
百隆东方	5,952	4,910	488	8.2%	0	122	-13	-108	15%	-19%

简称	2017年 营收 (百万元)	2017年 营业成本 (百万元)	2017年 净利润 (百万元)	2017年 净利率	收入 增加 (百万元)	成本 增加 (百万元)	附加税 变化 (百万元)	净利润 增加 (百万元)	所得税率	净利润 弹性
黑牡丹	6,289	5,321	459	7.3%	0	132	-14	-118	25%	-19%
江苏阳光	2,151	1,664	136	6.3%	0	41	-5	-36	25%	-20%
浪莎股份	343	279	23	6.7%	0	7	-1	-6	25%	-20%
如意集团	1,193	941	83	7.0%	0	23	-3	-20	15%	-21%
三房巷	1,066	916	70	6.6%	0	23	-2	-20	25%	-22%
梦洁股份	1,934	1,079	81	4.2%	0	27	-6	-21	15%	-22%
欣龙控股	632	555	44	7.0%	0	14	-1	-12	15%	-24%
希努尔	775	590	37	4.7%	0	15	-2	-13	25%	-26%
多喜爱	681	417	23	3.4%	0	10	-2	-8	25%	-27%
新野纺织	5,195	4,298	293	5.6%	0	106	-12	-95	15%	-28%
华孚时尚	12,597	11,187	703	5.6%	0	277	-26	-251	15%	-30%
嘉欣丝绸	2,773	2,297	122	4.4%	0	57	-6	-51	25%	-31%
搜于特	18,349	16,597	771	4.2%	0	411	-37	-374	25%	-36%
龙头股份	4,422	3,318	130	2.9%	0	82	-11	-71	25%	-41%
报喜鸟	2,601	1,032	30	1.2%	0	26	-9	-16	15%	-45%
凤竹纺织	821	696	25	3.0%	0	17	-2	-15	25%	-47%
华茂股份	2,343	2,085	83	3.5%	0	52	-5	-47	15%	-48%
际华集团	25,440	23,469	757	3.0%	0	582	-50	-532	25%	-53%
哈森股份	1,497	720	15	1.0%	0	18	-5	-13	25%	-64%
金鹰股份	1,233	1,066	26	2.1%	0	26	-3	-24	25%	-69%
嘉麟杰	883	725	18	2.0%	0	18	-2	-16	15%	-76%
兴业科技	2,113	1,937	45	2.1%	0	48	-4	-44	15%	-83%
*ST中绒	2,797	2,512	47	1.7%	0	62	-6	-57	15%	-102%
上海三毛	1,277	1,191	18	1.4%	0	30	-2	-27	25%	-113%
三毛B股	1,277	1,191	18	1.4%	0	30	-2	-27	25%	-113%
美尔雅	444	269	3	0.6%	0	7	-1	-5	25%	-159%
华纺股份	2,850	2,629	7	0.2%	0	65	-6	-60	25%	-651%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

场景三：议价能力对上游强、对下游弱，含税成本下降、含税售价降低
图表3： 纺织服装上市公司增值税率变动敏感性测算（场景三：议价能力对上游强、对下游弱）

简称	2017年	2017年	2017年	2017年	收入	成本	附加税	净利润	所得税率	净利润弹性	
	营收（百万 元）	营业成本 （百万元）	净利润 （百万元）								净利率
				内销比例	（百万元）	（百万元）	（百万元）	（百万元）			
华纺股份	2,850	2,629	7	0.2%	17%	0	0	-5	5	25%	53%
美尔雅	444	269	3	0.6%	81%	0	0	-1	1	25%	36%
报喜鸟	2,601	1,032	30	1.2%	100%	0	0	-9	9	15%	25%
哈森股份	1,497	720	15	1.0%	90%	0	0	-5	5	25%	24%
*ST中绒	2,797	2,512	47	1.7%	35%	0	0	-5	5	15%	9%
上海三毛	1,277	1,191	18	1.4%	20%	0	0	-2	2	25%	9%
三毛B股	1,277	1,191	18	1.4%	20%	0	0	-2	2	25%	9%
嘉麟杰	883	725	18	2.0%	18%	0	0	-2	2	15%	9%
兴业科技	2,113	1,937	45	2.1%	99%	0	0	-4	4	15%	7%
金鹰股份	1,233	1,066	26	2.1%	65%	0	0	-2	2	25%	7%
多喜爱	681	417	23	3.4%	100%	0	0	-2	2	25%	6%
梦洁股份	1,934	1,079	81	4.2%	93%	0	0	-6	6	15%	6%
龙头股份	4,422	3,318	130	2.9%	55%	0	0	-10	10	25%	6%
凤竹纺织	821	696	25	3.0%	60%	0	0	-2	2	25%	5%
拉夏贝尔	8,999	3,371	537	6.0%	100%	0	0	-32	32	25%	4%
华茂股份	2,343	2,085	83	3.5%	73%	0	0	-4	4	15%	4%
际华集团	25,440	23,469	757	3.0%	96%	0	0	-43	43	25%	4%
太平鸟	7,142	3,360	453	6.3%	100%	0	0	-23	23	25%	4%
安奈儿	1,031	459	69	6.7%	100%	0	0	-3	3	25%	4%
日播时尚	1,073	429	77	7.2%	100%	0	0	-4	4	25%	4%
希努尔	775	590	37	4.7%	71%	0	0	-2	2	25%	4%
朗安股份	2,353	1,004	193	8.2%	66%	0	0	-8	8	15%	3%
嘉欣丝绸	2,773	2,297	122	4.4%	35%	0	0	-6	6	25%	3%
贵人鸟	3,252	2,132	188	5.8%	99%	0	0	-8	8	25%	3%
维格娜丝	2,564	777	222	8.7%	100%	0	0	-10	10	25%	3%
奥康国际	3,262	2,079	225	6.9%	99%	0	0	-9	9	15%	3%
搜于特	18,349	16,597	771	4.2%	100%	0	0	-32	32	25%	3%
新野纺织	5,195	4,298	293	5.6%	91%	0	0	-10	10	15%	3%
万里马	604	420	37	6.2%	98%	0	0	-1	1	25%	3%
浔兴股份	1,860	1,217	140	7.5%	63%	0	0	-5	5	15%	3%
华孚时尚	12,597	11,187	703	5.6%	75%	0	0	-23	23	15%	3%
如意集团	1,193	941	83	7.0%	71%	0	0	-3	3	15%	3%
江苏阳光	2,151	1,664	136	6.3%	72%	0	0	-5	5	25%	3%
罗莱生活	4,662	2,636	453	9.7%	82%	0	0	-14	14	15%	3%
汇洁股份	2,136	685	240	11.2%	99%	0	0	-8	8	25%	2%
天创时尚	1,734	732	186	10.7%	100%	0	0	-6	6	25%	2%
浪莎股份	343	279	23	6.7%	92%	0	0	-1	1	25%	2%
乔治白	787	419	77	9.8%	100%	0	0	-2	2	25%	2%
欣龙控股	632	555	44	7.0%	77%	0	0	-1	1	15%	2%
摩登大道	921	418	115	12.5%	74%	0	0	-3	3	15%	2%
康隆达	767	529	74	9.6%	21%	0	0	-2	2	15%	2%
三房巷	1,066	916	70	6.6%	83%	0	0	-2	2	25%	2%
水星家纺	2,462	1,567	257	10.5%	100%	0	0	-7	7	15%	2%
百隆东方	5,952	4,910	488	8.2%	58%	0	0	-12	12	15%	2%
森马服饰	12,026	7,756	1,130	9.4%	100%	0	0	-32	32	25%	2%
诺邦股份	618	464	57	9.3%	54%	0	0	-1	1	15%	2%
鹿港文化	4,111	3,386	310	7.5%	80%	0	0	-8	8	25%	2%
黑牡丹	6,289	5,321	459	7.3%	81%	0	0	-12	12	25%	2%
商赢环球	2,187	1,418	215	9.8%	3%	0	0	-6	6	25%	2%
新澳股份	2,312	1,856	210	9.1%	65%	0	0	-5	5	15%	2%
牧高笛	516	354	50	9.7%	38%	0	0	-1	1	25%	2%
红蜻蜓	3,245	2,127	373	11.5%	100%	0	0	-8	8	15%	2%
孚日股份	4,822	3,771	414	8.6%	39%	0	0	-10	10	25%	2%
七匹狼	3,085	1,830	343	11.1%	100%	0	0	-9	9	25%	2%
中潜股份	385	266	43	11.3%	32%	0	0	-1	1	15%	2%
振静股份	655	533	63	9.5%	100%	0	0	-1	1	15%	2%

简称	2017年 营收 (百万 元)	2017年 营业成本 (百万元)	2017年 净利润 (百万元)	2017年 净利率	内销比例	收入 增加 (百万元)	成本 增加 (百万元)	附加税 变化 (百万元)	净利润 增加 (百万元)	所得税率	净利润弹性
延江股份	738	490	91	12.4%	50%	0	0	-2	2	15%	2%
联发股份	4,004	3,232	356	8.9%	41%	0	0	-8	8	25%	2%
棒杰股份	449	297	57	12.7%	26%	0	0	-1	1	15%	2%
开润股份	1,162	818	142	12.2%	59%	0	0	-3	3	15%	2%
歌力思	2,053	640	355	17.3%	81%	0	0	-8	8	25%	2%
安正时尚	1,421	472	273	19.2%	100%	0	0	-5	5	15%	2%
比音勒芬	1,054	365	180	17.1%	100%	0	0	-4	4	25%	2%
伟星股份	2,624	1,505	409	15.6%	78%	0	0	-8	8	15%	2%
健盛集团	1,138	818	132	11.6%	18%	0	0	-3	3	25%	2%
起步股份	1,339	870	194	14.5%	100%	0	0	-4	4	15%	2%
鲁泰 A	6,409	4,477	883	13.8%	43%	0	0	-16	16	15%	2%
鲁泰 B	6,409	4,477	883	13.8%	43%	0	0	-16	16	15%	2%
台华新材	2,729	1,973	367	13.4%	86%	0	0	-6	6	15%	1%
旷达科技	2,317	1,459	377	16.3%	100%	0	0	-6	6	15%	1%
宏达高科	635	442	95	14.9%	65%	0	0	-2	2	15%	1%
富安娜	2,616	1,319	493	18.9%	100%	0	0	-8	8	15%	1%
柏堡龙	841	604	129	15.4%	100%	0	0	-2	2	15%	1%
九牧王	2,565	1,092	492	19.2%	100%	0	0	-9	9	25%	1%
金发拉比	430	201	92	21.3%	100%	0	0	-1	1	15%	1%
地素时尚	1,946	490	480	24.7%	99%	0	0	-8	8	25%	1%
旺能环境	1,405	934	270	19.2%	82%	0	0	-4	4	15%	1%
海澜之家	18,200	11,110	3,329	18.3%	100%	0	0	-50	50	25%	1%
航民股份	3,496	2,450	663	19.0%	98%	0	0	-9	9	15%	1%
红豆股份	2,714	2,028	610	22.5%	98%	0	0	-6	6	25%	1%
三毛派神	280	238	79	28.3%	79%	0	0	-1	1	15%	1%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

场景四：议价能力对上游弱、对下游强，含税成本、售价均不变**图表4： 纺织服装上市公司增值税率变动敏感性测算（场景四：议价能力对上游弱、对下游强）**

简称	2017年	2017年	2017年	内销比例	2017年 净利率	收入	成本	附加税	净利润	所得税率	净利润 弹性
	营收 (百万元)	营业成本 (百万元)	净利润 (百万元)			增加 (百万元)	增加 (百万元)	变化 (百万元)	增加 (百万元)		
美尔雅	444	269	3	81%	0.6%	13	7	-1	7	25%	212%
报喜鸟	2,601	1,032	30	100%	1.2%	92	26	-8	74	15%	208%
哈森股份	1,497	720	15	90%	1.0%	48	18	-4	34	25%	169%
兴业科技	2,113	1,937	45	99%	2.1%	74	48	-3	29	15%	54%
多喜爱	681	417	23	100%	3.4%	24	10	-2	15	25%	50%
梦洁股份	1,934	1,079	81	93%	4.2%	64	27	-5	42	15%	44%
拉夏贝尔	8,999	3,371	537	100%	6.0%	319	84	-28	263	25%	37%
际华集团	25,440	23,469	757	96%	3.0%	863	582	-36	318	25%	31%
太平鸟	7,142	3,360	453	100%	6.3%	252	83	-20	189	25%	31%
安奈儿	1,031	459	69	100%	6.7%	37	11	-3	28	25%	31%
日播时尚	1,073	429	77	100%	7.2%	38	11	-3	31	25%	30%
贵人鸟	3,252	2,132	188	99%	5.8%	114	53	-7	68	25%	27%
维格娜丝	2,564	777	222	100%	8.7%	91	19	-8	80	25%	27%
奥康国际	3,262	2,079	225	99%	6.9%	115	52	-7	71	15%	27%
搜于特	18,349	16,597	771	100%	4.2%	650	411	-27	265	25%	26%
万里马	604	420	37	98%	6.2%	21	10	-1	12	25%	24%
新野纺织	5,195	4,298	293	91%	5.6%	168	106	-9	71	15%	20%
汇洁股份	2,136	685	240	99%	11.2%	75	17	-7	65	25%	20%
天创时尚	1,734	732	186	100%	10.7%	61	18	-5	48	25%	20%
乔治白	787	419	77	100%	9.8%	28	10	-2	20	25%	19%
水星家纺	2,462	1,567	257	100%	10.5%	87	39	-6	54	15%	18%
森马服饰	12,026	7,756	1,130	100%	9.4%	426	192	-27	261	25%	17%
朗姿股份	2,353	1,004	193	66%	8.2%	55	25	-7	37	15%	16%
浪莎股份	343	279	23	92%	6.7%	11	7	-1	5	25%	16%
红蜻蜓	3,245	2,127	373	100%	11.5%	115	53	-7	69	15%	16%
七匹狼	3,085	1,830	343	100%	11.1%	109	45	-7	71	25%	16%
罗莱生活	4,662	2,636	453	82%	9.7%	135	65	-12	82	15%	15%
振静股份	655	533	63	100%	9.5%	23	13	-1	11	15%	15%
安正时尚	1,421	472	273	100%	19.2%	50	12	-5	43	15%	13%
比音勒芬	1,054	365	180	100%	17.1%	37	9	-3	32	25%	13%
希努尔	775	590	37	71%	4.7%	19	15	-2	6	25%	13%
华茂股份	2,343	2,085	83	73%	3.5%	60	52	-4	12	15%	13%
起步股份	1,339	870	194	100%	14.5%	47	22	-3	29	15%	13%
摩登大道	921	418	115	74%	12.5%	24	10	-3	17	15%	12%
金鹰股份	1,233	1,066	26	65%	2.1%	28	26	-2	4	25%	12%
富安娜	2,616	1,319	493	100%	18.9%	93	33	-7	67	15%	12%
旷达科技	2,317	1,459	377	100%	16.3%	82	36	-5	51	15%	11%
三房巷	1,066	916	70	83%	6.6%	31	23	-2	10	25%	11%
柏堡龙	841	604	129	100%	15.4%	30	15	-2	17	15%	11%
九牧王	2,565	1,092	492	100%	19.2%	91	27	-8	71	25%	11%
金发拉比	430	201	92	100%	21.3%	15	5	-1	11	15%	11%
歌力思	2,053	640	355	81%	17.3%	59	16	-7	50	25%	11%
江苏阳光	2,151	1,664	136	72%	6.3%	55	41	-4	18	25%	10%
地素时尚	1,946	490	480	99%	24.7%	68	12	-7	63	25%	10%
黑牡丹	6,289	5,321	459	81%	7.3%	181	132	-11	60	25%	10%
鹿港文化	4,111	3,386	310	80%	7.5%	117	84	-7	40	25%	10%
浔兴股份	1,860	1,217	140	63%	7.5%	41	30	-5	16	15%	9%
海澜之家	18,200	11,110	3,329	100%	18.3%	644	275	-43	412	25%	9%
华孚时尚	12,597	11,187	703	75%	5.6%	333	277	-21	76	15%	9%
如意集团	1,193	941	83	71%	7.0%	30	23	-2	9	15%	9%
台华新材	2,729	1,973	367	86%	13.4%	83	49	-6	40	15%	9%
航民股份	3,496	2,450	663	98%	19.0%	121	61	-7	68	15%	9%
伟星股份	2,624	1,505	409	78%	15.6%	72	37	-7	42	15%	9%
欣龙控股	632	555	44	77%	7.0%	17	14	-1	4	15%	8%
龙头股份	4,422	3,318	130	55%	2.9%	86	82	-10	14	25%	8%
旺能环境	1,405	934	270	82%	19.2%	41	23	-3	21	15%	7%

简称	2017年 营收 (百万元)	2017年 营业成本 (百万元)	2017年 净利润 (百万元)	内销比例	2017年 净利率	收入 增加 (百万元)	成本 增加 (百万元)	附加税 变化 (百万元)	净利润 增加() 百万元)	所得税率	净利润 弹性
红豆股份	2,714	2,028	610	98%	22.5%	94	50	-5	49	25%	6%
凤竹纺织	821	696	25	60%	3.0%	17	17	-2	2	25%	5%
新澳股份	2,312	1,856	210	65%	9.1%	53	46	-5	12	15%	5%
宏达高科	635	442	95	65%	14.9%	15	11	-1	5	15%	5%
开润股份	1,162	818	142	59%	12.2%	24	20	-3	7	15%	4%
三毛派神	280	238	79	79%	28.3%	8	6	0	2	15%	3%
延江股份	738	490	91	50%	12.4%	13	12	-2	3	15%	3%
诺邦股份	618	464	57	54%	9.3%	12	11	-1	2	15%	2%
百隆东方	5,952	4,910	488	58%	8.2%	122	122	-11	12	15%	2%
鲁泰 A	6,409	4,477	883	43%	13.8%	97	111	-15	1	15%	0%
鲁泰 B	6,409	4,477	883	43%	13.8%	97	111	-15	1	15%	0%
牧高笛	516	354	50	38%	9.7%	7	9	-1	-1	25%	-1%
中潜股份	385	266	43	32%	11.3%	4	7	-1	-1	15%	-2%
孚日股份	4,822	3,771	414	39%	8.6%	67	93	-10	-16	25%	-3%
联发股份	4,004	3,232	356	41%	8.9%	57	80	-8	-14	25%	-3%
棒杰股份	449	297	57	26%	12.7%	4	7	-1	-2	15%	-3%
健盛集团	1,138	818	132	18%	11.6%	7	20	-3	-10	25%	-6%
康隆达	767	529	74	21%	9.6%	6	13	-2	-6	15%	-6%
商赢环球	2,187	1,418	215	3%	9.8%	2	35	-6	-27	25%	-9%
嘉欣丝绸	2,773	2,297	122	35%	4.4%	35	57	-6	-17	25%	-10%
*ST中绒	2,797	2,512	47	35%	1.7%	34	62	-5	-23	15%	-41%
嘉麟杰	883	725	18	18%	2.0%	6	18	-2	-10	15%	-49%
上海三毛	1,277	1,191	18	20%	1.4%	9	30	-2	-18	25%	-75%
三毛 B 股	1,277	1,191	18	20%	1.4%	9	30	-2	-18	25%	-75%
华纺股份	2,850	2,629	7	17%	0.2%	18	65	-5	-42	25%	-462%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示: 假设情景和实际可能存在差异; 减税细则尚未明确。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com