

增值税减税降低企业负担，强定价权龙头更为受益

——纺织服装行业增值税税率下调影响点评

行业动态

◆ 增值税税率下调扶持实体经济，降低企业负担

2019年3月5日，李克强总理在政府工作报告中宣布实施更大规模的减税政策降低企业负担，将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%，交通运输业、建筑业等行业10%的增值税税率降至9%，6%一档的增值税税率不变。自2018年2月28日制造业等行业增值税税率由17%降至16%、交运、建筑等行业增值税税率由11%降至10%，此次政策调整进一步加大税收优惠力度，扶持实体经济。

◆ 影响机理：构成利好，影响程度取决于上下游议价能力

本次降税前，纺织服装行业增值税税率主要适用于16%最高一档，税收负担相对较重。由于纺织服装行业产业链长、加价倍率高，增值税税率下调可降低产业链成本，变相补贴消费者从而刺激服装需求。对企业而言增值税税率下调一方面将直接影响纺织服装公司销售及采购定价进而影响营业收入、营业成本，该影响程度大小主要取决于企业对上下游议价能力；另一方面将间接减少城建税及教育费附加等科目，提升企业盈利能力。

◆ 服装：利润率低、议价能力强的公司减税业绩弹性大

服装企业下游客户主要为经销商、商场等，上游主要为供应商，服装上市公司通常对上下游具有较强议价能力，假设可完全享受减税利好，测算发现利润率低的公司利润基数低、减税带来的业绩弹性更大。

实际情况下，不是所有服装企业对上下游议价能力都很强，议价能力较弱的公司可能会与上下游企业共同分享减税带来的成本下降，减税导致行业间盈利能力分化，龙头效应更加明显。

◆ 纺织：利润率低、出口占比低、有定价权的龙头减税业绩弹性大

纺织公司对下游大型客户议价能力相对较弱，对小品牌等客户具有较强议价能力，此外出口收入不涉及增值税，减税主要对国内收入产生影响，简单测算发现利润率低、出口占比低的纺织企业减税业绩弹性更大。

由于纺织行业格局较为分散，部分中小企业净利率低、议价能力弱、减税受益程度将减弱，因此减税同样会带来行业盈利能力分化，有定价权的龙头业绩受益会更明显，集中度有望加快提升。

◆ 投资建议

由于纺织企业出口收入占比较高，在产业链中议价能力相对较弱，增值税减税对于服装企业的业绩弹性要高于纺织企业；同时由于纺织公司普遍净利率较低，减税带来盈利能力在纺织行业里个体企业之间的差别较服装行业更大。根据测算结果，综合考虑公司议价能力，服装行业梦洁股份、拉夏贝尔、安奈儿、奥康国际、太平鸟等及纺织行业兴业科技、新野纺织、华孚时尚等公司受减税政策带来业绩弹性较大。

19Q2行业高基数影响消除、贸易摩擦有望缓和，叠加减税等政策落地，预计上市公司业绩增速有望改善。基本面方面建议关注高景气赛道和性价比公司，推荐森马服饰、比音勒芬及海澜之家、南极电商、开润股份等，纺织板块推荐华孚时尚等标的。此外市场情绪好转、增量资金持续入市背景下，建议关注婴童、冬奥会、军工等主题投资机会。

◆ 风险提示：服装消费疲软、汇率波动、原材料价格波动、贸易摩擦加剧。

分析师

李婕(执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

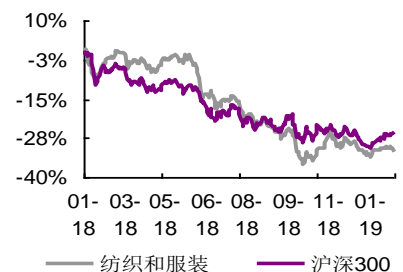
lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞(执业证书编号：S0930517100004)

021-52523675

jixiaofei@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

服装龙头增长优于行业，化妆品行业表现分化——光大证券服装&化妆品2019年2月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-03-13

18Q4收入增速放缓，基本面好转有待观察——2018年纺织服装行业业绩快报总结

..... 2019-03-08

春节因素影响服装行业增长，化妆品竞争激烈——光大证券服装&化妆品2019年1月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-02-14

18年12月进口环比提速，19年1月线上仍景气，春节数据靓丽——光大证券化妆品行业半月报

..... 2019-02-12

服装行业增速高、品牌弱势，化妆品保持高景气——光大证券服装&化妆品2018年12月淘宝数据跟踪与解读

..... 2019-01-09

远近高低各不同，以美为鉴探究经济起落中服装行业内部变化——光大证券纺织服装行业2019年度投资策略

..... 2019-01-08

美妆、个护景气分化，精选优质个股标的——光大证券化妆品行业2019年度投资策略

..... 2019-01-08

目 录

1、 增值税税率下调降低企业负担	3
2、 减税影响机理：构成利好，影响程度取决于上下游议价能力	3
3、 服装：利润率低、议价能力强的企业减税业绩弹性大	4
4、 纺织：利润率低、出口占比低、有定价权的纺织龙头减税业绩弹性更大	7
5、 投资建议	8
6、 风险提示	10

1、增值税税率下调降低企业负担

2019年3月5日，李克强总理在政府工作报告中宣布实施更大规模的减税政策降低企业负担，将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%，交通运输业、建筑业等行业10%的增值税税率降至9%，6%一档的增值税税率不变，确保所有行业税负只减不增。

自2018年2月28日制造业等行业增值税税率由17%降至16%、交通运输、建筑等行业增值税税率由11%降至10%，此次政策调整，政府进一步加大税收优惠力度，扶持实体经济。

表 1：2019 年政府工作报告减税降费支持实体经济

主要政策	具体措施
实施更大规模的减税	将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%；交通运输业等行业10%的增值税税率降至9%；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
明显降低企业社保缴费负担	下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%，稳定现行征缴方式，各地在征收体制改革过程中不得采取增加小微企业实际缴费负担的做法，不得自行对历史欠费进行集中清缴，全年减轻企业税收和社保缴费负担近2万亿元
对重点群体实施税费减免	多管齐下稳定和扩大就业。扎实做好高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业工作，加强对城镇各类就业困难人员的就业帮扶。对招用农村贫困人口、城镇登记失业半年以上人员的各类企业，三年内给予定额税费减免
西部地区所得税优惠继续执行	优化区域发展格局。制定西部开发开放新的政策措施，西部地区企业所得税优惠等政策到期后继续执行
落实好增值税优惠政策	进一步把大众创业万众创新引向深入。鼓励更多社会主体创新创业，拓展经济社会发展空间，加强全方位服务，发挥双创示范基地带动作用。强化普惠性支持，落实好小规模纳税人增值税起征点从月销售额3万元提高到10万元等税收优惠政策

资料来源：政府工作报告，光大证券研究所

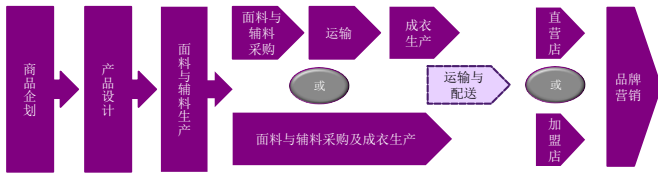
增值税是我国第一大税种，2017年增值税占全国公共财政税收收入的39.1%。本次减税以前，纺织服装行业增值税税率主要适用于16%最高一档，税收负担相对其他行业较重。减税后纺织服装企业税负成本将显著下降，提升盈利能力。

2、减税影响机理：构成利好，影响程度取决于上下游议价能力

从行业角度来看，纺织服装产业链较长，需要经历纺纱、织布、印染、制衣、销售等环节，服装的加价倍率高（大众服饰品牌在2-5倍，高端服饰品牌在6-10倍），尤其是流通环节产品增值额大，导致增值税成本也较高。

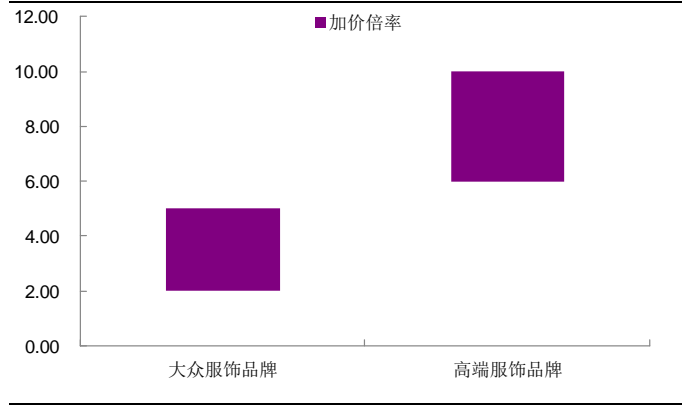
因此本次增值税税率下调一方面会降低各环节企业成本，利好企业发展，另一方面从产业链角度也会降低终端服装销售价格，作为一种价外税增值税最终是由消费者承担，很多服装品牌在竞争压力下会降低产品定价，相当于变相补贴消费者，刺激服装消费需求。

图 1：纺织服装行业产业链较长



资料来源：光大证券研究所

图 2：服装产品加价倍率较高、流通环节增值税成本高



资料来源：光大证券研究所

从企业角度来看，增值税是一种价外税，最终由消费者承担，纺织服装公司根据销项税额与进项税额的差值确定应缴的增值税税额。

从利润表来看，增值税税率下调一方面将直接影响纺织服装公司的采购、销售定价，从而影响营业收入、营业成本，带来毛利变化；另一方面由于纺织服装公司通常不需要缴纳消费税，缴纳的城建税及教育费附加同样取决于增值税金额，因此减税会间接减少城建税及教育费附加等科目，提升企业盈利能力。

增值税税率调整对纺织服装公司业绩的直接影响体现为减税后公司对上下游订单重新定价的能力。如果公司对下游客户比较强势、保持产品含税价格不变，表明公司完全享受减税利好、不含税销售价格上调；如果公司对下游客户没有议价能力，保持产品不含税价格不变，表明减税带来的税负下降由下游客户获得。

表 2：增值税税率下调的不同假设情形

	情形 1	情形 2	情形 3	情形 4
对上游议价能力	强	强	弱	弱
对下游议价能力	强	弱	强	弱
含税销售价格	不变	下调	不变	下调
不含税销售价格	上调	不变	上调	不变
含税采购价格	下调	下调	不变	不变
不含税采购价格	不变	不变	上调	上调

资料来源：光大证券研究所

3、服装：利润率低、议价能力强的企业减税业绩弹性大

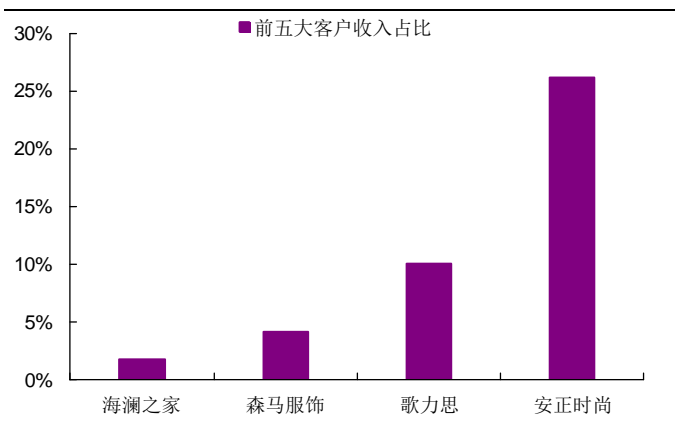
简单情况下，我们假设服装企业对上下游议价能力都很强，属于表 2 中情形 1 假设，据此测算减税带来的直接及间接影响。

直接影响方面，根据渠道模式不同，服装企业下游客户主要分为加盟商（经销渠道）和商场、消费者（直营渠道），服装上市公司通常体量较大，对下游加盟商、商场有较强的议价能力，且消费者对服装价格通常不够敏感，

因此我们假设税率下降后公司销售产品的含税价保持不变，税率优惠后公司不含税价将会提升，带来收入增长。

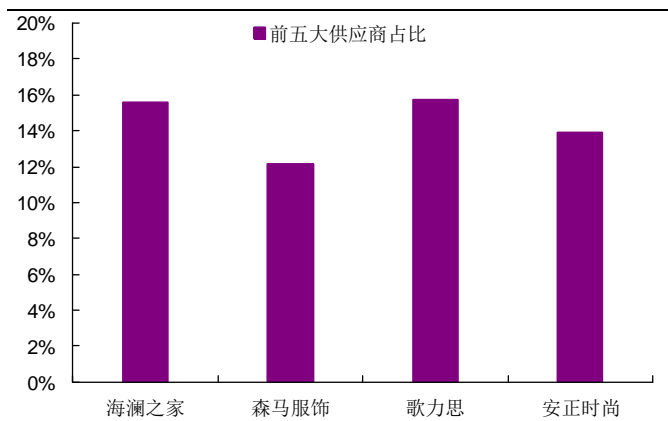
服装公司上游主要是成衣制造商、原料供应商等企业，一般情况下服装公司的供应商较为分散，如大众服饰龙头海澜之家、森马服饰 2017 年前五大供应商占比分别为 15.59%、12.13%，高端服饰公司歌力思、安正时尚 2017 年前五大供应商占比分别为 15.73%、13.90%。因此服装公司对上游议价能力同样较强，我们假设税率下降后公司采购的不含税价保持不变，享受税收优惠。此外由于人工等成本不可抵扣，产品采购等成本可以抵扣，我们假设营业成本中 80%可抵扣增值税进项税额。

图 3：服装行业代表性公司前五大客户收入占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

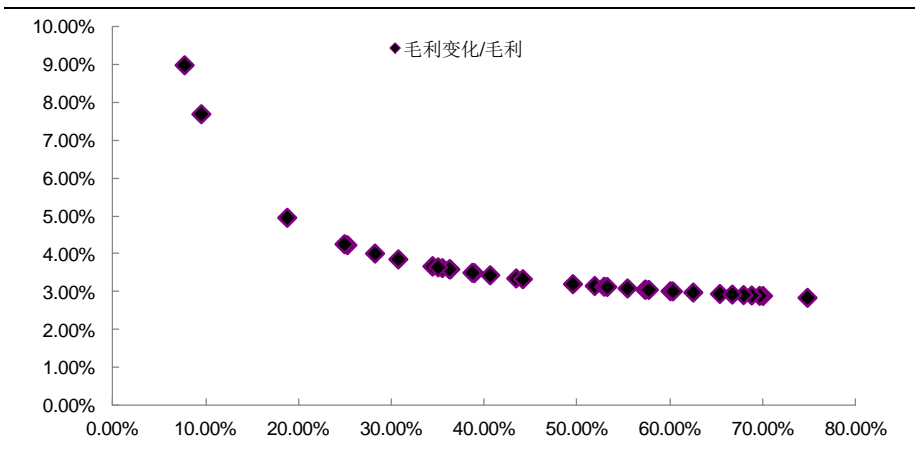
图 4：服装行业代表性公司前五大供应商占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们计算减税前后上市公司毛利的差额作为此次减税的直接影响。我们以毛利差额/减税前毛利衡量减税带来的直接影响，可以看到毛利率越高的公司毛利基数较大，减税带来的弹性更小。

图 5：服装公司毛利率与减税带来毛利弹性成反比



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：横轴为毛利率，纵轴为减税前后毛利差额/减税前毛利

间接影响方面，服装上市公司城建税、教育费附加是一种附加税，主要与增值税大小有关。我们根据第二章中假设计算出减税前后公司所缴纳的增值税金额，根据增值税下降的比例测算出公司减税后缴纳的城建税、教育费附加等金额。我们计算出减税前后公司城建税、教育费附加的差额作为此次减税的间接影响。

利润测算方面,根据减税前后公司毛利以及城建税、教育费附加的变化,我们测算出减税对公司利润总额的影响,假设减税前后公司归母净利润/利润总额不变,测算出减税对归母净利润的影响。

根据测算结果我们发现,服装公司中净利率越低的公司利润基数小,增值税减税带来的利润弹性更大。

表 3: 增值税减税对服装公司影响简单测算 (单位: 百万元)

代码	公司	减税前不含 税收入	减税前不含 税成本	毛利率	减税前后毛 利差额	减税前后两 费差额	减税前后净 利差额	减税后利润 弹性	净利率
603958	哈森股份	1496.87	719.64	51.92%	39.74	2.45	48.18	265.14%	1.21%
002154	报喜鸟	2601.15	1031.62	60.34%	69.06	3.27	51.16	197.30%	1.00%
600630	龙头股份	4421.91	3317.67	24.97%	117.40	2.26	87.42	68.03%	2.91%
601718	际华集团	25439.99	23469.37	7.75%	675.40	3.48	487.03	64.51%	2.97%
002761	多喜爱	680.83	417.08	38.74%	18.08	0.65	14.33	61.92%	3.40%
002397	梦洁股份	1933.92	1079.45	44.18%	51.34	2.40	28.19	54.99%	2.65%
002503	搜于特	18348.71	16596.67	9.55%	487.13	3.52	286.59	46.77%	3.34%
600137	浪莎股份	343.43	278.87	18.80%	9.12	0.13	8.12	35.38%	6.68%
603157	拉夏贝尔	8998.71	3370.91	62.54%	238.90	12.18	171.41	34.38%	5.54%
603555	贵人鸟	3252.08	2131.66	34.45%	86.34	2.86	53.32	33.89%	4.84%
002875	安奈儿	1031.44	459.44	55.46%	27.38	1.08	21.65	31.43%	6.68%
603001	奥康国际	3261.68	2078.81	36.27%	86.59	3.45	69.97	30.90%	6.94%
603877	太平鸟	7141.65	3360.42	52.95%	189.60	5.65	138.56	30.37%	6.39%
603196	日播时尚	1073.47	428.52	60.08%	28.50	1.35	24.61	29.42%	7.79%
002612	朗姿股份	2353.27	1003.74	57.35%	62.48	2.08	54.94	29.29%	7.97%
002293	罗莱生活	4661.85	2635.59	43.46%	123.77	4.30	100.75	23.55%	9.18%
603518	维格娜丝	2564.14	777.32	69.68%	68.07	1.80	42.19	22.21%	7.41%
002563	森马服饰	12026.30	7755.67	35.51%	319.28	10.12	247.62	21.76%	9.46%
603365	水星家纺	2461.90	1566.74	36.36%	65.36	1.47	55.82	21.69%	10.45%
603608	天创时尚	1733.84	732.49	57.75%	46.03	3.45	40.37	21.48%	10.84%
002029	七匹狼	3084.89	1830.49	40.66%	81.90	2.25	66.93	21.14%	10.26%
300526	中潜股份	384.53	266.22	30.77%	10.21	0.42	8.75	20.13%	11.30%
603116	红蜻蜓	3245.34	2126.85	34.46%	86.16	2.69	71.20	18.66%	11.76%
002763	汇洁股份	2136.34	684.63	67.95%	56.72	4.51	41.43	18.64%	10.41%
603557	起步股份	1339.49	869.98	35.05%	35.56	1.53	30.34	15.60%	14.51%
002776	柏堡龙	841.45	603.68	28.26%	22.34	0.43	19.86	15.36%	15.37%
603839	安正时尚	1420.67	472.48	66.74%	37.72	2.73	34.92	12.79%	19.22%
002832	比音勒芬	1054.43	364.79	65.40%	27.99	1.52	22.90	12.71%	17.09%
002327	富安娜	2616.21	1319.12	49.58%	69.46	4.32	60.58	12.28%	18.86%
603808	歌力思	2053.05	639.82	68.84%	54.51	3.34	36.58	12.10%	14.73%
601566	九牧王	2565.13	1092.44	57.41%	68.10	3.39	58.46	11.83%	19.26%
600398	海澜之家	18200.09	11110.42	38.95%	483.19	17.83	379.44	11.40%	18.29%
002762	金发拉比	430.14	200.99	53.27%	11.42	0.69	10.29	11.24%	21.29%
600400	红豆股份	2714.10	2028.00	25.28%	72.06	2.61	57.58	9.47%	22.40%
603587	地素时尚	1945.91	489.54	74.84%	51.66	0.00	38.52	8.02%	24.67%
002127	南极电商	985.79	295.20	70.05%	26.17	0.60	22.88	4.28%	54.20%

资料来源: Wind, 光大证券研究所;

注: 两费代表城建税、教育税附加, 下同。

更进一步分析，我们上文假设所有服装公司对上下游的议价能力都很强进行测算，但实际上服装公司的议价能力有较大差别，毛利率（净利率）低的公司通常在产业链中议价能力同样较弱，因此减税业绩弹性会较简单测算值更低，而盈利能力强的公司通常对上下游议价能力较强，减税业绩弹性会相对较大，尤其是细分行业龙头，例如大众服饰领域的海澜之家，婴童领域的森马服饰、安奈儿、起步股份等。

我们认为在实际情形中，有定价权的服装公司对上下游具有强势地位，符合表2中情形1的假设，减税带来利润提升，而没有定价权的公司减税后可能会满足表2中情形4的假设，反而会因减税盈利能力出现下降。因此减税后行业内众多小公司可能会出现销售含税价不变、采购含税价不变导致盈利能力下降的情况，行业分化预计会加剧。减税会进一步强化服装行业的龙头效应，议价能力弱的企业会受到上下游挤压盈利能力下滑，加速行业优胜劣汰。

4、纺织：利润率低、出口占比低、有定价权的纺织龙头减税业绩弹性更大

我们假设纺织上市公司对上游具有较强议价能力，对下游具有一定的议价能力，对纺织企业受增值税率下降的直接和间接影响进行分析。

直接影响方面，我国纺织企业出口收入占比较高，而出口业务一般会退税、不涉及增值税计算，因此减税主要对国内收入产生影响。国内方面，纺织上市公司面对下游大型服装品牌商议价能力相对较弱，但对下游小服装品牌有一定议价能力，我们假设减税后纺织公司对下游客户的议价能力为情形1中的50%，即与下游客户平均分摊减税带来的利好。成本方面，通常情况下纺织企业原材料占营业成本比重为70%左右，我们假设可抵扣增值税成本占总成本的70%，假设纺织公司对上游议价能力强，产品采购不含税价保持不变。

间接影响方面，采取与服装企业相同的处理方式，根据减税前后缴纳增值税的变化计算纺织行业上市公司城建税、教育费附加的变化值。

我们假设减税前后纺织公司归母净利润/利润总额保持不变，测算出减税对归母净利润的影响。可以看出在不考虑企业议价能力差异情况下，一般情况下纺织企业净利率越低，出口收入占比越低，减税带来的利润弹性越大。此外由于纺织企业出口收入不含增值税，且议价能力相对较弱，减税带来的利润弹性低于服装企业。

表4：增值税减税对纺织公司影响测算（单位：百万元）

代码	公司	减税前不含税收入	减税前不含税成本	出口收入占比	减税前后毛利差额	减税前后两费差额	减税前后净利差额	减税后利润弹性	净利率
600107	美尔雅	443.66	268.67	19.16%	4.76	0.47	14.65	317.35%	1.04%
002486	嘉麟杰	883.29	725.01	81.94%	2.12	0.22	31.79	113.15%	3.18%
600448	华纺股份	2850.16	2628.79	82.53%	6.61	0.74	7.19	104.75%	0.24%
002674	兴业科技	2112.75	1936.77	1.33%	27.67	1.52	24.50	54.29%	2.14%
600232	金鹰股份	1232.72	1065.87	34.89%	10.65	1.72	7.40	29.30%	2.05%
600493	凤竹纺织	821.18	696.13	40.42%	6.49	0.82	5.52	22.23%	3.02%

000850	华茂股份	2342.87	2084.65	27.44%	22.57	1.34	23.05	22.16%	4.44%
002087	新野纺织	5195.20	4297.68	8.67%	62.98	1.09	58.92	20.17%	5.62%
600220	江苏阳光	2150.84	1664.10	27.85%	20.60	2.07	23.05	19.05%	5.63%
300591	万里马	604.14	420.10	1.76%	7.88	0.35	6.28	16.83%	6.18%
002042	华孚时尚	12596.54	11187.03	25.37%	124.79	5.56	112.37	16.59%	5.38%
000982	*ST 中绒	2796.58	2512.22	65.25%	12.90	0.60	7.28	15.17%	1.72%
601599	鹿港文化	4110.98	3386.50	19.89%	43.71	1.94	37.57	12.81%	7.13%
600370	三房巷	1065.88	915.59	16.99%	11.75	0.59	5.56	12.62%	4.14%
603477	振静股份	655.49	532.85	0.02%	8.70	0.44	7.68	12.30%	9.52%
002193	如意集团	1193.23	940.89	28.99%	11.25	0.97	8.53	12.02%	5.94%
600689	上海三毛	1277.46	1191.39	79.64%	3.45	0.12	2.43	11.75%	1.62%
002687	乔治白	786.68	419.35	0.00%	10.44	1.40	8.72	11.58%	9.57%
600510	黑牡丹	6289.22	5321.34	18.72%	67.85	4.97	53.81	10.90%	7.85%
002098	浔兴股份	1859.90	1216.86	37.39%	15.46	1.63	12.66	10.64%	6.40%
000955	欣龙控股	631.64	554.94	23.40%	6.42	0.07	4.67	10.28%	7.19%
601339	百隆东方	5952.21	4909.81	42.04%	45.79	2.98	43.51	8.92%	8.19%
603889	新澳股份	2312.14	1856.39	34.99%	19.95	0.64	16.98	8.19%	8.97%
002404	嘉欣丝绸	2773.17	2297.35	64.78%	12.96	1.52	8.38	7.50%	4.03%
603055	台华新材	2728.53	1973.08	14.31%	31.04	1.90	27.15	7.41%	13.43%
603238	诺邦股份	618.35	464.00	46.23%	4.41	0.47	3.78	7.32%	8.34%
002516	旷达科技	2317.17	1458.55	0.49%	30.61	2.68	26.39	6.86%	16.60%
600987	航民股份	3495.79	2449.97	1.88%	45.53	4.61	36.64	6.39%	16.41%
002083	孚日股份	4821.68	3770.64	60.73%	25.13	8.54	25.78	6.29%	8.51%
002003	伟星股份	2624.37	1505.29	22.14%	27.12	3.30	22.74	6.24%	13.89%
300577	开润股份	1162.44	818.24	41.22%	9.07	0.90	8.14	6.10%	11.48%
002144	宏达高科	634.76	441.77	34.54%	5.52	0.51	5.43	5.63%	15.21%
300658	延江股份	738.15	490.05	50.25%	4.88	0.87	4.85	5.38%	12.21%
002394	联发股份	4003.62	3232.01	59.46%	21.55	3.33	19.12	5.31%	9.00%
000726	鲁泰 A	6409.22	4477.05	57.43%	36.22	7.91	36.95	4.39%	13.12%
603908	牧高笛	515.96	353.95	62.37%	2.58	0.44	2.13	4.25%	9.70%
000779	三毛派神	279.62	238.28	20.77%	2.94	0.24	3.18	4.02%	28.34%
002634	棒杰股份	448.88	297.20	73.79%	1.56	0.67	1.57	3.25%	10.75%
603665	康隆达	767.27	529.48	79.49%	2.09	0.55	2.20	3.05%	9.42%
600439	瑞贝卡	1946.65	1235.94	82.56%	4.51	2.00	5.66	2.63%	11.05%
603558	健盛集团	1138.01	818.03	81.85%	2.74	0.74	2.93	2.23%	11.56%

资料来源：Wind，光大证券研究所

同样实际情况下纺织企业议价能力具有差异，多数细分行业格局较为分散，并非所有企业都满足情形 1 的理想假设，对于在行业中市场份额较小、产品同质化的企业可能会由于上下游的强势地位从而出现盈利能力下降。因此我们认为在实际情况中拥有定价权的龙头公司享受减税的业绩弹性较大，由于纺织公司普遍净利率较低，不同议价能力的公司盈利能力差距将会拉大，减税带来盈利能力的差别影响更大，有望加快行业集中度提升。

5、投资建议

综合来看，增值税税率下调对纺织服装行业主要有以下影响：

1) 从产业链角度来看, 增值税作为流转税、价外税由消费者承担, 由于服装产业链环节多、加价倍率, 增值税税率下调有助于降低消费者所承担的成本, 变相补贴增加服装需求。

2) 对于服装企业, 从财务角度来看净利率低的企业减税带来的利润弹性更大, 从实际来看增值税减税提升有定价权龙头企业的盈利能力, 规模小、议价能力弱的服装品牌受益较小, 行业分化有望加剧。

3) 对于纺织企业, 从财务角度来看净利率低、出口收入占比低的企业减税带来的利润弹性更大, 从实际来看纺织企业普遍盈利能力较弱, 有定价权的企业更受益于减税, 可加速抢占市场份额。

4) 由于纺织企业出口收入占比较高, 且在产业链中议价能力相对较弱, 增值税减税对于服装企业的业绩弹性要高于纺织企业, 更有助于下游企业盈利能力提升。

5) 由于纺织公司普遍净利率较低, 减税带来盈利能力在纺织行业里个体企业之间的差别较服装行业更大, 有望加快行业集中度提升。

增值税税率下调幅度高于市场预期, 此外政府推出降低企业社保缴费负担、下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例等措施改善营商环境、支持民营经济发展, 有利于纺织服装行业尤其是龙头公司减轻成本负担、提升利润水平。通过测算, 我们看到服装行业中梦洁股份、拉夏贝尔、安奈儿、奥康国际、太平鸟等公司具有一定市场地位, 议价能力强、利润率较低, 纺织行业中兴业科技、新野纺织、华孚时尚等细分行业龙头具有较强议价能力、利润率较低, 更受益于减税带来的业绩弹性。

我们认为, 19Q2 后行业高基数影响消除, 贸易摩擦有望缓和, 叠加政策利好落地, 上市公司业绩同比增速有望改善。基本面方面, 服装板块我们持续建议关注高景气和性价比两个主旋律, 减税将进一步利好行业龙头发展, 建议关注处于高景气细分赛道、长期具备持续增长动力, 且在业内具有领先优势、业绩内生增速较高的龙头, 推荐森马服饰(童装龙头)、比音勒芬(中高端运动休闲服饰代表), 同时在性价比消费趋势下, 推荐海澜之家、森马服饰、南极电商、开润股份。纺织板块随着中美贸易谈判接近定局, 外围订单和贸易环境有望好转, 棉价长期供需缺口效应显现, 行业基本面望出现边际改善, 建议关注华孚时尚等标的。

在市场情绪好转、增量资金持续入市背景下, 主题投资亦值得关注。近期政策放松后以游资为代表的增量资金入市, 高风险、小市值公司股价涨幅较大, 建议关注有政策催化预期的主题性投资机会, 主要包括婴童主题(未来可能新出政策推动生育率提升, 关注起步股份、安奈儿、金发拉比)、冬奥会主题(2022年北京&张家口举办冬奥会, 关注探路者、三夫户外、牧高笛)、军工主题(地缘政治局势紧张, 关注际华集团)等。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			CAGR	PEG
			17A	18E	19E	17A	18E	19E		
600398	海澜之家	9.61	0.74	0.78	0.83	13	12	12	5.49%	2.24
002563	森马服饰	10.98	0.42	0.63	0.69	26	17	16	23.44%	0.74
603808	歌力思	17.26	0.9	1.1	1.37	19	16	13	22.58%	0.69
002832	比音勒芬	39.80	1.69	1.6	2.09	24	25	19	40.05%	0.62
002127	南极电商	10.66	1.28	0.36	0.49	8	30	22	43.87%	0.67
300577	开润股份	32.76	1.1	0.83	1.27	30	39	26	44.26%	0.89
002042	华孚时尚	7.74	0.45	0.52	0.61	17	15	13	16.65%	0.89

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年3月15日

6、风险提示

居民消费疲软：如果经济增速放缓、居民消费支出下滑会影响服装行业需求，从而影响服装品牌业绩；

汇率大幅波动：近期国际贸易形势变化较大，如果人民币汇率出现大幅波动，将对出口企业接单及盈利能力产生影响；

原材料价格大幅波动：上游棉花、化纤等价格大幅波动会影响纺织服装企业接单和运营，影响盈利能力稳定增长。

中美贸易摩擦加剧：目前中美贸易摩擦有缓和趋势，如果未来中美贸易摩擦加剧，将影响国内纺织企业出口收入。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼