

所属行业

轻工制造

发布时间

2021年10月12日

好莱客 (603898.SH)

中报“好成绩”的背后

核心观点:

2021H1 好莱客中报显示, 营业收入和扣非净利润同比分别大幅增长 105.79% 和 131.76%, 较 2019H1 分别增长 62.56% 和 1.4%, 营业收入的成绩在定制家居上市公司中相对亮眼。但是好成绩的背后, 好莱客存在多方面的不足, 不管是零售端的疲软, 还是收购千川后下滑的现金流, 都将影响未来好莱客的增长情况。我们将按照品类拓展与渠道拓展的顺序, 剖析好莱客近几年背后发展的逻辑, 并结合好莱客的财务情况, 来探讨未来一段时间公司能否持续向好增长。

一、衣柜品类增速下滑, 零售门店实力不足

由于零售渠道中好莱客的经销商实力在同行业中偏弱, 公司核心的衣柜品类的营收增速比较疲软。虽然好莱客从 2019 年开始进行零售改革, 意在提升经销商的经营效率, 但并没有显著提升的效果, 经销门店单店收入未有较快的增长, 未来公司与行业前排定制家居企业的零售差距将难以快速弥补。2020 年疫情开始后公司通过让利来支持经销商经营, 不仅对自身毛利率影响较大, 而且依然有较多的门店关闭, 经销商经营情况依然不佳。

二、橱柜木门成新亮点, 门窗整装拓展不顺

在好莱客的核心衣柜品类增速较慢的情况下, 新品类拓展中只有橱柜与木门品类发展较好, 能够成为营业收入的新

相关研究:

2020H1 年报综述: 规则已定, 房企的空间还有多大?

2020 年 12 月地产月报: 房住不炒定位长期不变, 2021 更看好以长三角为核心的城市

2020 年 12 月月度数据: 全年销售 17.4 万亿, 疫情冲击下房地产实现 8.7% 的增长

年度盘点: 2020 住宅成交结构性特征明显, 高能级城市具备先发优势

行业研究: 长沙为何会成为全国学习的范本?

企业研究: 华南房企对外扩张的终极选择: 占领长三角?

企业研究: 从万科 A 看头部房企的成长与担当

企业研究: “重”装上阵, 重新出发, 且看绿城如何探底回升

研究员

于小雨

rain_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

周小龙

Eziochou (微信号)

zhouxiaolong@ehconsulting.com.cn

增长点。公司整装业务的营业收入未能实现放量增长，门窗业务则是原地踏步，两类产品的生产规模仍然较小，规模生产效益无法显现，在短期内无法为公司贡献利润。

三、引入千川提升大宗，工程业务存在隐患

受宏观层面上房地产调控的影响，虽然好莱客通过收购千川大幅提升了大宗工程业务的能力，快速提高了大宗的营业收入和利润水平，但是受限于房地产行业投资动力不足、新开工面积下滑，未来一两年内大宗业务的高效增长依然存在压力。同时由于大宗工程业务“先货后款”的特性以及房地产企业付现意愿的降低，千川将继续给好莱客带来较高的应收账款及票据，其中的应收票据还将因恒大的流动性问题而出现较高的坏账风险。

四、利润与现金流承压，千川财务状况不佳

好莱客由于在成本不断提升的情况下，持续让利经销商，2020年以来，毛利润率承压严重。此外由于收购了有着较高负债率的湖北千川及其子公司，公司整体经营性现金流大幅下滑，大量来自千川的应收票据无法转化为现金，未来好莱客的现金流恐将持续承压。

五、2020年基数较低，2021全年快速增长

2021全年好莱客将依靠2020年的低基数以及收购湖北千川带来的红利完成营业收入的快速增长。未来以木门为主的大宗业务将以较快的增长速度成为公司营业收入与利润提升的主要动力，但大宗业务产生的应收款项存在较大减值压力，好莱客的弯道超车之路仍然任重而道远。

目录

一、衣柜品类增速下滑，零售门店实力不足.....	4
1、核心产品衣柜增速下滑，处于瓶颈期.....	4
2、零售收入增长趋缓，行业排行靠后.....	6
3、门店数量下滑，经销商实力不佳.....	7
二、橱柜木门成新亮点，门窗整装拓展不顺.....	9
1、橱柜木门拓展迅速，零售大宗双向发展.....	10
2、门窗与整装发展不利，营业收入提升较慢.....	11
三、引入千川提升大宗，工程业务存在隐患.....	12
1、好莱客自身大宗实力较弱，发展意愿亦较低.....	12
2、收购千川实力大增，大宗业务突飞猛进.....	13
3、地产下行，大宗高速增长存疑.....	13
四、受千川拖累影响，利润与现金流承压.....	15
1、成本提升、持续让利经销商，毛利润率承压.....	15
2、经营性现金流大幅下滑，千川成为主因.....	16
五、2020年基数较低，2021全年快速增长.....	18

2021H1 好莱客中报显示,营业收入和扣非净利润同比分别大幅增长 105.79%和 131.76%,较 2019H1 分别增长 62.56%和 1.4%,营业收入的成绩在定制家居上市公司中相对亮眼。好莱客营业收入的增长是同行业上市公司中增长最快的,扣非净利润的增速也在行业前列。

图表: 2021H18 家上市定制家居公司营业收入与扣非净利润情况

	欧派家居	索菲亚	尚品宅配	志邦家居	好莱客	金牌厨柜	皮阿诺	我乐家居
营业收入(亿元)	82	43	31.77	19.08	15.24	13.27	8.44	7.45
YOY	65.14%	68.30%	40.19%	55.84%	105.79%	60.12%	64.29%	38.38%
扣非净利润(亿元)	9.45	4.08	0.13	1.46	1.30	0.44	0.91	0.30
YOY	113.56%	91.60%	108.75%	236.74%	131.76%	54.81%	95.84%	-11.39%

资料来源: 亿翰智库, 企业公告

但是好成绩的背后,好莱客也存在多方面的不足,不管是零售端的疲软,还是收购千川后下滑的现金流,都将影响未来好莱客的增长情况。接下来我们将按照品类拓展与渠道拓展的顺序,剖析好莱客近几年背后发展的逻辑,并判断公司未来增长的方向。

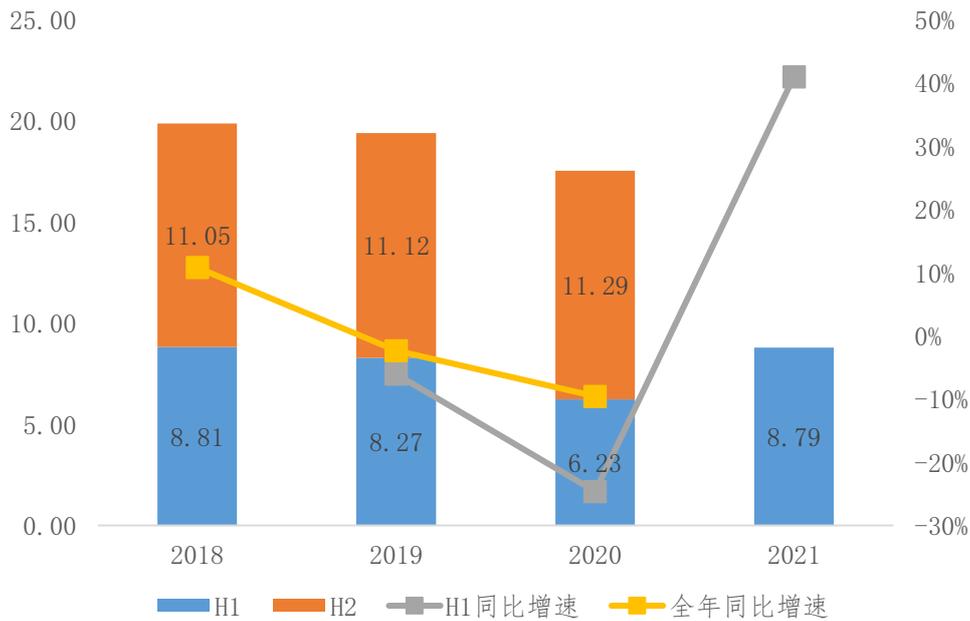
一、衣柜品类增速下滑,零售门店实力不足

1、核心产品衣柜增速下滑,处于瓶颈期

衣柜品类是好莱客的核心产品,一直在公司主要营业收入中占比巨大。虽然近几年随着其他品类的拓展,衣柜品类的占比不断下降,2021H1 在总营业收入中的占比为 58.8%,但依然是当仁不让的公司支柱产品。

2018 至 2020 年好莱客的核心产品衣柜营业收入增长由正转负,3 年分别同比变化 10.76%、-2.38%、-9.6%,2020 年受新冠疫情影响营业收入下滑最为严重。2021H1 衣柜品类营业收入同比增长 40.94%,达到 8.8 亿元,但实际大幅增长的原因主要是 2020H1 基数较低,同 2019H1 相比仅增长 6.20%,两年复合增长率为 3.05%。衣柜品类的销售数量在 2020 年也受疫情封锁、无法展业的影响,销量出现负增长。

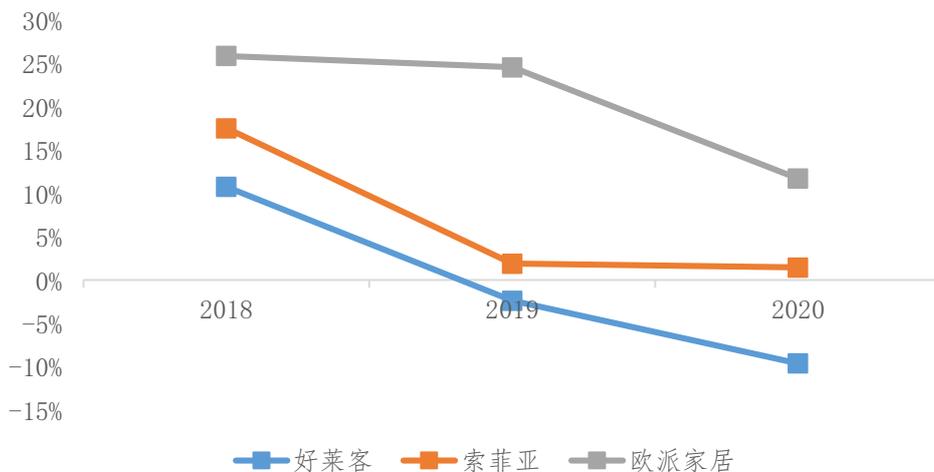
图表：2018-2021H1 好莱客衣柜营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

好莱客的核心产品增速下滑并非个例，主营衣柜品类的索菲亚和衣柜品类在主营业收入中占比较大的欧派家居也有同样的情况。2018至2020年索菲亚衣柜品类营业收入同比分别增长17.52%、1.9%、1.46%，欧派家居衣柜品类营业收入同比分别增长25.86%、24.56%、11.71%。增速下滑的原因包括宏观经济下行、房地产调控以及2020上半年疫情封锁等，以衣柜为主营产品的各家公司的衣柜营业收入增速放缓是行业中的普遍现象。

图表：以衣柜为主营产品的上市公司的衣柜营业收入同比增速



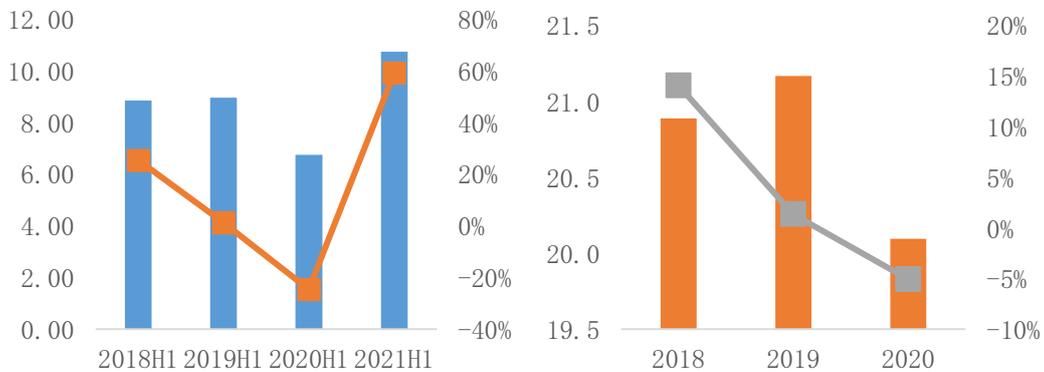
资料来源：亿翰智库，企业公告

但相比于索菲亚与欧派家居,好莱客衣柜增速下滑程度较大,整体增速也排在三家公司中的末位。2020年以及2021H1公司衣柜品类营业收入不及索菲亚和欧派家居的1/3,好莱客衣柜产品按照目前的增速与头部企业的差距将越拉越大。好莱客衣柜品类主要通过零售渠道发展,大宗收入相对较小。而索菲亚与欧派家居在零售渠道与大宗工程渠道均有发展。2020年索菲亚与欧派家居衣柜品类的大宗收入约为8.7亿元与5.7亿元,约占两家公司衣柜品类总营业收入的14%与10%,好莱客衣柜品类的大宗收入仅在千万的规模。除了大宗实力不及索菲亚与欧派家居,以零售为主要渠道的好莱客衣柜品类增速较慢。

2、零售收入增长趋缓,行业排行靠后

2018H1至2021H1好莱客零售门店合计分别实现营业收入8.83亿元、8.94亿元、6.74亿元、10.72亿元,同比分别增长25.26%、1.21%、-24.58%、59.08%。其中由于疫情封锁导致生产销售停滞,2020H1的营业收入大幅下滑,2021H1在全国大部分城市摆脱疫情封锁的情况下,2019H1至2021H1两年复合增长率仅为9.53%。2018至2020门店全年合计分别实现营业收入20.9亿元、21.2亿元、20.1亿元,同比分别增长14.1%、1.3%、-5.1%。2020下半年在疫情解除后并没有出现因为上半年需求积累而产生需求爆发性增长,2021H1年同比大幅增长也主要因为2020H1基数较低,由此来看,好莱客零售渠道营业收入近几年实际增速并不算高,年平均增速在10%以下,处于稳健增长的态势。

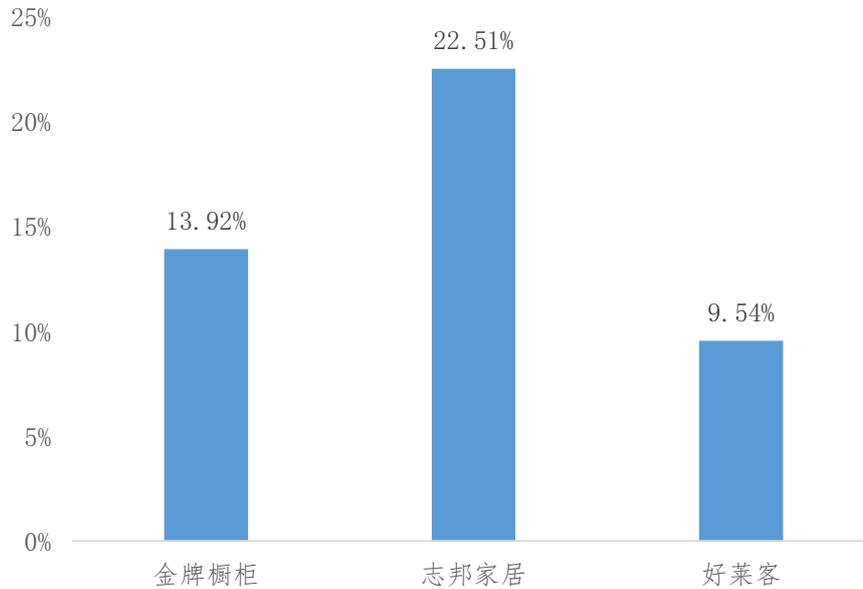
图表: 2018H1-2021H1 门店合计营业收入及同比增速情况 (单位: 亿元)



资料来源: 亿翰智库, 企业公告

定制家居行业中,2021H1同好莱客营业收入相近的企业分别有志邦家居与金牌厨柜两家,两者2019H1至2021H1的零售端复合增长都比好莱客高,进一步表明好莱客零售渠道营业收入增速落后于同行,公司的零售渠道实力较弱、存在一定程度的经营问题。

图表：志邦家居、金牌橱柜、好莱客两年复合增长率

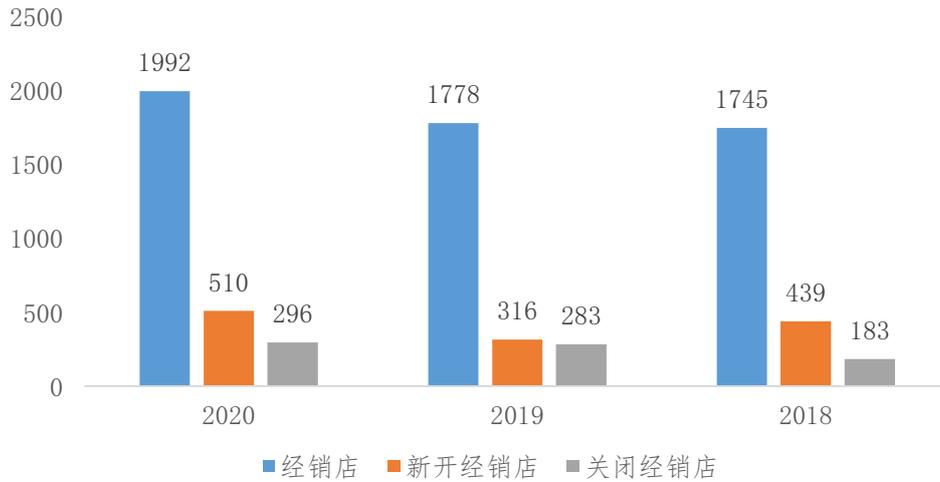


资料来源：亿翰智库，企业公告

3、门店数量下滑，经销商实力不佳

2018至2020年好莱客经销门店数量为1745家、1778家、1992家，由于2020年11月末将湖北千川并表，千川经销门店数量也一并纳入了好莱客整体的经销门店数量，使得2020年年末好莱客经销店数量新增长510家、净增长200余家。截止2021年9月，千川的官网中显示有375家专卖店，由于千川主营大宗工程业务，我们认为其零售业务在短期内发展应当较为稳健，专卖店数量变化幅度不会太大，因此便以千川2021年9月的375家经销门店数量设定为2020年年末的基准，对这些2020年年末才并入报表的千川门店数量进行了剔除，则好莱客其他相关的经销门店数量为1617家，门店数量同比下滑9.06%。调整后的新开店率减少，2020年开店率仅为7.6%，较2019年下降10.5个百分点，闭店率也从2018年开始逐年升高，由2018年的12.29%上升至2020年16.65%。

图表：2018 至 2020 年报告期内好莱客经销门店数量（单位：家）

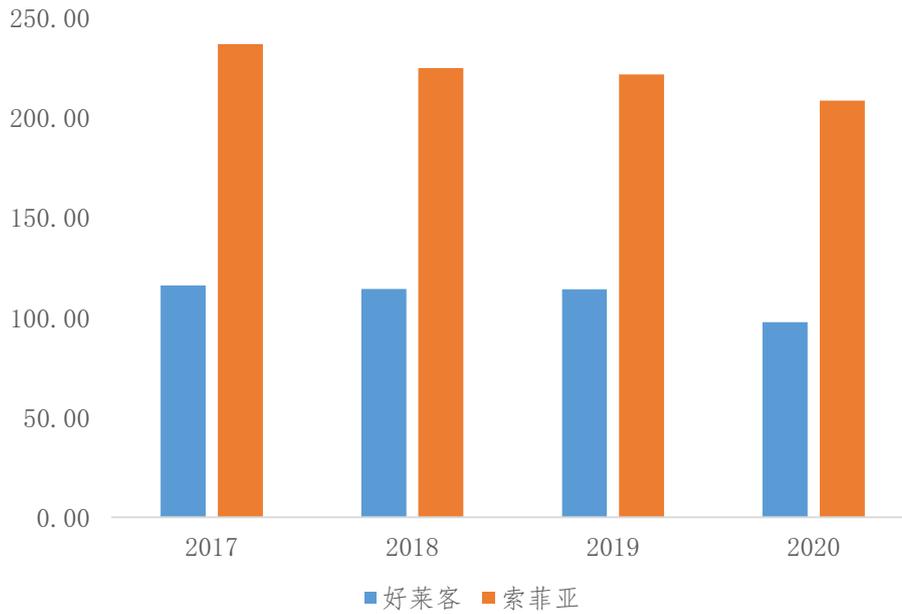


资料来源：亿翰智库，企业公告

由此可见好莱客品牌对新加盟商的吸引力正在逐渐下滑，有意愿开新门店的经销商数量也少。闭店率的提升说明经销商经营状况不佳，好莱客对经销商每年有 5%左右的淘汰率，据此估算 2019 年与 2020 年被淘汰的经销门店数量约有 100 家门店，但根据 2019 年与 2020 年 283 家及 296 家的关闭经销店数量来看，可以推测有更多的门店店家由于经营问题选择了自主闭店。

此外 2018 至 2020 年好莱客经销门店 3 年单店收入为 114.17 万元、114.09 万元、97.56 万元，同比增长-1.49%、-0.08%、-14.49%，2020 年受疫情封锁以及千川门店并表影响，单店收入下滑严重。对比行业中同样主营衣柜的索菲亚，3 年衣柜经销门店单店收入分别为 225 万元、221 万元、208 万元，虽然索菲亚衣柜经销单店收入近三年一直在小幅下滑，但整体上好莱客的经销门店与索菲亚的衣柜经销门店的收入差距明显，而且很多好莱客的经销门店同时销售橱柜、木门等产品，经销门店收入不及索菲亚专售衣柜的门店营业收入的 60%。上述情况表明好莱客经销商实力较弱，在行业下行的背景下抗风险能力较差。

图表：好莱客与索菲亚单店收入情况（单位：万元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

目前好莱客正在积极尝试改变零售现状。从 2019 年开始展开零售渠道改革以来，好莱客一直注重对经销商经营效率的提高，公司在终端管理、中台模式打磨、数字化系统、组织架构等多方面深化改革进程，开展了一城一策、中台打磨、生意内参、全渠道会员系统等帮助经销商提高经营效率的措施，结果上来看公司经销门店单店收入在 2019 年与 2020 年都所有下滑，两年改革下经销商的经营能力的成长不明显。

2020 年出现疫情以后，线下门店经营由于全国的封锁大受影响，好莱客为了稳住经销商而推出了让利政策，即在成本提升的情况下，并没有将相应提升的成本转嫁于经销商，而是由公司自身承担。该项政策为了保护实力较弱的经销商，牺牲了公司一定程度的利润空间，但 2020 年依然有近 300 家门店关闭，经销商经营情况较差。

2021 年疫情影响基本消除后，好莱客经销门店情况的改善较为明显，平均单店收入达到 51 万元，同比增长 40.6%，较 2019 年增长 6.7%，由于定制家居行业第三、第四季度是行业旺季，2021 全年经销商门店的单店收入有望突破新高，零售改革效果能够有所体现。

综合来看，由于零售渠道中好莱客的经销商实力在同行业中偏弱，公司核心的衣柜品类的营收增速比较疲软。虽然好莱客从 2019 年开始进行零售改革，意在提升经销商的经营效率，但并没有显著提升的效果，经销门店单店收入未有较快的增长，未来公司与行业前排定制家居企业的零售差距难以快速弥补。2020 年疫情开始后公司通过让利来支持经销商经营，不仅对自身毛利率影响较大，而且依然有较多的门店关闭，经销商经营情况依然不佳。

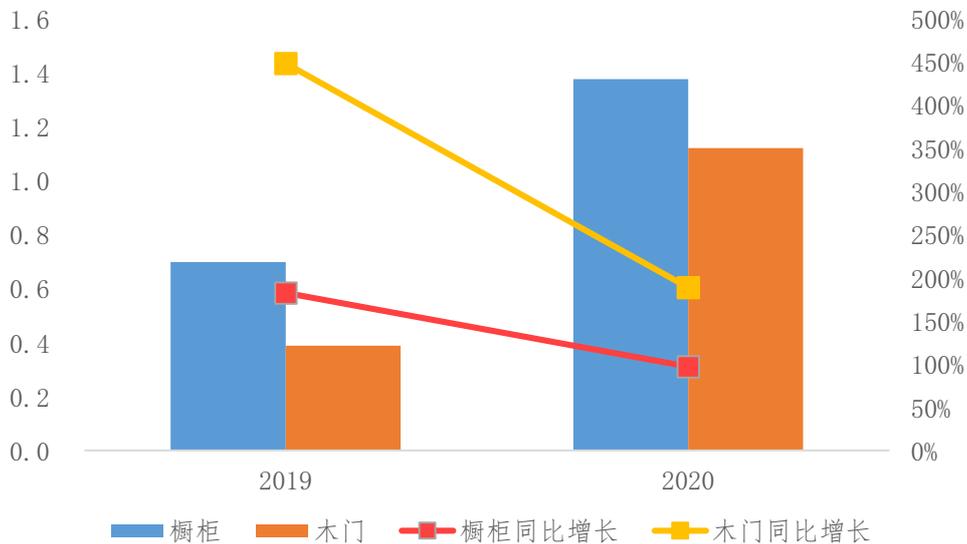
二、橱柜木门成新亮点，门窗整装拓展不顺

1、 橱柜木门拓展迅速，零售大宗双向发展

橱柜与木门两个品类是好莱客从 2017 年开始培养的新产品品类，两者起步较晚，规模较小。在收购湖北千川之前，两个品类均为好莱客的自有品牌。2020 年收购湖北千川后，公司木门品类的主要品牌变为千川木门。千川这一品牌相对于好莱客自有品牌，更获市场认可，是房地产企业 500 强首选的几大供应商之一，2021H1 千川木门拉动公司整体营业收入高速发展。

首先来看橱柜与木门品类的营业收入情况。2019 年与 2020 年橱柜品类营业收入同比分别增长 182.49%、97.06%，木门品类营业收入同比分别增长 448.1%、188.74%。2021H1 橱柜与木门分别实现营业收入 8351 万元、4.5 亿元，同比分别增长 80.93%、3282.66%。相对于核心产品衣柜，公司在橱柜与木门品类上的发展较为顺利。

图表：2019 与 2020 年橱柜与木门品类营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

橱柜与木门的的增长主要是因为零售与大宗两个渠道的双向发展所致。一方面，好莱客依托原有衣柜经销店，通过直接上样橱柜与木门，发展了混合店，实现凭借现有经销商渠道来提升零售端营业收入，好莱客在 2020 年 8 月已经有 1000 家门店上样橱柜产品。由于公司不打算专门开设橱柜门店，节省了招商引资以及新品类门店培养拓展的费用，而木门门店则在收购湖北千川后并入了原有千川木门的专卖店，也同样省去了大规模开店所需支出的费用。

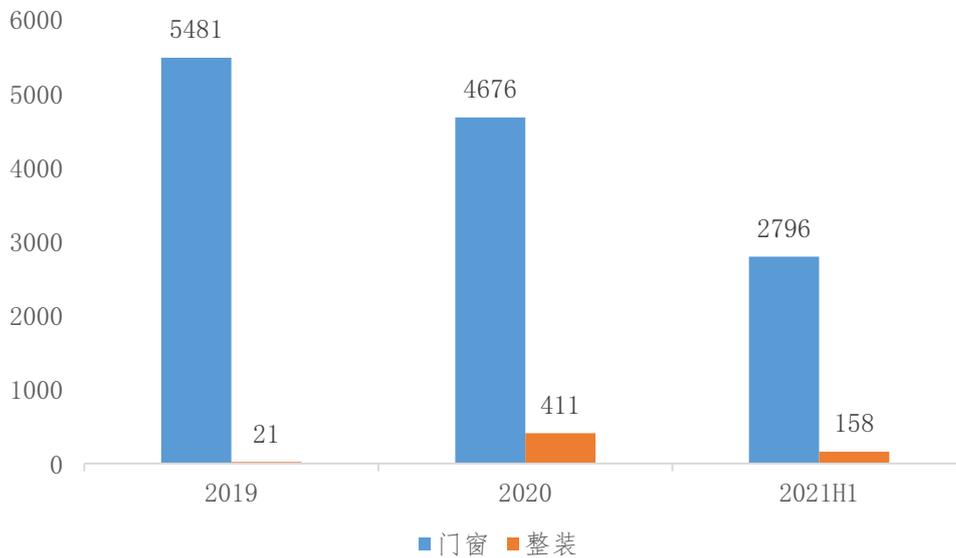
另一方面，好莱客近年大力推进大宗工程渠道发展，橱柜与木门得以被大幅度推广，从而通过大宗端拉动营业收入。其中，经过收购主营木门产品的湖北千川之后，好莱客的木门品类实力得到大幅提升。千川品牌的木门主要从大宗渠道拉动公司营业收入，同时湖北千川的生产与销售经验赋能好莱客自身品牌的木门和橱柜品类，从而实现好莱客木门和橱柜品类整体营业收入的高速增长。

2、门窗与整装发展不利，营业收入提升较慢

2018年12月，好莱客与浙江雷拓合资设立瀚隆门窗，好莱客也成为最早一批进军金属门窗定制企业之一。此外公司与齐屹科技（齐家网）以开展高层次、多维度的深度合作为目标，达成战略合作并完成交叉持股，双方合资设立品牌 Nola，该品牌项目主要涉及整装业务，并于2019年11月正式开始营业。

2021H1 好莱客门窗品类实现营业收入 2796 万元，同比增长 76.76%，较 2019 年增长 49.74%，2019 与 2020 年门窗品类全年分别实现营业收入 5481 万元、4676 万元。整装业务上，受疫情影响导致开店速度放慢，新品牌“Nola”发展不顺，2019 与 2020 年分别实现营业收入 21 万元、410.83 万元，2021H1 仅实现营业收入 157.74 万元。

图表：门窗与整装营业收入（单位：万元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

公司门窗和整装业务最主要的问题在于门窗与整装品类营业收入的规模一直没有实质性的提升，门窗品类一直停留在千万元规模的年营业收入，而整装品类刚刚起步，营业收入甚至达不到千万元规模。2021H1 门窗毛利润率为 0.72%，同比提升 10.5 个百分点，“Nola”整装业务毛利润率为 18.72%。在整体规模未能提升的情况下，其毛利润率亦相对较低。

好莱客门窗与整装品类拓展不利主要是因为一方面受到疫情影响导致生产基地和整装线下门店封锁，另一方面门窗与整装品牌并非好莱客自身品牌，两品类均为与其他企业合资的新品牌，需要一定时间的培养，而且好莱客也缺乏门窗与整装业务的行业经验，亟待进一步积累沉淀。目前由于两类产品的销售收入较低，销售量较小，规模生产效益无法得以实现，毛利润率偏低，拖累了好莱客整体的毛利润率。

综合来看，在好莱客的核心衣柜品类增速较慢的情况下，新品类拓展中只有橱柜与木门

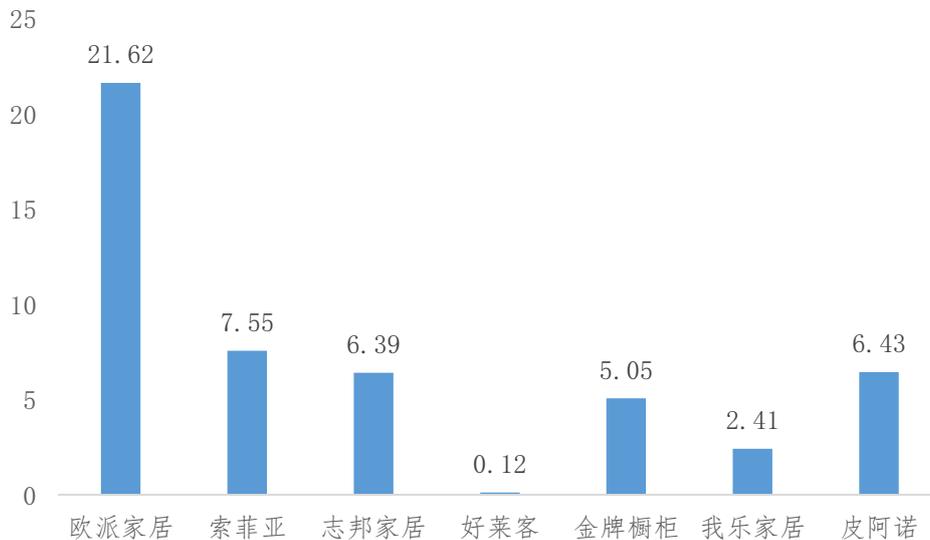
品类发展较好,能够成为总营业收入的新增长点。公司整装业务的营业收入未能实现放量增长,门窗业务则是原地踏步,两类产品的生产规模仍然较小,规模生产效益无法显现,在短期内无法为公司贡献利润。

三、引入千川提升大宗,工程业务存在隐患

1、好莱客自身大宗实力较弱,发展意愿亦较低

在收购湖北千川之前,好莱客大宗工程业务营业收入的表现较弱,2018年与2019年好莱客大宗业务实现营业收入129.82万元和1162.21万元,同比增长3271.66%和795.25%,2020H1大宗营业收入为3079万元,同比增长284.8%。而同行业大宗工程营业收入突破亿元大关并成为总营业收入新增长点的上市公司已经比比皆是,欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌橱柜、皮阿诺早在2018年或更早的时候大宗营业收入超过了一亿,我乐家居也在2019年突破亿元,上述企业都在零售渠道营业收入难以实现高速增长的情况下,依托大宗业务进一步提升了总营业收入的增速。而2019年好莱客大宗业务在7家涉及大宗工程的定制家居上市公司中排名垫底,规模最小。

图表:2019年7家上市定制家居公司大宗业务营业收入(单位:亿元)



资料来源:亿翰智库,企业公告

注:索菲亚仅含衣柜品类的大宗业务

事实上好莱客在上市前已经涉及大宗工程领域,公司招股说明书显示,早在2011年以前,好莱客就已经有大宗工程业务,但是总量较小,营业收入仅数百万元的水平。上市后公司一直将重心放在零售一侧,并没有着眼于工程业务的发展。2018年报中好莱客表示将集中资源与精力,为零售市场客户提供综合性的家居解决方案,更是明确了公司向零售深化发展的想法。

但是面对日渐疲软的零售增长速度,好莱客又需要大宗业务的拓展来辅助提升整体业绩。好莱客发展工程渠道的业务有两个难以快速解决的问题。一方面在于好莱客自身缺乏现场施工经验,由于工程业务的整体流程比零售更为复杂,同时不能拖延开发商的交房日期,好莱客自己的资源以及安装团队不具备相应的交付能力,因此没有现场施工经验的好莱客在这一点上较为被动,缺少能力去大力发展大宗工程业务。

另一方面,好莱客自身主营衣柜业务,而在精装房政策中衣柜是不被强制包含在装修范围内的,自身成熟的核心产品得不到大量工程订单,同时橱柜业务也才刚刚起步,品牌还未打响,行业中开发商选择好莱客品牌的倾向不高。因此,好莱客想要快速发展好大宗工程业务,光靠自身实力很难实现,需要一定手段进行突破。

2、收购千川实力大增,大宗业务突飞猛进

好莱客为了快速解决自身大宗工程能力不足的问题,将目光锁定在收购具有大宗能力的企业上,千川木门就这样进入了好莱客的视野。千川在工程板块实力较为强劲,2020年千川木门在房地产企业的供应商首选率达到了12%,仅次于江山欧派的16%,而春天、星月、TATA、梦天等知名木门企业都在两者之后,这充分展现了千川木门其工程渠道方面的强大。

好莱客在10月19日与湖北千川门窗公司签订《股权转让协议》,正式以7亿元现金收购湖北千川51%的股权,从此公司可以依托千川顺利进军大宗工程业务,实现业绩的快速增长,而千川也能够依托好莱客零售渠道进行拓展。此外千川由于工程业务较多且回款能力存在一定问题,需要外部资金进行周转。好莱客收购千川之后,千川既可以使用好莱客零售回款带来的资金,又可以通过好莱客的资源从银行等处获得更低利率的借款,两家企业实现优势互补。

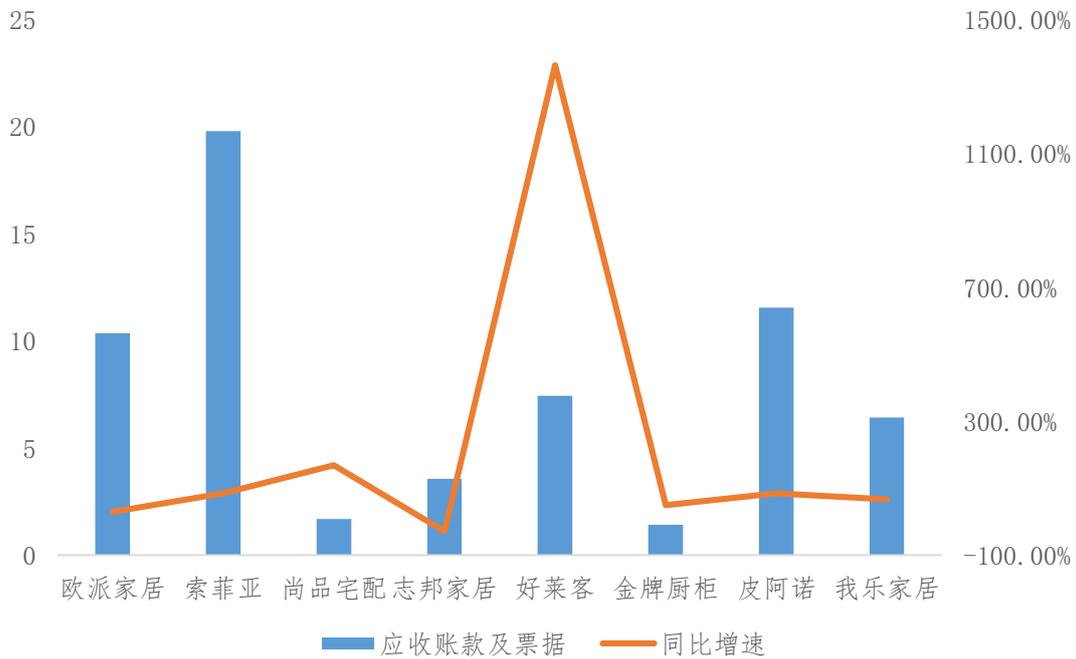
千川在2020年11月30日并入好莱客的报表后,仅一个月的时间,用6000多万元的营业收入帮助好莱客的大宗营业收入在2020年底成功冲上亿元大关,并在2021H1又超过了4亿元。千川的大宗业务也联动了好莱客自身品牌的产品品类扩大大宗端营业收入,例如千川木门与好莱客衣柜、橱柜产品在工程项目中的组合销售,同时千川大宗业务的生产与销售经验也为好莱客品牌赋能,推动好莱客自身的大宗工程实力进一步发展。此外,从具体业务上来看,千川主要销售油漆门,而行业龙头江山欧派主要销售无漆门,千川与江山欧派错位竞争。千川的油漆门用于相对高端的小区,规模生产能力相对成熟,成本控制得当,因此毛利润率也相对较高,这体现在了2020年报与2021中报当中木门品类和大宗业务的毛利润率大幅提升上。2020年好莱客木门毛利润率同比增长19.21个百分点,大宗毛利润率同比增长0.61个百分点,2021H1公司木门毛利润率同比增长18.67个百分点,大宗毛利润率同比增长15.36个百分点。

3、地产下行,大宗高速增长存疑

定制家居行业受地产行业的影响较大,随着地产行业的下行,定制家具企业也无可避免

的受到冲击。由于近年推出的“三道红线”政策，房地产企业存在较大的去杠杆的压力。并且在信贷发放以及购房资格收紧的情况下，房地产企业在融资与销售两方面承压，现金流紧张、生存压力大，导致对于地产下游企业的付现意愿降低，参与大宗工程业务的定制家居企业普遍出现了应收账款及票据金额的增长。2021H1 欧派家居的应收账款及票据金额同比增长 29.32%，索菲亚同比增长 84.83%，好莱客同比增长 1362.80%，金牌厨柜同比增长 49.62%，皮阿诺同比增长 84.80%，我乐家居同比增长 65.90%，定制家居企业的应收账款和票据规模普涨。

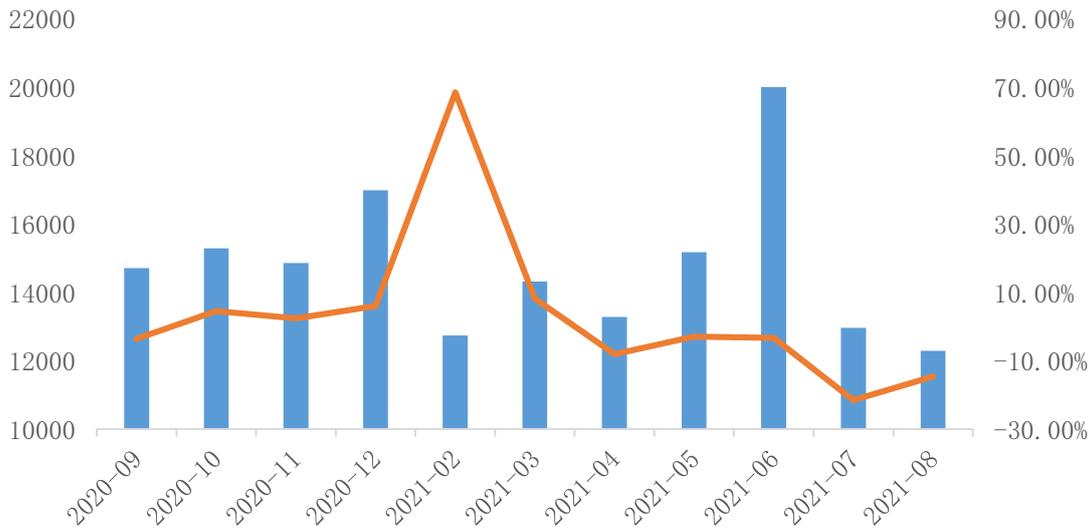
图表：2021H18 家定制家居上市公司应收账款及票据情况（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

同时，由于房地产企业的去杠杆压力，其投资动力不足，新开工投资意愿降低，未来对应的竣工情况或将有所下滑。随着越来越多的企业将大宗业务作为未来业务发力的重点，竞争日趋激烈，而未来竣工的下滑将导致大宗业务争夺将变得更为激烈，未来大宗工程的利润率会由于竞争环境的恶化而下行。

图表：中国新开工住宅房屋面积（万平方米）



资料来源：亿翰智库，企业公告

千川按照行业传统的“先货后款”开展大宗工程业务，开放商会先支付一部分的定金，在工程项目完工后再支付剩余金额，因此对千川造成了较多的应收账款。因为房地产当前紧张的现金流，付现意愿较低，支付项目货款的方式偏好商业票据的形式，所以也让千川的应收票据较快增长。更为严峻的问题在于千川最大的客户中国恒大，好莱客在 2021 上半年透露恒大的相关大宗业务占千川整体业务量的 20%，采用商业承兑汇票结算而非现金，2021 年 9 月恒大回款情况进一步恶化，相关票据能否及时兑付存疑。目前好莱客应收账款为 1.6 亿元，应收票据为 5.84 亿元，应收票据主要来自于千川，恒大的票据数额预计在 1 亿元以上，而好莱客 2020 年净利润为 2.7 亿元，未来中国恒大的坏账对公司全年的利润影响较大。

总体而言，受宏观层面上房地产调控的影响，虽然好莱客通过收购千川大幅提升了大宗工程业务的能力，快速提高了大宗的营业收入和利润水平，但是受限于房地产行业投资动力不足、新开工面积下滑，未来一两年内大宗业务的高速增长依然存在压力。同时由于大宗工程业务“先货后款”的特性以及房地产企业付现意愿的降低，千川将继续给好莱客带来较高的应收账款及票据，其中的应收票据还将因恒大的流动性问题而存在较大的坏账风险。

四、受千川拖累影响，利润与现金流承压

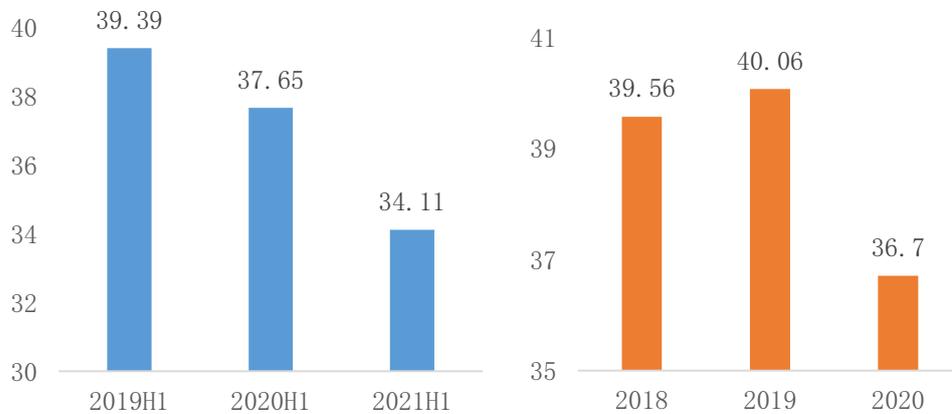
1、成本提升、持续让利经销商，毛利润率承压

2021H1 好莱客毛利润率为 34.11%，较 2020H1 下降 3.54 个百分点，较 2019H1 下降 5.28 个百分点。2020 全年毛利润率为 36.7%，较 2019 年下降 3.36 个百分点。同行业中，好莱客毛利润率下滑较多。相比之下，2021H1 欧派家居同比下降 1.13 个百分点，索菲亚同比下降 2.74 个百分点，志邦家居同比下降 0.04 个百分点，毛利润率下降幅度小于好莱客。

分产品来看，2021H1 好莱客衣柜品类的毛利润率为 37.36%，橱柜品类毛利润率为 20.55%，

木门品类毛利润率为 35.98%，同比分别变化-4.8、-5.72、18.67 个百分点，较 2019H1 分别变化了-5.81、-11.51、31.17 个百分点。衣柜与橱柜品类毛利润率连续两年下滑主要是因为好莱客在零售端让利经销商，而木门品类毛利润率是主要由于好莱客生产管理水平提升以及收购湖北千川所致，湖北千川的木门工程业务水平较高，快速拉动了好莱客大宗业务的毛利润率，2021H1 同比增长 15.36 个百分点，达到 36.48%。虽然大宗业务的毛利润率在并购千川后大幅增长，但零售渠道方面毛利润率下滑较为明显。好莱客在成本价格提升情况之下，持续给经销商让利。2021 年公司亦暂无取消让利的计划，销售收入无法同成本增幅跟进，因此 2021H1 门店的毛利润率下滑至 34.22%，同比下降 6.88 个百分点，预计 2021 年内难以恢复至疫情前的水平。

图表：好莱客 2018 至 2021H1 报告期毛利润率（单位：%）



资料来源：亿翰智库，企业公告

综合而言，在营业成本方面，好莱客受到基材升级成本提高的影响，产品制造费用抬升较大。在营业收入方面，好莱客对经销商的持续让利，为了保障经销商的正常经营，不得不暂时放弃产品涨价，维持整体价格的平稳，营业成本增速高于营业收入增速，导致了 2020 和 2021H1 公司毛利润率快速下滑。此外，新品类门窗与整装品类的营业收入较低，规模生产效益无法显现，也在一定程度上拖累好莱客整体的毛利润率。

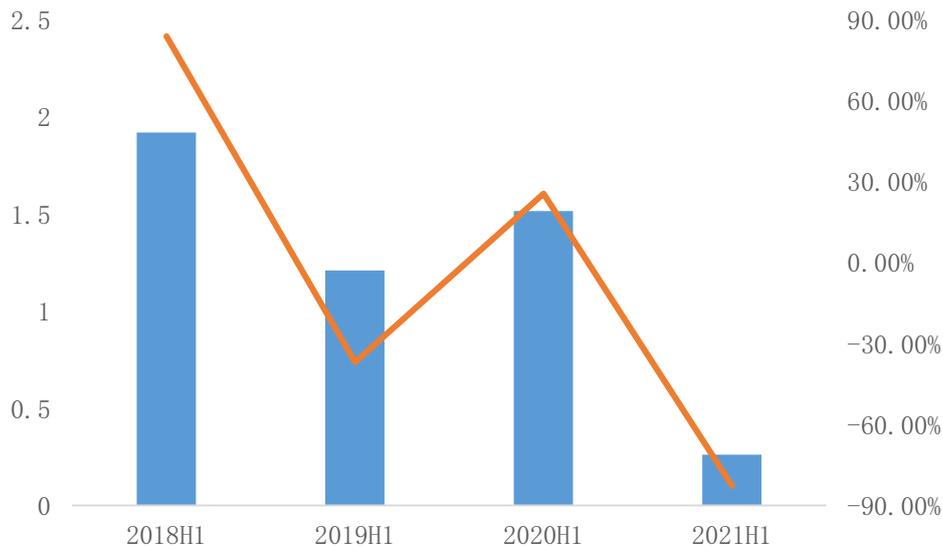
好莱客的净利润率在 2020 年跟随毛利润率的下滑而同步下滑，但下滑幅度上，净利润率略多于毛利润率，这主要是因为员工的薪酬提升，以及为了应对激烈竞争的市场而加大新品研发，致使好莱客在管理费用和研究费用上持续增加支出，千川的并表也对期间费用的增长有一定影响，造成了净利润率下滑幅度略多于毛利润率。2021H1 净利润率同比有所回升，达到 11.9%，虽然期间费用同比有一定程度的增长，但是期间费用的增速仅为 44%，小于营业收入 105%的增速，表明了公司较强的控制费用能力。

2、经营性现金流大幅下滑，千川成为主因

2021H1 好莱客经营性现金流净额出现大幅下滑，同比减少 82.8%，是近四年来第一次出

现如此大程度的降幅。前三年的上半年中仅 2019H1 出现下滑，较 2018H1 下降约 37%。具体拆分经营性现金流，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 14.31 亿元，同比增长 68.4%，而购买商品、接受劳务支付的现金为 8.59 亿元，同比增长 125.42%，支付给职工及为职工支付的现金为 3.28 亿元，同比增长 74.83%。可以看出，好莱客销售商品、提供劳务收到的现金增速只有购买商品、接受劳务支付的现金增速的大约二分之一，支付给职工及为职工支付的现金也同比大幅增长，增速超过售商品、提供劳务收到的现金增速。

图表：2018H1 至 2021H1 经营性现金流净额情况（单位：亿元）



资料来源：亿翰智库，企业公告

造成上述情况的主要原因是湖北千川并表所致。一方面湖北千川大批员工的薪酬支出划入了好莱客的报表，另一方面 2021H1 湖北千川与客户交易以商业承兑汇票结算为主，经营活动现金流入减少。在中报附注中，子公司湖北千川实现营业收入 4.2 亿元，经营活动现金流入量仅为 9534 万元，而母公司好莱客实现营业收入 10.87 亿元，经营活动现金流入量 12.8 亿元，净流入 1.4 亿元，同比增长 200.78%。可以看出千川的现销比极低，回收不了现金但又为进一步开展业务，最终只能依赖于好莱客的自有现金与相应短期借款。

湖北千川的资产负债状况不佳。湖北千川在被好莱客收购前，公告披露的资产评估报告显示，千川资产负债率为 65.14%，应收账款及票据为 2.9 亿元。2020 年 11 月并表时，湖北千川负债同比增长 99.5%，达到了 8.98 亿元，资产负债率达到 70%，现金比率为 3.9%，5 个月内应收账款及票据较 2020 年 6 月增长 109%，其他应付账款增长 90%。2020 年 12 月湖北千川受让成都千川门窗 100% 股权，成都千川 2019 年底负债 4.79 亿元，资产负债率达到 87.21%。对比木门行业龙头江山欧派 2020 年底 53.75% 的资产负债率以及 35.94% 的现金比率，千川的资产负债率处于一个较高的状态。收购千川木门，虽然能够为好莱客带来大宗业务营业收入的突破，但未来也将让好莱客承受现金流上的压力。

综合来看,好莱客由于在成本不断提升的情况下,持续让利经销商,2020年以来,毛利率承压严重。此外由于收购了有着较高负债率的湖北千川及其子公司,公司整体经营性现金流大幅下滑,大量来自千川的应收票据无法转化为现金,未来好莱客的现金流恐将持续承压。

五、2020年基数较低,2021全年快速增长

好莱客核心的衣柜产品营业收入近几年的增速并不出色,且由于2020年疫情的影响,好莱客在2020上半年的业绩情况下滑严重,致使2020全年数据低迷。2021年在国内经济持续恢复的大环境下,相比于2019年,衣柜品类2021全年营业收入将以较为平稳的速度重新恢复增长。在对经销商的让利政策相对稳定的情况下,预计毛利率也将维持在二季度35.78%左右的水平线上。中长期发展上,由于好莱客对经销商的零售改革还在继续推进,相应成效将不断显现,2021H1经销门店的平均单店收入同比增长40.6%,较2019年增长6.7%,未来衣柜品类可以保持在较为稳健的发展速度上带动公司整体营业收入提升。

在收购湖北千川并吸取其大宗工程生产与销售经验后,2021年全年木门与橱柜两类产品主要依托大宗渠道、辅以零售门店,营业收入与利润都将以较高的同比增速提升,成为未来好莱客业绩的重要增长点。而好莱客门窗与整装业务在一两年后,不断积累经营经验与品牌实力,或将成为另一方面的看点。但在短期内,由于营业收入的规模较小以及营业成本较高,两类产品对于公司难以有显著的利润贡献。

综上所述,2021全年好莱客将依靠2020年的低基数以及收购湖北千川带来的红利完成营业收入的快速增长。未来以木门为主的大宗业务将以较快的增长速度成为公司营业收入与利润提升的主要动力,但大宗业务产生的应收款项存在较大减值压力,好莱客的弯道超车之路仍然任重而道远。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码