

帝业初成 扩土开疆

——海尔智家（600690.SH）深度之卡萨帝专题 家用电器/白色家电



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

卡萨帝异军突起，引领高端家电行业。2015年后海尔旗下卡萨帝厚积薄发，克外资成霸业，究其品牌之路，由行业要素、品牌护城河、边际增量三方展开。

是怎样的行业要素成就了其所在高端家电市场的兴起？

- ◆ 家电具高消费弹性，成为高端营销基石。最高/最低收入组的家电支出比达10倍，远超总消费比。而家电提价已落后于收入增长，极具潜在上升空间。
- ◆ 高收入群体占比及消费能力均增厚。高收入受众规模增速超10%，潜在中产受众远期总量客观。且头部收入五年CAGR8.3%，高端消费概率增厚。
- ◆ 新中产理念觉醒推动高端发展。新中产青睐高价优质，首重高端家电品质。18年新中产高端家电意愿达75-82%，增厚24-41pct，高端家电零售份额同比提升1.9-3.9pct，冰洗新品市场高端占比26.3%/42.3%，持续边际扩张。

成帝之路上铸就了哪些护城河，又取得了怎样的成就？

- ◆ 产品创新深、广兼备。既有以自由嵌入式、双筒分区洗衣机等代表的硬核突破，又重视迭代及设计；且全品类广布局，规格矩阵化，细节配置完备。
- ◆ 品牌升级，定位高端。品牌+会员活动齐出，以KOL强化“轻奢”，积累1200万会员获行业最高忠诚度，最高均价且提价超18%以定档，终获高知名度。
- ◆ 依托海尔，渠道强度拔群。门店破8000家，入口多元化，全供应链多快好省，引流效果无一同类可比。线上电商全覆盖，海外造势初步入场发达地区。
- ◆ 增速爆发，高端占比称帝。17/18年增速41%/44%，1W+份额42.7%，冰洗份额各40.6%/77%。海尔-卡萨帝系独占冰洗市场盈利、规模龙头红利。

以往鉴来，后续哪些边际增量将助卡萨帝扩土开疆？

- ◆ 受众、技术、艺术化推动，高端白电18年640.7亿元，21年可突破千亿。
- ◆ 冰洗强大，价格带全覆盖均价高企。西门子价位退坡后，3-5年内难有对手；空厨增量，高端超400亿，全屋及空调战略拓宽覆盖，顶端深耕边际突破。
- ◆ 供应链升级。冰洗空高端产能释放；“七星级标准”服务深化售后；渠道高毛利下主动推进；前期渠道完备后期间费用具下降预期，推动盈利优化。

投资策略：高端家电规模扩张下，冰洗率先获利，空厨低基数增长有望加速，判断卡萨帝至23年营收达225.4亿元，税后净利润37.4亿元，可将海尔净利率由5.3%上提至6.9%。预计海尔19-21年归母净利润分别为92.8/96.5/116.4亿元，EPS为1.5/1.5/1.8元，对应PE12.9/12.4/10.3，维持“买入”评级。

风险提示：竞争格局恶化，经济增长大幅低于预期，可转债推进实施低于预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	159,254.4	183,316.5	199,101.7	222,140.8	244,636.5
增长率(%)	33.75%	15.11%	8.61%	11.57%	10.13%
归母净利润(百万元)	6,925.79	7,440.23	9,281.05	9,649.40	11,641.59
增长率(%)	37.51%	7.43%	24.74%	3.97%	20.65%
净资产收益率(%)	21.50%	18.88%	20.23%	18.33%	19.16%
每股收益(元)	1.14	1.21	1.46	1.52	1.83
PE	16.56	15.55	12.91	12.41	10.29
PB	3.56	3.04	2.61	2.28	1.97

资料来源：公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（维持）

2019年12月23日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

秦一超

研究助理

qinyichao@shgsec.com

021-20639326

交易数据

时间 2019.12.20

总市值/流通市值(亿元)	1,186.64/1,186.64
总股本(万股)	630,855.27
资产负债率(%)	66.93
每股净资产(元)	6.91
收盘价(元)	18.81
一年内最低价/最高价(元)	13.15/19.18

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《海尔智家季报点评：内销优化海外稳健 卡萨帝增速突破》2019-10-31
- 2、《海尔智家半年报点评：逆市稳健穿越周期 战略开拓成套时代》2019-08-30
- 3、《海尔智家公司深度研究：时代的企业创时代》2019-08-14

证券研究报告

内容目录

1. 卡萨帝——中国高端家电品牌的领航者	6
2. 行业要素：高端家电兴起由市场趋势推动	7
2.1 营销基础：家电自身的高消费弹性是高端市场基石	7
2.2 受众大增：高收入双维增厚 铺就高端家电成长沃土	11
2.3 理念转型：高消费群体观念转变 带来高端需求觉醒契机	13
2.4 市场推动：需求引导下高端家电蓬勃发展	17
3. 品牌护城河：产品品牌渠道三马车共就帝业	19
3.1 产品技术：硬核创新+全品布局 深度与广度共筑顶端优势	20
3.1.1 硬核变革引领边界性突破 迭代设计保证升级推进	20
3.1.2 高端全品类布局 实现点面结合式推广	24
3.1.3 高端产品规格矩阵化 实现细节全覆盖	26
3.2 品牌定位：推广活动+高价锚定 品牌力厚积薄发	29
3.3 渠道覆盖：深广兼备 高端品牌难以复制的销售体系	33
3.3.1 线下渠道布局 在高端市场一骑绝尘	33
3.3.2 线上渠道 正处布局的快速发展期	35
3.3.3 海外：尚处初步覆盖期 提升国际品牌影响力	37
3.4 依托海尔 研发生产渠道资源雄厚	39
3.5 拐点爆发 登顶高端家电帝位	42
4. 边际增量：高端龙头正迎黄金发展期	46
4.1 高端家电规模持续释放	46
4.2 冰洗格局优越 短期难逢对手	50
4.3 空厨增长可期 全屋及战略调整推进	54
4.4 供给端升级 供应链优化	55
4.5 卡萨帝规模与盈利预测	60

图表目录

图 1：卡萨帝品牌搜索指数自 2015 年后加速提升	6
图 2：海尔系各品牌营收规模及价格定位示意图（2018）	6
图 3：海尔旗下各品牌 2018 年营收增速情况	6
图 4：卡萨帝品牌营收增速情况	7
图 5：卡萨帝主营结构变化（内-外：2017/2018/2019E）	7
图 6：城镇居民不同收入组耐用消费品现金支出及占总消费比例变化（2012）	8
图 7：各收入人群消费现金支出（元）及耐用消费占比情况	9
图 8：最高收入户/最低收入户的耐用支出的消费倍数变化	10
图 9：各家电均价增速及高中低收入户消费支出增速对比	10
图 10：中国家庭年收入分布（%）	11
图 11：美国家庭年收入变化（%）	11
图 12：中国高净值人群规模及增速	11
图 13：中国中高端富裕人群规模及增速	11
图 14：2013-2018 年全国居民按收入五等份分组的人均可支配收入变化情况（元）	13
图 15：全国及城乡高收入组可支配收入及增速	13
图 16：新中产人群画像	14

图 17: 新中产品牌消费观.....	14
图 18: 新中产阶层消费类型.....	14
图 19: 2018 年新中产关注的消费领域 TOP10.....	15
图 20: 新中产近两年购置或更换家电行为.....	15
图 21: 新中产家电购买需求特质.....	15
图 22: 高端家电消费人群主要购买目的.....	16
图 23: 中国高端家电消费者身份标签.....	16
图 24: 2017-2018 年新中产高端家电购买意愿变化情况.....	17
图 25: 顶端家电零售额占比持续提升.....	18
图 26: 2019 年高端冰箱在新品市场占比.....	18
图 27: 2019 年 4 至 10 月高端洗衣机在新品市场占比.....	18
图 28: 2020 比 2018 年高端及超高端家电细分市场增幅预测.....	19
图 29: 卡萨帝自由嵌入式冰箱展示图.....	21
图 30: 现阶段高端市场自由嵌入式产品占比 (2019.10).....	21
图 31: 卡萨帝双筒分区洗衣机展示图.....	21
图 32: 分区多筒洗衣机零售量及增速.....	21
图 33: 卡萨帝部分高端智能家电系列.....	25
图 34: 卡萨帝四大全品类套系化购买套餐.....	25
图 35: 卡萨帝不同品类组合购买套餐.....	26
图 36: 高端品牌 1.2W+冰箱布局 (款).....	27
图 37: 高端品牌不同箱门结构冰箱布局 (款).....	27
图 38: 高端品牌不同容积冰箱布局 (款).....	27
图 39: 高端品牌不同宽度冰箱布局 (款).....	27
图 40: 2019 年 1-11 月不同门型冰箱零售额占比及增速.....	28
图 41: 高端品牌 1.2W+洗衣机布局 (款).....	28
图 42: 高端品牌不同产品类别洗衣机布局 (款).....	28
图 43: 高端品牌不同洗涤容量洗衣机布局 (款).....	29
图 44: 高端品牌不同洗干类别洗衣机布局 (款).....	29
图 45: 卡萨帝品牌形象积累历程.....	30
图 46: 卡萨帝精英用户代表.....	31
图 47: 新中产品牌忠诚度.....	31
图 48: 新中产品牌忠诚度变化趋势.....	31
图 49: 家电行业主要品牌分品类用户忠诚度 (分).....	32
图 50: 各高端品牌冰洗均价及变化情况.....	32
图 51: 细分冰箱类型各高端品牌均价及变化.....	32
图 52: 卡萨帝品牌知名度提升带来市场爆发.....	33
图 53: 卡萨帝体验店分布.....	35
图 54: 卡萨帝创意生活馆分布.....	35
图 55: 近年同期家电网购渗透率变化.....	35
图 56: 2019H1 家电线上渠道零售额占比情况.....	35
图 57: 高端家电天猫店铺分布 (2019.10).....	37
图 58: 2019 年卡萨帝在主要电商平台销售额 (万元).....	37
图 59: 卡萨帝线上营收情况 (2018.11-2019.11).....	37
图 60: 卡萨帝全球市场覆盖范围.....	38
图 61: 海尔全球化市场地位及三位一体格局.....	39
图 62: 卡萨帝技术能力支撑.....	40

图 63: 卡萨帝设计能力支撑.....	40
图 64: F+自由嵌入式冰箱融入国际各研发中心核心技术.....	40
图 65: 海尔历年产量（万套）.....	41
图 66: 海尔供应链资源雄厚（2018）.....	41
图 67: 卡萨帝售后网点分布.....	42
图 68: 海尔售后网点分布.....	42
图 69: 卡萨帝整体及细分产品收入增速变化.....	43
图 70: 卡萨帝高端家电组分逐年市占率.....	43
图 71: 2019 前 30 周万元以上洗衣机市场格局.....	44
图 72: 2019 前 41 周高端冰箱市场格局.....	44
图 73: 2019 年 10 月空调 1.5W+市场格局.....	44
图 74: 2019 年 10 月空调 6K+市场格局.....	44
图 75: 2019 第 42 周高端热水器市场格局.....	44
图 76: 19H1 线下洗衣机市场品牌均价及零售量份额对比.....	45
图 77: 19H1 线下冰箱市场品牌零售额份额及均价对比.....	46
图 78: 整体高端家电市场零售额占比推算.....	47
图 79: Statista 口径下全球智能家电市场规模及增速.....	47
图 80: 2019 年全球 Top5 各国智能家电市场规模.....	47
图 81: 奥维口径下全球智能家居市场规模及增速.....	48
图 82: 易观口径下中国智能家居市场规模及增速.....	48
图 83: 艺术化是新中产家电购买重要驱动因素.....	48
图 84: 2017H1 艺术化电热水器线下价格拉力.....	48
图 85: 艺术化柜机空调渗透率.....	49
图 86: 柜机空调艺术化发展历程.....	49
图 87: 高端冰洗空市场规模（亿元）及同比增速变化.....	50
图 88: 高端家电代表品牌冰箱价格分布（元）.....	51
图 89: 高端家电代表品牌洗衣机价格分布（元）.....	51
图 90: 西门子洗衣机价格结构演变.....	52
图 91: 西门子中高端价位占比自 2015 年起持续下滑.....	52
图 92: 19 年 1-11 月线下万元以上冰箱品牌份额.....	53
图 93: 19 年 1-11 月线下万元以上洗衣机品牌份额.....	53
图 94: 万元以上顶端家电市场品牌市占率变化示意图.....	53
图 95: 卡萨帝智慧全屋方案示例.....	54
图 96: 卡萨帝与三联家电合作推出 29-92 万 6 种全屋方案.....	54
图 97: 卡萨帝 1.5W+空调市占率变化.....	55
图 98: 卡萨帝在海尔智家洗衣机收入占比逐年提升.....	56
图 99: 卡萨帝在海尔智家热水器收入占比逐年提升.....	56
图 100: 家电行业服务消费时代来临.....	57
图 101: 家电业由产品消费走向服务消费.....	57
图 102: 中产阶层对家电的要求.....	57
图 103: 中产阶层认为高端家电应具备的特征.....	57
图 104: 空调消费各环节用户关注度.....	58
图 105: 空调消费各环节用户差评率.....	58
图 106: 线上热水器消费各环节差评率.....	58
图 107: 线上热水器消费安装环节差评率.....	58
图 108: 彩电售后体验差评分布.....	58

图 109: 卡萨帝七星级服务标准	59
图 110: 2018 家电服务业消费者权益保护调查结果 (分)	59
图 111: 卡萨帝主营业务预测及增速	61
表 1: 不同收入等级城镇居民家庭平均消费支出对比 (2012 年)	8
表 2: 不同机构对中国中产阶级规模的推算	12
表 3: 2009 年与 2018 年间高端家电的消费升级理念对比	16
表 4: 中国高端家电市场各品牌阵营一览	20
表 5: 卡萨帝“双科技”创新引领市场	22
表 6: 卡萨帝产品多轮迭代历程	22
表 7: 卡萨帝技术与设计创新历程	23
表 8: 国内高端家电市场主要品牌产品布局	24
表 9: 1.2W+ 高端市场中各品牌冰箱 SKU 矩阵式配置	26
表 10: 1.2W+ 高端市场中各品牌洗衣机 SKU 矩阵式配置	28
表 11: 卡萨帝会员俱乐部内容	30
表 12: 卡萨帝品牌指标提升过程	33
表 13: 卡萨帝渠道扩张历程	34
表 14: 高端家电各品牌渠道对比	34
表 15: 卡萨帝线下各类渠道种类	34
表 16: 2019 年京东高端家电成交额增幅	36
表 17: 高端家电线上渠道布局	36
表 18: 卡萨帝海外渠道扩张历程	38
表 19: 卡萨帝“世界级用户榜单”	38
表 20: 各品牌售后网点数量对比	42
表 21: 高端家电品牌艺术化布局	49
表 22: 冰洗空高端市场规模测算	49
表 23: 海尔智家可转债项目扩产能推进高端化战略	56
表 24: 卡萨帝各产品业务拆分及预测	60
表 25: 公司盈利预测表	62

1. 卡萨帝——中国高端家电品牌的领航者

卡萨帝“异军突起”，中国高端家电品牌引领行业。自 2015 年左右，在我国遍地外资品牌的高端家电市场圈层中，海尔旗下的卡萨帝进入消费者视野逐步广为人知，至 2018 年卡萨帝在万元以上家电市场中份额高达 42.7%，力克西门子、松下等传统高端品牌成就帝位。对于这个自 2006 年由海尔在本土一点一滴组建的顶端品牌，

- ◆ 是怎样的行业要素成就了其所在高端家电市场的兴起？
- ◆ 成帝之路上铸就了哪些护城河，又取得了怎样的成就？
- ◆ 以往鉴来，后续哪些边际增量将助卡萨帝扩土开疆？

我们认为这些内容对探究海尔智家中长期投资机会具有深刻意义，并可借卡萨帝管窥本土高端品牌的崛起之道，因此撰写本篇卡萨帝专题。而关于海尔智家整体的深入逻辑，请参阅我们的前期公司深度报告《时代的企业创时代》。

图1：卡萨帝品牌搜索指数自 2015 年后加速提升



资料来源：百度指数，申港证券研究所

卡萨帝 Casarte 是海尔旗下七大品牌之一，目前最具增量空间。“Casarte”即意大利语“家的艺术”。在海尔旗下七大品牌中，卡萨帝、海尔、统帅主要覆盖国内市场，分别定位于高中低端家电市场。其中，卡萨帝营收增速 2018 年实现 44% 居七品牌首位，其作为近年增速最强、潜在空间最广、盈利能力最优秀的品牌，成为海尔的核心增量。

图2：海尔系各品牌营收规模及价格定位示意图（2018）

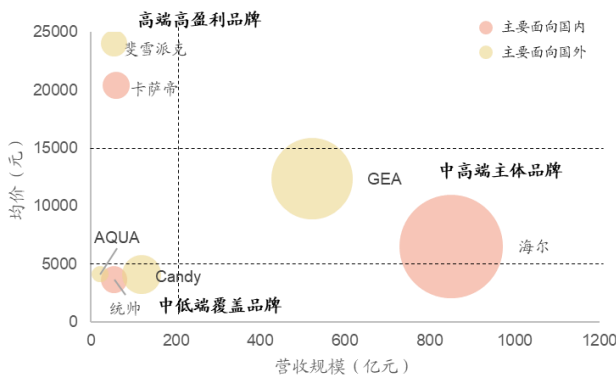
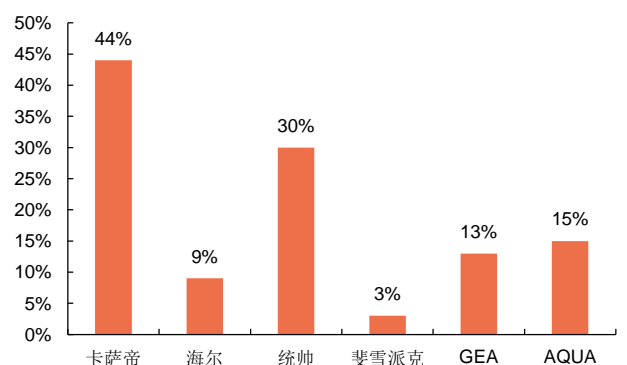


图3：海尔旗下各品牌 2018 年营收增速情况

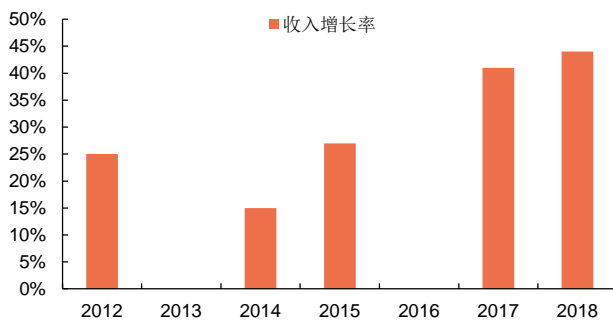


资料来源: 公司公告, Amazon, 品牌官网, 京东, 申港证券研究所 注: 1) 气泡面积代表营收规模; 2) 斐雪派克、Candy 以厨电产品报价为参考, 其价位仅作参考
作示意图

卡萨帝近年正处高速增长期, 主营结构由冰洗核心向空厨多元化推进。

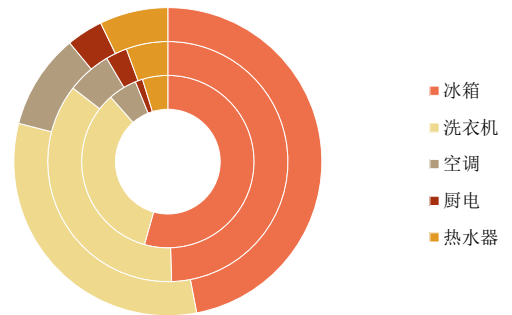
- ◆ **高增速:** 卡萨帝 2018 年营收实现 58 亿元, 2017、2018 年增速分别高达 41%、44%, 伴随 2015 年前后品牌知名度的确立, 卡萨帝进入了高成长阶段。
- ◆ **主营结构:** 其产品结构以冰箱、洗衣机为主, 2018 年冰箱、洗衣机营收占比测算分别为 49.5%和 36%, 空调则约 6%, 其余为厨电、热水器组分。而伴随其在空厨领域的多元化布局, 主营中空调、厨电比重持续增厚, 根据 2019 年至今数据测算, 其空调占比可达 10%, 空厨热加和份额为 21%, 较 17 年增加 9.5pct。
- ◆ **竞争地位:** 至 2018 年卡萨帝在万元以上家电市场份额达 42.7%, 而 2019 年前三季度累计中, 冰箱 1W+市场份额 40.6%, 洗衣机 1W+份额 76.8%, 空调 1W+占比 10.2%。

图4: 卡萨帝品牌营收增速情况



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图5: 卡萨帝主营结构变化 (内-外: 2017/2018/2019E)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

面对卡萨帝这一卓越的成绩单, 其研究热点在于成就高端品牌领袖的护城河及其稳固性, 因此我们随后由行业要素、品牌护城河、边际增量等三个方面深入展开。

2. 行业要素: 高端家电兴起由市场趋势推动

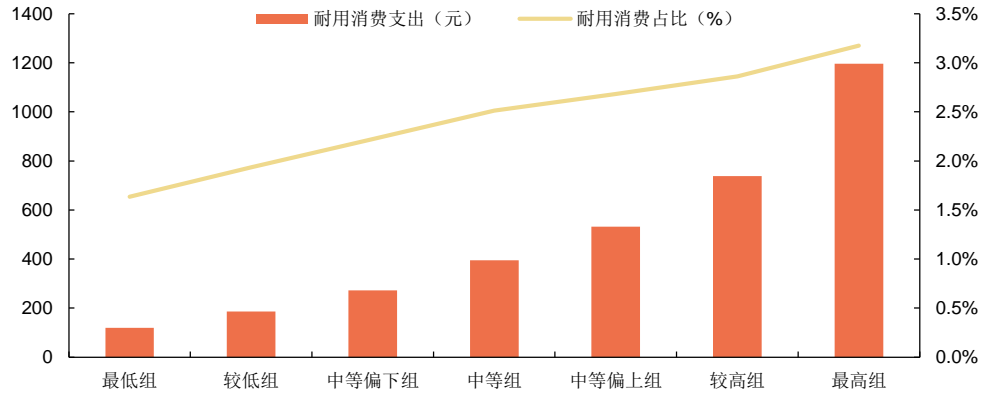
伴随经济快速发展, 我国由早期家电普及为主逐步转向产品消费升级, 这也正是家电品牌由大众化定位向高端化细分的过程。而**高端品牌得以存在及成长的基础, 在这一阶段的行业营销基础、受众规模扩张、消费习惯转变等行业趋势上充分体现。**

2.1 营销基础: 家电自身的高消费弹性是高端市场基石

消费对比中采用不同收入户消费支出作为对比工具。2012 年之前国家统计局将居民按家庭收入高低划分为最高收入户 (10%)、较高收入户 (10%)、中等偏上收入户 (20%)、中等收入户 (20%)、中等偏下收入户 (20%)、较低收入户 (10%) 和最低收入户 (10%) 等七组, 考察其人均可支配收入、消费现金支出等, 其中便拆分出耐用消费品即家电的消费支出情况。值得一提的是 2013 年后统计局改变了收入划分层级, 并不再单拆耐用消费品的支出情况, 故所用最新数据为 2012 年。

伴随不同阶层收入提升，耐用消费品支出占比呈提升趋势。2012 年，最高收入户耐用消费品现金支出为 1195.8 元，同期最低收入户相应支出仅 119.4 元。更重要的是收入提高，耐用支出占总消费支出比例随之提升，最低组耐用消费占比仅 1.6%，而最高组的占比已达到 3.2%，占比翻倍。证明家电消费是在家庭富裕的情况下倾向多消费投入的品类，具备高端消费倾向。

图6：城镇居民不同收入组耐用消费品现金支出及占总消费比例变化（2012）



资料来源：国家统计局，申港证券研究所 注：最低到最高收入户占比分为 10%/10%/20%/20%/20%/10%/10%

横向比较各类消费，耐用消费品的消费弹性极强，不同人群消费习惯差异大。

- ◆ 总体看，最高收入户的总消费现金支出是最低组的 5.2 倍，这一消费倍数可作为不同收入组消费差距的基准。
- ◆ 各项中食品、居住、医疗等生存刚需的消费弹性较低，如粮食、蛋类消费低至 1.5 倍、1.7 倍，消费支出受收入影响极小。
- ◆ 而衣着、耐用消费品、交通、娱乐等具有高消费弹性。其中耐用消费品最高/最低支出高达 10 倍，翻倍地高于总基准的 5.2 倍，具极高消费弹性，仅次于确定性支出里的交通通信消费倍数。
- ◆ 这一方面意味着高收入人群强烈地将资金向家电类消费倾斜，家电具备高端消费的营销行为学基础，另一方面则意味着高收入人群的家电消费观与中低端的层级差异较大。

表1：不同收入等级城镇居民家庭平均消费支出对比（2012 年）

	城镇最高收入户(10%)	城镇中等收入户(20%)	城镇最低收入户(10%)	最高/最低的消费倍数
总消费现金支出(元)	37661.7	15719.9	7301.4	5.2
食品(元)	10323.1	6061.4	3310.4	3.1
粮食(元)	564.5	473.2	365	1.5
肉禽及其制品(元)	1555.7	1249.4	767.5	2.0
蛋类(元)	147.1	125.7	84.3	1.7
水产品(元)	768.2	412.7	173.4	4.4
奶及奶制品(元)	423.3	260.1	125.8	3.4
衣着(元)	3928.5	1765.9	706.8	5.6
服装(元)	3019.3	1288.1	494.8	6.1
居住(元)	3123.3	1384.3	832.6	3.8

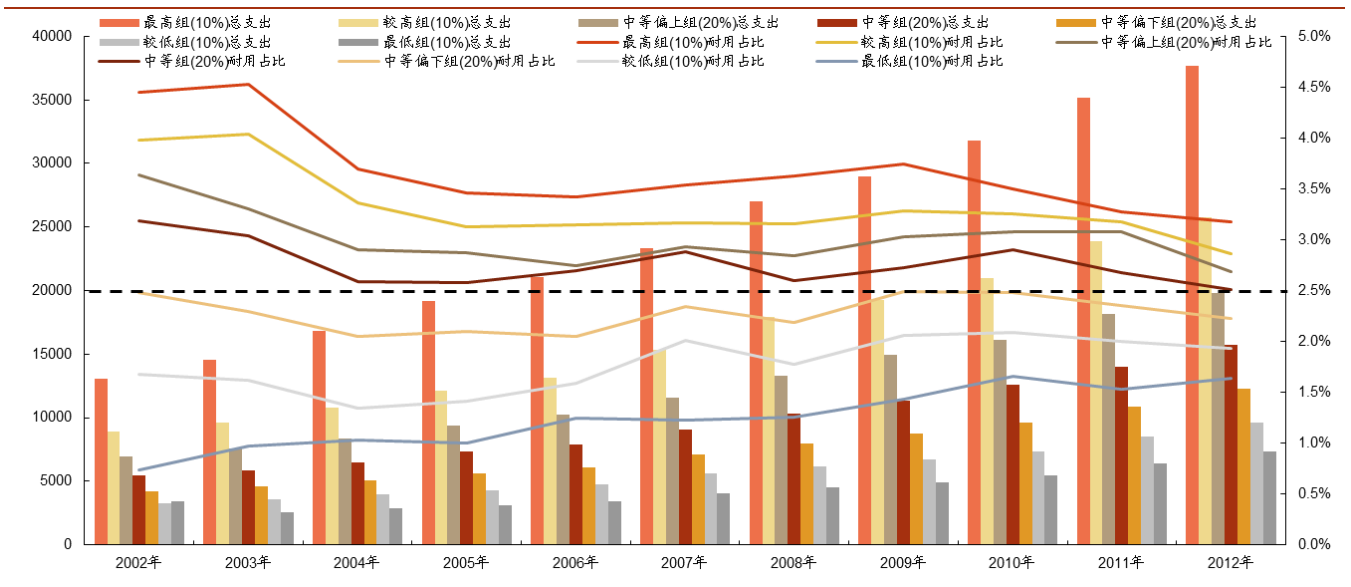
	城镇最高收入户(10%)	城镇中等收入户(20%)	城镇最低收入户(10%)	最高/最低的消费倍数
住房(元)	1520.4	354.8	177.5	8.6
家庭设备及用品(元)	2807.3	1033.6	405.4	6.9
耐用消费品(元)	1195.8	395.2	119.4	10.0
交通通信(元)	7971.1	2063.3	602.8	13.2
文教娱乐(元)	5431.6	1785.5	723	7.5
文化娱乐用品(元)	1187.2	404.8	144.7	8.2
医疗保健(元)	1951.1	1096	548.3	3.6
其他(元)	2125.7	529.9	172.1	12.4

资料来源：国家统计局，申港证券研究所 注：最后一列以总消费倍数为基准，消费弹性越低则灰度越深，消费弹性越高则红色越深。

但另一方面纵向看，伴随经济发展，不同层级耐用消费品的消费差距逐步收敛。

- ◆ 2002-2012 十年间，城镇居民总可支配收入翻了 3.2 倍，相应消费支出翻了 2.8 倍，居民经济持续改善带来消费行为的变化。
- ◆ 伴随经济发展，不同收入群体的耐用消费占比呈收敛趋势，即低收入人群随着时间推移/总支出提升，耐用消费占比逐步提升，而高收入人群的耐用消费占比则逐步下降。

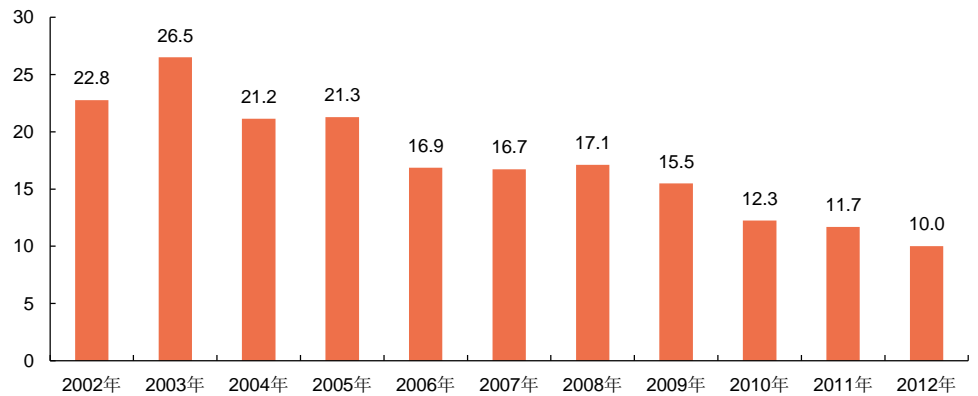
图7：各收入人群消费现金支出（元）及耐用消费占比情况



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

- ◆ 家电支出的消费倍数持续减少。由最高/最低收入户的耐用支出倍数看，由 2002 年的 22.8 倍，持续降低至 2012 年的 10 倍。一方面为最低组支出额的基数提升导致数据上倍数收窄，另一方面则源于经济增速高于耐用品消费增速。

图8：最高收入户/最低收入户的耐用支出的消费倍数变化

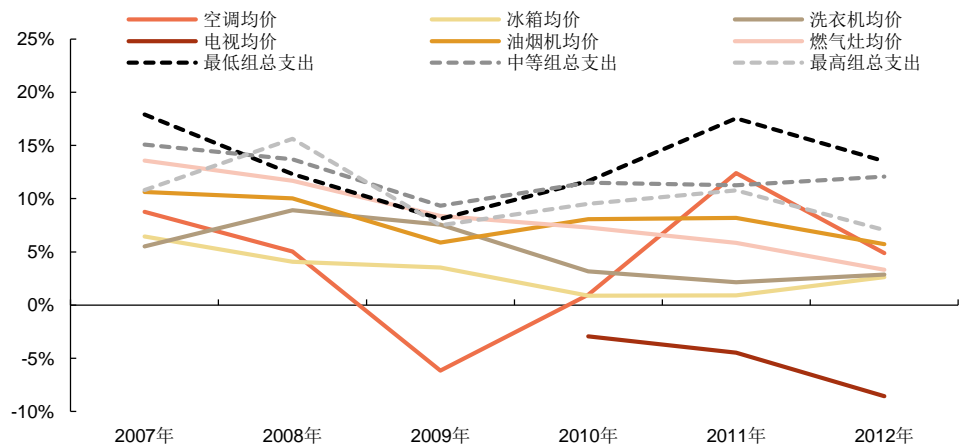


资料来源：国家统计局，申港证券研究所

总消费支出增速高于各家电均价增速，证明家电档位提升逐步落后于居民经济增长下对耐用品的心理预期。

- ◆ 各收入户总消费户增速普遍高于家电均价增速。以 CAGR 计，2006-2012 年间最高/中等/最低收入户的总消费支出 6 年 CAGR 分别为 13.5%、12.1%和 10.2%，而相应的空冰洗烟灶均价的 6 年 CAGR 分别仅为 4.1%/3.1%/5%/8.1%/8.3%。
- ◆ 数量限制下家电消费额增速不足，导致耐用消费占比相对下滑。由于大家电具有较确定的“一户一机”限制（除空调），而均价增速有限，导致家庭家电消费增速显著低于家庭经济增长水平，进而带来高端收入户的耐用消费占比下降。
- ◆ 由此判断，高端收入户耐用消费占比的下滑，并不意味着对家电的投入和重视度下滑，更多是由于普适性家电品牌/价格档位升级缓慢，逐步落后于高端收入人群对家电的潜在心理预期范围，换言之高收入群体对家电消费的潜在余量增厚。
- ◆ 更进一步判断，基于家电远高于其他类型消费的高消费弹性，如市场出现在功能技术、品牌力（轻奢属性）、服务体验上被认可的高端家电产品，高收入群体将有足够的消费支出潜在空间来满足其产品溢价。正如苹果之于手机，戴森之于吸尘器，在家电市场中存在高端消费倾向的土壤以供高阶品牌的生存和壮大，而这正是卡萨帝的营销行为学基础。

图9：各家电均价增速及高中低收入户消费支出增速对比



资料来源: 国家统计局, 中怡康, 申港证券研究所

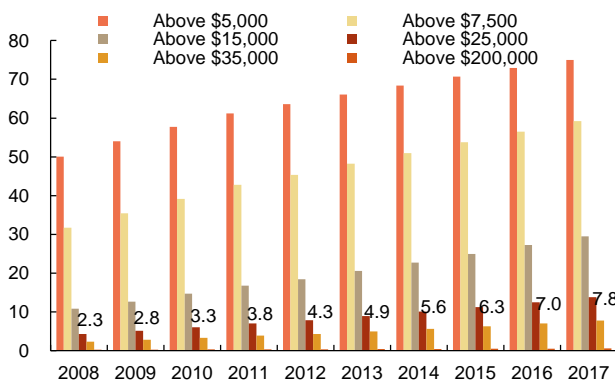
2.2 受众大增: 高收入双维增厚 铺就高端家电成长沃土

对于以卡萨帝为代表的高端家电产品, 其定位决定了覆盖的细分受众群体。在相当长期的周期里, 卡萨帝产品不会适用于低收入人群, 甚至在中层主体群体中的消费概率也较低, 直接核心受众即国内高收入人群。而在我国经济高速发展的当下, 高端家电受众在群体占比及消费能力两个维度上均呈确定性增厚趋势。

我国高收入群体占比持续增厚, 高端家电直接受众及潜在受众空间广阔。

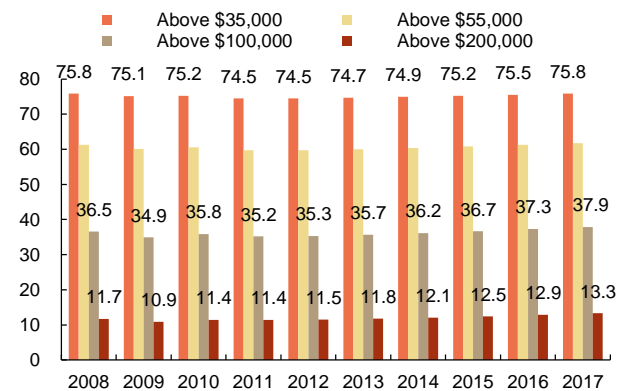
- ◆ **高收入家庭占比增厚, 占比上升空间仍较充裕。**根据 Bloomberg 统计, 我国 2017 年家庭收入 3.5 万美元以上群体占比达 7.8%, 折人民币约 24 万元, 且十年间该占比持续增厚, 由 2008 年 2.3% 至 2017 年翻了 3.4 倍 (考虑人口基数增大实际更高)。对比美国, 其收入结构占比已趋稳定, 其中 20 万美元以上群体占比稳定在 11-13% 之间。考虑汇率及 CPI, 中国 3.5 万美元实际购买力应低于美国 20 万美元, 即前者理论对应人群更宽。因此判断伴随经济进一步发展和财富分配, 中国 3.5 万美元以上家庭稳定占比应高于 13%, 高收入人群上升空间较为充裕。

图10: 中国家庭年收入分布 (%)



资料来源: Bloomberg, 申港证券研究所

图11: 美国家庭年收入变化 (%)



资料来源: Bloomberg, 申港证券研究所

- ◆ **富裕人群规模稳健增长。**由可投资资产及资产总量两个维度出发, 对于可投资资产 1000 万以上的高净值人群, 2017 年规模已达到 147 万人, 数年间以 10% 以上增速规模扩张; 而对于资产总量在 1000 万以上的中高端富裕人群, 2017 年规模已达 1400 万人, 2012-2017 年间均已高于 10% 的增速持续扩张。即我国资产金字塔超高端及高端的人群规模均以超 10% 增速持续扩张。

图12: 中国高净值人群规模及增速

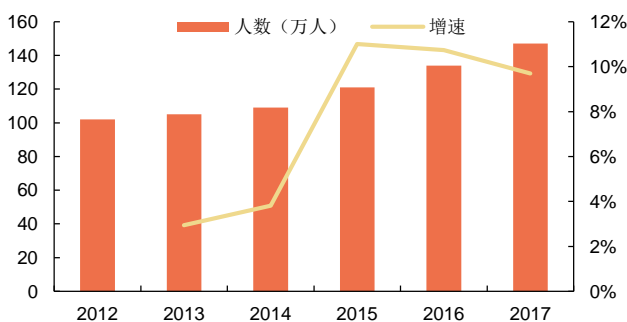
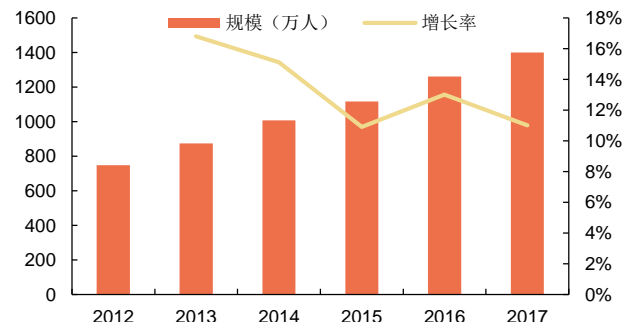


图13: 中国中高端富裕人群规模及增速



资料来源: 胡润研究院, 申港证券研究所 注: 高净值人群至可投资资产在 1000 万人民币资产以上的个人

资料来源: 《中国家庭财富调查报告 (2017)》, 《2017 福布斯中国中高端富裕人群财富白皮书》, 奥维云网, 申港证券研究所 注: 中高端富裕人群指资产达 1000 万以上的人

- ◆ **进一步放宽潜在受众人群, 中产阶级规模可观, 持续增厚确定性强。**不同机构对中国中产的定义及统计时点差异较大, 我们由卡萨帝受众出发, 筛选了较严苛标准下的中产阶级 (部分为中产及以上) 规模以供参考。综合以家庭收入 1.46 万-14.6 万美元的宽标准下我国中产已超 22%; 而以 EIU 严标准人均可支配年收入 1.08 万美元, 或胡润百富复合标准“去除基本开支后 50% 以上可自由支配, 且一线收入 30 万以上, 其他城市 20 万以上”, 所得优质中产约占人口的 10%。同时各机构预测远期中国中产阶级占比可达 35% 以上, 高端品牌潜在受众空间广阔。

表2: 不同机构对中国中产阶级规模的推算

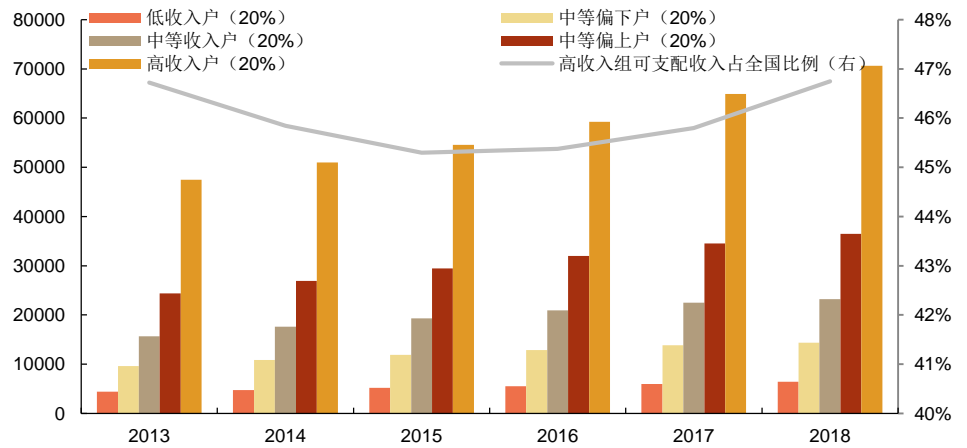
机构	收入/财富标准	规模推算	规模预测
胡润百富	除去基本开支后至少有 50% 收入可自由支配以提升生活质量, 北上广深一线城市家庭年收入 30 万以上、其他城市 20 万以上	3321 万户家庭, 1 亿多人口 (2018)	未来 10 年规模及财富值将持续扩大 (2018)
麦肯锡	2012 年城镇居民家庭可支配年收入 \$9000 至 \$34000 (约 6 至 21 万人民币)	约 68% 城镇家庭, 1.8 亿户 (2013)	2022 年将达 6.3 亿, 分别占城镇及总人口 76%/45% (2016)
经济学人智库	2015 年人均可支配年收入 \$10800 以上 (约 6.7 万人民币)	约 10% 总人口, 1.3 亿人 (2016)	2030 年总人口的 35% (2016)
国家统计局	2018 年全国居民 5 等份 (各 20%) 分组人均年可支配收入: 低/中等偏下/中等/中等偏上/高收入户各为 6440 元/14361 元/23189 元/36471 元/70640 元	中等偏上及高收入组合计 5.6 亿人 (2018)	
世界银行	家庭年收入 \$14600 至 \$146000 (约 10 至 96 万人民币)	3 亿人, 7500 万户家庭 (4 人/户) 约占总人口 22% (2017)	
瑞士信贷研究所	以全球财富标准 \$10000 至 \$100000 (约 7 至 66 万人民币)	3.9 亿人, 约占总人口 28% (2017)	

资料来源: 《2018 中国新中产阶层白皮书》, 国家统计局, The EIU, McKinsey, 申港证券研究所 注: 规模推算及规模预测中括号内年度为对应报告发布的年度

另一个维度看, 富裕人群的消费能力仍在进一步拉高, 增厚其配置高端品牌的物质基础。

- ◆ **高收入组财富占比持续集中。**按国家统计局将家庭五等份分组统计, 20% 高收入组的可支配收入占全国总可支配收入的比例近年持续提升, 自 2015 年占比的 45.3%, 持续上升至 2018 年的 46.7%, 社会财富持续向头部倾斜。

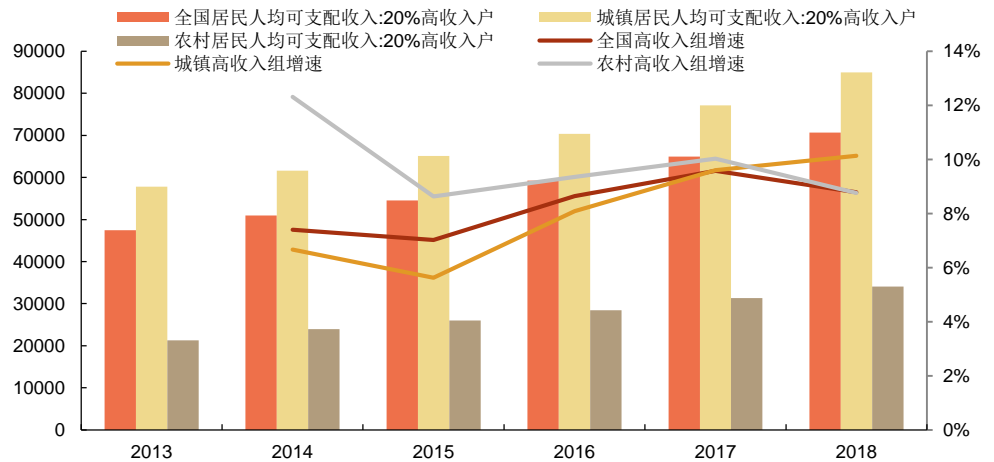
图14: 2013-2018年全国居民按收入五等份分组的人均可支配收入变化情况(元)



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所 注: 自2013年起国家统计局采用新的收入等份分组方式拆分居民群体

- ◆ **高收入组的可支配收入增速保持稳健。**2013-2018年间, 全国、城镇、农村的20%高收入组可支配收入的五年CAGR分别为8.3%、8%和9.8%。且其中收入水平更高的城镇高收入的增速近年呈加速趋势, 2018年城镇高收入组人均可支配收入达8.5万元, 增速达到10.1%。高收入群体消费能力的持续增强, 提升了其选择高端家电品牌的物质基础, 增厚了高端品牌的消费概率。

图15: 全国及城乡高收入组可支配收入及增速



资料来源: 国家统计局, 申港证券研究所

综合而言, 我国收入层级的顶端、高端、中高端人群比例持续扩张, 持续拓宽了高端家电品牌的直接受众和潜在受众范围; 而高收入群体的消费能力持续增厚, 进一步提升其选择高端产品的物质基础, 提高了高端品牌的消费概率。两者从范围和强度两个维度推动了高端产品消费规模的扩张。而在这一积累下, 高端消费群体对家电消费观念的转变, 则直接影响了家电高端品牌市场的发展。

2.3 理念转型: 高消费群体观念转变 带来高端需求觉醒契机

以“新中产”人群为主要对象探讨中高端人群家电消费观念改变。前文提及, 由于家电在不同收入段具备高消费弹性, 高低收入户家电消费观具有较显著差异。因此在这一小节中, 我们主要基于胡润百富定义的“新中产”人群来探讨中高端人群的

家电消费观念转变。“新中产”概念在中产阶级基础上进一步收窄标准，人群画像为家庭年收入平均 65 万元，家庭可支配收入 50 万元，平均年龄为 35 岁的中青年为主，且 94% 为已婚人群，目前“新中产”总数在 2000-3000 万人之间。

图16：新中产人群画像



资料来源：《2018 中国新中产圈层白皮书》，申港证券研究所

整体看，新中产人群消费重视品牌，优先选择高价格优质产品。

- ◆ 新中产中 77.1% 的人群青睐“质优价高”的产品，价格敏感度较低，对“高品质产品应具备高溢价”具有极高认同度。
- ◆ 78.3% 的人群对品牌忠诚度高，并有 77.3% 的人认为品牌是自我的象征。这些消费观对深研品质、打造高端轻奢品牌的高端家电品牌具备较高积极意义。
- ◆ 同时新中产消费类型属性中重视体验的休闲享乐型占比达 42%，推崇高端、口碑品牌的品牌认知性占比 38%，也在消费观上对打造高端品牌形成一定利好。

图17：新中产品牌消费观

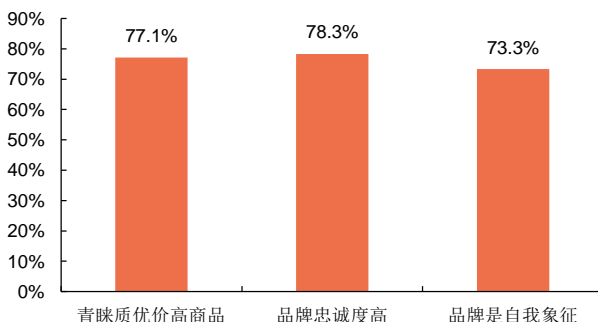
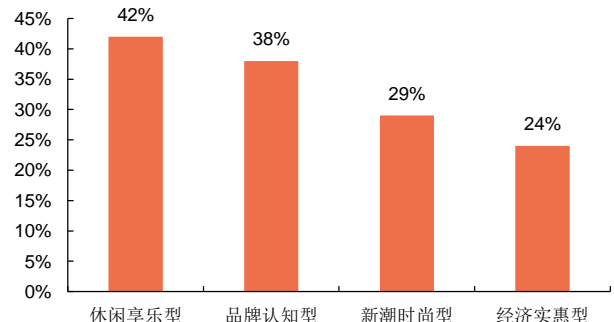


图18：新中产阶层消费类型

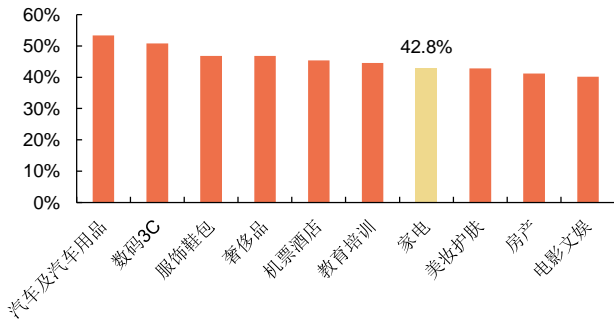


资料来源:《2018 新消费崛起趋势白皮书》, 申港证券研究所

资料来源:《2018 中国新中产圈层白皮书》, 申港证券研究所

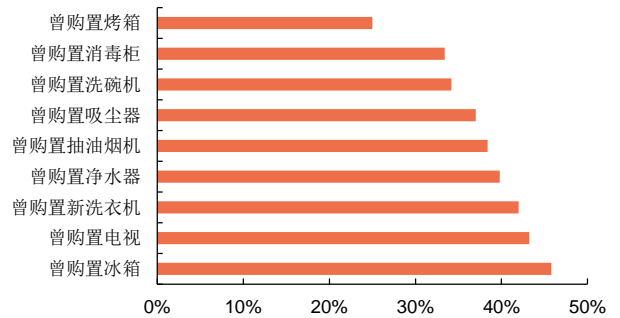
具体到消费领域, 新中产在家电消费的关注度高, 购置更换家电行为较频繁。新中产对家电消费的关注度位列各领域 Top7, 关注度达 42.8%。高专注意度反映在高频率购置/更换家电的行为上, 两年内新中产购置/更换各类家电的比例大多在 33%-46% 之间, 以此推算即 4-6 年更换家电, 其对家电消费的高关注高投入推动相应家电区间的规模提升。

图19: 2018 年新中产关注的消费领域 TOP10



资料来源:《2018 年新中产精神消费升级报告》, 申港证券研究所

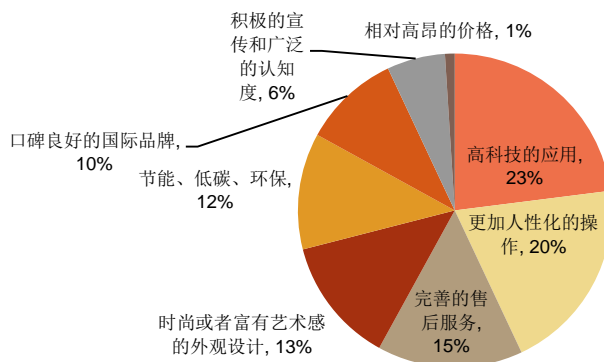
图20: 新中产近两年购置或更换家电行为



资料来源:《2018 年新中产精神消费升级报告》, 申港证券研究所

进一步到对所购家电的需求特质, 新中产对科技创新、人性化体验、优质售后、时尚艺术设计等要求较高。新中产对这四类产品特质的重视程度依次为 23%、20%、15%、13%, 追求家电产品的创新性、体验感、设计感、服务品质等高端产品属性成为新中产群体的主流观点, 为高品质家电品牌构筑护城河提供了市场基础。

图21: 新中产家电购买需求特质



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

具体到细分的“高端家电”消费, 其购买动机及预期目标属性极大地侧重品质。

- ◆ **提升生活品质成为购买高端家电的最大目的。**对比 2009 年和 2018 年间的高端家电购买动机, 2018 年新观念中除了传统更新需求、新居装修、结婚等刚需外, 追求生活品质的提升反而成为最重要的购买动机, 在此前 2017 年的调查中显示, 以“提升生活品质”为目的购买高端家电的人群占比已高达 69.9%。同时“品质

一族”成为高端家电消费者的最主要标签，占比高达71%。此外通过高端产品追求身份认同、证明实力也成为了一大主流动机。

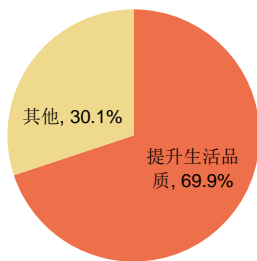
- ◆ **产品质量为消费者最重视的产品属性。**在预期属性中，高产品质量成为2018年新的家电消费观念里最重要的应有属性，传统的节能环保观念已逐步淡化。
- ◆ **同时高端家电购买渠道上线上网购占比提升显著，**对比2009年网购占比5.7%，2018年网购方式已达28%，多元化渠道正在成为高端家电的消费趋势

表3：2009年与2018年间高端家电的消费升级理念对比

	2009年	2018年
高端家电购买动机重要性由高到低	更新换代需求 新居装修 结婚用途	提升生活品质↑ 更新换代需求 新居装修 追求身份认同↑ 结婚用途
高端家电应具备的目标属性TOP5	节能环保 技术含量高 品牌知名度高 外观时尚 个性化设计	产品质量精良↑ 技术含量高 品牌知名度高 外观时尚 节能环保↓
高端家电购买渠道由高到低	家电连锁大卖场 品牌专卖店 大型百货商场 网上购买 (5.7%)	家电连锁大卖场 网上购买 (28%) ↑ 品牌专卖店 大型百货商场

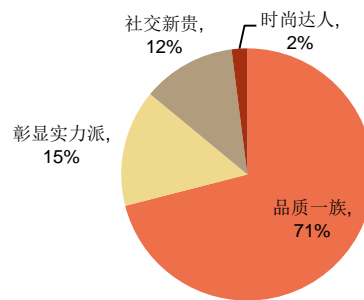
资料来源：《2018中国高端家电产品消费者调查报告》，申港证券研究所

图22：高端家电消费人群主要购买目的



资料来源：《2017中国高端家电产品消费者调查报告》，申港证券研究所 注：高端家电消费人群指一线城市、其他城市家庭月可支配收入分别为3万元、1.5万元以上群体

图23：中国高端家电消费者身份标签



资料来源：《新中产高端家电消费趋势白皮书》，申港证券研究所

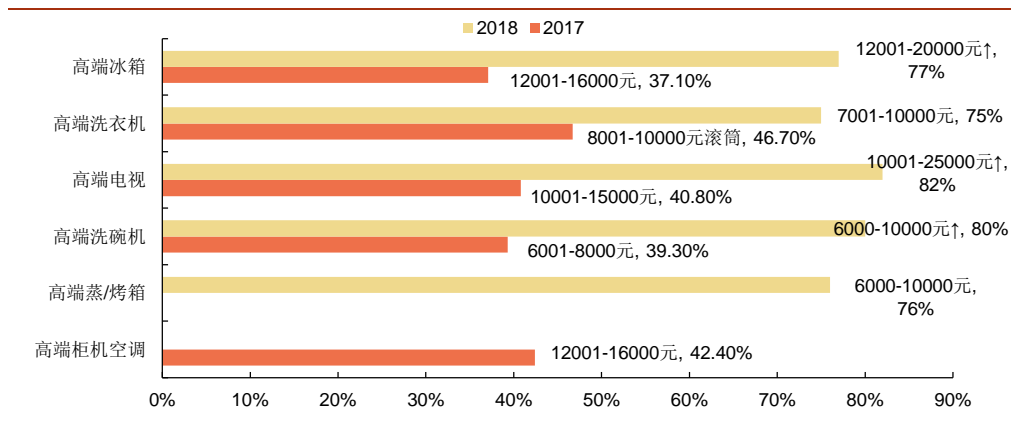
可见，以新中产为代表的家电消费理念正在趋向高品质高价位的高端品牌，提升生活品质成为购置高端家电的核心目的，反过来也成为各高端家电品牌的筛选标准。高产品质量也成为高收入人群选购高价位家电的先决条件。伴随着家电高端品牌市场的成长，高端产品逐步引导、契合受众诉求，从而推动了高端市场规模的扩张。

2.4 市场推动：需求引导下高端家电蓬勃发展

新中产购置高端家电的意愿正迅速增强并进一步升级。

- ◆ 对比 17 和 18 年购买意愿，17 年新中产对高端冰箱、洗衣机、电视、洗碗机等购买意愿维持在 37-47% 之间，而到了 18 年调查中，相应高端产品的购买意愿迅速提升至 75-82% 之间，意愿同比增加了 28-41pct。
- ◆ 同时，高端家电的界定价位也出现了升级，冰箱、电视、洗碗机等价格带分别出现了不同程度的上升，其中固然有调查口径的影响，但也侧面证明市场对高端价位的进一步认可。
- ◆ 两年间消费意愿的迅速提升，与高端家电产品的市场教育逐步深化息息相关，也印证了近年高端品牌获得市场认可的拐点突破期，间接指引了后续高端家电市场规模的强力成长。

图24：2017-2018 年新中产高端家电购买意愿变化情况

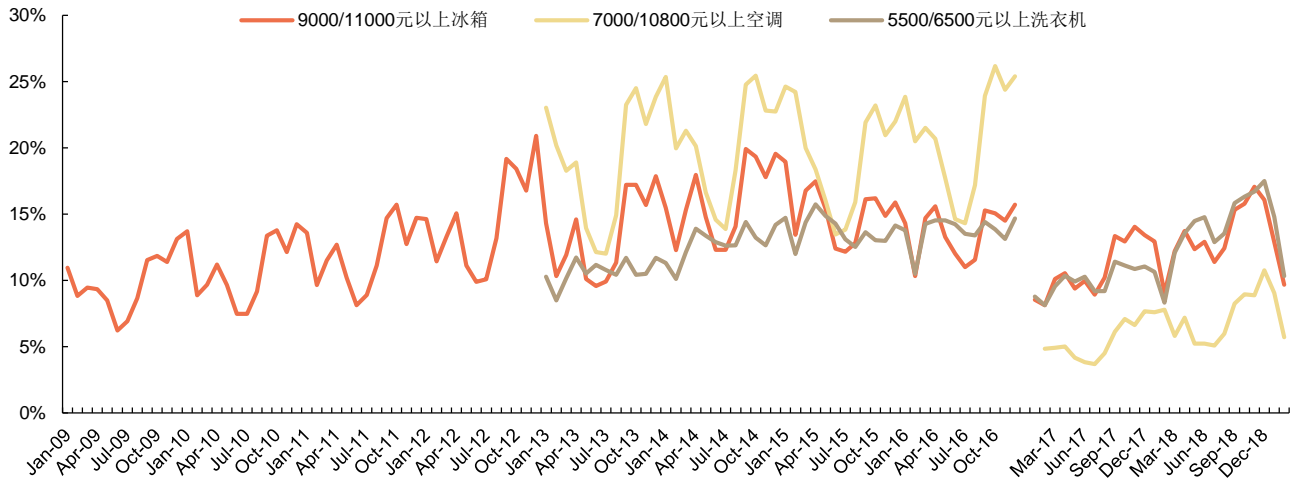


资料来源：《中国高端家电产品消费者调查报告》，申港证券研究所 注：数字标签为“对应价格段产品”+“愿意购买概率”，2017 与 2018 年产品调查价格段并不完全一致，2018 年部分高端产品价格段进一步上提，以“↑”符号表示

高端家电零售占比已呈逐年上升趋势。

- ◆ 对比中怡康在各家电品类高端份额变化，16 年底之前 9000+冰箱、7000+空调、5500+洗衣机，均为各产品统计口径的最高价格段，其顶端价格份额逐年上升，可比年度初期至 16 年，顶端冰空洗份额分别实现 3.9pct、2pct、3.1pct 的提升。
- ◆ 17 年起因此前顶端占比已过大而难以细化分析，中怡康调整细分了白电顶端价格段，新的最高价位段分为 11000+冰箱、10800+空调和 6500+洗衣机，在 17 和 18 年间，相应新的顶端价格段产品份额进一步提升了 2.6pct、1.9pct、3.9pct。

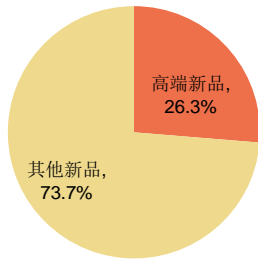
图25: 顶端家电零售额占比持续提升



资料来源: 中怡康, 申港证券研究所 注: 2017年1月起中怡康调整了价格段, 所选价格均为各产品彼时最高价格段占比, 如“9000/11000元以上冰箱”, 指17年1月前9000+元价格档占比, 及17年1月后11000+元价格档占比

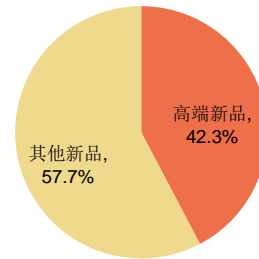
边际上可看到, 当前2019年新品市场里高端新品占比高企。根据奥维数据, 19年间推出的高端冰箱新品款式占总冰箱新品市场的26.3%, 而高端洗衣机新品占总品量的比例更是高达42.3%, 均远高于各自高端产品的销售份额。这可由边际上证明在家电新品市场中对高端产品的布局力度正在大大加强, 高端市场规模正待爆发。

图26: 2019年高端冰箱在新品市场占比



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

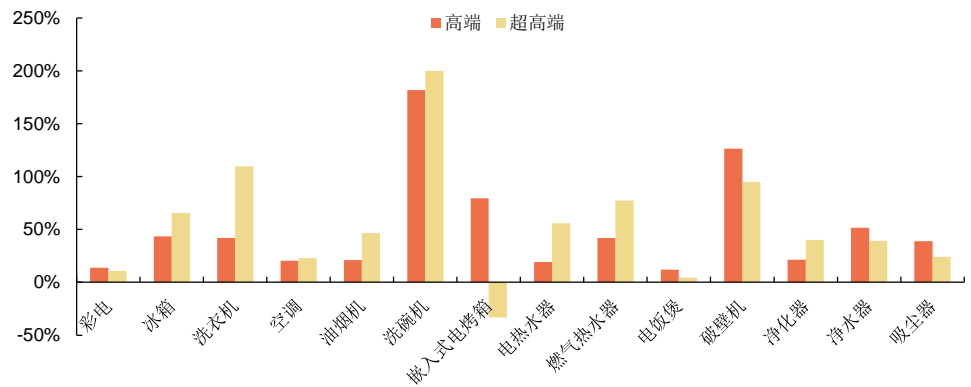
图27: 2019年4至10月高端洗衣机在新品市场占比



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

在边际提升的背景下, 高端家电市场规模预计将持续高速增长。《新中产高端家电趋势白皮书》预测2020年家电高端及超高端市场规模将较2018年保持高速增长, 其中冰洗空三大件高端规模增速分为43.3%、41.8%和20.3%, 超高端规模增速分为65.7%、109.7%和22.8%, 其他部分新兴赛道的可选电器具更高增速。

图28：2020 比 2018 年高端及超高端家电细分市场增幅预测



资料来源：《新中产高端家电消费趋势白皮书》，申港证券研究所 注：高端产品定义为 6000+元，超高端未查得明确定义，推测为 10000+元

总结来说，家电面向各收入层的高消费弹性是高端品牌存在的先决条件和营销行为学基础；而经济增长下收入群体的规模扩张和消费能力增厚，成为高端家电成长的市场基础；而伴随市场教育与观念觉醒，高端品牌引导、契合了高收入人群的家电消费理念，最终带来近年高端家电市场的实质性扩张。

在这一趋势下，卡萨帝作为高端家电市场的领航者和细分龙头，深刻地受益于这一阶段的行业升级红利，反而言之，其在品牌之路上的战略布局，也深刻影响了高端家电市场并成就了自身帝业。

3. 品牌护城河：产品品牌渠道三马车共就帝业

卡萨帝自 2006 年初建至今已历 13 年，13 年间中国高端家电市场实现了由微末到高速成长的转变，同时竞争格局实现了由外资独大到国内自建卡萨帝引领市场的突破。卡萨帝的品牌之路，由海尔前瞻性高端布局为引，历经近十年集团的持续投入与积累，最终在近两三年厚积薄发，突破了外资品牌把持高端市场的固有模式，于产品技术、品牌形象、渠道布局上铸造了独属于自身的细分龙头护城河。

在卡萨帝的品牌发展期内，国内高端家电市场的玩家主要分三大阵营，分别为**既存国外品牌**、**新进国外品牌**以及**国内自建品牌**，我们讨论卡萨帝核心竞争力也正是基于与这些竞争者的对比展开：

- ◆ **既存国外品牌**。基本在我国整体家电市场发展时期已进入中国，是传统观念中的高端品牌的代表。主要成员有德系的西门子、博世（两者于 2014 年被博世收购合并，并称博西 BSH），日韩系的松下、三星、LG、夏普、索尼，以及其他欧美系如飞利浦、A.O 史密斯等。其中尤以西门子为代表。
- ◆ **新进国外品牌**。新进是相对于高端市场成长期而言的概念，指在 2010s 中期前后中国高端家电初步觉醒时进入国内市场的品牌。如清洁个护高端品牌戴森、Shark，以及由收购/合资引入的 GEA、AEG、Gorenje 等。相对于卡萨帝而言其中主要竞争者为 AEG。
- ◆ **国内自建品牌**。除了海尔的全品类高端品牌卡萨帝外，美的也分别建立了凡帝罗

冰箱、比佛利洗衣机等单品高端品牌，但由于单品限制及推动力度未形成整体积聚效应，2018 年底美的进一步建立全品类高端品牌 COLMO 以竞争高端市场。此外 TCL 自建 XESS 布局高端电视。在此卡萨帝的直接对标品牌即 COLMO。

表4：中国高端家电市场各品牌阵营一览

	既存国外品牌	高端市场成长期新进国外品牌	国内自建品牌
策略	品质提升	新进高端市场	新建高端子品牌
代表品牌及发力时间	西门子（德国） 博世（德国） 松下（日本） 三星（韩国） LG（韩国） 夏普（日本） 飞利浦（荷兰） 索尼（日本） A.O.史密斯（美国）	戴森进入中国（2012） 海尔整合美国 GEA 并布局中国市场（2016） 美的与伊莱克斯引入德国 AEG（2017） 美国吸尘器龙头 Shark 进入中国（2018） 海信收购欧洲 Gorenje（2018）	海尔全品类高端家电卡萨帝（2006） 美的凡帝罗冰箱/比佛利洗衣机/全品类高端家电 COLMO（2009/2011/2018） TCL 高端电视 XESS（2018）

资料来源：申港证券研究所

3.1 产品技术：硬核创新+全品布局 深度与广度共筑顶端优势

3.1.1 硬核变革引领边界性突破 迭代设计保证升级推进

硬核创新变革，持续开创级突破，新品发掘潜在需求引领风潮。卡萨帝十余年来持续大力推进产品变革，成绩斐然，在此举数个案例印证其创新的独特性及开创性：

开创推出自由嵌入式冰箱，由橱柜嵌入需求倒逼产品创新及行业标准。

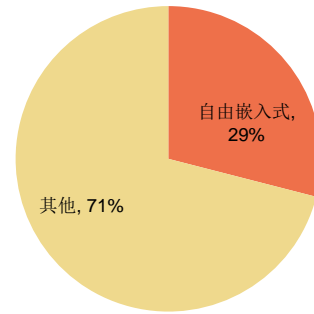
- ◆ 此前冰箱要嵌入橱柜时存在多种问题：1) 冰箱厚度远大于橱柜深度，导致箱体明显突出；2) 嵌入后直角开门困难，造成箱门与柜体损伤；3) 嵌入橱柜后冰箱散热困难，需在箱体上下良策预留 10cm 缝隙，严重影响设计美观。
- ◆ 2017 年后卡萨帝开创性地推出自由嵌入式冰箱，针对嵌入难点逐一突破，融合嵌入式一体化和独立冰箱的灵活性，具备超薄体身、2cm 散热边距、直角开门等核心技术优势。
- ◆ 在产品突破的同时，卡萨帝的开创级创新产品反向得到行业认可，自由嵌入式冰箱成为经中国标准化协会审核认证并颁布的新型冰箱品类，产品标准纳入《中国自由嵌入式电冰箱团体标准》。卡萨帝由需求挖掘出发倒逼创新，并进一步推动行业格局变化。
- ◆ 据奥维云网数据，19 年 10 月高端冰箱细分市场中自由嵌入式产品已达 29%，卡萨帝技术突破引领行业变革的现象可见一斑。

图29: 卡萨帝自由嵌入式冰箱展示图



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

图30: 现阶段高端市场自由嵌入式产品占比 (2019.10)



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

双筒分区洗衣机, 解决家庭分离洗衣的痛点, 突破双筒平衡技术引领行业。

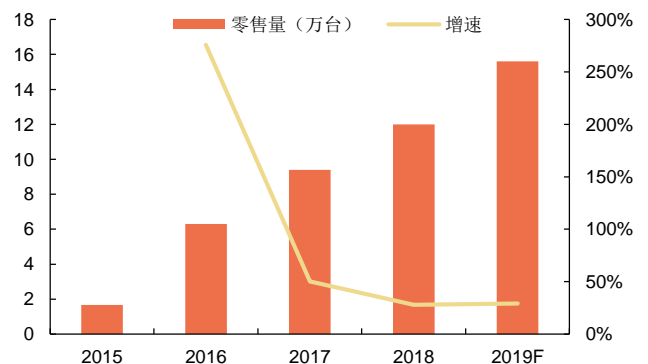
- ◆ **家庭洗衣存在的潜在痛点:** 幼儿与成人衣物合洗存在卫生健康问题, 深浅颜色衣物合洗存在染色问题, 内衣、袜子与成品衣物合洗存在卫生问题等。要对相应衣物进行区分, 则需要成倍增加洗衣时间和频次, 且区分后的部分衣物数量较小, 单独洗衣消耗高、效率低。
- ◆ 卡萨帝自 2014 年推出双子云裳系列后, 伴随产品持续创新细分, 目前已达 8 款双筒分区洗衣机。上筒 4kg 给小部分衣物独立清洗, 下筒则为主体洗衣区, 分 8kg/13kg 等款式, 其中突破双筒平衡的核心技术, 采用斐雪派克直驱变频电机, 保证电机稳定性和降噪, 上下独立电机, 可单筒可同洗。在产品升级中进一步融入洗烘一体、空气洗等创新功能, 实现其高端引领。
- ◆ 双筒分区洗衣机一经创新, 为家庭洗护带来新的解决方案, 随后五年间保持高速增长, 至 2018 年行业销量已达 12 万台, 并保持近 30%左右的高速增长, 在高端洗衣机市场中成绩斐然。奥维云网预计 19 年市场规模将达到 15.6 万台, 空间广阔; 而 19H1 卡萨帝分区多筒洗衣机实际零售额份额高达 77.3%, 技术壁垒下占据绝对优势。

图31: 卡萨帝双筒分区洗衣机展示图



资料来源: 公开资料, 申港证券研究所

图32: 分区多筒洗衣机零售量及增速



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

卡萨帝硬核变革的创新技术远不止于此:

- ◆ 如通过蒸汽护理技术实现的智能“空气洗”，开创了第三种洗护方式，为高端衣物清洗提供了新模式；
- ◆ 而卡萨帝的“双科技”除了双筒分区洗衣机外，通过独立双循环送风系统搭建双塔空调实现“定制送风”；
- ◆ 物联网双屏冰箱通过 MSA 控氧保鲜实现细胞级储鲜管理并结合 AI 技术“管物”又“管人”；
- ◆ 开创设计了可完美嵌入橱柜的“抽屉洗碗机”并在此基础上迭代了“双抽屉洗碗机”

以上种种突破创新琳琅满目，原创能力十足，限于报告篇幅不做进一步展开。在一定程度上可以说，卡萨帝的产品技术正代表着市场上家电尤其是冰洗产品的边界，进一寸，即是一寸的突破。而这正是卡萨帝高端产品的安身立命之本。

表5：卡萨帝“双科技”创新引领市场

	传统家电	卡萨帝家电
洗衣机	普通单滚筒洗衣机带来单一的一桶一洗体验	卡萨帝双滚筒洗衣机基于柔性技术与平衡稳定系统带来上下双桶“分区洗护”且洗护更安静
空调	普通空调一次只吹一种温度的风	卡萨帝双塔空调依托独立双循环送风系统实现“定制送风”
冰箱	普通冰箱仍停留于传统食材管理，保鲜不保质	卡萨帝物联网双屏冰箱不仅通过 MSA 控氧保鲜技术等原创科技实现细胞级储鲜管理，还应用 AI 等技术实现“管物”又“管人”
热水器	传统单胆热水器接触冷水面积大、加热慢	卡萨帝通过独特“双胆并联”，在缩小机身同时使加热速度倍数增加
洗碗机	传统“单抽屉”洗碗机容量有限	卡萨帝发布首台双抽屉洗碗机突破原有设计，基于 FPA 超薄变频电机、首创经流式洗护科技等四大核心科技，打造双倍洗护空间

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

重视产品技术迭代，对功能持续性优化升级。除了变革突破级的硬核创新外，卡萨帝重视产品的迭代升级，如朗度系列冰箱、云裳系列洗衣机、天玺系列空调等等产品初代概念上市后，持续推出二代三代/扩展版产品，增强核心产品的市场影响力及创收能力，正如苹果集团对 iPhone 的代际升级，强化产品科技热度与引领能力。

表6：卡萨帝产品多轮迭代历程

时间	事件
2008 年	正式推出卡萨帝品牌及美式、法式、六门和意式四大系列高端冰箱
2010 年	已推出 Casarte II 套系 ：卡萨帝系列产品覆盖 9 大类产品 系列，滚筒产品稳据 8000 元以上高端市场，厨电产品扩充至烤箱、咖啡机等产品、为用户提供厨房厨电一体化的解决方案
2011 年	已推出铂晶系列、物联网三门冰箱及太阳能热水器、云 PAD
2012 年	推出布伦斯系列冰箱
2013 年	已推出 酒柜、冰吧 推出法式三代冰箱朗度、博悦系列对开门冰箱、复式二代云裳系列洗衣机、博芬系列酒柜 率先在终端形象店推出智慧家电家居，为消费者提供智能化家电家居解决方案
2014 年	已推出水晶滚筒洗衣机、波轮洗衣机的 免清洗洗衣机 推出世界 首台双筒分区洗衣机 —“ 双子 ”云裳洗衣机、帝樽、天樽、天铂空调、空气魔方、深腔变频抽油烟机、NOCO 燃气热水器、与 WMF 共同推出卡萨帝成套小家电产品 在行业内率先推出 家电定制

时间	事件
2015 年	推出 高温自清洁烤箱 、星云系列烟机、云典系列烟机、云珍冰箱、鼎级云珍冰箱、云裳洗衣机、传奇燃气热水器、玲珑传奇燃气热水器
2016 年	已推出 全景抽屉 对开门冰箱 推出云鼎系列空调、固态制冷酒柜、全景空间 622 冰箱、幂级云裳等新平台、协同 FPA 推出天悦系列 艺术厨房
2017 年	推出纤见洗衣机、 蒸汽能烤箱 推出 F+自由嵌入式冰箱 ，产品标准被中国标准化协会通过，纳为《中国自由嵌入式电冰箱团体标准》
2018 年	已推出燃气热水器 CH3 迭代出新一代天成系列冰箱、上市天玺 VIP 空调柜机、云玺中央空调、 自由嵌入 T 型 609 冰箱 、F+420 菁巧系列冰箱
2019 年	上市 指挥家系列

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

产品及品牌高频获得国际大奖，设计创新能力获得广泛认可。自 2006 年卡萨帝首批产品开始，历年卡萨帝新品均会获得多项国际国内家电高含金量设计大奖，卡萨帝整体品牌也多次因创新能力而获奖，这尤其在 2015 年后卡萨帝获奖数爆发地达到单年 14 项，其品牌影响力由此初成。证明卡萨帝持续性进行深度设计创新，并获得国际广泛认可，同时也反向持续提升卡萨帝的高端品牌形象。

表7：卡萨帝技术与设计创新历程

时间	获奖数	事件
2006 年	1	首批产品获“中国创新设计红星奖至尊金奖”
2007 年	1	卡萨帝洗衣机获“IF 设计大奖”
2008 年	4	卡萨帝系列冰箱获“Plus X Award 大奖”、“红点至尊奖”、“工业设计优秀奖”、24 届美国“金锤奖” 在英国意式三门冰箱因达到风冷冰箱最高能效等级，获 20~70 英镑政府补贴
2009 年	2	卡萨帝作为唯一冰箱品牌入选 ICEC 十大创意产品，法式对开门冰箱获 IFA “2009 年度最佳技术创新奖”
2010 年	2	卡萨帝获“十年新锐产品奖”，燃气灶获德国 2010 年“红点奖”
2011 年	8	法式六门冰箱获冰箱类唯一“红顶奖”，铂晶系列获“IF 设计大奖”，物联网三门冰箱及太阳能热水器获“红点奖”，云 PAD 获 IF 国际设计大赛金奖，卡萨帝社交电视获“色彩应用奖”，Casarte II 成套家电及复式高级滚筒洗衣机获得“IF 设计大奖”
2012 年	3	法式对开门与意式二代多门冰箱获“IDEA 国际设计优秀奖”，冰箱获“PIN UP 亚洲创意产业设计大奖”
2013 年	8	酒柜获“红顶奖”，5 款冰箱获 2013 年“红点奖”，冰吧获“2013 凤凰时尚之选-年度时尚品牌大奖”，朗度冰箱获“2013 中国年度新锐榜-优化生活特别贡献奖”
2014 年	5	卡萨帝获“金旗奖 2014 最具公众影响力品牌传播大奖”；洗衣机获“中国国际消费电子 Leader 产品创新奖”，朗度冰箱获“红点奖”、“IFA 展产品创新奖”，双子云裳洗衣机获“IF 年度产品设计大奖”
2015 年	14	酒柜获“IF 设计大奖”，热水器及洗衣机获“红点奖”，双子云裳洗衣机获“领袖式创新大奖”，“IF UI”重要奖项、“智能洗护技术创新金奖”、冰箱获“高端冰箱领导品牌”、“行业技术创新引领奖”、“设计趋势”与“技术创新”两项 leader 创新大“产品创新奖”、“中国冰箱产业节能引领奖”、“年度最佳产品奖”，卡萨帝获“中国家电科技进步奖”一等奖
2016 年	9	两款冰箱获德国“IF 大奖”，冰箱获美国 SIEMIC 认证及“Leader 技术创新大奖”，洗衣机获 VDE 认证和“高端首选品牌奖”、“IF 设计大奖”、“Leader 创新奖”，两款冰箱获德国 TUV 认证，洗衣

时间	获奖数	事件
		机获“年度洗衣机行业高端洗护引领产品”，卡萨帝获“年度洗衣机行业高端洗护引领品牌”，红外恒温冰箱获“年度设计创新大奖”
2017年	13	空调、冰箱、酒柜及洗衣机获“红顶奖”4个品类至尊大奖，天玺空调获“红顶奖”，自由嵌入冰箱获“全球细胞养鲜科技引领奖”，燃气热水器获“年度工业设计创新成果”大奖，洗衣机获“IF工业设计大奖”，三款冰箱及烤箱获“红点奖”，烤箱获“金勾奖”
2018年	8	空调获“艾普兰金奖”，吸油烟机获“IF设计奖”，两款冰箱获“IF工业设计大奖”，热水器及冰吧获“年度产品创新成果奖”，成套水方案获“年度卓越创新成果奖”，卡萨帝获“年度最具创新力家电品牌”，燃气热水器成为中国首个通过欧洲热水舒适度最高水平“欧洲三星标准”认证产品

资料来源：卡萨帝官网，公开资料整理，申港证券研究所 注：获奖数以单产品获奖为单位，产品获标准认证不计入次数

十余年间，卡萨帝分别由变革级产品技术突破、核心产品代际升级创新、持续性设计创新等三个维度，确保自身产品技术走在家电领域的最前列，通过挖掘潜在需求开创全新产品，引领整个高端家电市场的方向。**产品技术创新成为卡萨帝稳居高端市场宝座的根本性护城河。**

3.1.2 高端全品类布局 实现点面结合式推广

满足产品技术深度的同时，卡萨帝具备高端市场大家电全品类的广度布局。对比其他各高端竞争品牌，卡萨帝产品覆盖了冰洗空、酒柜、冰吧、电视、热水器、厨电、生活家电等9大品类，是目前高端市场中覆盖大家电品类最全面的品牌，多元产品市场为其品牌力带来联动影响，确保其充分享受高端市场成长红利，并为其在开拓期营销推广的模式创新提供了基础。

表8：国内高端家电市场主要品牌产品布局

品类	卡萨帝	COLMO	博世	西门子	松下	AEG
冰箱	√	√	√	√	√	√
洗衣机&干洗机	√	√	√	√	√	√
空调	√	√			√	
酒柜	√		√			√
冰吧	√					
电视	√				√	
热水器	√					
厨房电器	√	√	√	√	√	√
生活家电	√	√	√	√	√	√
个护家电					√	

资料来源：各品牌官方网站，申港证券研究所

全品类的营销创新：产品风格系列化，四大全品套系+多组合套餐使产品点面结合。

- ◆ **产品多风格成系列。**卡萨帝产品根据不同设计元素，从而形成简约现代、简约欧式、典雅不凡等多种风格系列，系列内多品类搭配成体系，进而可供消费者在不同装修风格下找到对应的家电系列。

图33: 卡萨帝部分高端智能家电系列



资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

◆ **四大全品类套系+多组合套餐营销, 适应不同需求搭配。**卡萨帝此前已全面展开成套式营销模式, 由品味、格调、优雅、时尚等四大全品类套餐覆盖完整装修家电需求, 并有多种场景下的小范围组合套餐搭配售卖, 从而实现点面覆盖, 深挖场景需求。

图34: 卡萨帝四大全品类套系化购买套餐



资料来源: 公开宣传资料, 申港证券研究所

图35：卡萨帝不同品类组合购买套餐



资料来源：公开宣传资料，申港证券研究所

- ◆ 套餐搭配下核心冰洗产品带动空调厨电等品类上升。全品类形成联动销售，卡萨帝自身核心产品冰洗带动次重点的空调厨电市场开拓。成套营销下，厨电 2016 年增速 50%，2018 年再度爆发 200% 增速；空调 2018 年增速达 60%，2019 年更是凭借上市指挥家系列、拓展产品阵容，前三季度进一步突破至 120% 增速，其中单三季度边际增速达 270%。

3.1.3 高端产品规格矩阵化 实现细节全覆盖

在具体品类的高端市场中，卡萨帝具备远超其他高端品牌的全规格矩阵覆盖密度，尤其冰洗两大核心产品中 SKU 矩阵化覆盖各类细节，从而满足多样化购买需求。

- ◆ 高端冰箱矩阵细节配置完整度远超其他同类品牌。在 1.2W+ 的高端冰箱市场中，卡萨帝总款数超过西门子、博世、AEG、COLMO 等竞争者的总和，其门型结构、容积、宽度上实现全面覆盖，更易满足当前市场对高端的嵌入式、T 型门、多门、对开式乃至新兴的自由嵌入式等产品的多样化需求。

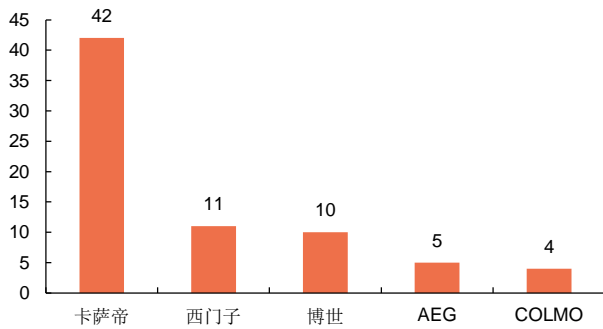
表9：1.2W+ 高端市场中各品牌冰箱 SKU 矩阵式配置

规格项	规格细分	卡萨帝	西门子	博世	AEG	COLMO
共计		42	11	10	5	4
箱门结构	多门	20	1	1	1	2
	T 型门	6				1
	对开门	4	5	6		1
	嵌入式	3	5	3		
	自由嵌入式	9				
	三门				1	
	两门				1	
总容积 (L)	单门				2	
	300L 以下	3	4	2		
	301-400L		1	1	1	
	401-500L	6	1	1	2	
501-600L	15	5	6	2	2	

规格项	规格细分	卡萨帝	西门子	博世	AEG	COLMO
	601-700L	15				1
	700L 以上	3				1
宽度 (mm)	501-600mm	3	5	3		
	601-700mm	5			1	
	701-800mm	2	1	1	3	
	801-900mm	13				2
	900mm 以上	19	5	6	1	2

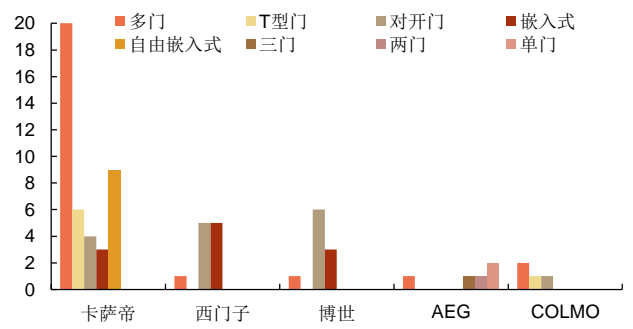
资料来源: 申港证券研究所

图36: 高端品牌 1.2W+冰箱布局 (款)



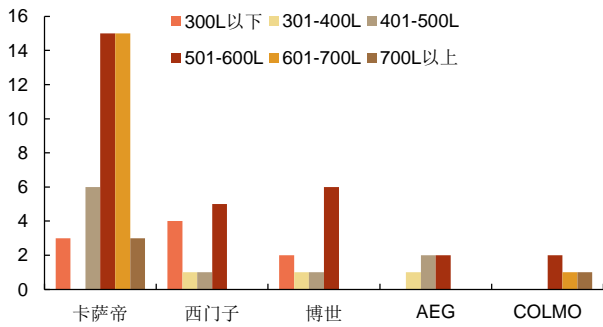
资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图37: 高端品牌不同箱门结构冰箱布局 (款)



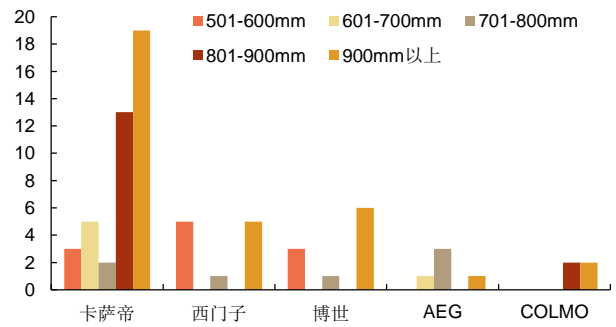
资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图38: 高端品牌不同容积冰箱布局 (款)



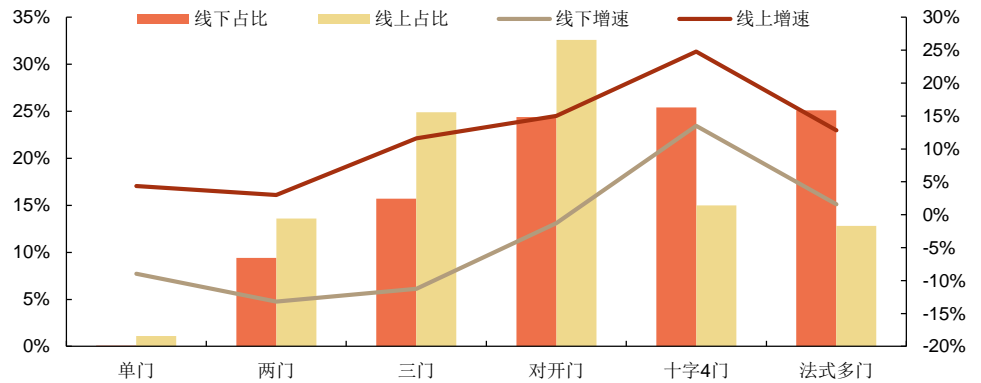
资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图39: 高端品牌不同宽度冰箱布局 (款)



资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图40: 2019年1-11月不同门型冰箱零售额占比及增速



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

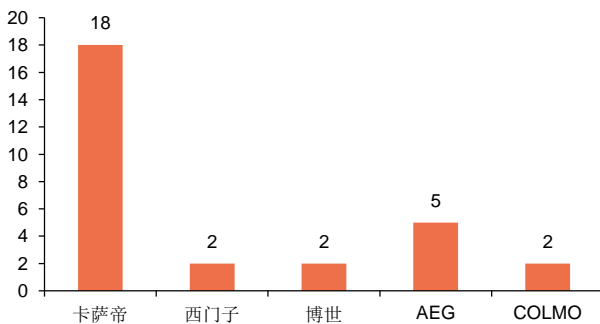
- ◆ 洗衣机高端市场规格布局同样完备。1.2W+以上卡萨帝洗衣机已达 18 款, 同样超过西门子、博世、AEG、COLMO 等竞争对手款式综合。其中产品类别、洗干类别、宽度、容量等方面均实现了完整的矩阵覆盖, 其双筒分区洗衣机更是作为高端家电市场专属代表性产品独占细分需求, 且在相对高阶的洗干机、600mm 以上宽度、10kg 以上容积等规格上的覆盖密度更高, 满足高端人群的多元需求。

表10: 1.2W+高端市场中各品牌洗衣机 SKU 矩阵式配置

规格项	规格细分	卡萨帝	西门子	博世	AEG	COLMO
共计		18	2	2	5	2
产品类别	滚筒洗衣机	10	2	2	5	2
	双滚筒洗衣机	8				
洗干类别	洗衣机	7	2	2	2	
	洗干一体机	11			3	2
宽度 (mm)	501-600	6	2	2	4	
	600 以上	12			1	2
洗涤容量 (kg)	8 至 10kg	6	2	2	5	2
	10kg 以上	12				

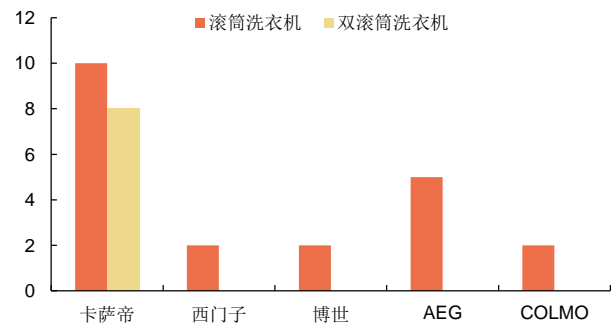
资料来源: 申港证券研究所

图41: 高端品牌 1.2W+洗衣机布局 (款)



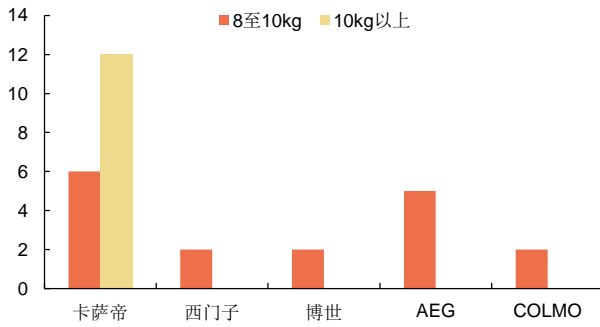
资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图42: 高端品牌不同产品类别洗衣机布局 (款)



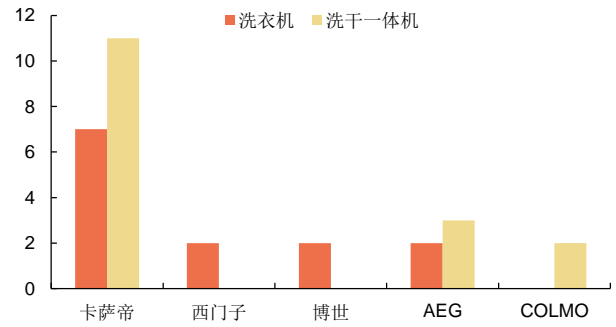
资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图43：高端品牌不同洗涤容量洗衣机布局（款）



资料来源：品牌官网，申港证券研究所

图44：高端品牌不同洗干类别洗衣机布局（款）



资料来源：品牌官网，申港证券研究所

通过卡萨帝强大的变革创新和全品布局，在产品技术的深度、广度、细度上成就了当前高端家电市场难以撼动的强大产品体系，其变革型产品技术突破更是深挖家电潜在痛点，开拓新领域市场需求。产品技术优势成为卡萨帝高端护城河的第一基石。

3.2 品牌定位：推广活动+高价锚定 品牌力厚积薄发

品牌活动及会员活动双管齐下打造高端形象。在产品技术的基础上，卡萨帝品牌持续进行高端化打造推广。

- ◆ **品牌活动：**自 2014 年起卡萨帝开始打造高端主题推广活动，5 年间结合艺术、美食、家庭、生活、节日、健康、烹饪、时尚等多种要素先后发起了超 26 场推广活动，且各场根据元素属性邀请近 70 位顶级 KOL，覆盖领域专家、明星、艺术家、各领域设计师等各行业，通过名人效应进一步加强活动关注度及影响力。同时通过通过家庭马拉松等健康方式增加温情属性。多元品牌高端活动强力打造了卡萨帝的高端家电品牌形象。
- ◆ **会员活动：**已购买卡萨帝产品的消费者可认证为会员，进而进入卡萨帝会员俱乐部。自 2016 年起卡萨帝对自身会员开发了多种会员福利活动，包含参加指定活动、积分商城兑换礼品、互动获取积分、终生保修或延保服务等共 60 多种会员权益。通过晒单、调研等完成初步互动，并通过分享故事、专区活动等形成会员生态。卡萨帝判定已购买产品的消费者为具备较高消费能力的人群，通过多元化的权益及互动活动，提升会员粘性及品牌认可度，进一步实现品牌的综合升级。

图45: 卡萨帝品牌形象积累历程

品牌活动	会员活动
2014年红酒投资与品鉴沙龙 (上海) KOL: 中国葡萄酒大会秘书长白杨等	2016年卡萨帝高端会员私享汇 KOL: 某民航客机机长、, 会员家庭唐先生&鞠女士、张先生&张太太、杨女士&张先生、王菁女士&朋友、高女士
2015年十二道锋味 KOL: 谢霆锋、陈伟霆、马苏、陈羽凡、胡海泉	2016年卡萨帝私享+会员俱乐部最具气质的晒单评选
2016年卡萨帝品牌&新品战略发布会	2016年1积分兑换WMF锅具
2016年卡萨帝百年品牌战略暨新品发布会 KOL: 模特温雅、今日美术馆馆长高鹏、舞蹈演员朱晗等	2016年老用户感恩1+1+1拿WMF大礼
2016年卡萨帝家庭马拉松	2016年一起来私享+找WMF切片刀
2016年思享荟 KOL: 任达华、琦琦、李念佳	2016年卡萨帝“晒单达人”评选活动
2016年思享荟 设计界 KOL: 日本建筑师黑川雅之、设计师杨明洁、华人设计师石大宇、湖南大学设计艺术学院院长何人可、室内建筑师丁晨等	2016年卡萨帝10字“简爱”大法
2016年十二道锋味 KOL: 谢霆锋等	2016年普通会员申请成为卡萨帝代言人
2017年思享荟 致敬生活 KOL: 演员胡军、蔡健雅、任达华, 歌手赵子琪, 主持人李艾等	2016年卡萨帝代言人推荐购买即有礼
2017年卡萨帝家博会艺术展 KOL: 林依轮	2016年为爱进取之卡萨帝简爱大招
2017年卡萨帝思享荟名流之夜 KOL: 财经大咖张泉灵, 演员张志坚, 奥运冠军吴敏霞、仲满, 歌手吴彤, 音乐人戴荃	2016年卡萨帝线人征集令
2017年卡萨帝家庭马拉松 KOL: 吴敏霞	2016年全国寻找卡萨帝最佳代言人
2017年卡萨帝生活艺术节 KOL: 杨澜、周华健、刘嘉玲, 艺术大师张小川、高鹏	2016年卡萨帝高级定制亲子体验课
2017年你好生活家 KOL: 杨澜、陈欢	2016年注册卡萨帝会员获取WMF权益
2018年书写家的艺术 KOL: 书法家陈标	2017玩转“年”
2018年情系艺术家幸福年味	
2018年卡萨帝AWE生活艺术展 KOL: 杨澜、黄轩	
2018年非凡之路 KOL: 吴敏霞、主持人张斌、山东航空营销委员会总经理李毅、学者冷凇	
2018年卡萨帝思享荟名仕之约 KOL: 腾格尔、李玟、潘粤明	
2018年知识就是力量 KOL: 罗振宇	
2018年你好生活家 KOL: 杨澜、李云迪、张信哲、江珊、金志文等	
2019年卡萨帝年度贺岁大片 KOL: 营养学家顾中一、美食家食大人	
2019年卡萨帝AWE KOL: 星厨美食烹饪大使Riccardo、美食红人体验官欧阳应霁、工业设计师杨明洁	
2019思享荟 KOL: 朱茵、吴敏霞、兰玉	
2019年上海时装周 KOL: 设计师尹经纬、UMA WANG、黄莎莎、南朗、XIMON LEE	
2019年卡萨帝 X 达芬奇 KOL: 法国艺术类教师资格考试评委会主席让波海尔、法国教育部艺术教育督查官员荷娜、意大利米兰国立美术学院里沃尔塔	

资料来源: 卡萨帝官网, 申港证券研究所

表11: 卡萨帝会员俱乐部内容

会员认证	权益商城	晒单代言	私享互动
<ul style="list-style-type: none"> 四项会员等级 会员权益: 参加指定活动、积分商城兑换礼品、受邀品牌活动、参与互动获取积分、终生保修或延保服务...共 60 余种 	<ul style="list-style-type: none"> 限时兑换 	<ul style="list-style-type: none"> 用户晒单得积分 升级为卡萨帝代言人得积分 互动调研得积分 	<ul style="list-style-type: none"> 用户故事 私享生活 互动交流 专区活动

资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

卡萨帝通过精英用户代表, 强化产品的“轻奢”属性, 提升用户身份认同感。在品牌活动中, 卡萨帝强化了精英用户代表的作用, 代表覆盖明星大咖、国际政要、权威专家等多元高阶群体, 如张学友、周华健、乃至智利前总统等, 通过不同类型精

英群体高频地对产品的使用、认可及评价，从而加强了产品使用的“轻奢”属性。这与国际高端品牌戴森通过皇室、政要、名人等宣传自身高端奢华属性的模式完全一致。正是通过此类精英宣传，提升了使用者对高端身份的认同感，进而由“轻奢”属性提升用户的心理溢价空间。

图46：卡萨帝精英用户代表

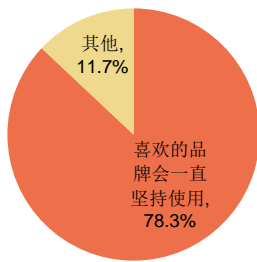


资料来源：公开宣传资料，申港证券研究所

积累高端用户，提升用户对卡萨帝的品牌忠诚度。

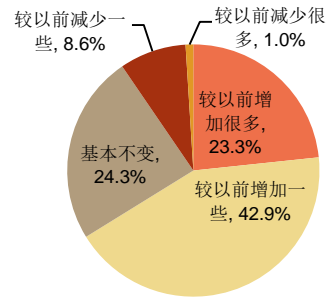
- 以新中产为代表的高消费人群通常具有较高品牌忠诚度。在多项调查中显示，新中产人群中 78.3% 会对喜欢的品牌坚持使用，并且对比过去 66.2% 的新中产对品牌忠诚有所提升，其中 23.3% 的人品牌忠诚度增加很多。这些印证了高消费人群具有极好的长期用户潜质，为高端品牌的积累打下基础。

图47：新中产品牌忠诚度



资料来源：《2018 新消费崛起趋势白皮书》，申港证券研究所

图48：新中产品牌忠诚度变化趋势

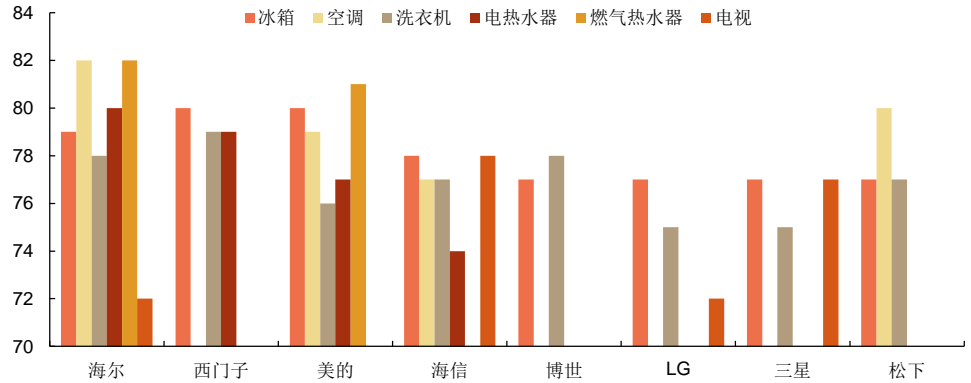


资料来源：《吴晓波频道 2017 新中产报告》，申港证券研究所

- 卡萨帝自 2014 年 7 月会员俱乐部上线后，通过多种会员权益精准识别已消费用户，并通过晒单、评价建议、互动反馈等方式强化会员的参与感，事实上当前风靡的双子云裳双筒洗衣机的产品需求，正与卡萨帝参考 8 名会员迭代建议有关。目前，卡萨帝已积累了全球 1200 万高端用户，并形成良性的生态及转化机制。
- 高端家电品牌中海尔整体用户忠诚度最高。在中国质量协会 2017 年对家电行业进行用户满意度测评中，海尔冰空洗、电热、燃热、电视的用户忠诚度分别为

79/82/78/80/82/72 分,除了非海尔核心产品的电视外,海尔核心产品忠诚度在各高端竞争品牌中均居第一或第二位,综合忠诚度居各家电之首,这也对旗下高端卡萨帝的用户粘性起到了推动作用。

图49: 家电行业主要品牌分品类用户忠诚度 (分)



资料来源: 中国质量协会 2017 年家电行业用户满意度测评, 申港证券研究所

品牌价格定位持续提升, 竞争品牌此消彼长, 拉开层级差距。卡萨帝保持高端产品的价格基准, 并伴随技术持续升级, 均价呈上升趋势, 这与同类竞争品牌价格下沉形成鲜明对比。

- ◆ 卡萨帝冰洗均价涨幅引领高端市场。据奥维数据, 2017 年卡萨帝冰箱线下均价 10239 元, 为各冰箱高端品牌之最, 更重要的是其均价同比提升高达 18.5%, 与西门子、博世、三星均价增速的 6.4%、7.1%、3.4% 形成鲜明对比; 2018 年卡萨帝洗衣机线下均价 9063 元, 同样以 18.3% 的均价提升引领整个高端市场, 较其他品牌均价增速高出 10-30pct。
- ◆ 细分高端核心产品均价卡萨帝上涨同时博西下跌。具体到冰箱高端品类中, 法式四门里卡萨帝保持 10.7% 上升, 同期西门子、博世均价变化 -16.3%、-16.7%; 十字开门里卡萨帝增速 2.6%, 而西门子、博世、LG 等均价变化分为 -9.4%、-10.6%、3%。
- ◆ 卡萨帝不断强化占据自身高端价格定位的同时, 最主要的高端竞争者博西却持续价格下跌。结合这一期间卡萨帝营收增速高企, 价格彼消此涨证明了卡萨帝的产品竞争力持续增强, 同时高价稳健也强化了卡萨帝的高端定位。

图50: 各高端品牌冰洗均价及变化情况

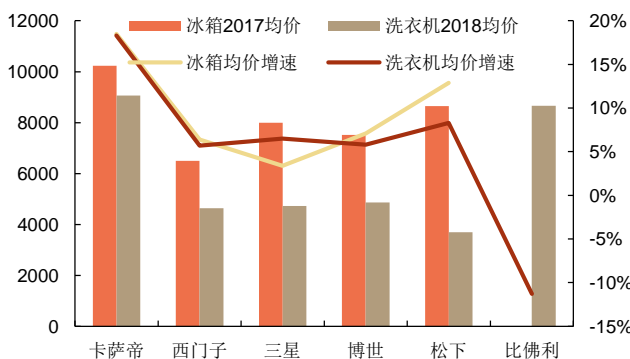
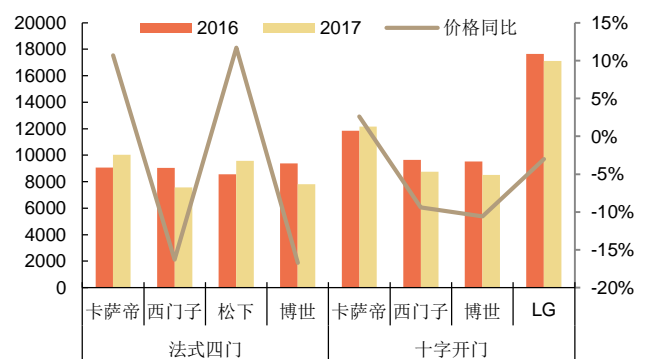


图51: 细分冰箱类型各高端品牌均价及变化



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

多维推广战略成功实现卡萨帝高端品牌影响力。在持续的品牌活动推广、用户口碑积累以及品牌高价定位夯实的多重推动下,卡萨帝的品牌认知度在 2010s 前期快速提升。

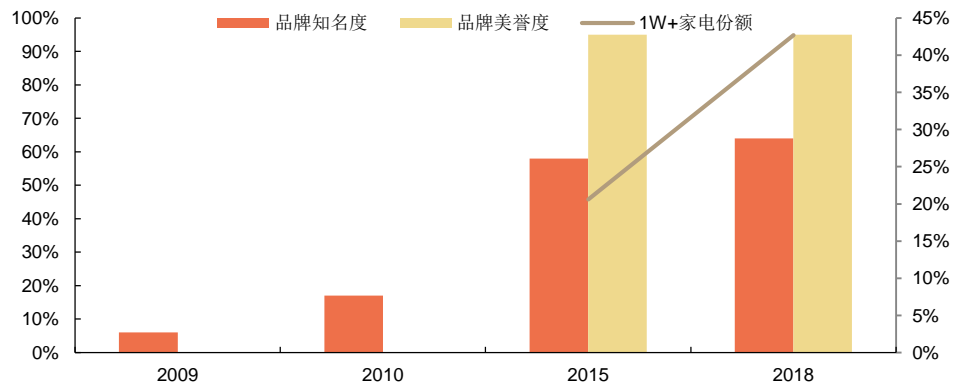
- ◆ 卡萨帝品牌由 2009 年知名度仅 6%, 至 2015 年尼尔森报告已显示其知名度高达 58%, 美誉度 95%, 从而实现了其被外资品牌钳制到自身领衔市场的华丽转变。
- ◆ 正是基于 2015 年前后高端品牌力的树立, 卡萨帝开始进入自身高爆发阶段, 万元以上家电份额由 2015 年前 10 个月的 20.6%, 持续突破至 2018 年 42.7%。

表12: 卡萨帝品牌指标提升过程

时间	事件
2009 年	品牌认知度 6%
2010 年	品牌认知度 17%
2015 年	尼尔森报告显示, 2015 年卡萨帝品牌知名度在一线城市增幅 41%、二线城市增幅 33%。1 至 8 月品牌知名度上升 39%达到 58%、品牌美誉度达到 95%, 产品用户满意度为行业最高
2016 年	卡萨帝品牌关键指标呈明显上升趋势, 无提示第一提及率 9%, 提示后提及率 53%
2018 年	品牌知名度达到 64%, 品牌美誉度维持在 95%

资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

图52: 卡萨帝品牌知名度提升带来市场爆发



资料来源: 尼尔森, 公开资料整理, 公司公告, 中怡康, 申港证券研究所 注: 2015 年份额实际为前 10 个月数据

3.3 渠道覆盖: 深广兼备 高端品牌难以复制的销售体系

3.3.1 线下渠道布局 在高端市场一骑绝尘

纵向看, 线下渠道多年持续高投入, 厚积之下已成庞然大物。卡萨帝产品矩阵初成后即在渠道端持续深耕布局, 由 2014 年基本实现网络覆盖→2015 年实现一二级市场全覆盖→2016 年覆盖 60%以上县级市场, 至 2018 年, 卡萨帝门店已突破 8000 家, 并与多方 KA 渠道保持深度战略合作, 卡萨帝资源布局下其营销网络已成高端市场乃至整个家电市场的庞然大物。

表13: 卡萨帝渠道扩张历程

时间	事件
2013年	率先在终端形象店推出智慧家电家居, 为消费者提供智能化家电家居解决方案, 引领行业趋势
2014年	新开和升级网络 2600 家, 基本实现网络覆盖 , 便捷、全面满足高端用户的体验和购买需求
2015年	建店 1440 家, 其中大型体验店 153 家, 整体网络在一二级市场实现全覆盖 ; 设立专业智能制造工厂, 建立符合高端用户需求的质量和服务体系
2016年	卡萨帝品牌专厅与专柜合计建设 1300 余家, 累计品牌专厅及专柜 3000 多家, 覆盖 60%以上县级市场
2018年	门店建设超过 1800 家, 累计卡萨帝门店建设超过 8000 家 、卡萨帝成套品牌厅 600 家
2019年	4月10日 卡萨帝联手国美 正式提出“125计划”, 项目核心为“卡萨帝成为国美高端第一品牌, 冰洗全年 25 亿零售目标”; 上海 苏宁、海尔 共同签署 2019 年卡萨帝 3 亿销售金额, 全系列卡萨帝高端家电 300 套的战略目标书

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

横向看, 卡萨帝渠道强度已超其他高端品牌两个量级以上。以卡萨帝的超 8000 家门店与其他高端品牌比较, 西门子、AEG、博世、COLMO 目前的门店数分别为 92、61、39 和 2 个, 卡萨帝渠道强度为其他品牌的 100 倍甚至更多, 庞大的量级差距带来引流效果的显著差异, 并直接体现在市场份额和品牌影响力上。

表14: 高端家电各品牌渠道对比

高端家电品牌	卡萨帝	COLMO	博世	西门子	AEG
门店个数	8000 余个	2	39	92	61

资料来源: 品牌官网, 公司公告, 申港证券研究所

进一步看渠道质量, 卡萨帝渠道多元化入口使其功能丰富, 差异化打法推动引流更加有效。

- ◆ 线下 8000 家门店中具体又包含品牌中心、体验中心、交互中心及服务中心的多种侧重模式。
- ◆ 同时公司披露目前大型体验店、创意生活馆、成套品牌厅分别已超 153 家、81 家和 600 家, 体验型、场景型门店带来更快速的市场教育和更高的品牌宣传力。

表15: 卡萨帝线下各类渠道种类

线下门店	大型体验店	创意生活馆	成套品牌厅
8000 余个, 包含品牌中心、体验中心、交互中心、服务中心	>153 家	>81 家	600 家

资料来源: 申港证券研究所

- ◆ 由门店分布上也可看到重心的差异化, 普遍的中小型体验店更多在四川、湖南、河南等华中、西南部进行市场教育, 而创意生活馆等场景化高端入口则在华北、华东、西南部分进行优势布局, 从而提高了渠道多层级引流的有效性。

图53: 卡萨帝体验店分布



资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

图54: 卡萨帝创意生活馆分布



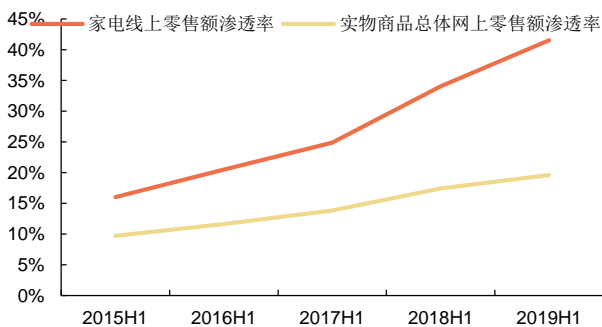
资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所

综合来说, 卡萨帝在线下布局的广度及深度上远超其他所有高端品牌。这与其依托海尔的渠道资源密切相关, 卡萨帝可通过更低成本跟随海尔渠道布局实现品牌覆盖。而对比其他独立高端品牌, 限于高昂运营成本, 加之渠道下沉后受众大幅减少、引流效果迅速低效化, 在广度和深度上几乎不可能复制卡萨帝的渠道战略, 这就成为了本土高端品牌在渠道上的先天优势。

3.3.2 线上渠道 正处布局的快速发展期

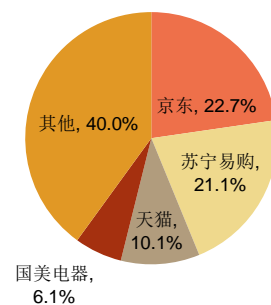
近年家电线上渗透率提升迅速, 专业电商成主要端口。对比 2015-2019 上半年, 整体实物商品线上零售额渗透率持续提升, 而家电线上渗透率持续高于实物整体市场, 并呈加速趋势, 19H1 家电线上渗透率高达 41.5%, 较 15H1 提升了 25.5pct。其中以京东、苏宁、国美为代表的专业电商成为家电的主要销售端口, 19H1 专业电商零售额占比已达 49.9%。

图55: 近年同期家电网购渗透率变化



资料来源: 《2019 上半年中国家电市场报告》, 申港证券研究所

图56: 2019H1 家电线上渠道零售额占比情况



资料来源: 《2019 上半年中国家电市场报告》, 申港证券研究所

“线下高端线上低价”的限制正随电商高端市场高速增长而逐步减弱。

- ◆ 家电销售整体是线下以高端新品为主, 线上则以大众产品低价促销为主。这主要因为高价位新品溢价较高, 消费者在没有实际体验的情况下不易选购, 对大额消费支出的慎重导致线下教育存在刚需性。据苏宁称, 至 2018 年 6 月高端家电线下零售额占比为 87%, 相较于整体市场, 高端产品仍以线下渠道为主。
- ◆ 但伴随着近年高端品牌概念的持续推广, 市场教育逐步普及, 线上“618”、“11.11”

促销带动高端家电产品的增速翻倍式增长，从而扩大了高端家电线上比例。我们认为后续电商高端市场规模的价段及占比将持续提升，未来成长空间值得期待。

表16：2019年京东高端家电成交额增幅

高端家电类别	6月1-18日同比增幅	11月1-10日同比增幅
0.85W+高端空调柜机	300%	
高端立式空调		280%
家用中央空调		300%
1W+高端冰箱	450%	
1W+高端洗衣机	450%	
1W+中高端电视		200%
杀菌类高端加湿器	100%	
0.2W+高端美发护发类产品	220%	170%
破壁机	100%	
IH电饭煲	100%	

资料来源：京东官网，申港证券研究所

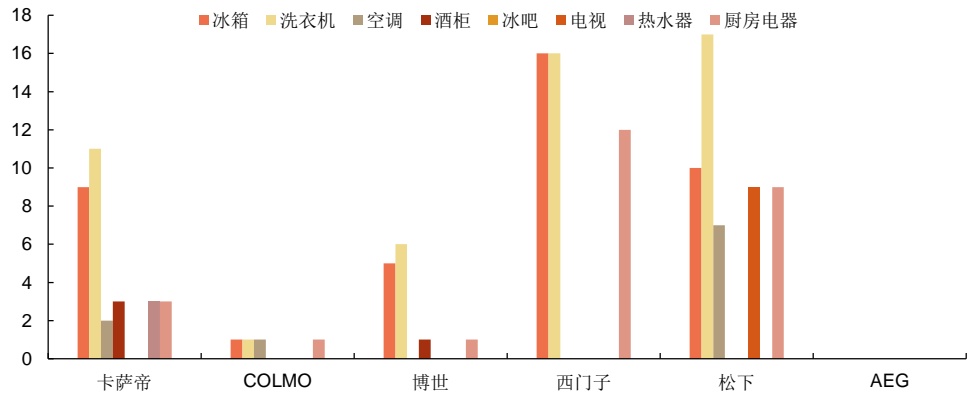
卡萨帝已基本实现电商全覆盖，同时与重点专业电商保持深度合作。目前卡萨帝线上已在京东、苏宁、国美的自营+分销，天猫平台的直销+分销多品类店，以及自身官方商城实现覆盖，处于各高端品牌线上布局的前列。同时2019年，联手国美提出25亿目标，联手上海苏宁提出3亿目标，并联手电商打造衣物洗护等多样化体验营销方式，实现深度合作。

表17：高端家电线上渠道布局

平台	渠道细分	卡萨帝	西门子	博世	松下	AEG	COLMO
京东	京东自营	√	√	√	√	√	√
	其他商家	√	√	√	√	√	√
苏宁	苏宁自营	√	√	√	√		
	其他商家	√	√	√	√	√	
天猫	品牌直销	3	6	3	7		√
	其他商家	√	√	√	√		
国美电器	国美自营	√	√	√	√		√
	其他商家	√	√	√	√		
官方商城		√	√	√			

资料来源：各电商网站，申港证券研究所

图57: 高端家电天猫店铺分布 (2019.10)

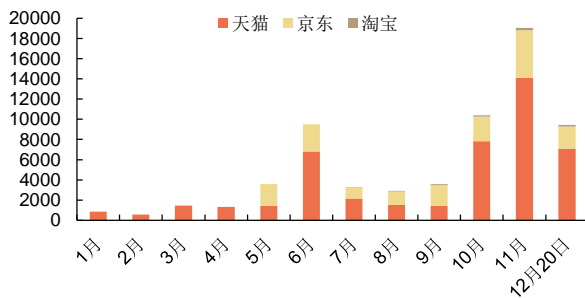


资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

卡萨帝借下半年促销线上规模扩张, 冰箱、洗衣机、厨电为主要产品。

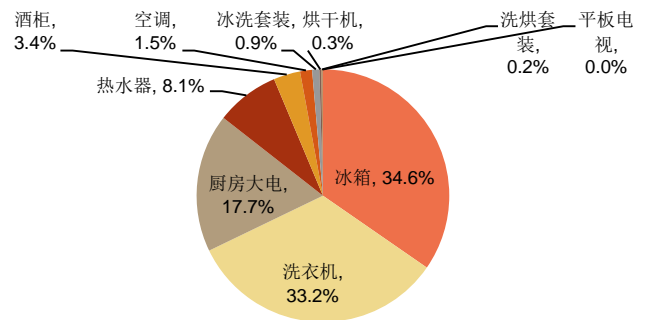
- ◆ 19年下半年在双十一带动下, 卡萨帝规模扩张显著, 其中天猫至12月20日累计销售额达4.7亿元, 19H2环比19H1增速174.5%, 受益于多轮促销, 10-12月销售额均较全年扩张。
- ◆ 目前具体品类看, 卡萨帝线上以冰箱、洗衣机、厨电产品为主, 占比分别为34.6%、33.2%、17.7%。
- ◆ 卡萨帝目前线上渠道仍处开拓阶段, 高价位产品获得线上广泛认可仍需要深化市场教育和品牌影响力, 目前卡萨帝渠道布局下各平台合作已构建完成, 我们对后续卡萨帝在线上的快速成长保持较高关注。

图58: 2019年卡萨帝在主要电商平台销售额(万元)



资料来源: 同花顺, 申港证券研究所 注: 京东数据自5月起, 淘宝数据自7月起

图59: 卡萨帝线上营收情况 (2018.11-2019.11)



资料来源: 淘数据, 申港证券研究所

3.3.3 海外: 尚处初步覆盖期 提升国际品牌影响力

卡萨帝海外品牌造势持续进行, 业已实现多区域的初步覆盖。卡萨帝海外推广自2009年即开始造势, 先后于法国、意大利、英国、其他欧洲各国、拉美及北美地区已高端高品质形象获得市场认可, 进而实现多国的初期覆盖和快速成长。目前卡萨帝覆盖区域已包含了除非洲、中东、中亚、东南亚之外的各发达国家, 形成广泛品牌认知基础。

表18：卡萨帝海外渠道扩张历程

时间	事件
2009年	在覆盖全法国第二大杂志《60 million》上，刊登了法国消费者满意冰箱的最新调查结果，在被调查的 11 个产品中，卡萨帝意式三门冰箱成功位列前三
2016年	ESOMAR (欧洲民意和市场研究机构)为卡萨帝颁发“高端首选品牌奖”；意大利权威生活服务类网媒 pianeta donna 大篇幅向当地用户推荐卡萨帝系列产品；
2017年	在欧洲的市场的整体销售规模同比增长 50%，增速行业第一
2018年	进一步进军拉美市场，在墨西哥等 8 个国家实现 0 的突破，填补当地高端冰箱市场空白 在英国著名购物评论网站 Reevoov 上，卡萨帝冰箱曾在 6 大评分项中获得 3 个满分
2019年	借力 CES 展在北美市场首秀纤见 Plus，在成熟口碑基础上进一步激活北美高端洗护市场

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

图60：卡萨帝全球市场覆盖范围



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

国际市场目前仍以品牌宣传造势为主。卡萨帝的“世界级用户榜单”中，主要为各国政要、皇室贵族、权威专家、明星等精英人群对卡萨帝产品进行曝光评价，主要目的仍是国际化品牌宣传造势。基于目前海尔七大品牌的各自细分覆盖的分割，我们认为中期内卡萨帝不会在海外区域做重点运营布局，海外意义更多在于增强了其国际化属性，实现高端化品牌的树立。

表19：卡萨帝“世界级用户榜单”

	事件
品牌整体	2018年卡萨帝入驻 20 国驻华使馆 德国王子费迪南德选用卡萨帝产品做“私人管家”
洗衣机	智利访问期间，中国公共外交协会副会长胡正跃将卡萨帝双子云裳洗衣机作为国礼赠送给智利前总统爱德华多·弗雷的基金会 双子云裳洗衣机通过德国 VDE 认证，被 VDE 首席专家 Christoph 选用 马来西亚最高元首送卡萨帝纤见洗衣机给母亲 俄罗斯克里姆林宫新闻官叶卡捷琳娜在社交平台 VK 上发文并配了一组往卡萨帝双子云裳洗衣机里放置衣物的照片
酒柜	卡萨帝固态制冷酒柜受到了比利时布鲁塞尔葡萄酒大奖赛主席卜杜安·哈弗先生等许多爱好美酒的专家学者

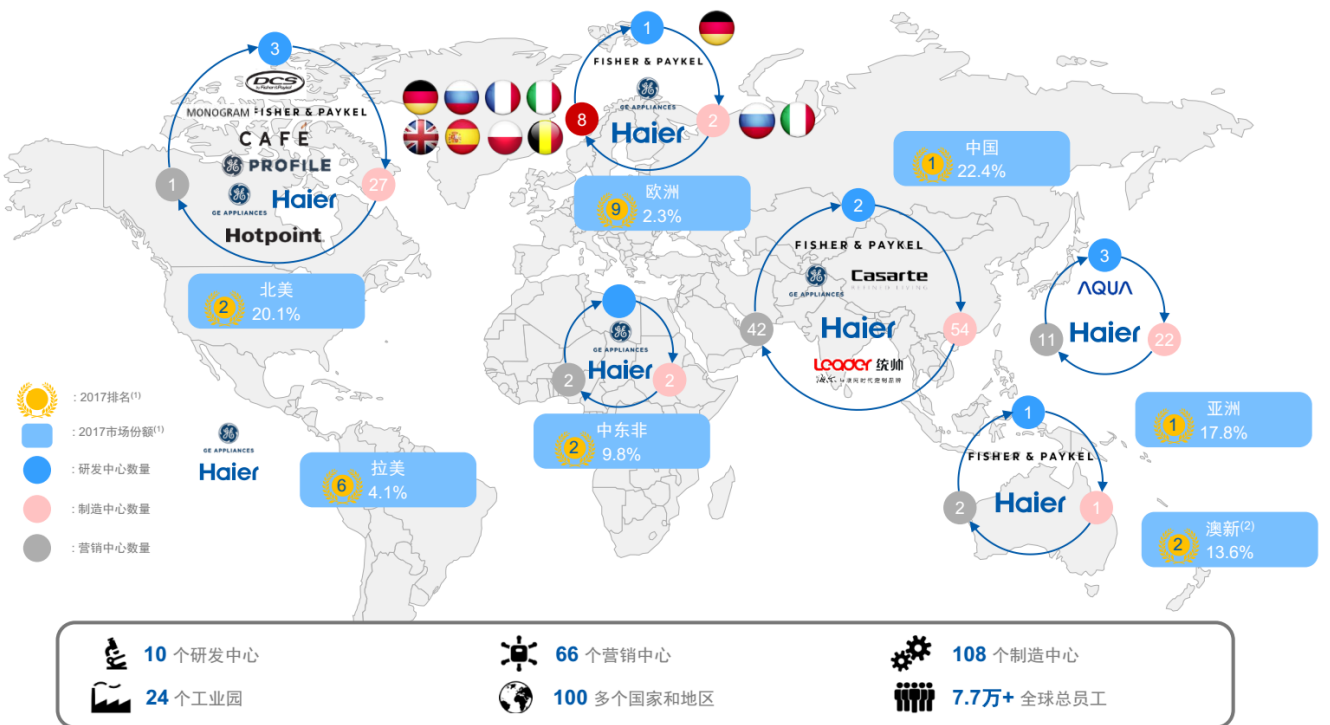
事件	
喜爱	世界著名葡萄酒专家李德美对卡萨帝固态制冷酒柜高度评价，称其是“酒窖级”酒柜
冰箱	<p>旅美电影家胡惠玲与卡萨帝冰箱的合影引起热议，其丈夫为美国官员洛杉矶郡郡长麦克·安东诺维奇</p> <p>德国百年家电品牌工程师曼德尔·汉斯 Facebook 发文称，因一次海钓归来亟需储存大量新鲜鱼类，他重新认识到卡萨帝冰箱在保鲜方面的过人之处</p> <p>卡萨帝冰箱获得来自法国驻华大使馆官邸、澳大利亚驻华大使馆等 10 国国宴御厨共同点赞</p> <p>意大利百年 Hercolani 家族皇室公主的女儿 Olimpia 在 Facebook 上晒周末居家照片，卡萨帝 F+自由嵌入式冰箱被意大利贵族之后选用</p> <p>迪拜皇室管家 Ahmed 在其私人 Facebook 上发布一则消息，曝光了迪拜小公主法图娜豪宅及日常生活，卡萨帝冰箱进入迪拜公主奢华生活</p> <p>在英国生活多年的剑桥陈博士定制珍珠白色卡萨帝冰箱保障食材新鲜</p>
空调	<p>旅游达人曝光了以极尽奢华闻名的 Trump 酒店总统套房内景，卡萨帝云鼎空调为“总统级”用户聚集的酒店所青睐</p> <p>美国健身明星教练 Tommey 在 Instagram 晒生活照片及视频，卡萨帝空调走进美国比弗利山庄</p>
IH 电压力煲	在第 1 届国际海水稻学术研讨会，袁隆平亲身体验卡萨帝 IH 电压力煲并签名

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

3.4 依托海尔 研发生产渠道资源雄厚

卡萨帝能够在高端市场异军突起，与海尔的资源输入有深刻关联。至 2018 年底，海尔已在全球建立 10 达研发中心、24 个工业园、108 个制造工厂、66 个营销中心，覆盖 160 多个国家和地区。因此相较于其他独立高端品牌，卡萨帝具备规模效应的研发、生产、渠道优势。海尔的直接资源输入和间接联动影响，都为卡萨帝的快速发展创造极佳条件。

图61：海尔全球化市场地位及三位一体格局



资料来源：公司官网，Euromonitor，申港证券研究所 注：图中公司组织架构数据更新至 2018 年 9 月；市场排名采用 2017 年 Euromonitor 大型家电市场数据，不

含商用电器或代工: Fisher&Paykel 已注入上市公司, 但至截止期财报数据尚未并表, 排名未计入这一部分; 未计入 Candy 相关市场数据。

研发体系快速建立与研发设计成果的继承, 为卡萨帝建立长期核心竞争力。

- ◆ **完整研究体系迅速建立。**卡萨帝借助海尔研发基础, 目前已构建了全球一体化技术研发和制造平台。其在全球拥有 14 个设计中心、28 个合作研发机构, 汲取美国 GEA、日本三洋白电、新西兰斐雪派克等全球顶尖科技力量, 并联合宝马、法拉利等顶级设计团队, 成就了强大的研发体系, 其直接体现即已成为中国高端家电获奖最多的品牌。

图62: 卡萨帝技术能力支撑



资料来源: 品牌宣传资料, 申港证券研究所

图63: 卡萨帝设计能力支撑



资料来源: 品牌宣传资料, 申港证券研究所

- ◆ **研究成果的快速继承。**截至 2018 年 12 月, 海尔在全球累计专利申请 4.3 万余项, 海外发明专利数量达 1 万余项, 是中国海外布局发明专利最多的家电企业。所积累各领域高端成果在卡萨帝高端产品中得以充分体现。以 F+自由嵌入式冰箱为例, 所涉核心技术有新西兰三段精钢滑轨、巴西气悬浮无油压缩机、日本散热扇及卡萨帝多项原创技术, 共同成就自由嵌入式核心卖点。

图64: F+自由嵌入式冰箱融入国际各研发中心核心技术

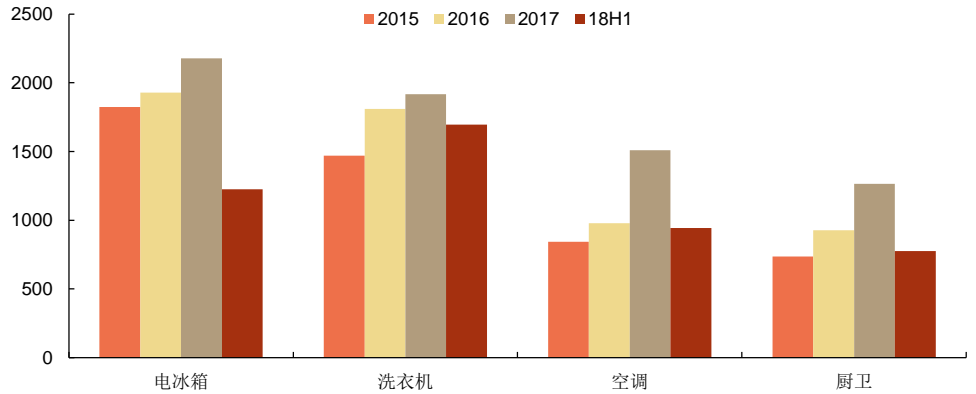


资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所 注: 图中技术仅为举例使用, 产品所涉其他技术并未全部展示

依托海尔庞大产量集体采购, 在高端市场独具成本优势及生产技术优势。海尔冰洗产能产量居世界第一, 空调、厨卫产能产量也居世界前列, 至 18H1 海尔冰洗空厨半年度产量分为 1226、1696、943、775 万套, 按全年推算则产量分别为 2500、

3400、1900、1600 万套量级，统一集采下各零部件原料成本单价远低于其他家电企业，对比销量弱势的高端品牌则成本优势更加明显。同时大规模智能化生产积累丰富生产经验，供应链效率高，期间成本低，均成为卡萨帝较其他独立高端品牌的独有优势。

图65：海尔历年产量（万套）

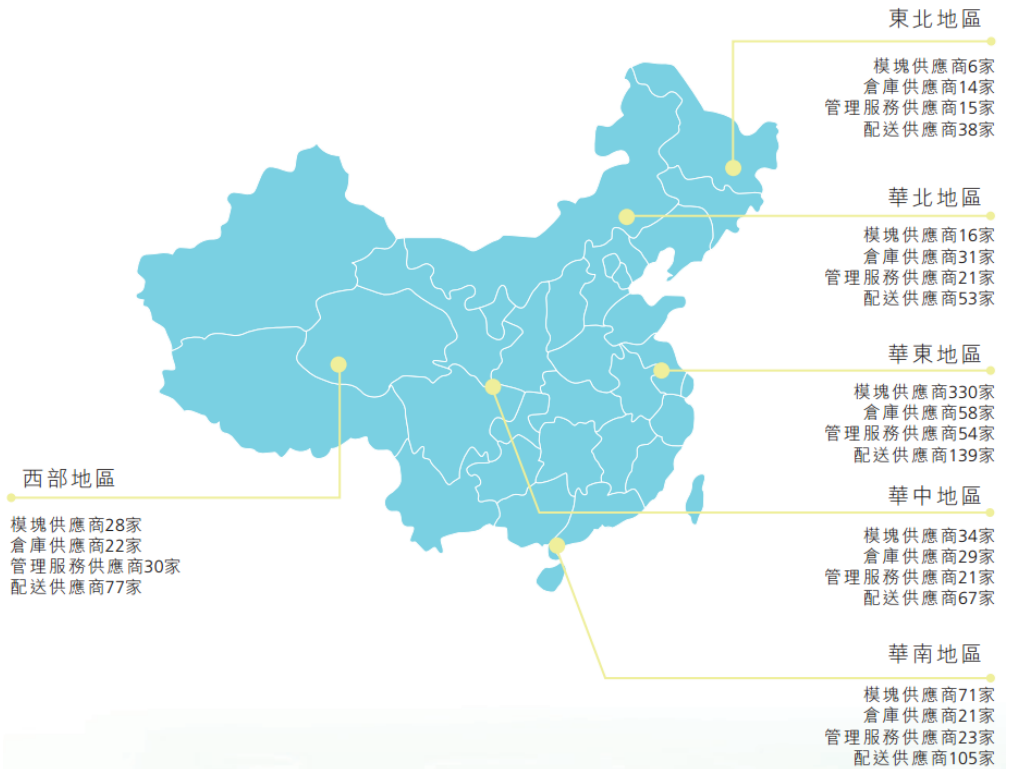


资料来源：公司公告，申港证券研究所

海尔渠道资源雄厚，仓储物流售后等支撑环节强大。海尔渠道资源同样使卡萨帝与其他高端品牌形成量级差距，其直接线下渠道建立在前文已阐述，而在非直接门店的辅助环节中，卡萨帝同样优势显著。

图66：海尔供应链资源雄厚（2018）

供应商分佈情况：



资料来源：公司公告，申港证券研究所

◆ 模块、仓储、管理服务、配送等供应链能力庞大。海尔自身在各区域拥有发达的

供应链资源，区域供应商简单加和后，2018 年海尔电器在全国模块、仓储、管理服务、配送供应商分别达 485、175、164、479 家。享受海尔资源红利下，卡萨帝供应链能力拔靡各独立高端品牌。

- ◆ **依托海尔售后服务体系，强大支持且节约运营成本。**由维修客数据，卡萨帝直接的售后网点为 115 个，但其可关联的海尔支持的售后网点高达 9322 个，在东部、中部各省份保持高密度售后支持，且卡萨帝售后安装维修均为上门服务，支持现场问题解决。对比各家电企业，海尔售后网点数量居于首位，强化售后体系进一步加强其品牌口碑，并增强客户粘性。

表20：各品牌售后网点数量对比

卡萨帝	海尔	COLMO	美的	西门子	博世	松下	AEG
115	9322		5213	304	123	4501	

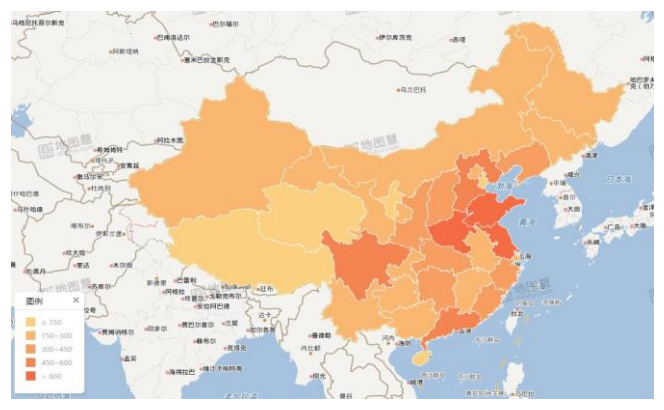
资料来源：维修客，海尔官网，申港证券研究所

图67：卡萨帝售后网点分布



资料来源：维修客，申港证券研究所

图68：海尔售后网点分布



资料来源：海尔官网，申港证券研究所

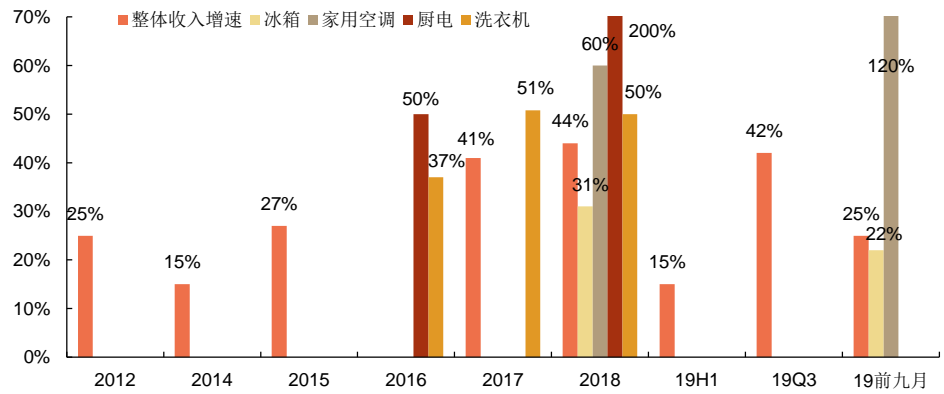
3.5 拐点爆发 登顶高端家电帝位

正是依托海尔主体资源，卡萨帝历时 13 年深耕创新变革，成就了引领市场的高端产品体系的广度和深度。同时品牌宣传与渠道建设双管齐下，通过多元宣传树立高端形象并广泛布局渠道深入产品体验，最终强化高端轻奢定位并广泛引流落地。在产品、品牌、渠道三者兼备下，尤其 2015-2016 年起，卡萨帝迎来阶段拐点，进入高速爆发期。

纵向看，卡萨帝多品类出现规模爆发契机，高端份额持续集中。

- ◆ **在营收增速方面**，2012 年后卡萨帝营收相关数据开始出现在公司年报中，并于 2016 年起出现多品牌的高速增长，核心品类洗衣机在双筒洗衣机等核心突破后，16/17/18 年增速分别达到 37%/51%/50%+，冰箱 2018 年也迎来 31% 的高增长，同时低基数的空调厨电频繁爆发，综合带来 2017、2018 年卡萨帝整体增速达到 41%、44%。19H1 因洗衣机产线迁移导致增速短期下滑，随后 Q3 单季恢复增速 42%。在高端家电市场需求觉醒下，卡萨帝厚积薄发增速具备极强确定性。

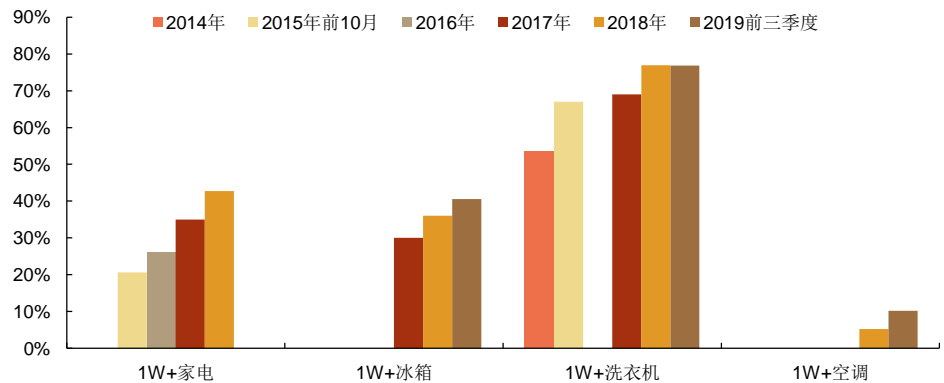
图69：卡萨帝整体及细分产品收入增速变化



资料来源：海尔智家公司公告，申港证券研究所

- ◆ **在高端市场份额方面**，品类的高速增长带来了其对应市场份额的快速提升。1W+家电市场卡萨帝份额由2015年前10月的20.6%，持续高速集中至2018年达42.7%。其中1W+冰箱份额由2017年的30%进一步提升至2019前3Q的40.6%；1W+洗衣机份额则由2014年53.5%提升并稳定至2018-2019年的近77%；而1W+空调则由18年的5.2%升至19年前3Q份额达到10.2%。
- ◆ 值得一提的是，卡萨帝空调2018年保持60%增长，而在19年前3Q实现120%的增速突破，其中单Q3增速高达270%。这一方面是高端空调的市场需求释放，另一方面与卡萨帝在19H2调整空调价格带有密切关联：此前卡萨帝对高端空调定位在柜机1.5W+及挂机6K+，但该价格段受众占比较其他高端产品偏低，为平衡高端定位并保持市场影响力，在进一步成本管控下19H2卡萨帝空调调整高端范围，SKU覆盖至柜机1W+及挂机4K+，扩充覆盖范围，降维下成长性迅速爆发。

图70：卡萨帝高端家电组分逐年市占率



资料来源：海尔智家公告，中怡康，奥维云网，其他公开资料，申港证券研究所

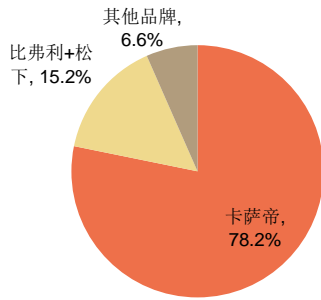
横向看，在当前各高端产品中卡萨帝市场份额上已形成碾压优势。我们由近期的部分数据管窥卡萨帝竞争优势：

- ◆ **洗衣机**：19年前30周1W+市场份额高达78.2%的绝对碾压优势，其后比弗利与松下份额合计仅15.2%，卡萨帝已对此细分市场形成绝对控制；
- ◆ **冰箱**：19年前41周冰箱市场不同价格段1-1.5W、1.5-2W、2W+及3W+的卡萨

帝份额分别实现了 35.4%、53.7%、39.9%和 80%的高端龙头地位。

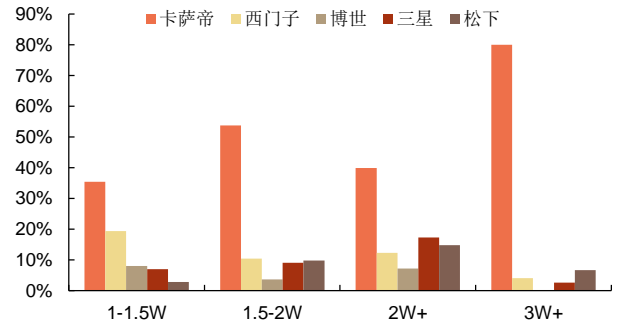
- ◆ **空调**: 19 年 10 月空调 1.5W+份额高达 36%为细分 Top1, 同期 6K+中高端空调市场份额 12.2%, 占比仅次于格力、三菱电机位居前三;
- ◆ **热水器**: 19 年第 42 周 0.8W+电热市场份额达 23.1%, 0.8W-1W 燃热份额则 20.5%, 较第二名均存在 12pct 以上份额优势, 稳居龙头地位。

图71: 2019 前 30 周万元以上洗衣机市场格局



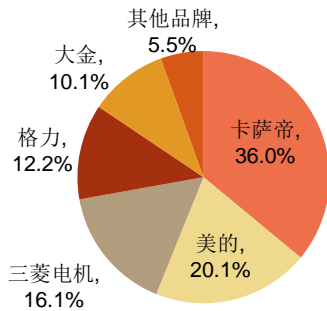
资料来源: 公开资料整理, 申港证券研究所

图72: 2019 前 41 周高端冰箱市场格局



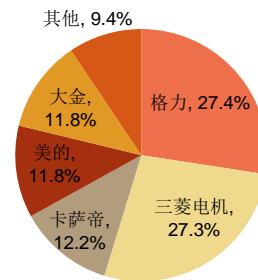
资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

图73: 2019 年 10 月空调 1.5W+市场格局



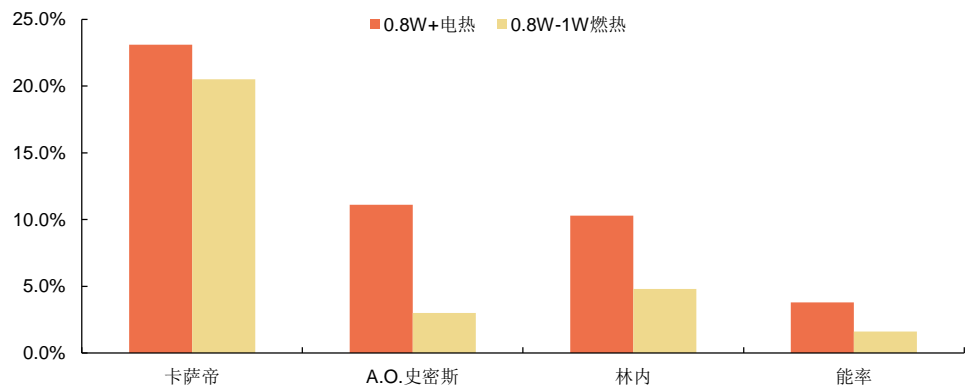
资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

图74: 2019 年 10 月空调 6K+市场格局



资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

图75: 2019 第 42 周高端热水器市场格局

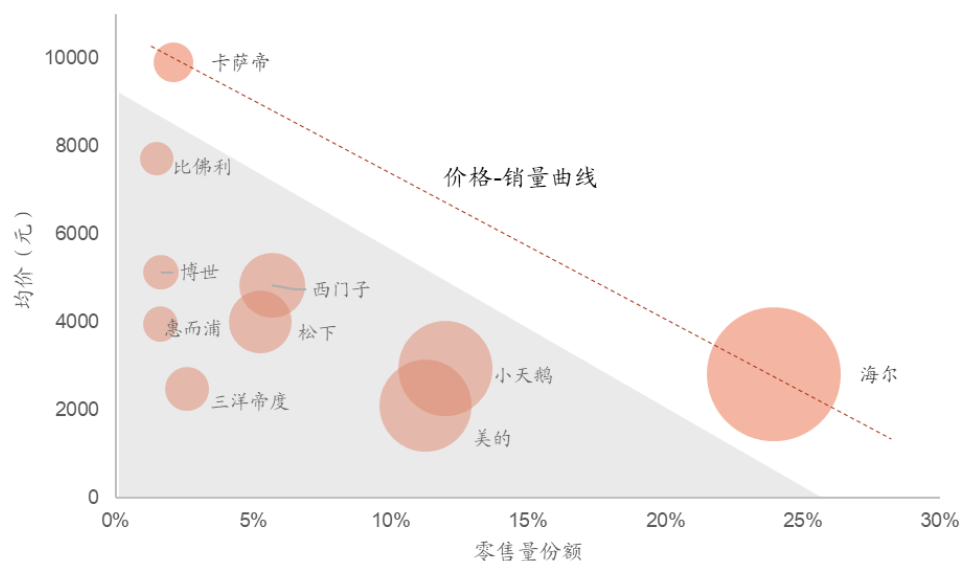


资料来源: 中怡康, 申港证券研究所

如果说在对比了以上高价段细分市场占率数据后，尚存在“人为设定价格门槛以得到高占比数据，但对规模”的质疑的话，那么纵览冰洗全价段市场就可发现，卡萨帝与海尔两者间构筑了一条由“均价-零售量份额”所设定的曲线，其实质为产品“价格与销量”平衡的线性关系。目前市场，没有任何一个其他品牌能够跨越这条界线，这意味着：在冰洗市场海尔系目前具备独占的盈利及规模红利。

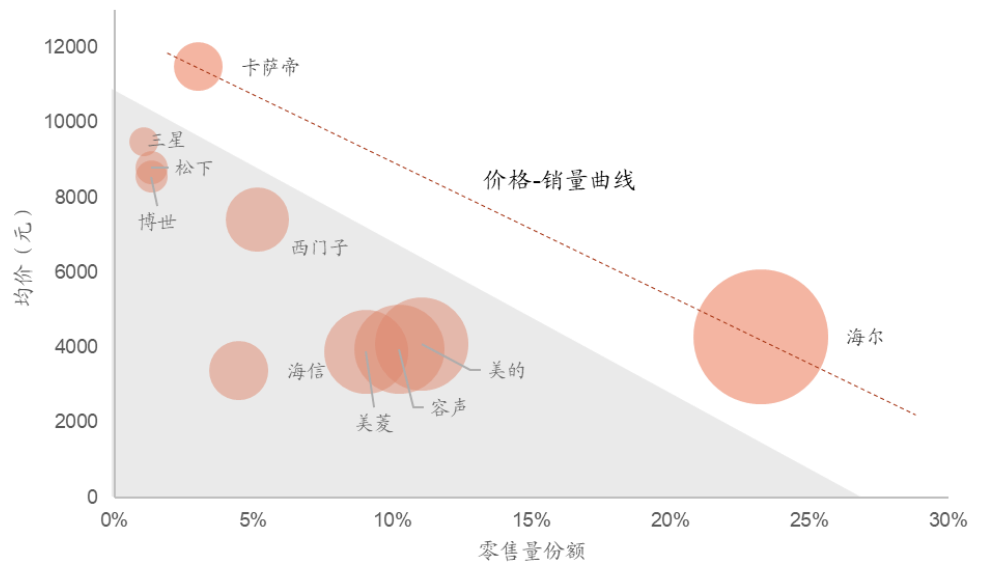
- ◆ 在洗衣机线下市场,19H1 卡萨帝均价为 9910 元,全价段零售量市占率为 2.1%,而海尔均价为 2812 元,市占率为 23.9%,以两者关系划定“价格-销量曲线”,则所有其他品牌均位于曲线之下。
- ◆ 同理在冰箱线下市场,19H1 卡萨帝均价 11486 元,零售量市占率为 3%,海尔均价为 4274 元,市占率为 23.2%,同样以两者划定“价格-销量曲线”,所有其他品牌均位于曲线之下。
- ◆ 进一步解读这一现象的意义:1) 品牌间零售量份额的相对关系等同于零售量/销量的相对关系,因此图表可理解为价格-销量之间的关系;2) 在图表中我们将卡萨帝-海尔连成曲线,实质为建立以两者为标准的平衡体系,即假设符合这一体系下的各点其价格与销量间存在联动关系,价格下降则销量沿曲线上升;3) 如任意品牌(图表中的点)高于这一曲线,即意味着其可创造高于平衡体系的价值,可理解为在同样销量下有更高溢价,或同样价格时销量更好;4) 在当下冰洗市场,所有其他品牌点均低于卡萨帝-海尔曲线,即证明海尔-卡萨帝体系在冰洗市场的创造价值能力,高于所有其他品牌,即独享盈利及市场规模的红利。
- ◆ 另外一提,卡萨帝份额在高端品牌中居于高位,其洗衣机零售量份额 2.1%,较均价略低的比佛利高 0.6pct,较更低均价的博世高 0.4pct;其冰箱零售量份额 3%,较均价略低的三星、松下、博世等高出 1.7pct 以上,如考虑零售额份额的则卡萨帝占比更高,因此并非“高价但市占率极低”的无意义“伪点”。
- ◆ 由此可证明,卡萨帝所成就的高端市场地位,已成为整体市场的高价值锚点,为海尔集团高效创造高价段的价值,成为海尔体系中不可或缺的盈利端核心增量。

图76: 19H1 线下洗衣机市场品牌均价及零售量份额对比



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图77：19H1 线下冰箱市场品牌零售额份额及均价对比



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

综合以上对卡萨帝品牌成长之路的梳理，我们可以较清晰地看到卡萨帝难以复制的成功模式：依托海尔主体强大资源，精深高端产品技术创新，形成深度与广度鉴别的产品体系后，品牌宣传锚定高端轻奢定位，渠道广覆盖多元化确定引流，最终在高端家电行业契机下获得拐点式爆发成长，至今已占据高端市场高寡占优势，并与海尔品牌联合分占细分价位市场优势，成为海尔体系中不可或缺的盈利核心增量。

13年卡萨帝由微末至成就帝业，至此其已有的卓越和强大我们已有了充分了解，那么，以往鉴来，随后的卡萨帝边际的上升空间在哪里？其进一步的增量又在哪些方向呢？

4. 边际增量：高端龙头正迎黄金发展期

4.1 高端家电规模持续释放

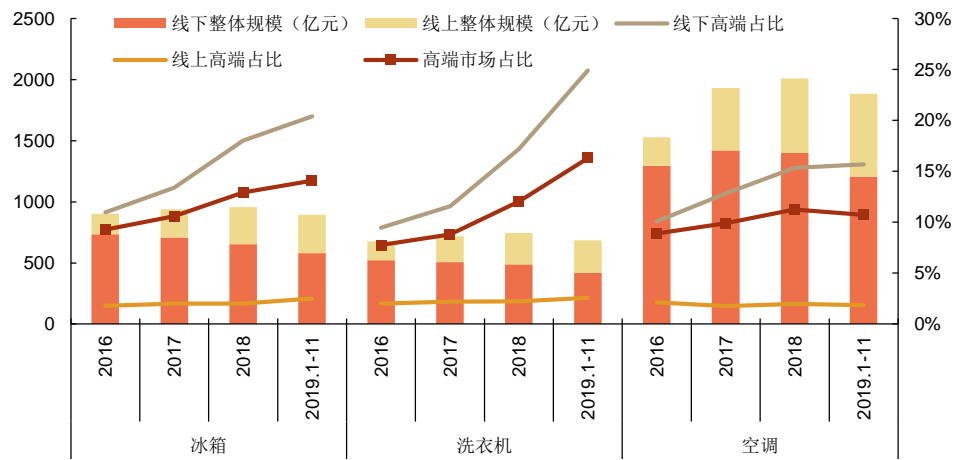
卡萨帝目前已成高端家电市场的集大成者，份额上率先享受红利。从一定程度上说，对卡萨帝的未来预期，直接反映在对中国高端市场未来预期上。我们认为，高收入高消费人群占比及能力增厚、5G突破带动智能化家电整体产品技术升级、艺术化提升高端产品设计能力及定位，三个维度联动将带动中期范围高端家电规模高速提升。

高端家电直接覆盖人群及潜在人群的规模及消费能力持续增厚。在2.2节中我们已经论述了高收入人群的持续提升，结合家电行业，

- ◆ 高端家电目前覆盖比例仍偏低。我们参考卡萨帝的核心产品价位，以市场上冰箱10K+、洗衣机6K+、挂机4.5K+、柜机11K+的规模来对标卡萨帝高端家电部分（卡萨帝同样有产品低于高端界限，处于中高端范畴），自2016至2019年前11月，市场高端占比持续提升，19年前11个月冰洗空高端零售额占比为14.1%、16.3%和10.7%，如果去除高价因素以零售量为对象计算则高端占比均远低于10%。

- ◆ 由此可见，目前高端市场受众仍主要限于收入前 10% 的高收入组，放宽标准则整个中产以上人群作为潜在人群，对高端市场的消费影响正在迅速扩张。
- ◆ 如前所述，全国前 20% 高收入组可支配收入近五年 CAGR 为 8.3%，其中边际上主力的城镇高收入组增速 2018 年更是高达 10.1%，由此我们判断未来三年内全国高收入组的收入增速将保持 7-10% 之间。
- ◆ 伴随市场进一步教育更多高收入人群成为高端家电的直接受众，再加上其他中产阶级消费能力增厚，购置高端家电的额概率提升，同时消费观念的进一步觉醒兑现，高端家电产品受众规模在国家经济稳健增长长期持续提升。预计其稳定后的直接受众范围可达 20%，整个潜在受众则在 35% 以上。多数逻辑在前文已拆解就不再赘述。

图78：整体高端家电市场零售额占比推算



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

5G 通信技术突破下，智能家电加速迭代升级推动高端市场规模。

- ◆ 中国智能家电近年本身具备高成长属性。智能家电市场不同口径测算下规模差距较大，Statista 认为 2019 年全球智能家电市场为 216.8 亿美元，随后四年 CAGR 为 22.4%；奥维判断 2018 年全球智能家居市场规模为 960 亿美元，其中中国智能家电为 2960 亿元人民币，全球未来 2 年 CAGR 为 12.3%；而易观统计中国 2017 年智能家居市场规模为 1401 亿元，未来 2 年 CAGR 为 17.9%。但总体来说，中国作为全球家电的增量区域，智能家电作为智能家居的主体，未来三年内中国智能家电规模增速有望保持在 15% 以上。

图79：Statista 口径下全球智能家电市场规模及增速

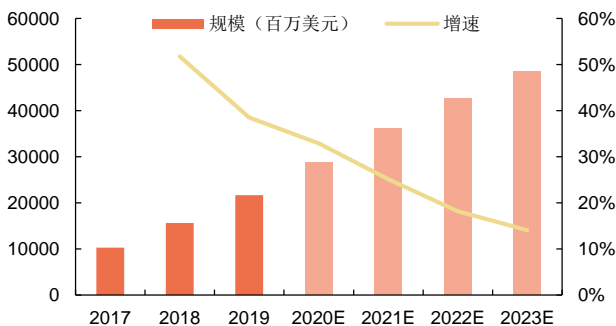
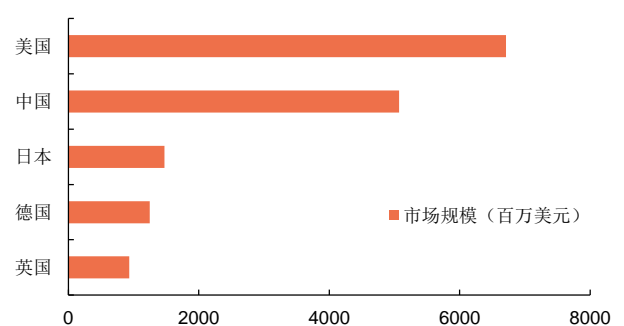


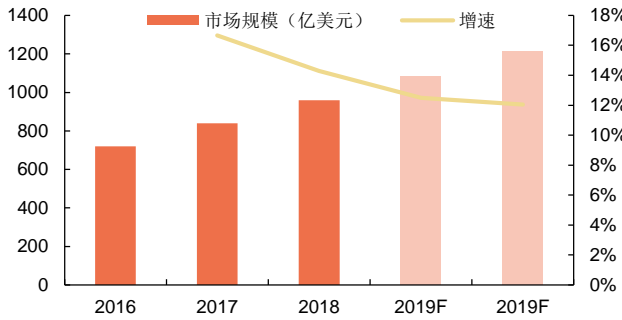
图80：2019 年全球 Top5 各国智能家电市场规模



资料来源: Statista, 申港证券研究所

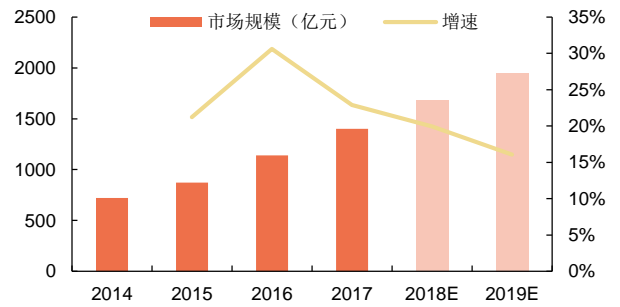
资料来源: Statista, 申港证券研究所

图81: 奥维口径下全球智能家居市场规模及增速



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图82: 易观口径下中国智能家居市场规模及增速



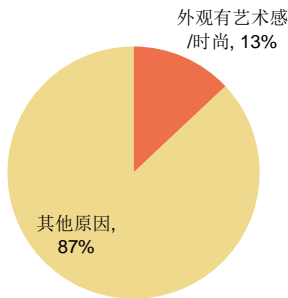
资料来源: 易观, 申港证券研究所

◆ **5G 技术突破带动家电产品技术更新。**5G 技术作为当前电子通信领域最大的更新驱动，对智能家电同样造成深刻影响。通信技术与传感技术为智能家电的两大核心动力，5G 突破所具备的低延时、高带宽、大规模连接等通信变革，也为智能家电实现各场景全屋物联提供了强力支撑。5G 后续将带动家电产品的新一轮升级，伴随家电原创技术/场景程序完备，高端产品推进下均价提升确定性强，从而带动高端家电市场规模的扩张。

艺术化设计引领高端轻奢属性，审美引导下高端家电需求进一步觉醒。

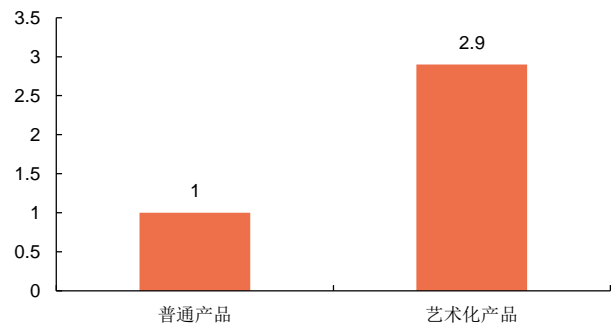
◆ **艺术化设计拉动高端家电消费觉醒。**伴随产品价格分层，高端的艺术设计感成为品牌市场的重要标签。奥维云网调查新中产购买家电中，关注外观艺术感的群体占比已达 13%，并测算艺术化电热水器对价格的拉力是普通产品的 2.9 倍。事实上不论手机消费电子抑或服饰配饰，高端品牌均通过艺术化设计提升自身轻奢属性，进而保持高位溢价。

图83: 艺术化是新中产家电购买重要驱动因素



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

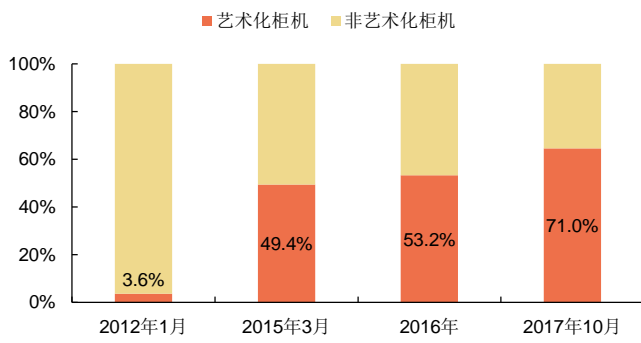
图84: 2017H1 艺术化电热水器线下价格拉力



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

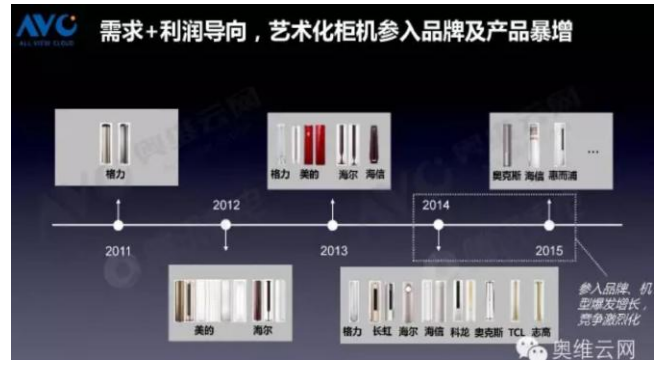
◆ **高端家电的艺术化含量占比持续增厚。**白电中相对价位最高的空调柜机的产品艺术化趋势率先兴起，自 2011 年后格力发展艺术化品牌后各空调品牌加速入局，并持续推出艺术化新品。在 2012 年 1 月时艺术化柜机渗透率仅 3.6%，而至 2017 年 10 月已达 71%。高端家电市场的艺术化设计成为趋势的同时，反向也刺激了高端产品审美观的进一步觉醒，从而提升了高端产品份额。

图85: 艺术化柜机空调渗透率



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

图86: 柜机空调艺术化发展历程



资料来源: 奥维云网, 申港证券研究所

- ◆ 以卡萨帝和西门子为首的高端品牌加速艺术化布局。目前高端品牌中, 卡萨帝和西门子的艺术化品类均居高位, 其中卡萨帝更是在各白电产品中均有艺术化元素注入。同时在历期宣传活动中, 卡萨帝艺术主题品牌活动已有6期, 占比达23.1%; 邀请艺术类KOL则达20位, 占比31.7%。持续宣传下构筑美感轻奢形象, 最终稳固并强化自身产品高端溢价。

表21: 高端家电品牌艺术化布局

		卡萨帝	西门子	博世	松下	AEG	COLMO
艺术化品类	冰箱	√	√	√		√	√
	厨电	√	√	√	√	√	√
	洗衣机	√	√			√	
	空调	√					√
	酒柜	√					
	电视				√		
	洗干一体机			√		√	
	热水器						√
	生活电器				√		
艺术化单品个数		72	89	12	17	12	5

资料来源: 品牌官网, 申港证券研究所 注: 艺术化判断标准为产品信息中以“美学”或“艺术”等信息为特点进行宣传。

当前高端市场规模已达640亿元, 2021年有望实现千亿级别。在以上综合影响下, 我们以冰箱10K+、洗衣机6K+、挂机4.5K+、柜机11K+为标准测算并预测了高端白电的市场规模。

- ◆ 高端市场快速觉醒, 至2018年规模已达640.7亿元。在2016-2018年间, 冰洗空高端市场规模由355.9亿元提升至2018年已实现640.7亿元, 两年CAGR高达34.2%。2018年冰洗空各自高端规模达163.1、110.2、367.6亿元, 各自高端产品占自身市场比例为12.9%、12%和11.3%。

表22: 冰洗空高端市场规模测算

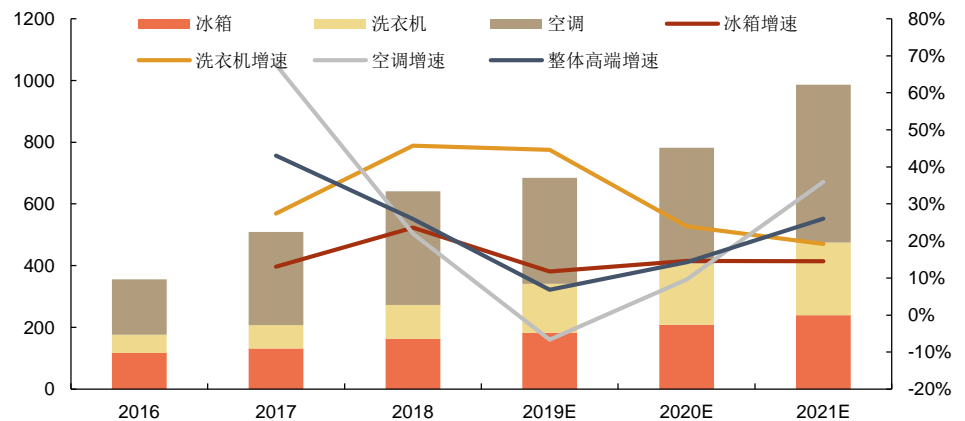
		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
冰箱	内销量(万台)	4731.5	4485.1	4309.8	4232.2	4168.7	4147.9
	均价(元)	2660.5	2780.9	2927.2	3012.1	3132.6	3242.2
	整体规模(亿元)	1258.8	1247.3	1261.6	1274.8	1305.9	1344.8
	高端占比	9.3%	10.6%	12.9%	14.3%	16%	17.80%

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
洗衣机	高端规模 (亿元)	116.7	132.0	163.1	182.3	208.9	239.4
	内销量(万台)	4114.9	4413.6	4532.0	4645.2	4789.3	4913.8
	均价 (元)	1859.8	1948.4	2021.1	2106.0	2192.3	2280.0
	整体规模 (亿元)	765.3	860.0	916.0	978.3	1050.0	1120.4
	高端占比	7.8%	8.8%	12.0%	16.3%	18.8%	21.0%
空调	高端规模 (亿元)	59.3	75.6	110.2	159.3	197.4	235.3
	内销量(万台)	6045.6	8857.5	9258.9	9397.7	10243.5	10755.7
	均价 (元)	3349.4	3439.2	3525.1	3348.8	3248.4	3443.3
	整体规模 (亿元)	2024.9	3046.3	3263.8	3147.2	3327.5	3703.5
	高端占比	8.9%	9.9%	11.3%	10.9%	11.3%	13.80%
整体市场	高端规模 (亿元)	179.8	301.4	367.6	343.0	376.0	511.1
	高端占比	8.8%	9.9%	11.8%	12.7%	13.8%	16.0%
	高端规模 (亿元)	355.9	509.0	640.9	684.6	782.3	985.7

资料来源: 奥维云网, 产业在线, 申港证券研究所 注: 高端产品以冰箱 10000+, 洗衣机 6000+, 挂机 4500+, 柜机 11000+ 为准; 各产品高端占比为奥维数据线下及线上各细分产品高端占比, 加权细分产品比例、线上线下规模比例得到。

- ◆ 空调竞争导致短期高端规模波动, 至 2021 年有望达千亿级别。空调市场 19 年因上半年美的主动调整价格、下半年格力挑起全面竞争, 导致其均价短期下移, 从而拖累了其高端市场的扩张。伴随明年中期新能效的正式实施, 空调均价将大幅提升。冰箱高端规模在新机型推广下保持相对稳健, 而洗衣机则在近年洗烘一体技术、双滚筒等技术驱动下增速领衔。综合判断至 2021 年冰洗空高端规模预计为 985.7 亿元, 高端家电千亿市场呼之欲出。

图87: 高端冰洗空市场规模 (亿元) 及同比增速变化



资料来源: 奥维云网, 产业在线, 申港证券研究所 注: 高端产品以冰箱 10000+, 洗衣机 6000+, 挂机 4500+, 柜机 11000+ 为准

- ◆ 值得一提的是, 这一测算尚未计入众多厨电、黑电及小家电, 尤其卡萨帝同样重心发力的大厨电市场, 如计入后高端家电市场规模实际值将进一步增大。

4.2 冰洗格局优越 短期难逢对手

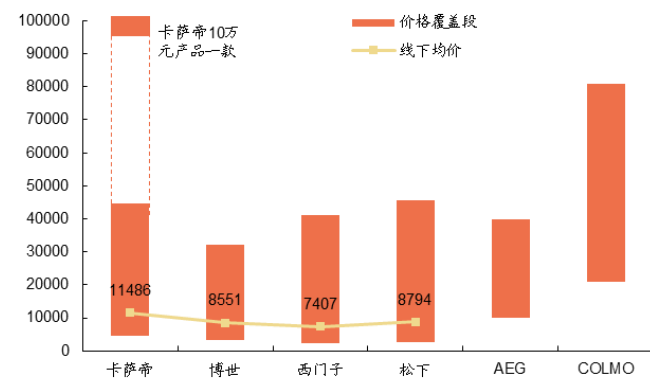
卡萨帝高端冰洗价格段覆盖各竞争品牌, 相对价格最高, 获市场定位认可。

- ◆ 由冰洗直接覆盖价格段看, 卡萨帝冰箱产品覆盖 4599-100000 元的价格区间, 洗衣机覆盖 2199-100000 元区间, 即使去掉各自一款 10 万元标杆产品, 冰洗产品

密集覆盖区分别为 4599-40000 元和 2199-40000 元，除 COLMO 价段产品覆盖密度很低暂不考虑外，卡萨帝几乎全覆盖各竞争对手价格段。

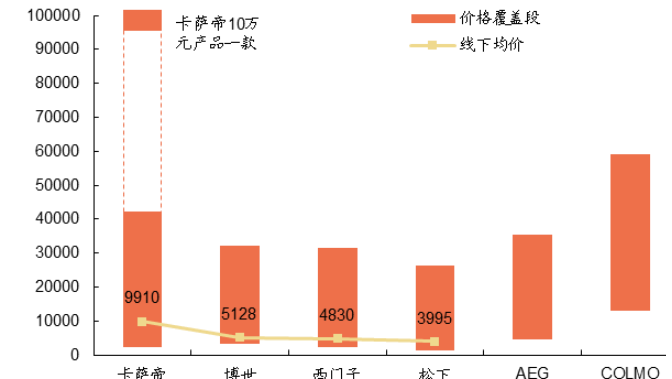
- ◆ **相对均价最高，高端定位获得市场认可。**卡萨帝冰洗整体分别以 11486 元和 9910 元的均价居各品牌价格首位，并且其冰洗 19H1 整体零售额份额分别达 8.1%和 9.2%，份额上除了较价格下沉的西门子冰洗有 2.6pct 和 0.9pct 的差距外，远高于其他各高端品牌，证明卡萨帝产品高端定位获得市场零售价格体系的高度认可。

图88：高端家电代表品牌冰箱价格分布（元）



资料来源：卡萨帝官网，京东，天猫，奥维云网，申港证券研究所 注：卡萨帝外其他品牌官网无报价或报价不全，COLMO 线上渠道仅为天猫，故卡萨帝取官网数据，博世、西门子、松下、AEG 取京东数据，COLMO 取天猫数据；AEG、COLMO 型号过少、线下规模过小，未计入线下均价，其他取 19H1 奥维线下品牌均价

图89：高端家电代表品牌洗衣机价格分布（元）

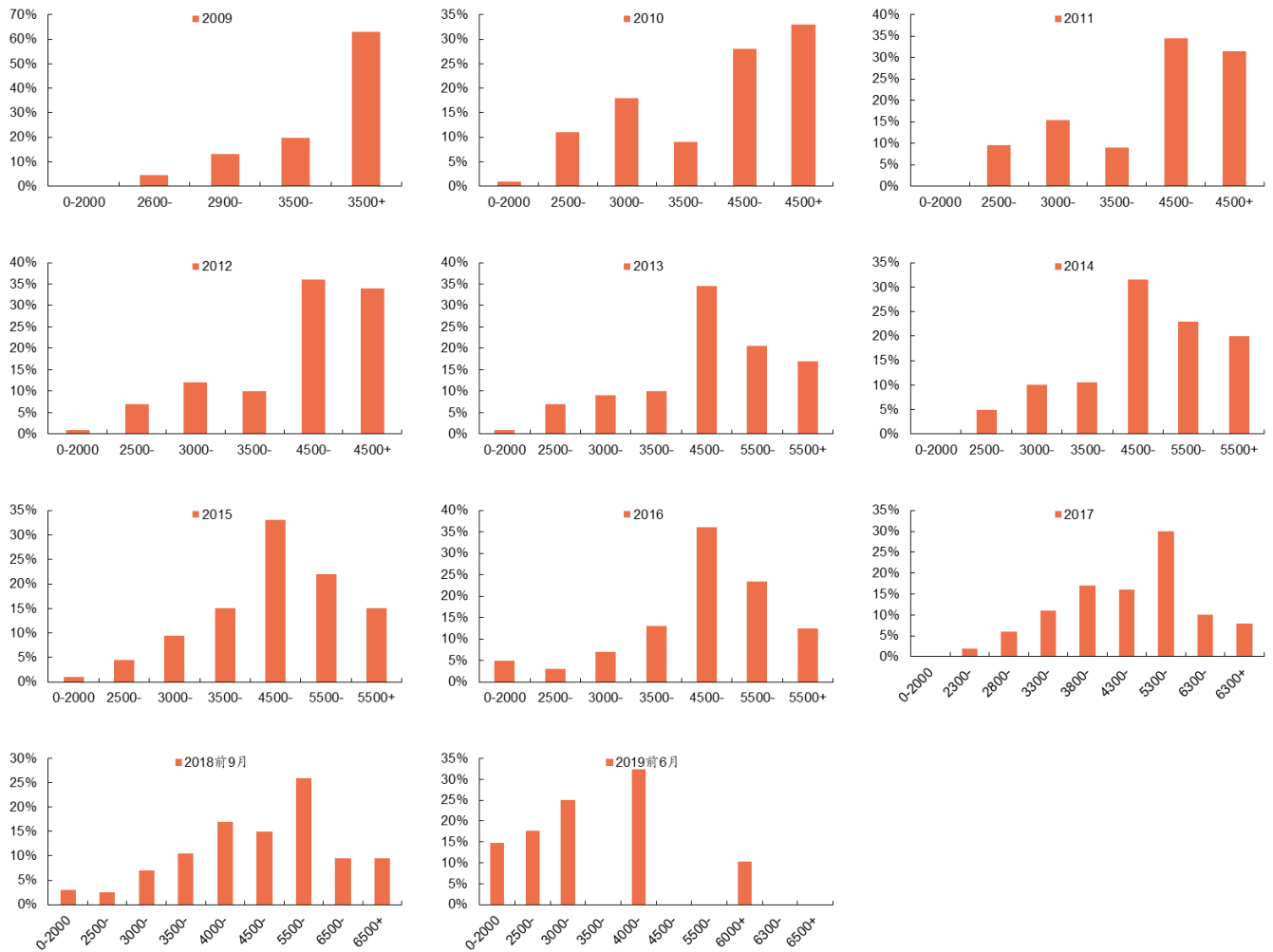


资料来源：卡萨帝官网，京东，天猫，奥维云网，申港证券研究所 注：卡萨帝外其他品牌官网无报价或报价不全，COLMO 线上渠道仅为天猫，故卡萨帝取官网数据，博世、西门子、松下、AEG 取京东数据，COLMO 取天猫数据；AEG、COLMO 型号过少、线下规模过小，未计入线下均价，其他取 19H1 奥维线下品牌均价

原主要高端竞争品牌西门子价格定位持续退坡。西门子此前在家电外资品牌中冰洗份额最高，并因其国际定位具有较高溢价，但自 2015 年起，其高端产品持续退坡。以西门子洗衣机为例，

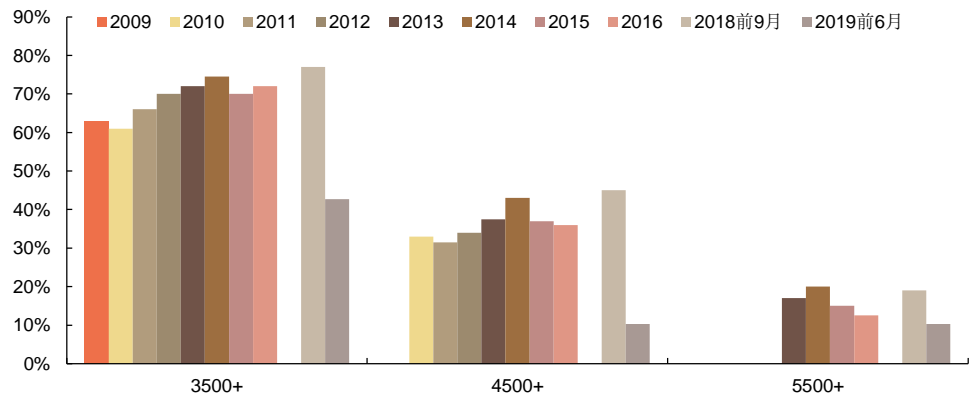
- ◆ **早期西门子产品结构高端化，为高端市场主要品牌。**早在 2009 年，西门子洗衣机结构即以 3500+ 为主（彼时中怡康的最高价格段）产品结构份额达 63%，随后直至 2014 年 3500+ 结构已达占比 74.5%，更高价段的 4500+ 占比则由 2010 年的 33% 升至 2014 年 43%，5500+ 占比则由 2013 年 17% 升至 2014 年 20%，其高端战略持续加强。
- ◆ **2015 年起高端占比持续下滑，定位退坡现象严重。**自 2015 年起西门子中高端产品结构占比持续下滑，中怡康口径下 2016 年 3500+ 占比较 2014 年下滑 2.5pct 至 72%，4500+ 较 14 年下滑 7pct 至 36%，5500+ 更是下滑了 7.5pct 至 12.5pct。而奥维云网口径下 2018 前 9 个月和 2019 年前 6 个月两者间，3500+、4500+、5500+ 三个档位更是分别下降了 34.3pct、34.7pct 和 8.7pct，分别仅占比 42.7%、10.3% 和 10.3%。产品结构持续向低价位倾斜。

图90: 西门子洗衣机价格结构演变



资料来源: 中怡康, 奥维云网, 申港证券研究所

图91: 西门子中高端价位占比自 2015 年起持续下滑

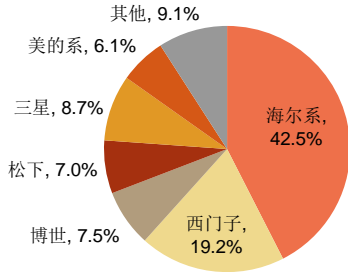


资料来源: 中怡康, 奥维云网, 申港证券研究所 注: 2018 前 9 月和 2019 年前 6 月为奥维云网口径, 与此前中怡康口径有所不同。

- 此前我们已论证, 在 2015 年前后高端家电市场迎来自身上升拐点, 其规模快速爆发, 而对比西门子在 2015 年起的价位滑坡, 我们认为正是卡萨帝的崛起, 挤占了西门子原先在高端市场的份额与地位, 并进一步导致西门子品牌定位下滑。

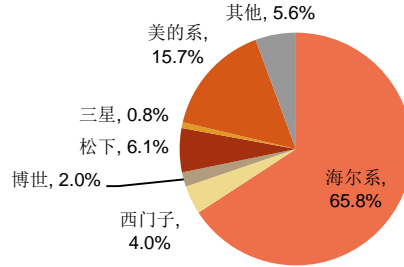
19 年至今海尔系高端冰洗市场格局优越，难逢对手。2019 年 1-11 月，线下以卡萨帝为主的海尔系在冰洗高端市场份额大幅领先，1W+冰箱海尔系占比 42.5%，超过第二名西门子 23.3pct，1W+洗衣机海尔系占比更是高达 65.8%，超出第二名美的系 50.1pct，在高端市场不存在同量级对手。

图92：19 年 1-11 月线下万元以上冰箱品牌份额



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图93：19 年 1-11 月线下万元以上洗衣机品牌份额

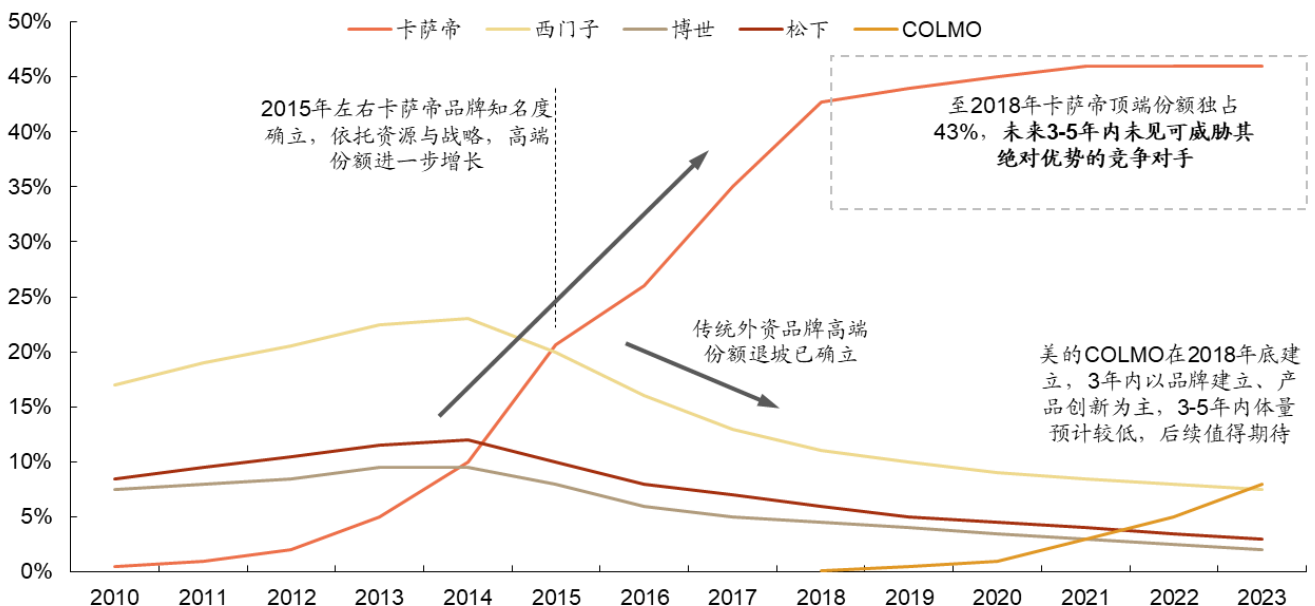


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

卡萨帝未来 3-5 年内竞争优势强大，跟随高端市场扩张享受确定性龙头红利。

- ◆ 卡萨帝在历经 2015-2018 年的高速扩张后，在高端市场已成领军之势，伴随着各外资市场份额的确定性滑坡，当前高端市场，卡萨帝独占高集中度。并且基于卡萨帝依托海尔资源形成的研发、生产、渠道、服务优势，独立的外资品牌已难以打破卡萨帝的垄断优势。
- ◆ 美的 COLMO 于 2018 年底正式成立，短期内仍以新品技术创新推动、品牌宣传定位为主，近两三年内不会有大规模创收能力，依托美的庞大资源远期发展值得期待。
- ◆ 因此，卡萨帝在当前市场没有任何品牌可在高端冰洗市场与之抗衡，过去 2016-2018 年及随后 3-5 年内卡萨帝正处黄金发展期。

图94：万元以上顶端家电市场品牌市占率变化示意图



资料来源：海尔公司公告，奥维云网，申港证券研究所 注：图中卡萨帝 15-18 年数据为公司公告，18 年西门子、博世、松下市占率为奥维云网线下万元以上冰洗份额的加权重，其他数值仅供趋势参考用

4.3 空厨增长可期 全屋及战略调整推进

随着冰洗高端市场逐步成为卡萨帝的核心优势业务，其创收创利能力及增长空间的确定性逐步加强。在此基础上，卡萨帝对增量空间的空厨方向逐步发力，并通过全屋智能解决方案、调整价格带等方面提振优化。

卡萨帝空厨占比尚低，发展空间广阔。由此前高端市场规模测算可知，2018 年高端空调市场份额达 367.6 亿元，远高于冰箱 163.1 亿元和洗衣机 110.2 亿元，具备广阔的市场空间，厨电、热水器等多品类下测算高端市场难度较高，但与高端空调加和后规模远超 400 亿元，而 2018 年卡萨帝空厨营收总和仅 8.4 亿元，产品在高端空厨整体占比 2.1% 以下。伴随卡萨帝在冰洗高端市场的地位确立，在随后重心转向空厨的高端战略下，其创收市场空间庞大。

借助全屋智能成套解决方案布局，联动发展整体高端家电市场。

- ◆ **海尔自身全屋智能方案战略坚定。** 海尔早在 2006 年就初步布局全屋智能，至今年 7 月起，海尔上市公司更名为“海尔智家”进一步明确其全屋智能战略，其发展路径在我们前期报告《时代的企业创时代》中已详细展开，不在此重复。
- ◆ **卡萨帝全屋方案完备。** 在此前产品技术分析中就可发现，卡萨帝对产品系列搭配完备，2019 年更是推出高端完整成套方案“指挥家系列”，使其在高端家电全屋方案上具备先决硬件优势。

图95：卡萨帝智慧全屋方案示例



资料来源：卡萨帝公开宣传资料，申港证券研究所

图96：卡萨帝与三联家电合作推出 29-92 万 6 种全屋方案



资料来源：卡萨帝公开宣传资料，申港证券研究所

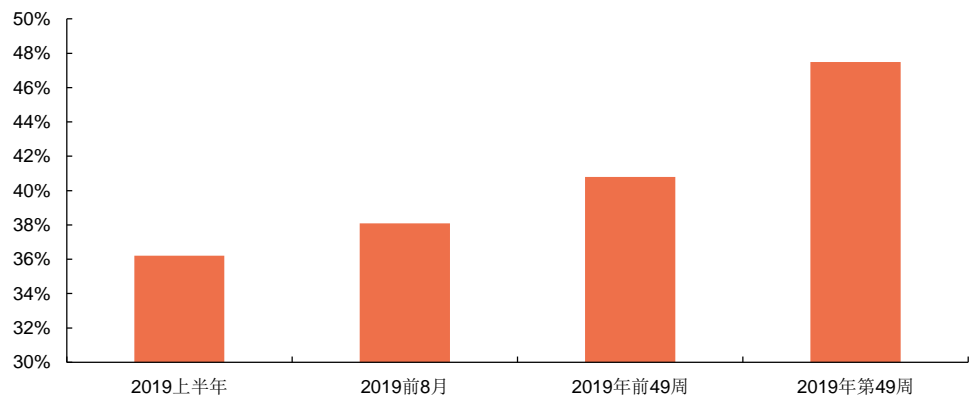
- ◆ **联合渠道商推广高端全屋方案。** 为领先布局一站式全屋整装，卡萨帝与渠道商合作，2018 年推出 29-92 万 6 项全屋配置方案多样化满足高端用户“一站式购齐”需求，并通过组合服务抢占前端市场。

除了由全屋端服务及冰洗核心产品的联动效果，卡萨帝近期重点布局空调，广度与深度并举，空调高端布局存在边际突破。

- ◆ **扩大覆盖市场空间。** 2019 年下半年卡萨帝基于当前空调市场竞争变化，增加 SKU 扩充了自身空调价格带，挂机由此前 6000+ 价格带覆盖至 4000+，柜机则由 1.5W 覆盖至 1W+，扩大其对应市场的空间。

- ◆ **深化顶端市场边际优势。**以卡萨帝长期布局的 1.5W+空调市场为例，至 19 年上半年卡萨帝市占率为 36.2%，至 8 月累计份额已达 38.1%，经双十一后前 49 周（一年共 52 周）份额已至 40.8%，其中第 49 周高达 47.5%，且前 49 周份额较第二名三菱电机、第三名格力分别高出 23pct 和 26.5pct，卡萨帝空调在顶端的布局正在逐步兑现。
- ◆ 在卡萨帝确立其空调顶端优势下，扩大覆盖价格空间为其带来价格上的降维竞争优势。此外由于近期格力持续价格战而导致价格下沉，高端市场空间相对释放，对卡萨帝的高端布局也存在一定短期利好。

图97：卡萨帝 1.5W+空调市占率变化



资料来源：中怡康，申港证券研究所

虽然目前卡萨帝空厨占比仍较低，对整体规模的影响尚有限，但基于高端空厨的庞大规模，以及目前卡萨帝在高端空厨的低基数，其具备广阔的上升空间。同时其积累了强大的空厨产品技术资源，尤其通过斐雪派克、GEA、Candy 的收购而多维吸收了厨电产品技术，使其高端产品成长确定性增强。而一旦空厨高端市场突破，对卡萨帝品牌带来的则是全新增量，造成超预期增长。

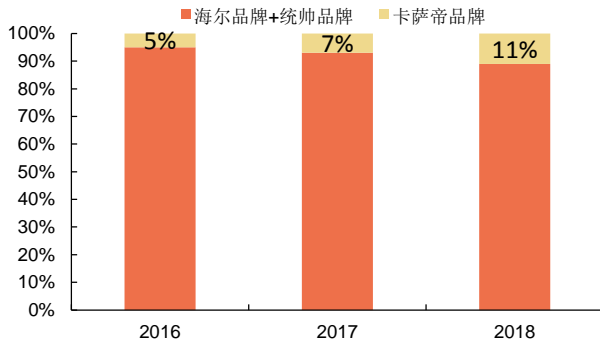
4.4 供给端升级 供应链优化

卡萨帝在市场端的优势确立及增量发掘的同时，其供给端也存在进一步的优化，直接体现在**高端产能扩张、渠道服务深化以及后续费用率调整**等方面。

自行及可转债扩产能项目推进卡萨帝供给端升级。

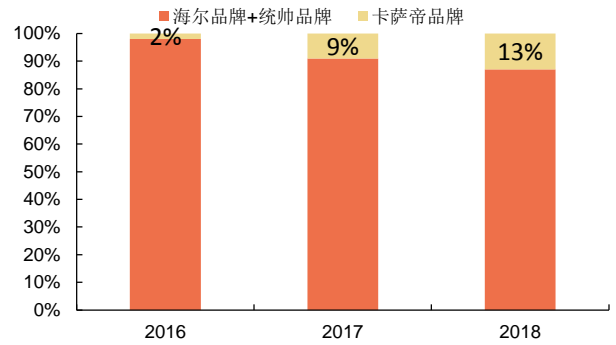
- ◆ **卡萨帝产品比例提升，产线渐向独立生产升级。**2018 年，卡萨帝洗衣机在海尔整个洗衣机中的收入已达 11%，热水器则达 13%，高端产品在整体产能中占比提升。伴随卡萨帝在海尔产品中占比的逐步提升，其产线逐步由混产/单产兼有的模式，向长期单独生产线调整。

图98: 卡萨帝在海尔智家洗衣机收入占比逐年提升



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图99: 卡萨帝在海尔智家热水器收入占比逐年提升



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 洗衣机自建产能落地, 后续高端洗衣机空间进一步释放。在 19H1 青岛黄岛的高端洗衣机产线落地, 整合此前卡萨帝老产线产能, 虽因短期产能切换磨合导致 19H1 卡萨帝洗衣机增速受拖累, 但伴随产线磨合完毕, 后续高效率、高质量产能下高端洗衣机得到更大的空间释放。
- ◆ 可转债扩产项目不同程度推动高端产品供给侧升级。在 2018 年海尔发布的可转债项目中高端化扩张为核心战略之一。根据不同项目的出厂定价及预期零售价, 我们可判断其产能向卡萨帝高端产品的转化配置, 其中 50 万台冰箱定标价格极高, 基本均为卡萨帝配置, 合肥挂机项目也高概率为高端产品配置; 其他空调机型在卡萨帝空调价格带调整后存在一定概率配置; 厨电结合全屋解决方案则存在一定配置可能。

表23: 海尔智家可转债项目扩产能推进高端化战略

项目	子项目	产品	出厂均价 (元)	预期零售均价 (元)	产能 (万套)	达产营收 (亿元)	利润总额 (亿元)	净利润 (亿元)
年产 50 万台高端特种冰箱项目		对开门冰箱-出口	7488	11520	15	11.2	4.3	3.2
		对开门冰箱-内销	6400	9846	35	22.4		
家用空调制造升级及智能产品产能提升项目	郑州	柜机	3200	5818	65	20.8	3.16	2.4
		挂机	1600	2909	33	5.2		
	胶州	柜机	3200	5818	15	4.8	2.33	1.8
		挂机	1600	2909	83	13.2		
	合肥	窗机	541	984	70	3.8	0.76	0.6
		挂机	1802	3276	130	23.4		
高端中央空调年产 150 万台空调器项目		家中机	2187	3976	96	21.0	3.58	2.7
		单元机	1921	3493	47	9.0		
厨电新工厂项目	厨电新工厂	烟机	800	1778	150	12.0	2.02	1.5
		燃气灶	624	1387	85	5.3		
		电磁灶	620	1378	10	0.6		
		集成灶	2740	6089	5	1.4		
		烤箱	1570	3489	30	4.7		
	莱阳	家用消毒柜	828	1840	50	4.1	1.34	1.0
		商用消毒柜	730	1622	20	1.5		
总计					164.4	17.5	13.2	

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所 注: 预期零售价按冰箱出厂价/0.65, 空调出厂价/0.55, 厨电出厂价/0.45 估算, 产能配置给高端产品的比例越高, 标识红色深度越强

家电行业向“服务时代”发展，高品质服务成为家电品牌核心竞争力之一。

- ◆ 国美《2019 国民精品消费趋势报告》中将 2017 年定义为“中国家电服务元年”，认为家电消费经历“量的满足”、“质的提升”后进入“服务时代”，由理性需求升级到服务、品质等情感层面。
- ◆ 据中国家电服务维修协会统计，2017 年安装、维修、上门、零部件等传统家电维修收入为 2600 亿，而清洗、维护、保养、延保、集成整套解决方案等新型服务收入达 2800 亿。
- ◆ 预计至 2020 年家电服务业规模有望实现万亿规模，服务收入与利润的金额、增速甚至将超越家电制造销售本身，因此高品质服务将成为家电品牌的核心竞争力之一。

图100：家电行业服务消费时代来临



资料来源：国美《2019 国民精品消费趋势报告》，申港证券研究所

图101：家电业由产品消费走向服务消费

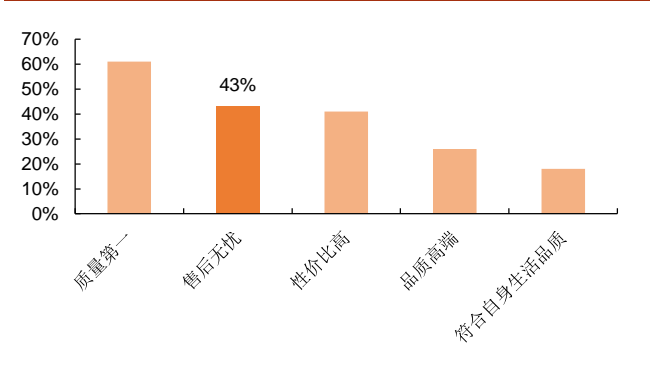


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

优质售后体验成为高端家电企业到客户之间的“最后一公里”。物流配送、产品安装、售后服务组成消费者整体售后体验，是品牌评价核心影响因素。

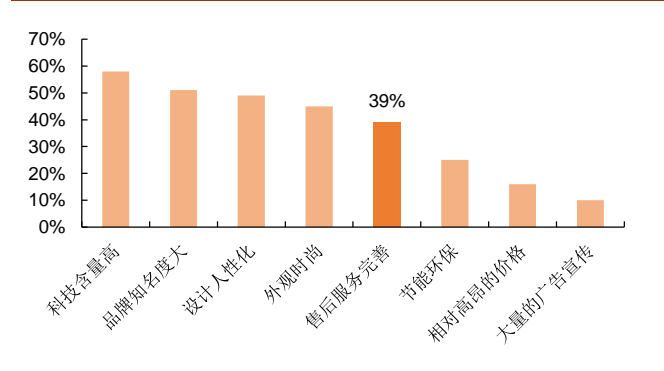
- ◆ 中产阶层对售后服务高度重视。在调查中产阶级对家电的要求中，售后保障是仅次于质量的第二大关注点，占比高达 43%，而在判断高端家电应有优势中 售后完善也成为重点关注项之一，占比为 39%。

图102：中产阶层对家电的要求



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图103：中产阶层认为高端家电应具备的特征

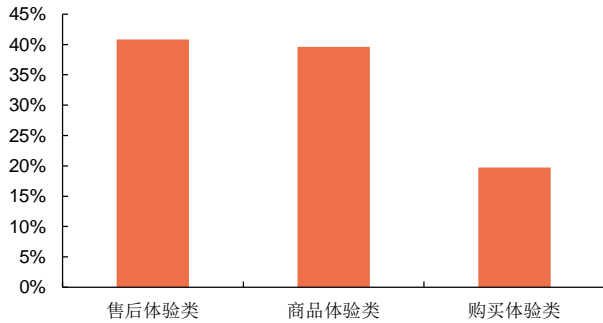


资料来源：奥维云网，申港证券研究所

- ◆ 线上各类差评焦点集中于售后体验上。据奥维云网数据，空调消费中对售后体验的用户关注度高达 40.8%，位居首位，而空调差评率最高环节也为售后体验，安装、物流、售后服务共计差评率达 10.5%；热水器差评率中售后体验的占比高达 60%，其中安装差评率超过 33%，具体对配置安装费、安装及时性、安装专业性、

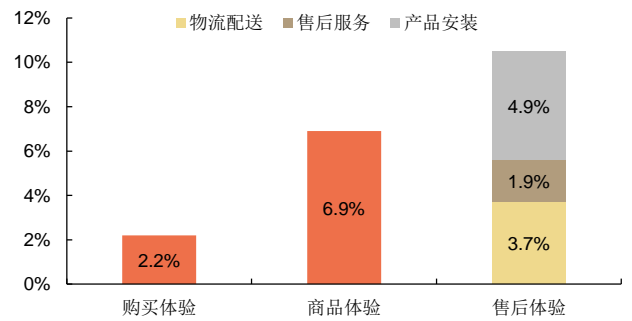
安装员态度差评率分别高达 34%、25%、22%和 19%；彩电售后安装差评中，配送及时性、安装费用分别占 35.3%和 25%。售后体验已直接影响经销渠道乃至家电品牌的形象地位。

图104：空调消费各环节用户关注度



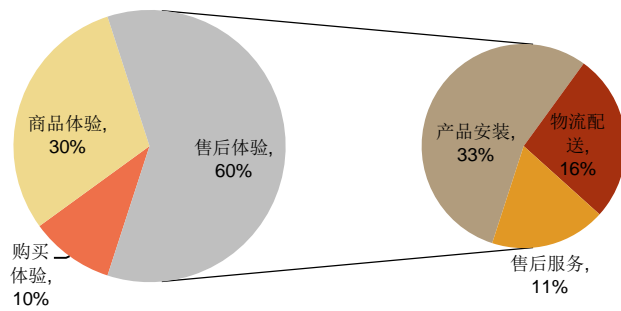
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图105：空调消费各环节用户差评率



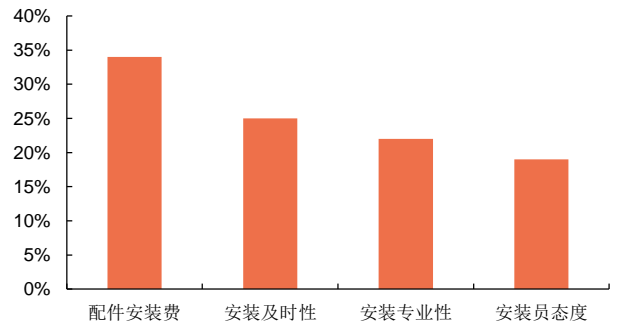
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图106：线上热水器消费各环节差评率



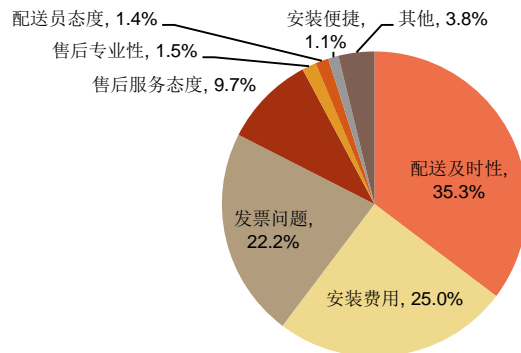
资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图107：线上热水器消费安装环节差评率



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

图108：彩电售后体验差评分布



资料来源：奥维云网，申港证券研究所

在此背景下，卡萨帝打出“七星级服务标准”，并全球首次迭代管家服务，深化家电服务升级。卡萨帝建立了售前、售中、售后并联用户评价的全流程服务体系，在原海尔产品服务的基础上进一步提供专属热线、专属顾问、专属物资、专属网络及

专属权益，并为高端用户设立免费上门设计、免费测水电、产品送装一体、免安装材料费、免费清洗、用户关爱、VIP 用户产品终身保修等 7 星标准，以打通“最后一公里”，确立高端家电服务标杆。

图109：卡萨帝七星级服务标准

卡萨帝创艺管家服务 七星级服务标准

<p>一星·设 免费上门设计</p> <p>冰箱、洗衣机、空调、热水器 厨电、冰酒、洗碗机、电视</p>	<p>二星·测 免费测水、测电、测气</p> <p>冰箱、洗衣机、空调、热水器 厨电、冰酒、洗碗机、电视</p>	<p>三星·送 送装一体，一站到位</p> <p>冰箱、洗衣机、冰酒：根据具体型号执行 空调热水器、厨电、洗碗机、电视：全系列执行</p>
<p>四星·免 免安装材料费（按相关产品具体政策执行）</p> <p>冰 箱：免特殊送装费（租吊车、拆门等） 洗 衣 机：免费加长进排水管、免费打孔、免费提供硅胶防臭地漏芯 家 用 空 调：免首个打孔费、柜机赠空气开关、赠指定支架，免费安装内机管路护套 家 庭 中 央 空 调：免费安装外机管路护套</p>		
<p>五星·洁 免费清洗保养</p> <p>冰 箱、冰 酒：购机一年内免费清洗保养一次 洗 衣 机：1. 在保修期内提供免费移机服务（只负责拆卸和安装，不负责运输和搬运） 2. 免费清洗、保养（保修期内，每年一次） 空 调：购机十年内，每年春秋两季免费清洗保养（含家庭中央空调）</p>		
<p>六星·爱 卡萨帝代言人送积分、节日关爱等</p> <p>冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨电、冰酒、洗碗机、电视</p>		
<p>七星·保 卡萨帝VIP(金卡)用户产品终身保修</p> <p>VIP金卡会员（免收维修费，仅收材料费，不含家庭中央空调） 热水器：终生包修（电热10年、燃气8年） 家庭中央空调：整机10年包修</p>		

如果您有产品服务需求或服务问题反馈：

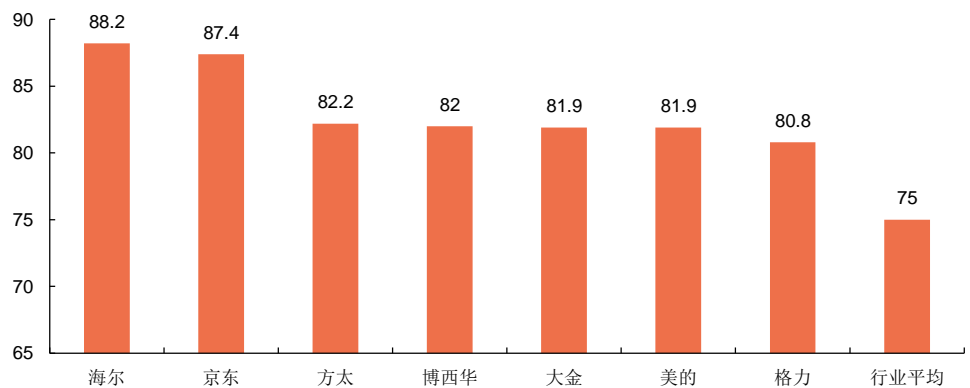
1. 可拨打卡萨帝全国客服专线4006399699
2. 可登录www.casarte.com卡萨帝官网服务专区
3. 关注微信公众号“卡萨帝”自助服务

*该权益以卡萨帝官网为准

资料来源：公开宣传资料，申港证券研究所

海尔整体已居家电服务业榜首，卡萨帝更进一步确保优势地位。2018 年据中国家电维修协会调查，在家电行业整体评分 75 分的基础上，海尔以高达 88.2 分的成绩位居家电服务业榜首，而卡萨帝是在海尔服务基础上大幅添加增值的会员服务，保证其品牌口碑积累大幅领先行业，在渠道服务上进一步扩大高端品牌的溢价空间。

图110：2018 家电服务业消费者权益保护调查结果（分）



资料来源：中国家用电器服务维修协会，申港证券研究所

此外，渠道端在毛利丰厚下更具动力推广卡萨帝高端产品。卡萨帝零售价远高于其他品牌，而卡萨帝在企业端毛利率已高达 50% 左右，同时卡萨帝作为海尔重点推动的高端品牌会给予渠道端更高的鼓励政策，综合导致渠道商在每件卡萨帝单品上具有较行业其他单品更丰厚的盈利空间，这一驱动力下促使各类渠道商更积极优先地推广卡萨帝高端产品。

同时，伴随着卡萨帝渠道网络的逐步完备，前期高投入的渠道建设费用预期下降，其盈利能力将进一步提升。至今卡萨帝线下门店已高达 8000 余家，并配置多元的体验店、生活馆，线下网络已趋完善，其前期持续高额投入的销售费用有望大幅下调。2018 年卡萨帝税后净利率估算约为 15-16%，我们预计这一盈利能力有望进一步提升。

4.5 卡萨帝规模与盈利预测

基于以上分析，我们由卡萨帝历史披露数据出发，结合调研信息，拆解了 2017、2018 年其各业务的占比，并根据以下假设对其进行预测：

- ◆ 高端家电市场规模以表 22 “冰洗空高端市场规模测算”的结果及逻辑为参考，卡萨帝覆盖产品并不仅为我们设定的高端家电标准（冰箱 10K+、洗衣机 6K+、挂机 4.5K+ 及柜机 11K+），为覆盖不同规格产品（如波轮洗衣机、三门冰箱）而存在部分中端价位产品，因此实际覆盖市场的规模变化略有差异。
- ◆ 考虑冰箱及洗衣机市场占有率已居较高位置，市场集中度影响趋于平缓，其业务变化以跟随所覆盖市场整体变化为主。而空调及厨电等产品在高端市场占比仍据较低位置，市场空间庞大，且为卡萨帝战略布局的重心业务，结合其短期边际上的增速大幅提升，给予结合了市场份额提升加成的增速。
- ◆ 结合渠道费用后续有望大幅减少，给予净利率稳定提升空间。

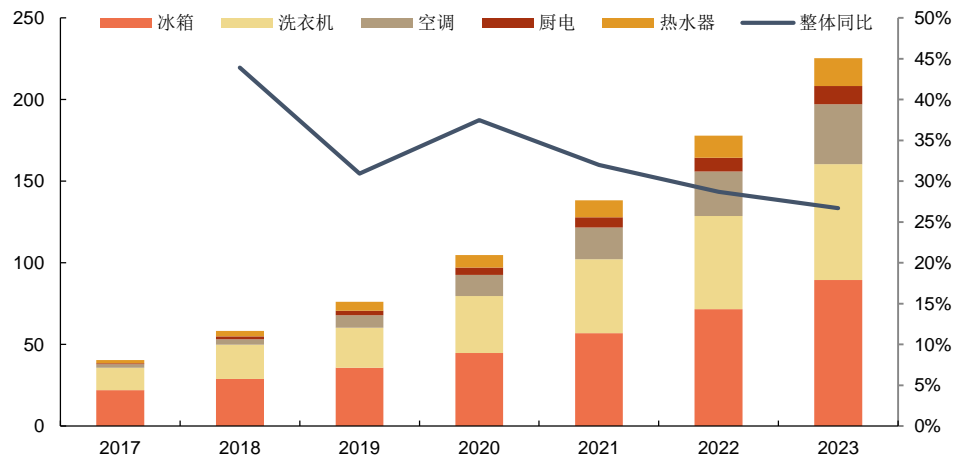
表 24：卡萨帝各产品业务拆分及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
冰箱	22.0	28.8	35.8	44.8	56.9	71.6	89.5
冰箱同比		31%	24.3%	25%	27%	26%	25%
洗衣机	13.8	21.0	24.4	34.9	45.3	57.1	70.8
洗衣机同比		52%	16.4%	43%	30%	26%	24%
空调	2.2	3.5	7.6	13.0	19.4	27.2	36.7
空调同比		60%	118.2%	70%	50%	40%	35%
厨电	0.6	1.7	2.9	4.5	6.3	8.5	11.2
厨电同比		200%	72.6%	55%	40%	35%	32%
热水器	1.9	3.3	5.5	7.7	10.4	13.5	17.1
热水器同比		70%	67.8%	40%	35%	30%	27%
卡萨帝整体	40.4	58.2	76.2	104.8	138.3	177.9	225.4
整体同比		43.9%	30.9%	37.5%	32.0%	28.7%	26.7%
税后净利率	15.90%	15.7%	15.8%	16.0%	16.2%	16.4%	16.6%
税后净利润	6.4	9.1	12.0	16.8	22.4	29.2	37.4
净利润同比		42.1%	31.8%	39.2%	33.6%	30.3%	28.2%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

根据我们的测算判断，至2023年卡萨帝整体规模有望实现225.4亿元的营收规模，2018-2023年间的五年CAGR为31.1%，税后净利润至2023年则可达37.4亿元，五年CAGR可达32.6%。相较2018年海尔整体的税后净利润为97.7亿元，2023年仅卡萨帝增量有望带来28.3亿元的额外净利润，即由2018年净利率的5.33%，提升至6.87%，净利率增加幅度达1.54pct。由此，我们判断卡萨帝将作为海尔的盈利增量核心持续显著优化其盈利能力。

图111：卡萨帝主营业务预测及增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

对卡萨帝所在的海尔智家上市公司，我们保持此前预测，公司2019-2021年营业收入为1991/2221.4/2446.4亿元，对应增速为8.6%/11.6%/10.1%。三年归母净利润分别为92.8/96.5/116.4亿元，对应EPS为1.46/1.52/1.83元，对应PE为12.9/12.4/10.3倍。维持“买入”评级。

表25: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	159254	183317	199102	222141	244636	流动资产合计	88332	94260	104098	116857	130166						
营业成本	109890	130154	140865	156298	171562	货币资金	35177	37456	40682	45389	50535						
营业税金及附加	809	857	931	1039	1144	应收账款	12448	10431	13446	15611	17862						
营业费用	28276	28653	31081	34633	38140	其他应收款	961	1394	1514	1689	1860						
管理费用	11133	8324	9041	10087	11109	预付款项	591	595	700	699	767						
研发费用	0	5081	5515	6153	6776	存货	21504	22377	25892	29157	32474						
财务费用	1393	939	1379	1333	1060	其他流动资产	4390	5080	5516	6153	6775						
资产减值损失	656	760	708	734	721	非流动资产合计	63131	72439	69763	68556	65662						
公允价值变动收益	614	-145	234	45	140	长期股权投资	12993	13966	12025	13480	12996						
投资净收益	1482	1923	3363	1923	2643	固定资产	16018	17320	14882	12482	10072						
营业利润	10113	11391	14172	14795	17885	无形资产	7005	9209	8777	8364	7971						
营业外收入	693	474	584	529	556	商誉	123.77	230.76	207.99	187.49	169.05						
营业外支出	262	235	248	242	245	其他非流动资产	1254	2326	2987	3332	3670						
利润总额	10544	11629	14507	15082	18196	资产总计	151463	166700	173862	185413	195827						
所得税	1493	1859	2319	2411	2908	流动负债合计	76894	80082	81849	83462	81749						
净利润	9052	9771	12188	12672	15288	短期借款	10879	6299	7435	5229	0						
少数股东损益	2126	2330	2907	3022	3646	应付账款	25654	27759	28474	30737	32799						
归属母公司净利润	6926	7440	9281	9649	11642	预收款项	5834	15	20	22	24						
EBITDA	20916	24087	18511	19090	21898	一年内到期的非流动负债	2850	3015	3015	3015	3015						
EPS (元)	1.14	1.21	1.46	1.52	1.83	非流动负债合计	27819	31488	27489	27661	28006						
主要财务比率						长期借款	16036	15541	15701	15866	16036						
						应付债券	6211	9192	5134	5134	5134						
成长能力						负债合计	104713	111569	109338	111123	109754						
营业收入增长	33.75%	15.11%	8.61%	11.57%	10.13%	少数股东权益	14534	15728	18635	21657	25303						
营业利润增长	42.09%	12.63%	24.42%	4.40%	20.88%	实收资本 (或股本)	6097	6368	6368	6368	6368						
归属于母公司净利润增长	37.51%	7.43%	24.74%	3.97%	20.65%	资本公积	827	2209	2209	2209	2209						
获利能力						未分配利润	22793	26860	33115	39619	47466						
毛利率(%)	31.00%	29.00%	29.25%	29.64%	29.87%	归属母公司股东权益合计	32216	39402	45889	52633	60769						
净利率(%)	5.68%	5.33%	6.12%	5.70%	6.25%	负债和所有者权益	151463	166700	173862	185413	195827						
总资产净利润(%)	4.57%	4.46%	5.34%	5.20%	5.94%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	21.50%	18.88%	20.23%	18.33%	19.16%							2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
偿债能力						经营活动现金流	16087	18934	6234	11546	12599						
资产负债率(%)	69%	67%	63%	60%	56%	净利润	9052	9771	12188	12672	15288						
流动比率	1.15	1.18	1.27	1.40	1.59	折旧摊销	2739	3099	2960	2962	2953						
速动比率	0.87	0.90	0.96	1.05	1.20	财务费用	1393	939	1379	1333	1060						
营运能力						应付帐款减少	-201	2017	-3015	-2165	-2251						
总资产周转率	1.13	1.15	1.17	1.24	1.28	预收帐款增加	99	-5819	5	2	2						
应收账款周转率	13	16	17	15	15	投资活动现金流	-5622	-7666	4385	-566	1996						
应付账款周转率	6.89	6.86	7.08	7.50	7.70	公允价值变动收益	614	-145	234	45	140						
每股指标 (元)						长期股权投资减少	-1935	-974	1941	-1454	484						
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.21	1.46	1.52	1.83	投资收益	1482	1923	3363	1923	2643						
每股净现金流(最新摊薄)	1.87	0.12	0.51	0.74	0.81	筹资活动现金流	923	-10489	-7394	-6273	-9449						
每股净资产(最新摊薄)	5.28	6.19	7.21	8.26	9.54	应付债券增加	6211	2981	-4058	0	0						
估值比率						长期借款增加	506	-495	160	165	170						
P/E	16.56	15.55	12.91	12.41	10.29	普通股增加	0	271	0	0	0						
P/B	3.56	3.04	2.61	2.28	1.97	资本公积增加	743	1382	0	0	0						
EV/EBITDA	5.52	4.83	5.96	5.43	4.27	现金净增加额	11388	779	3225	4707	5146						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

秦一超，家电及轻工首席研究员，2018年wind平台影响力家电行业第三名。浙江大学学士及硕士学位，曾就职于德州仪器任职东亚区域国际家电企业客户经理，具备家电行业产业链深入实业经验及理解研究。2018年初于东兴证券负责家电行业研究。2019年3月加入申港证券。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上