

海尔智家(600690)

高端家电跨周期快速成长，卡萨帝引领高端国进外退  
——海尔智家系列研究（二）

更新报告

行业公司研究 家用电器行业

证券研究报告

✍️：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
✍️：闵繁皓 执业证书编号：S1230522040001  
☎️：021-80106020  
✉️：mali@stocke.com.cn

报告导读

我们整理了市场对高端家电市场和竞争格局的担忧和疑问，并在本篇报告做出回答。我们认为高端家电具备跨越经济周期的属性，并且卡萨帝有望持续引领高端家电的“国进外退”。

投资要点

□ 经济增长承压，高端家电何以高增？

**市场担忧：**目前经济增长乏力，社会消费水平增长承压，高端家电单体价值量大，高端家电市场恐后劲不足。

**我们认为：**1) 高端家电属于“大众高端”类消费品，其成长具有穿越经济周期的属性。大众高端类消费品需求刚性大、实用性强，大众高端类消费品在性能上相比同类低价位段产品更加优异。大众高端消费品市场的扩张得益于新中产崛起带来的消费风格转变，自2010年以来我国新中产阶层不断扩容，新中产接棒成为家电消费的主力军，个性化和追求享受的消费观念促进家电消费的高端化。苹果的电子产品与高端家电同属大众高端消费品，2020年美国经济下滑期间，苹果(AAPL)在美洲地区收入增长6%。2) 白电消费需求以替换为主导，高端家电消费需求提升。2020年我国冰洗已经接近一户一机的保有量天花板，空调内销量增速自2017年以来增速放缓。冰洗替换需求占比自2007年以来显著提升，成为主导。白电行业的成长逻辑从量增转为价增，消费升级带来高端家电需求。3) 高端家电消费呈现年轻化趋势，消费人群从“时代精英”走向“年轻翘楚”。80、90后占市场全部家电消费量的60%以上，45%的高端家电消费来自80后，更年轻的00后为代表的消费力量在崛起。

□ 高端家电国进外退，品牌力形成卡萨帝坚强壁垒。

**市场认为：**纵观国产家电发展的历史，国产家电过去以大众市场为抓手，部分外资品牌深耕高端家电市场多年，国产高端家电品牌和外资竞争有不确定性。

**我们认为：**1) 品牌是大众高端消费品购置决策的重要依据，品牌流量一旦形成，其市场地位难以撼动。经过多年的耕耘，卡萨帝通过提供精细的产品服务、先进的产品技术、把握家装前端流量等方式形成品牌流量，口碑效应已经形成，短期内其他竞争对手难以形成类似卡萨帝的品牌壁垒和流量。2) 产品和渠道不能适应中国的变化，外资高端家电份额逐年走低。从产品上看，外资品牌产品单一、设计风格偏欧美，而卡萨帝能够根据消费者需求提供不同的产品解决方案。从渠道上看，外资品牌在中国的渠道建设不及国产品牌，西门子的家电专卖店数量明显少于海尔和美的。3) 国潮崛起和国产制造进步淡化消费者心中对欧美“洋品牌”的追求，本土高端家电品牌迎来新的发展机遇。2018年以来，随着全球地缘环境变化、爱国主义教育、抗疫提振民族团结感，中国消费品进入国货大崛起的时代，国产高端家电在消费者心中的认同感进一步提升，国产高端家电份额有望进一步提升。

评级

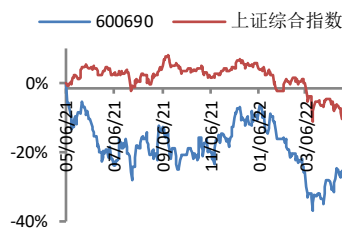
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥24.02

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.38
4Q/2021	0.34
3Q/2021	0.33
2Q/2021	0.41



公司简介

公司为全球家电龙头，通过内生增长和海外并购，在中国和海外建立起完备的生产与销售网络，实现全球化扩张。

相关报告

- 1 《战略布局稳步推进，盈利改善持续兑现》2021.8.30
- 2 《全球化运营进入收获期》2021.4.1
- 3 《海尔智家：运营提效，家电航母乘风起航》2021.01.27
- 4 《海尔智家一季报点评：白电最强逆行者，Q1业绩超预期》2022.04.28
- 5 《海尔智家深度系列（一）：卡萨帝为何乘风而起》2022.5.6

报告撰写人：马莉；闵繁皓

## □ 盈利预测及估值

我们认为高端家电品牌的成长要素需要兼备技术领先、渠道布局广泛、善于把握流量构筑品牌的能力，卡萨帝具备以上要素。卡萨帝有望在未来持续引领高端家电市场，卡萨帝具有较高的品牌溢价，持续放量有助于结构性提升海尔的整体盈利能力。我们预计 22-24 年公司收入分别为 2495/2706/2927 亿元，对应增速分别为 10%/8%/8%，归母净利润 152/175/200 亿元，对应增速分别为 16%/15%/14%，对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“买入”评级。

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	227556	249477	270635	292650
(+/-)	8.50%	9.63%	8.48%	8.13%
净利润	13067	15169	17451	19966
(+/-)	47.10%	16.09%	15.04%	14.41%
每股收益(元)	1.38	1.61	1.85	2.11
P/E	17.41	14.92	12.98	11.38

## 正文目录

<b>1. 经济增长承压，高端家电规模何以高增？</b>	<b>5</b>
1.1. 家电消费景气度低，高端家电市场逆势扩容	5
1.2. 宏观经济承压，高端家电为何成为下一个风口？	6
1.2.1. 高端家电属于大众高端消费品，具有穿越经济周期的属性	6
1.2.2. 家电消费观念转变，替换需求主导促进高端升级	8
1.3. 品牌力铸就高端家电的高墙	10
<b>2. 中国品牌与时俱进，高端家电国进外退</b>	<b>13</b>
2.1. 家电补贴政策推行，加速家电国产替代进程	13
2.2. 产品和渠道落后于市场需求，外资高端家电式微	13
2.1. 国潮崛起，国产高端迎来新机遇	16
<b>3. 投资建议</b>	<b>17</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 家电消费从“存量与增量并存”过渡到“存量升级”的 3.0 时代	5
图 2: 2021 年各品类高端家电销售额占比显著提升	5
图 3: 洗碗机、集成灶等新兴品类快速成长	5
图 4: 苹果产品定位高端，即便在经济下行周期也能够保持增长	7
图 5: Z 世代群体更加注重并追求精致生活的实现与个性自我的表达	7
图 6: 人均收入和消费支出的差逐年拉大，高端消费潜力大	8
图 7: 2010-2018 年我国中产阶级扩容	8
图 8: 随着居民消费需求变迁，家电消费的定位也在改变	8
图 9: 我国冰洗空城镇保有量已达到一户一机的水平	9
图 10: 我国冰洗空农村保有量接近一户一机的水平	9
图 11: 2009-2020 年冰箱替换需求占比提升	9
图 12: 2009-2020 年洗衣机替换需求占比提升	9
图 13: 年轻消费人群购置高端家电的出发点主要为享受品质生活	10
图 14: 品牌私域流量形成的过程	11
图 15: 进入消费者头脑中的品牌数量	11
图 16: 品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布	11
图 17: 针对各个环节，卡萨帝制定严格执行标准	12
图 18: 三翼鸟整合家装、家居，促进家电消费在家装链路前置	12
图 19: 2017 年以来西门子冰箱市场份额全线下降	14
图 20: 2017 年以来西门子洗衣机市场份额逐渐下降	14
图 21: 海外家电销售渠道和国内家电销售渠道对比	15
图 22: 在各城市层级，西门子在营店面数量远不及海尔、美的	15

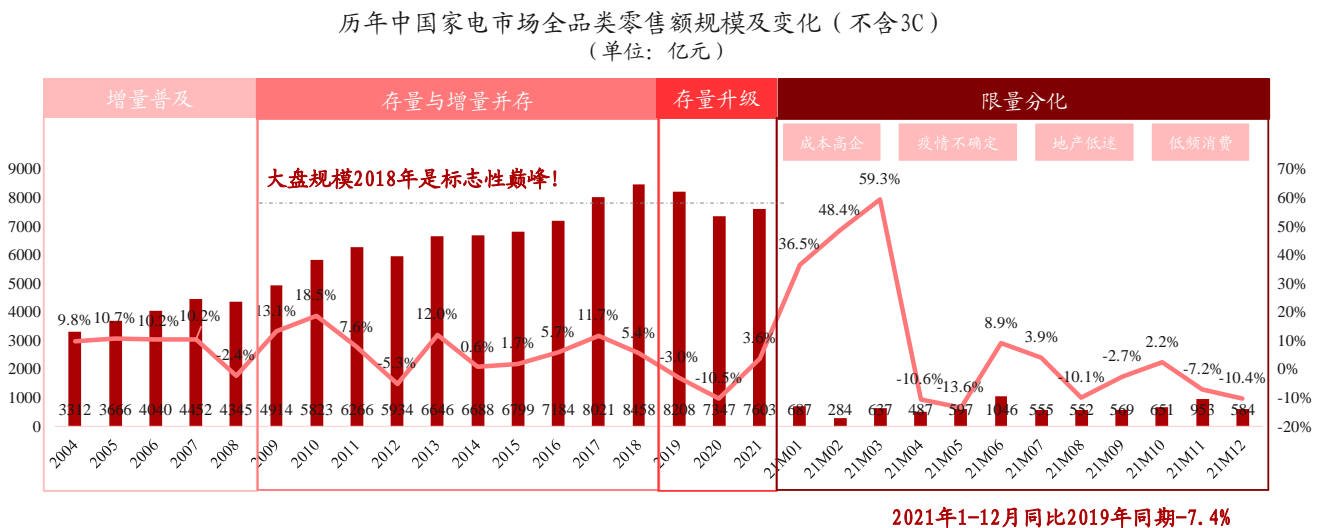
图 23: 2018 年以来, 中国进入国潮崛起大时代 .....	16
图 24: 从技术到品牌, 中国家电行业经历“国进外退” .....	16
表 1: 高端家电消费属于大众高端消费品行列 (Mass Prestige) .....	6
表 2: 卡萨帝系列产品的用户群体正在年龄下沉 .....	10
表 3: 卡萨帝七星级服务标准 (洗涤产品) .....	12
表 4: 卡萨帝、西门子、松下同价位冰箱洗衣机性能对比 .....	13
表 5: 西门子洗衣机设计偏德系, 卡萨帝相比西门子能够提出更多的产品解决方案 .....	14
表 6: 卡萨帝、西门子、松下同价位冰箱洗衣机性能对比 .....	145
表附录: 三大报表预测值 .....	18

## 1. 经济增长承压，高端家电规模何以高增？

### 1.1. 家电消费景气度低，高端家电市场逆势扩容

自 2018 年以来家电消费景气度下行。自 2018 年以来，受到地产景气度+原材料价格上行+局部疫情干扰，我国家电消费景气度持续低迷。2020 年我国家电市场零售额规模为 8333 亿元，同比下降 6.5%，2021 年虽有回暖，仍不及 2019 年家电市场零售额水平。随着传统家电保有量达到一户一机的水平、替换需求主导，家电消费从“存量与增量并存”过渡到“存量升级”的 3.0 时代。

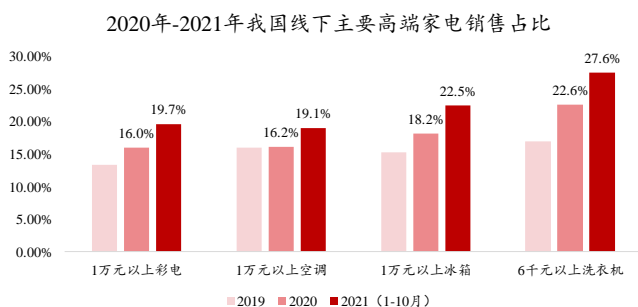
图 1：家电消费从“存量与增量并存”过渡到“存量升级”的 3.0 时代



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

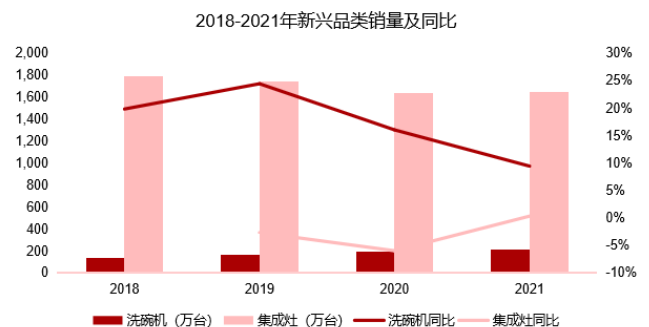
**高端家电占比不断提升。**根据 GfK 数据，2021 年 1-10 月万元以上冰箱、6000 元以上洗衣机、万元以上空调、万元以上彩电零售额占比分别为 22.5%、27.6%、19.1%、19.7%，2019-2021 年高端产品占比持续提升。3) 分品类看，传统白电高端化的趋势是产品升级。例如，冰箱目前正向大容积转型，平均容积进一步向 500L 以上过渡。2021 年，线上十字四门和法式四门 600L 以上产品的零售额同比增长 60%和 198%。解放消费者双手的新兴品类正在快速成长。以嵌入式洗碗机为例，2021 年洗碗机内销出货量为 206 万台，17-21 年内销 CAGR 为 17.29%（产业在线）。

图 2：2021 年各品类高端家电销售额占比显著提升



资料来源：GfK，浙商证券研究所

图 3：洗碗机、集成灶等新兴品类快速成长



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

## 1.2. 宏观经济承压，高端家电为何成为下一个风口？

### 1.2.1. 高端家电属于大众高端消费品，具有穿越经济周期的属性

家电消费需求偏刚性，定价介于传统奢侈品之下、小额高端品之上，高端家电属于“大众高端类”消费品。1) 高端消费品根据其自身价格、种类与受众群体可分为三大类：传统奢侈品（Old-Luxury Brand）、大众高端消费品（Mass Prestige）和小额高端消费品（Accessible Premium）。2) 大众高端类消费品需求刚性大、实用性强，大众高端类消费品在性能上相比同类低价位段产品更加优异，大众高端类消费品的消费者的消费需求具有较大的重叠性，受众群体与市场价格具有较强的可比性，定价也介于传统奢侈品与小额高端消费品之间。3) 家电消费需求偏刚性，定价介于小额高端和奢侈品之间，高端家电在性能上、设计美感上要明显优于低价位段同类产品，因此高端家电属于大众高端类消费品，与消费电子、美妆化妆品同属一类。4) 当一个高端消费品牌在市场占据主导地位，它能领导整个市场，新进入者难以撼动其领先地位（Silverstein & Fiske）。

表 1：高端家电消费属于大众高端消费品行列（Mass Prestige）

名称	定义	特点	举例					
传统奢侈品	传统意义上年收入20万美元以上的家庭才能负担得起的商品。	能带给消费者技术、功能、情感上的满足。	产品	汽车	珠宝	服饰	房地产	手表
			对应品牌	宝马、奔驰	蒂芙尼	杰尼亚、巴宝莉	汤臣一品	百达斐丽、江诗丹顿
大众高端消费品	价格相较一般产品存在溢价，但不是同类产品中价格最高的，也远低于超高档或传统老牌奢侈品	占据了大众和高端阶层之间的最佳位置	产品	包	美妆	内衣	电子	高端家电
			对应品牌	蔻驰	科颜氏	维多利亚的秘密	苹果	卡萨帝、COLMO
小额高端消费品	价格处于或接近同类产品最高水平的商品	因为产品品类本身相对便宜，所以中端市场的消费者仍能消费得起。	产品	咖啡	矿泉水	宠物食品	啤酒	餐饮
			对应品牌	星巴克	依云	美士	山姆亚当斯	蓝蛙

资料来源：Luxury for the Masses，浙商证券研究所

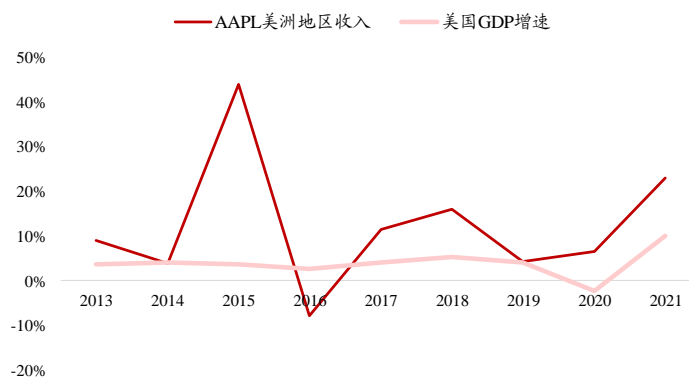
大众高端消费品市场的扩张得益于新中产崛起带来的消费风格转变。1) 随着中产阶级消费者数量的不断增加，人们开始追求更高的质量和品味，名牌商品不再仅仅是上层富裕阶层的专利，而是面向大众市场的消费者。2) 这些新中产阶级在生活中寻找舒适，并不断渴望提高生活水平，从消费心理上看，他们也在通过大众高端消费品实现理想的自我感受。因此，高端消费品的成长受益于合理的价格溢价加上消费者认可的品牌声望地位。3) 从消费心理上看，传统奢侈品（Old-Luxury Brand）通过高价值将消费人群群分，传统奢侈品的购买者决策的依据是“稀有性”带来的优越感、满足感。近些年随着全球经济发展，全球中产占比上升、整体购买力提升，高端消费品的稀有性在逐渐被淡化，高端消费品实现了从“稀有”到“大众市场”的转变，即通过满足心理和功能上的升级满足更高的需求层次。

以美国为例，大众高端消费品在经济下行周期下逆势成长，“口红效应”显著。

1) 2000-2002 年美国经济增长缓慢，2000-2002 年全美 GDP 年复合增速为 3.26%。根

据 Michael & Fiske 的调研结果,在全美 23 种消费品(1.8 万亿美元)的年销售额中,2002 年高端消费品约 3500 亿美元(占比 18.42%),年复合增长率为 10%-15%。2)以苹果手机为例,苹果与其他品牌智能手机销售额受美国经济周期波动影响有较大不同,2020 年美国受疫情影响剧烈,市场处于经济下行期、人均生产总值下降 2.7%,苹果在美洲地区收入同比上升 6.59%。从更长的周期看,自 2013 年以来,苹果在美洲的收入增速时常大幅快于 GDP 增速。3)由上可知,大众高端消费品具备跨越经济周期的属性。大众高端消费品的跨经济周期属性主要源于消费者在经历了精神和物质上的艰辛之后会迫切希望改善、提升自身生活质量。

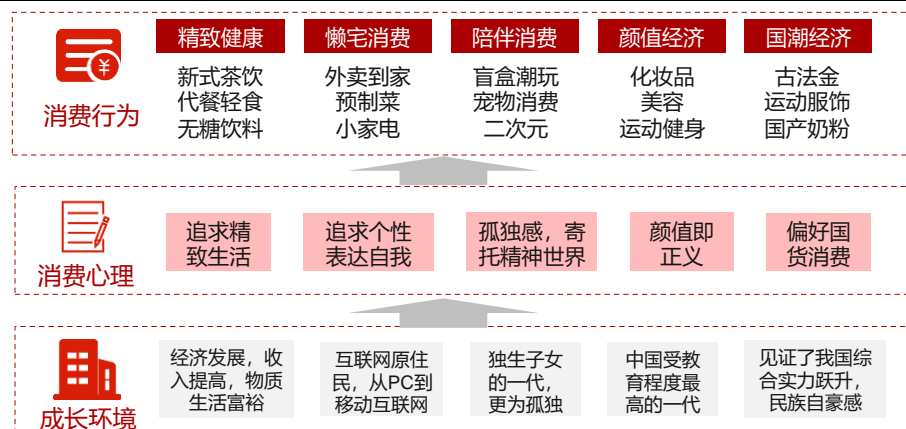
图 4: 苹果产品定位高端,即便在经济下行周期也能够保持增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

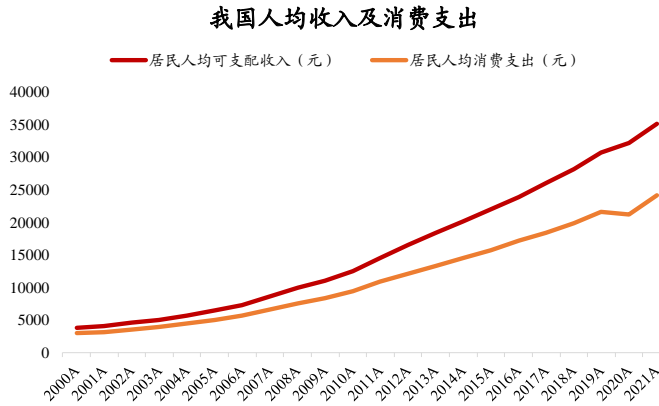
由于高端消费年轻化、居民整体支出潜力大、新中产扩容,中国正处于高端消费成长的风口。1) Z 世代群体即将接棒成为家电消费的主力军,具有较强的购买力和多元的消费心理在 2020 年 Z 世代贡献的消费力占据我国整体大众消费力的 40%。与其他年龄段消费者相比,Z 世代群体更加注重并追求精致生活的实现与个性自我的表达。2) 在过去十年中,中国居民的收入增长超过了支出,并且收入和支出之间的差逐年拉大,留下了一个未开发的潜在支出池,中国家庭的消费潜力有待挖掘。3) 2010-2018 年我国一二线和三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭比重明显提升,中上层中产阶级消费者数量快速增长。根据招商银行报告,40 岁以下的高净值人群成为中坚力量,其比例从 2019 年的 29% 上升至 2021 年的 42%。

图 5: Z 世代群体更加注重并追求精致生活的实现与个性自我的表达



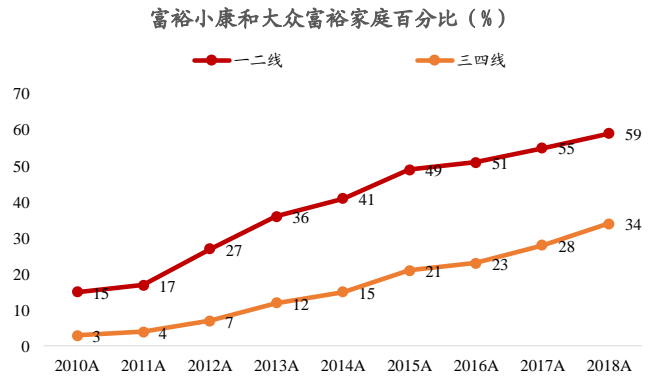
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6：人均收入和消费支出的差逐年拉大，高端消费潜力大



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

图 7：2010-2018 年我国中产阶级扩容



资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所

### 1.2.2. 家电消费观念转变，替换需求主导促进高端升级

消费者观念个性化，促进家电消费高端化。1) 我国的家电消费实现了从最初的四大件、满足居民基本需求到品类多样化、满足升级需求的转变。2) 从产品上看，生产企业为顺应消费需求、提升产品竞争力，对大家电的形态、性能、能效等方面相较以往做了较大升级换代。3) 消费是价值的符号，外部消费行为是内在行为和自我的表达。从消费者购置需求来看，1978 年的家电购置以同质化需求为主导，以传统“四大件”和黑白电视为主导。自 1996 年以来个性化的消费需求萌芽到 2016 年以来自主一代消费群体强调自主个性消费，家电主流品类也从彩电、冰洗过渡到智能家电，消费者消费观念个性化升级引领家电高端化升级。

图 8：随着居民消费需求变迁，家电消费的定位也在改变

改革开放后	第一的10年 (1978-1987)	第二的10年 (1988-1997)	第三的10年 (1998-2007)	第四个10年 (2008-2017)
背景	<ul style="list-style-type: none"> <li>70、80年代，中国家电行业开始兴起</li> <li>引进外资品牌为主，国产家电企业处于萌芽期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>90年代，中国家电行业成长期</li> <li>外资品牌固守高端领域，国产家电企业崛起</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>00年代，家电行业进入快速发展期，普及型消费市场形成</li> <li>外资品牌开始衰退；国产家电企业形成规模化，竞争力度加大，走向精细化运营</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>08年后，家电细分市场成主流，同时，互联网的发展推动家电家居智能化进程</li> <li>中国家电厚积薄发，开始全面超越外资品牌，并以资本形式出海收购外资品牌</li> </ul>
品类	从“四大件”（手表、自行车、电风扇、收音机）到黑白电视机、冰箱、洗衣机开始普及	“新三件”（彩电、冰箱、全自动洗衣机）成主流	微波炉、电压力锅、抽油烟机等各类厨房电器、加湿器等小家电开始热销	家电下乡进一步推进家电普及，电饭煲、热水器、吸尘器等已经成为日常生活的一部分
人群	以50、60后为核心70后为辅；受教育程度与家庭收入普通，文化趋同	以60、70后为核心，80后为辅；受教育程度约40%。收入大幅攀升步入小康	以80后为核心，90后崭露头角；高等教育人数攀升、中产开始崛起	以90后为核心，95后渐成主流，00后开始崛起；普遍接受高等教育、家庭较富足
需求	同质化消费为主导	消费趋同，个性化消费萌芽	开启与国际接轨生活方式，细分加速	细分圈层化、强调自主个性化消费

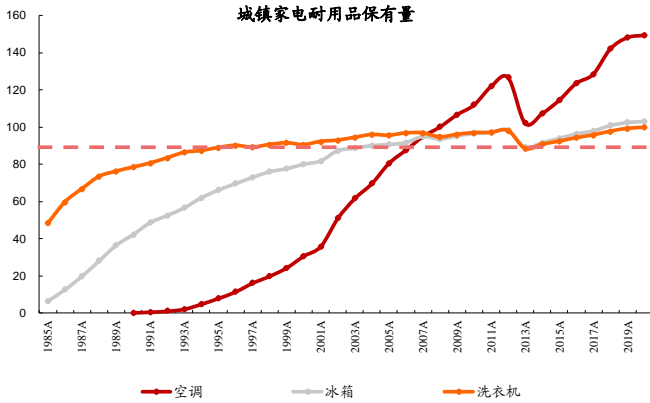
资料来源：《Z世代消费白皮书》，浙商证券研究所

白电消费需求以替换为主导，高端家电消费需求提升。1) 根据国家统计局数据，2020 年我国冰箱（柜）、洗衣机、空调百户保有量分别为 102、97、118 台，冰洗已经接近一户一机的保有量天花板，空调内销量增速自 2017 年以来增速放缓。保有量提升对白电消费的贡献逐年下滑。2) 以冰箱为例，2009-2020 年冰箱替换需求占比从 43%提升至 77%，



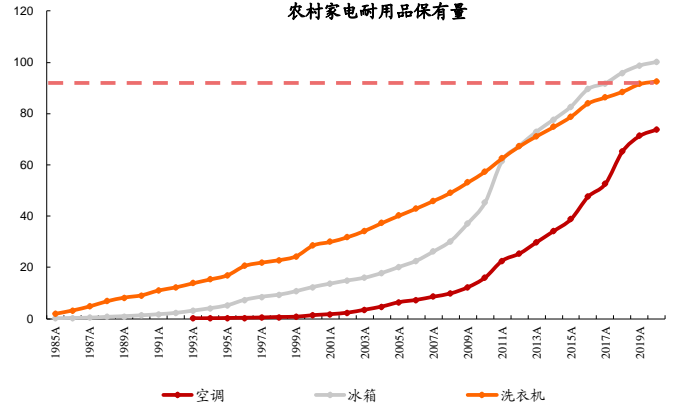
替换需求相对稳定，替换需求占比提升意味着行业内量的成长空间有限。替换需求占比提升意味着居民会相应更换性能更好、品牌力更强的产品，推动家电制造企业的技术迭代，白电行业的成长逻辑从量增转为价增，消费升级带来高端家电需求。

图 9：我国冰洗空城镇保有量已达到一户一机的水平



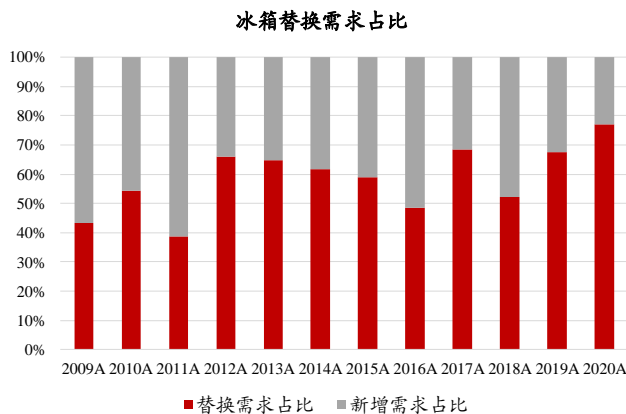
资料来源：世界银行，浙商证券研究所

图 10：我国冰洗空农村保有量接近一户一机的水平



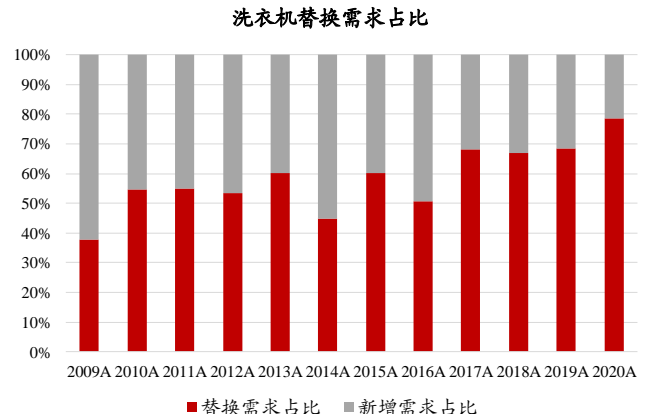
资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所

图 11：2009-2020 年冰箱替换需求占比提升



资料来源：国家统计局，产业在线，浙商证券研究所

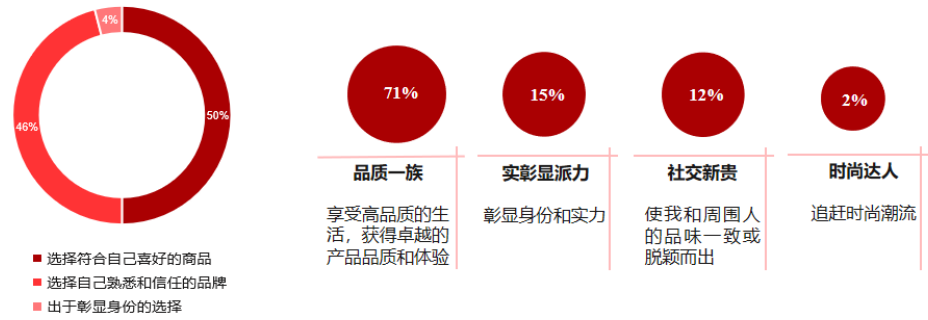
图 12：2009-2020 年洗衣机替换需求占比提升



资料来源：国家统计局，产业在线，浙商证券研究所

**高端家电消费呈现年轻化趋势，消费人群从“时代精英”走向“年轻翘楚”。**1) 高端家电成长的背后是家电市场主流消费人群的年轻化和价值观的变化。根据《2021 年中国家电市场报告》，80、90 后占市场全部家电消费量的 60% 以上，45% 的高端家电消费来自 80 后。年轻消费群体已经成为高端家电最大的增长动力，也促进了家电市场的结构升级，更年轻的 00 后为代表的消费力量在崛起。2) 从年轻消费群体购买高端家电的出发点看，71% 的消费者将品质生活作为第一位，体现出大部分年轻消费者购买高端家电的出发点是从享受享受产品品质和体验为出发点。3) 卡萨帝在 2019 年、2020 年和 2021 年上新了指挥家、设计师和银河套系产品，其用户画像从时代精英到时尚新贵，再到年轻翘楚，年龄呈下降趋势。这符合 80 后、90 后逐渐成为高端消费主力的趋势。另一方面，卡萨帝在三年内接连推出成套化产品，用户年龄横跨 25-50 岁，在消费人群全覆盖的基础上，也进一步激发了年轻化市场的高端需求。

图 13：年轻消费人群购置高端家电的出发点主要为享受品质生活



资料来源：《新中产高端家电消费趋势白皮书》，浙商证券研究所

表 2：卡萨帝系列产品的用户群体正在年龄下沉

套系名称	指挥家	设计师	银河
上市时间	2019年6月	2020年6月	2021年6月
产品图片			
套系理念及定位	你指挥生活，我指挥家。全球首创、品类最全、配置最高、体验最佳，集成套设计、成套销售、成套送装、成套服务于一体的智慧家电套系，满足高端用户对成套方案的需求。	嵌入智慧，IN领未来。前置化、嵌入化、智慧化，符合中国家庭需求的行业首套高端集成嵌入式家电套系。	天人合一，智慧养护人生。融入自然养护理念，倡导健康舒适的本源生活；为新精英人群设计，是全新一代年轻化套系产品。
画像			
年龄	40-50岁	35-40岁	25-35岁
人群	时代精英	时尚新贵	年轻翘楚
诉求	追求高端智慧格调生活	追求精致个性品质生活	追求科技健康舒适生活

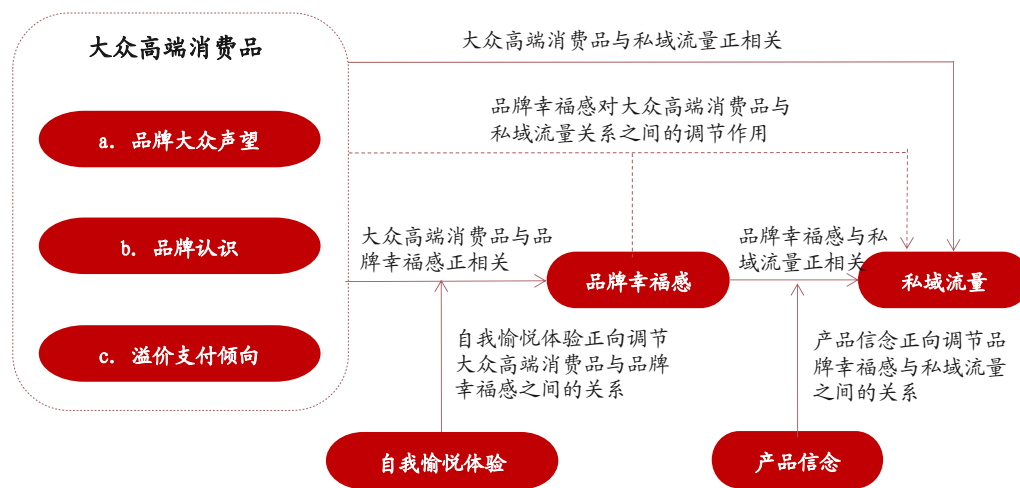
资料来源：卡萨帝高端手册，浙商证券研究所

### 1.3. 品牌力铸就高端家电的高墙

品牌是大众高端消费品购置决策的重要依据，品牌力一旦形成，其市场地位难以撼动。1) 品牌影响力的优势主要体现在降低消费者决策成本和提升消费者内心自我满足感。大众高端消费品价值较高，消费者依据口碑和影响力购买产品可以降低决策时间与成本。

2) 消费者购买高端品牌会增加内心的愉悦感,当高端产品能够提供更高级的功能时,消费者就会形成“产品信仰”,从而消费者倾向于向身边的朋友推荐该品牌,高端品牌的私域流量形成,私域流量一旦形成,品牌壁垒顺势形成。3) 当一个高端消费品牌在市场占据主导地位,它能领导整个市场,新进入者难以撼动其领先地位(Silverstein 和 Fiske)。当消费群体心中对品类有了品牌认知之后,随着时间的累积和品牌的相互竞争、淘汰,高度成熟的同质化市场中,领导品牌市场份额是第二名的两倍,第三名是第二名的 1/4。这个顺序往往就是品牌进入心智的顺序。

图 14: 品牌私域流量形成的过程



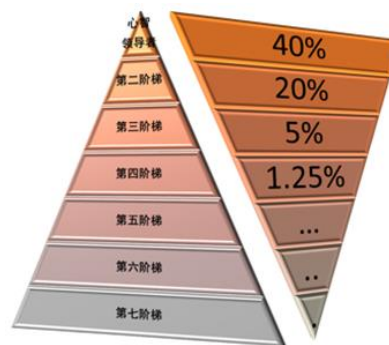
资料来源: Mass prestige, brand happiness and brand evangelism among consumers, 浙商证券研究所

图 15: 进入消费者头脑中的品牌数量



资料来源: China Brand, 浙商证券研究所

图 16: 品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布



资料来源: 特劳特、艾·里斯, 浙商证券研究所

高端家电的品牌力养成以产品技术和服务为核心。如上文所述,新一代高端家电消费者追求的是卓越的品质和体验,因此高端家电必须在产品技术和服务上相比其他的家电产品有区分。家电企业的高端品牌必须提供差异化的性能和服务,同时也需要领先行业内的其他竞争者。以卡萨帝为例,卡萨帝各个品类整合了海尔自主研发和并购来的先进技术,相比海尔品牌在功能上更加先进(详情请参考研报《海尔智家深度系列(一):卡萨帝为何乘风而起?》)。同时,海尔针对卡萨帝特别制定了七星级服务标准,设计、改造、清洁、清理等售后流程均有专门服务管家负责,并且在用户端全部免费,城市、乡镇客户全方位覆盖。

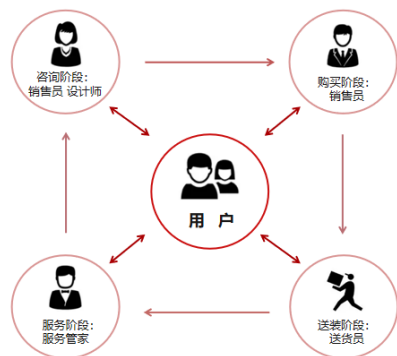
表 3：卡萨帝七星级服务标准（洗涤产品）

服务场景	服务项目	适用型号	用户端	一二级市场	三四级市场	乡镇客户
精致服务	红毯鲜花	大纤见/融合	免费	✓	✓	免费安装止水龙头和防臭地漏
	送装一体	双子/大纤见/融合	免费	✓	✓	✓
设计	送装环境测量设计	全系列	免费	✓	✓	✓
	安装环境测量设计	全系列	免费	✓	✓	✓
	安装辅材需求清单	全系列	免费	✓	✓	✓
	产品配置推荐设计	全系列	免费	✓	✓	✓
改造	水路/台面/柜体等改造	大纤见/融合	免费	✓	✓	✓
检测	安全测电	全系列	免费	✓	✓	✓
安装服务	免费打孔	壁挂	免费	✓	✓	✓
	免费支架	热泵干衣机+洗衣机	免费	✓	✓	✓
	止水解决方案	大纤见/融合	免费	✓	✓	✓
	双进水解决方案	大纤见/融合	免费	✓	✓	✓
	健康排水方案（防臭地漏）	大纤见/融合	免费	✓	✓	✓
	双排水解决方案	大纤见/融合	免费	✓	✓	✓
	加长进排水管	全系列	免费	✓	✓	✓
通检	一站式通检用户家其他家电产品	全系列	免费	✓	✓	✓
	家电问题处理及代报（其他品牌）	全系列	免费	✓	✓	✓
清理	擦拭机器	全系列	免费	✓	✓	✓
	清理包装辅料	全系列	免费	✓	✓	✓
	安装垃圾带走	全系列	免费	✓	✓	✓

资料来源：京东&天猫整理，浙商证券研究所

善于把握用户流量，私域流量是高端家电品牌有力的保障。1) 高端家电单体价值量高，安装属性较强、试错成本高，品牌口碑能够帮助消费者降低决策成本。同时，高端品牌能够给消费者带来内心的自我满足感、优越感。2) 高端家电的流量考验家电企业的获客能力。以卡萨帝为例，卡萨帝把握高端家电购置的前端流量，在服务上卡萨帝针对员工制定了客户获取的执行标准，整套流程覆盖咨询、购买、送装、售后，均有严格的执行标准。三翼鸟作为卡萨帝的新载体抢夺家装链路的前端流量。在装修的过程中，建材卖场处于家电连锁的流量前端，家居建材卖场布局高端家电卖场引导消费者提前购置家电。3) 获客后，卡萨帝通过上乘的产品质量和优质的售后服务，并通过社交媒体和营销活动，将消费者的品牌满足感转化为“产品信仰”，从而形成口碑效应，建造私域流量高墙。

图 17：针对各个环节，卡萨帝制定严格执行标准



资料来源：卡萨帝高端品牌手册，浙商证券研究所

图 18：三翼鸟整合家装、家居，促进家电消费在家装链路前置



资料来源：特劳特、艾·里斯，浙商证券研究所

## 2. 中国品牌与时俱进，高端家电国进外退

### 2.1. 家电补贴政策推行，加速家电国产替代进程

**家电补贴政策扶持国产品牌，加速形成国产寡占格局。** 1) 中国家电行业从 20 世纪 80 年代开始起步，改革开放以后中国的家电企业大量引入欧美国家的产线，外资家电企业纷纷来华建厂。2) 2008-2013 年家电补贴三大政策，家电下乡、以旧换新、节能补贴政策刺激家电消费需求。在三大政策中，尤其是家电下乡政策，国产家电品牌被列入补贴名单，外资家电品牌被排除在外。消费者以更低的价格购置国产家电，对国产家电品牌有了更深的认知，形成品牌粘性。3) 政策扶持刺激消费者购买国产家电，对国产家电品牌形成认知，为日后国产高端家电品牌认知度奠定基础。4) 家电下乡以后，国产家电认知度进一步提升，国产白电市占率逐年提升，形成寡占格局。

**表 4：卡萨帝、西门子、松下同价位冰箱洗衣机性能对比**

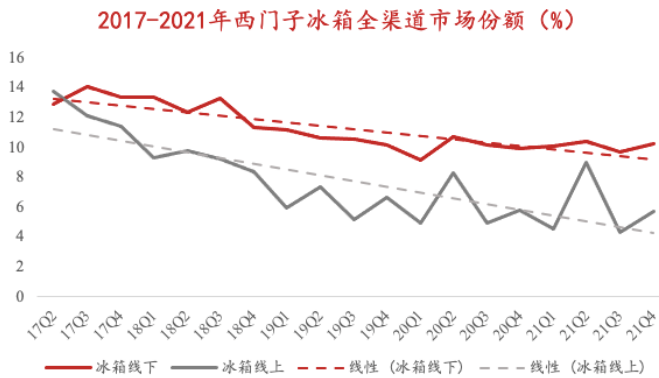
政策	时间	补贴范围	补贴名录
家电下乡	2007.12-2011.11	冰箱(2007 年底开始)、洗衣机(2008 年底开始)、家用空调(2009 年初开始)、手机、电视等	海尔、美的、格力、海信、创维、三菱、长虹、容声、荣事达等
	2008.10-2012.11		
	2008.11-2013.1		
以旧换新	2009.6-2010.5	电视、冰箱、洗衣机、家用空调、电脑五大品类	海尔、美的、格力、海信、TCL、长虹、联想等
	2010.6-2011.12		
节能补贴	2009.5-2010.5	能效等级二级以上，制冷量 14000W 以下，气候类型 T1 的分体式空调	海尔、美的、格力、志高等
	2010.6-2011.5	能效等级更严苛，制冷量上限下调至 7500W	
	2012.6-2013.5	满足能效等级要求的空调、平板电视、冰箱、洗衣机	

资料来源：商务部，家电下乡补贴名录，浙商证券研究所

### 2.2. 产品和渠道落后于市场需求，外资高端家电式微

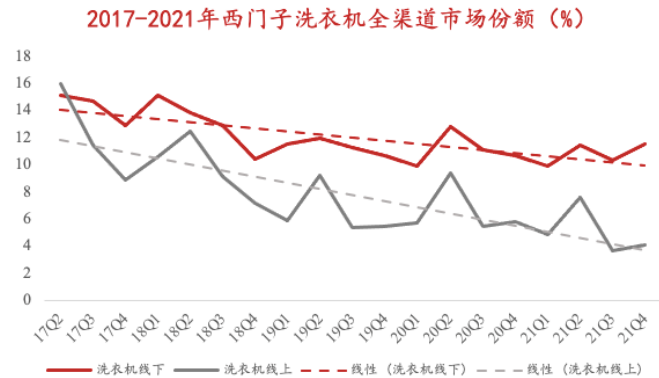
**产品服务和渠道建设不能适应中国市场的变化，外资高端家电份额逐渐降低。** 德系老牌家电西门子曾一度为国内高端洗衣机、冰箱的代表，其洗衣机、冰箱线下均价在 2017 年就已接近 4500 元、6500 元，高端市场销售份额领先。回顾西门子 2016 年-2020 年败北中国白电市场的历史，我们认为西门子白电败走中国市场有如下原因：1) 终端决策缓慢，屡次错失市场良机；2) 中国高端白电（如海尔卡萨帝）崛起，打造更适合中国消费者的产品和服务；3) 过去西门子始终以“德国制造”和“德国品质”收获消费者好感，随着中国工业制造水平不断提升、国潮崛起，“中国制造”的高端家电成为市场新宠。

图 19：2017 年以来西门子冰箱市场份额全线下降



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 20：2017 年以来西门子洗衣机市场份额逐渐下降



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

外资家电品牌在功能、外观上均不能满足中国家电消费者的多元需要。1) 产品外观上, 外资品牌过于局限于强调性能, 尤其是日本品牌, 忽视了产品其他潜在卖点。博世西门子的冰箱、洗衣机大部分保留了传统德式外观设计风格, 色调以灰、黑、白为主, 设计较为单调, 产品种类单一。然而卡萨帝提供多种配套如外观定制、拼色、材质选择。2) 从产品性能上看, 卡萨帝相比外资品牌产品更加优质、技术更高。同是强调大容量、优质除菌功能, 松下多门冰箱售价超过 11000 元, 而卡萨帝变频对开门冰箱总储存容积大于松下, 同时配有涡流动态杀菌除味系统, 价格不到万元。

表 5：西门子洗衣机设计偏德系，卡萨帝相比西门子能够提出更多的产品解决方案

品牌	博世西门子	卡萨帝
产品类型	洗衣机、干衣机、洗干一体机	滚筒洗衣机、波轮洗衣机、洗烘一体机、迷你洗衣机、干衣机、护理柜
颜色	银灰色、白色	白色、紫色、灰色、银色、金色、锡兰青

新品外观



资料来源：京东，浙商证券研究所

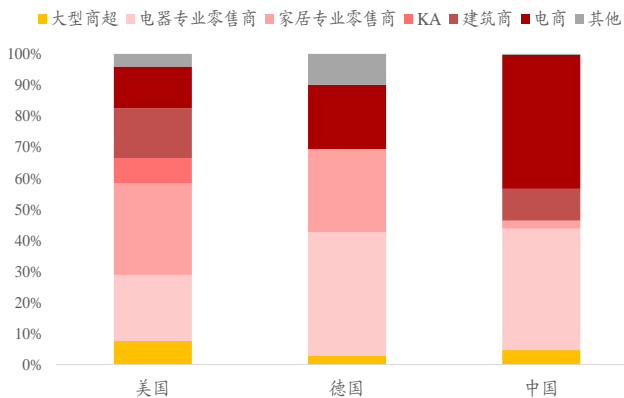
表 6：卡萨帝、西门子、松下同价位冰箱洗衣机性能对比

冰箱				洗衣机			
	卡萨帝	西门子	松下		卡萨帝	西门子	松下
型号	BCD505WGCTDAGDYU1	KA86NAA21C	NR-EW45SGA	型号	C8-HD13P6U1	WM14U668HW+WT47U6H80W	XQG100-L166+9095T
外观				外观			
价格	17599元	17499元	17900元	价格	18999元	18689元	18698元
压缩机	恩布拉科、加西贝拉、黄石东贝等压缩机	加西贝拉、恩布拉克松下、思科普(原丹佛斯)、东贝等压缩机	松下原装变频压缩机	电机	斐学派克直驱变频电机	BLDC无刷变频直流电机+瑞智变频压缩机	BLDC稀土永磁变频电机+松下原装双转子变频压缩机
保鲜技术	MSA控氧保鲜	智能零度保鲜	超声波加湿技术	护洗技术	云裳洗护科技、洗烘一体、第四代空气洗	智能除渍功能、不支持空气洗	松下泡沫净瓦解污渍、不支持空气洗
除菌技术	Fresh Turbo Pro涡流动态杀菌+智慧净化	铂金纳米净风设计	nanoe X纳诺怡技术除菌除异味	除菌技术	紫外线杀菌	高温气流杀菌	光动银+高温除菌
每时电耗	0.84KWh	0.9KWh	0.86KWh	每时电耗	1.03KWh	洗衣机: 0.74KWh 干衣机: 无具体参数	洗衣机: 无具体参数 干衣机: 0.96KWh

资料来源：京东，浙商证券研究所

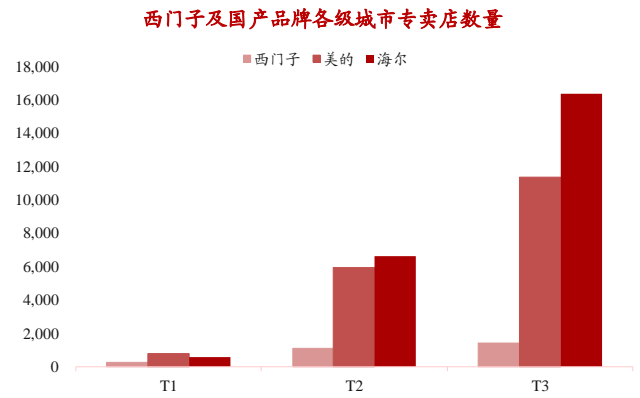
外资家电品牌渠道形式单一，无法适应中国渠道多元化和下沉市场的机会。1) 不同于欧美国家家电销售渠道集中于 KA、大型商超，中国家电销售渠道多元化，且线上化趋势明显。受制于全球汇报机制和组织管理，以及固有的渠道管理思路，外资家电企业在中国难以快速适应渠道变化。用户在购买家电时注重购买体验，专卖店能够给予用户良好的购买体验，对于高端家电而言更是如此。例如，卡萨帝 40%以上的销售均在专卖店完成。在各个线城市，外资品牌的专卖店数量明显不及海尔和美的，与消费者的触点数量明显不如国内白电龙头。2) 一二线城市受制于地产等因素，整体家电消费需求增长不及三四线城市。外资家电品牌的销售网络多布局在一二线城市，而国产家电品牌在家电下乡前已经完成了下沉渠道铺设，因此外资企业难以把握三四线城市家电成长的机会。

图 21：海外家电销售渠道和国内家电销售渠道对比



资料来源：欧睿国际，浙商证券研究所

图 22：在各城市层级，西门子在店面数量远不及海尔、美的



资料来源：久谦中台，浙商证券研究所

## 2.1. 国潮崛起，国产高端迎来新机遇

2018 年以来中国消费市场进入国货大年，国货崛起有望长期延续。1) 2018 年以来中国进入国货大年，中国品牌出海趋势加强、中华文化向海外输出进程提速、多部主旋律电影上映激发民众爱国热情、美国对中国企业制裁等国际局势变化等因素激发消费者购买国货的意愿，国潮崛起。2) 我们认为，国产品牌在产品和营销上更了解国人，他们正快速的从原来的三四五线主阵地实现向一二线主流消费者渗透的过程，海外品牌在国内较高的市场占有率恰恰为国货提供了较大的成长空间，国货崛起正当时。

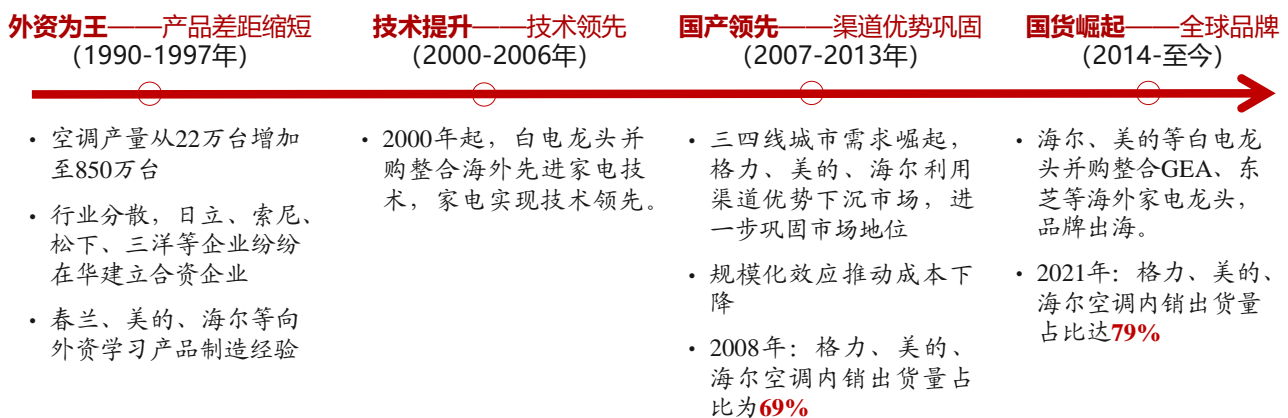
图 23：2018 年以来，中国进入国潮崛起大时代



资料来源：《Z世代消费白皮书》，浙商证券研究所

国潮崛起和国产制造进步淡化消费者心中对欧美“洋品牌”的追求，本土高端家电品牌迎来新的发展机遇。1) 过去部分中国消费者以购买昂贵的德系、日系家电产品以起到对外展示的作用。2) 国产家电企业在生产工艺上集合海外技术和国内规模生产优势，美的、海尔等在上世纪 90 年代向外资学习产品制造经验，21 世纪以来以海尔、美的为代表的白电龙头企业并购整合海外先进的产品和生产技术，产品工艺、性能已然不输外资品牌。3) 2018 年以来，随着全球地缘环境变化、爱国主义教育、抗疫提振民族团结感，中国消费品进入国货大崛起的时代，国产高端家电在消费者心中的认同感进一步提升。

图 24：从技术到品牌，中国家电行业经历“国进外退”



资料来源：公开资料，产业在线，浙商证券研究所



### 3. 投资建议

我们认为**高端品牌卡萨帝持续放量将增厚公司利润，结构性提升海尔智家整体盈利水平**。1) 从行业空间看，目前白电保有量均已达到“一户一机”的水平，随着替换需求占比提升、消费者注重个性化消费，我们认为家电消费高端化的消费趋势明确。2) 根据我们对高端家电品牌成功要素的复盘，我们认为高端家电品牌的成长要素需要兼备技术领先、渠道布局广泛、善于把握流量构筑品牌的能力，海尔旗下高端品牌卡萨帝具备以上要素。3) 考虑到高端消费品在成功打入消费者心智后，形成强大的竞争力，卡萨帝有望在未来持续引领高端家电市场，卡萨帝有较高的品牌溢价，持续放量有助于结构性提升海尔的整体盈利能力。

卡萨帝持续放量，海尔盈利能力持续提升。我们预计 22-24 年公司收入分别为 2495/2706/2927 亿元，对应增速分别为 10%/8%/8%，归母净利润 152/175/200 亿元，对应增速分别为 16%/15%/14%，对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

**原材料价格波动：**自 2020 年下半年以来，原材料价格持续上涨，若原材料价格上涨超预期可能会影响卡萨帝整体的盈利水平。

**局部疫情影响：**高端家电的零售高度依赖线下渠道，局部疫情导致的封控可能导致线下门店人流量减少，影响高端家电消费。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	123608	145898	175069	204567
现金	45857	66096	88852	111804
交易性金融资产	2786	1753	2235	2258
应收账款	27986	32111	34704	35766
其它应收款	1661	1939	1957	2176
预付账款	857	1127	1066	1186
存货	39863	37454	41599	46486
其他	4598	5419	4656	4891
<b>非流动资产</b>	93852	90588	89922	89058
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	23232	21754	22184	22390
固定资产	22303	23348	23497	23863
无形资产	9550	8782	7528	6396
在建工程	4183	3429	3249	2951
其他	34584	33275	33464	33458
<b>资产总计</b>	217459	236486	264992	293625
<b>流动负债</b>	124797	122513	133865	143152
短期借款	11226	9166	9360	9918
应付款项	67368	68485	75431	82420
预收账款	0	0	0	0
其他	46203	44862	49073	50815
<b>非流动负债</b>	11580	15123	14625	13776
长期借款	3039	3039	3039	3039
其他	8541	12084	11587	10737
<b>负债合计</b>	136377	137636	148490	156928
少数股东权益	1272	1446	1647	1876
归属母公司股东权益	79811	97404	114855	134821
<b>负债和股东权益</b>	217459	236486	264992	293625
<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	23130	15596	23505	22932
净利润	13217	15343	17652	20195
折旧摊销	5061	2539	2721	2830
财务费用	686	806	712	391
投资损失	(2403)	(2403)	(2403)	(2403)
营运资金变动	11489	(5175)	8545	6117
其它	(4921)	4485	(3721)	(4198)
<b>投资活动现金流</b>	(8067)	2127	311	479
资本支出	(1998)	(1774)	(1564)	(1779)
长期投资	(1661)	1476	(430)	(205)
其他	(4408)	2425	2306	2463
<b>筹资活动现金流</b>	(15641)	2516	(1060)	(458)
短期借款	3538	(2060)	194	557
长期借款	(8783)	0	0	0
其他	(10397)	4576	(1254)	(1015)
<b>现金净增加额</b>	(579)	20239	22756	22952

<b>利润表</b>				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	227556	249477	270635	292650
营业成本	156483	171593	185520	200012
营业税金及附加	807	889	812	986
营业费用	36554	41164	44384	47556
管理费用	10444	11351	11502	12291
研发费用	8357	8981	9743	10243
财务费用	686	806	712	391
资产减值损失	1939	499	812	878
公允价值变动损益	119	119	119	119
投资净收益	2403	2403	2403	2403
其他经营收益	1068	1241	1068	1068
<b>营业利润</b>	15876	17957	20742	23884
营业外收支	40	40	40	40
<b>利润总额</b>	15916	17996	20781	23924
所得税	2699	2653	3130	3729
<b>净利润</b>	13217	15343	17652	20195
少数股东损益	150	174	200	229
<b>归属母公司净利润</b>	13067	15169	17451	19966
<b>EBITDA</b>	21033	21091	23778	26682
<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.38	1.61	1.85	2.11
<b>主要财务比率</b>				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.50%	9.63%	8.48%	8.13%
营业利润	-4.37%	13.10%	15.51%	15.15%
归属母公司净利润	9.99%	16.09%	15.04%	14.41%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.23%	31.22%	31.45%	31.66%
净利率	5.81%	6.15%	6.52%	6.90%
ROE	17.52%	16.86%	16.21%	15.77%
ROIC	12.40%	13.06%	12.86%	12.60%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.71%	58.20%	56.04%	53.45%
净负债比率	17.52%	14.79%	14.03%	13.82%
流动比率	0.99	1.19	1.31	1.43
速动比率	0.67	0.89	1.00	1.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.08	1.10	1.08	1.05
应收帐款周转率	14.89	16.17	15.58	15.48
应付帐款周转率	3.98	4.01	4.09	4.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.38	1.61	1.85	2.11
每股经营现金	2.45	1.66	2.50	2.44
每股净资产	8.49	10.36	12.22	14.34
<b>估值比率</b>				
P/E	17.41	14.92	12.98	11.38
P/B	2.89	2.37	2.01	1.71
EV/EBITDA	11.62	7.96	6.11	4.62

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>