

消费增长新范式思考系列

破局“降级与内卷”的增长新模型，从老铺黄金和毛戈平谈起

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 商贸零售

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004

事项：

近两年来，老铺黄金和毛戈平等国内高端品牌在大环境承压下持续呈现逆势高速增长，打破了当前市场主流的“消费降级”和“内卷式竞争”的论调，两者与国内同业差异化的品牌定位，商业模式及经营杠杆，均有着一定的研究和参考意义。

国信零售观点：首先，虽然宏观环境波动带来了一定的消费力承压，但在当前国内消费品供给日益丰富以及需求结构多元化的背景下，一个产品的价值已不能简单在同品类赛道下去比较，老铺与毛戈平的高定价均是基于特定客群和特定场景的定位，通过精细化打磨的产品和服务，强化消费者认同，最终形成强有力的品牌忠诚度和竞争壁垒，从而带来业绩增长空间的确定性。

其次，不同于此前的加盟开店以及电商获客两种经营杠杆模式，老铺黄金与毛戈平依托强品牌和强服务，实现了公域裂变获客与私域成交沉淀的结合，既保障了营销传播裂变效率，也提升了盈利能力，从而带来当前业绩的高成长性。

最后，由于两者的特殊品牌定位和差异化经营模式，所带来的在当前环境下较为稀缺的增长确定性和高成长性。我们认为在定价过程中应更多考虑其自身远期空间的测算来判断，而淡化同品类但模式传统的同业标的估值基准，并在后续基于其潜在竞争格局变化，用户群体需求变化以及自身品牌力变化来进行修正。

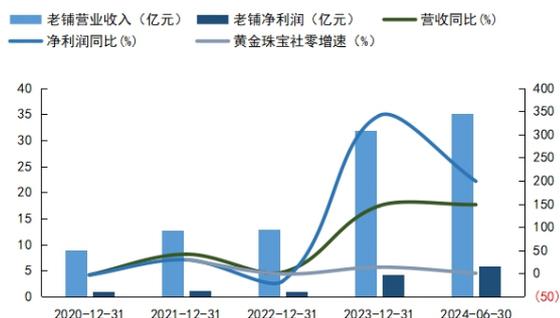
整体来看，我们继续看好老铺黄金以及毛戈平等国内细分高端品牌，通过前期坚守定位下积累的品牌优势，并在当前通过差异化经营杠杆实现破圈式增长，从而在目前的消费市场环境下，独具高增长的稀缺性。

评论：

◆ 消费降级的行业叙事下，为何部分细分高端品牌仍然呈现极强的爆发力？

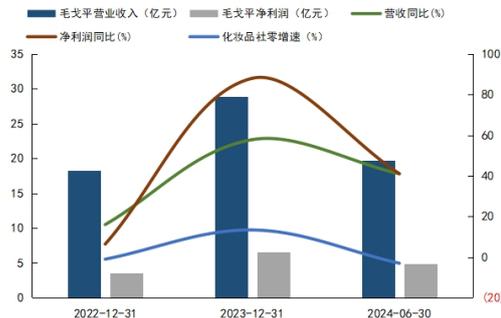
23年以来消费行业整体在多因素影响下有所承压，居民消费能力及意愿反应在价格端呈现了明显的下行压力，因此“消费降级”成为主流论调，但是这样的背景下，以老铺黄金和毛戈平为代表的细分市场高端品牌却仍实现了逆势高速增长。老铺黄金2023年及2024年上半年收入分别增长146%/148%，毛戈平2023年及2024年上半年分别增长58%/41%，远高于行业平均水平，呈现了极强的抗周期属性。

图1: 老铺黄金营收及净利润增速与行业对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 毛戈平营收及净利润增速与行业对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

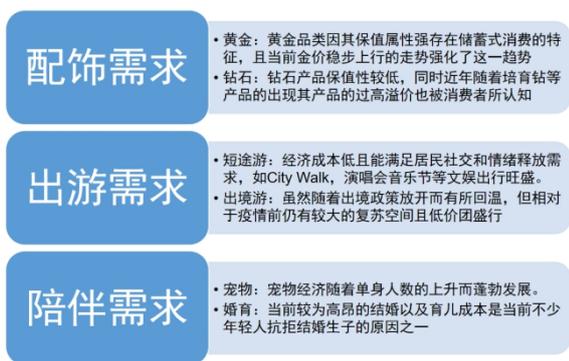
辩证的看待消费的升级与降级，核心是围绕消费者特定需求场景下的品类优选

我们认为，虽然近年来由于宏观环境承压，消费者对于价格的敏感度有所提升，但国内消费市场在经过了近四十年的高速发展，消费品供给已经足够充分，同时由于社会的快速发展产生的多元化结构，不同城市层级、不同年龄段、不同收入水平等人群划分下的消费需求差异越发明显。特别在当前经济社会步入高质量增长的时期，不同人群受到的宏观环境影响大为不同，进一步影响其消费支出、预期及品类结构的分化。

整体来看，我国消费者过去多年随着收入水平提升下所培养的消费习惯和不断提升的品牌认知，使其对于好的产品以及好的服务追求并没有改变，只是在有限的支出下会更加精挑细选满足自我需求的产品和更解决实际痛点的服务，寻找消费最优解。如下图所示，这种替代性的选择可能是全品类全市场维度选择，而不是单纯的在同品类下寻找价格洼地的平价替代。所以我们会看到部分品牌在垂直品类下属于高端定价，但若是切换了不同的需求场景下可能又是极具价值感的存在。

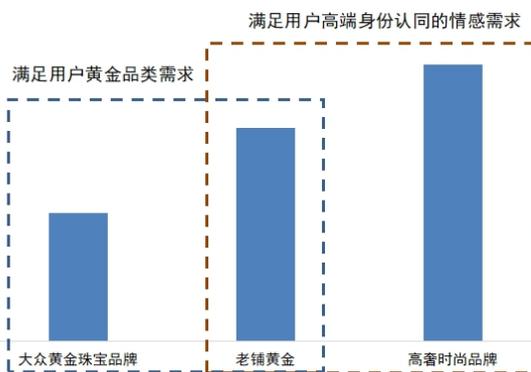
因此一个产品的价值目前已经不能简单在同品类赛道下去比较，品牌的高端化往往是在于找准自身客群和其需求场景，并通过自身精细化打磨的产品去切准这部分人群的特定场景需求，最终强化在这一定位下的消费者认同形成强有力的品牌忠诚度。

图3: 特定需求下品类替代趋势在多个行业体现



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图4: 品牌在不同需求场景下会有不同的价值认同



资料来源: 国信证券经济研究所整理

以老铺黄金为例，虽然其价格在黄金类目下相对较高，但在通过高端化的品牌定位，结合优质工艺下的差异化古法金产品，突显自身价值感，吸引了一批原本高奢珠宝品牌客群，在当前以钻石镶嵌为主要品类的高奢品牌，因产品原材料持续跌价以及消费者祛魅后稀缺性不再的背景下，实现了对相关客群身份价值认同的替代需求。

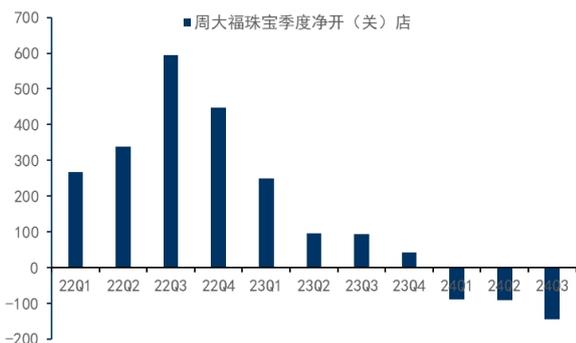
以毛戈平为例：虽然其品牌价格在国产美妆产品中价格带处于较高的位置。但一方面，公司在服务端依托极强的线下柜员服务能力，实现了对一部分线下美容服务的便捷化替代，同时在产品端，在当前美妆国货崛起的叙事下，东方美学的定位对于欧美高端品牌的更是一种文化认同感替代。

◆ **内卷化的市场环境下，品牌增长需要怎样的经营新杠杆？**

充分竞争的消费市场中，品牌实现快速扩张增长需要一定经营杠杆加持，如图 7 所示，不同时期阶段下有着不同方法论，也均帮助品牌实现了一定时期的规模扩张，但随着消费环境的波动和竞争市场的变化，也需要不断改善升级，并不存在一成不变的经营模式：

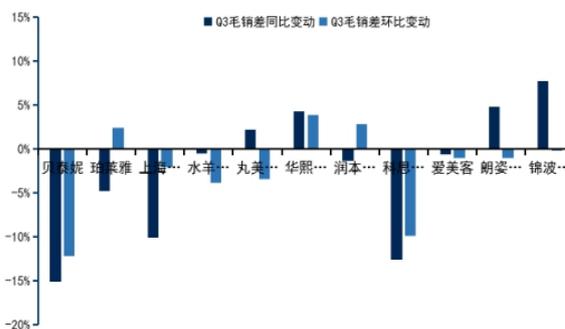
- 1) **加盟开店下沉模式：**主要出现在国内城镇化红利时期，品牌以一定出货折扣和返点激励经销商或加盟商拿货，帮助其下沉到各地进行开店扩张销售，帮助品牌实现了早期规模快速积累。但随着国内城镇化接近尾声，经销商前期过度扩张对于客群的选择过于粗放，而过度开店往往导致客群分流和效率的降低，最终导致其库存问题不断被放大，品牌方价格体系管理难度加大，品牌力也被不断稀释。
- 2) **电商获客成交模式：**主要在电商模式崛起渗透率不断提升时期，由于线上没有地理覆盖的限制，在消费者线上消费习惯养成后，品牌通过线上获客与成交实现实现了快速规模扩张，无论是此前货架电商模式还是当前兴趣电商模式，都是在不断强化线上的交易效率。但当前的问题在于，线上化程度达到高位，流量红利逐步消退，同质化竞争不断加剧的背景下，品牌在线上获客的成本也越来越高，盈利能力逐步承压。

图5: 周大福在前期快速开店后进入门店调整期



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

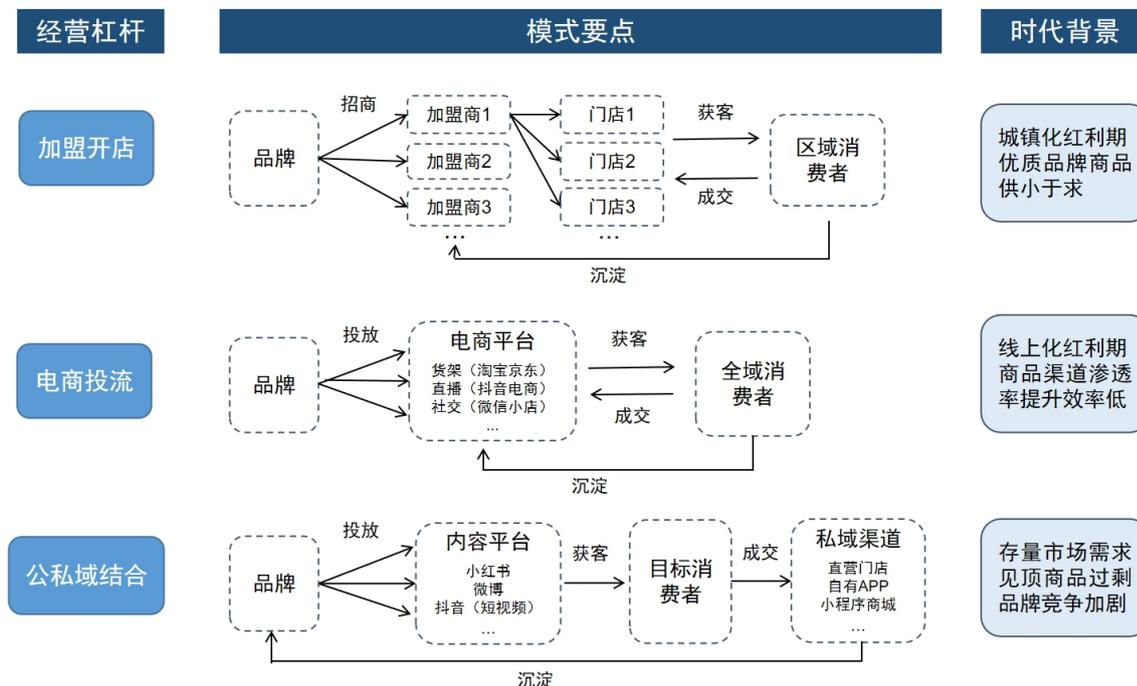
图6: 部分线上高占比美妆品牌 24 年 Q3 毛销差有所承压



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

同时，前两大经营杠杆中有一个共同的问题在于：其获客与成交均依赖于商业化的第三方环节。早期将营销与交易打通形成闭环便于实现销售的快速达成，这在渠道较为分散且模式创新层出不穷的时期，有助于品牌销售规模的快速放大；但一旦市场进入存量时代，渠道集中度提升，或是有增长的渠道越发稀缺的时候，品牌由于其核心消费者获客和成交数据均在相关第三方平台沉淀，其各类投放和获客行为也更容易因此被拿捏。因此在这一时期，若品牌继续用上述经营杠杆撬动增长，不仅会与同业发生同质化竞争，且在与平台的议价能力的弱化下，盈利能力也面临持续承压，长期品牌力也将被逐步稀释。

图7：不同时期下重点品牌经营杠杆模式



资料来源：国信证券经济研究所梳理

➤ 公域品宣获客+私域成交沉淀模式，走出一条新的高质量增长路径

我们观察老铺与毛戈平采取了一条相对不同的经营思路，如上图第三条所示，将线上公域裂变和线下私域成交实现结合，这条路径既解决了传播裂变放大的效率问题，同时也解决了盈利的稳定性问题。

1) **线上公域的营销获客**：借助线上的内容平台如小红书等实现高效快速裂变，一方面，这类平台作为营销推广平台而非商业化交易平台，不完全掌握品牌销售转化数据，对于品牌而言可以实现对于营销投放转化的自主评估决策；另一方面，小红书等内容平台的社区用户质量或是精准度较高，投放获客效果也更优。

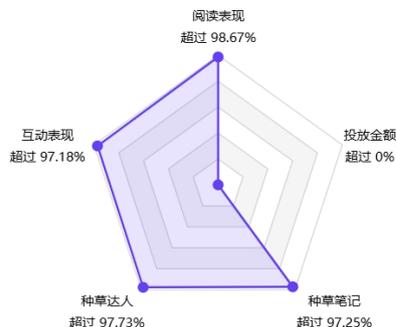
2) **线下私域的成交沉淀**：通过品牌私域的成交，摆脱了平台与渠道对于其经营数据的掌握，以及销售达成能力的控制，特别是当前线下各类租金等成本费用相对线上成本已经呈现已经相对优势，通过单店店效的不断提升，品牌的盈利水平也将持续提升。

当然这个模式走通的核心在于如何有效的线上公域的获客有效的导往线下私域渠道，需要给予消费者一个前往私域渠道成交或是复购的强有力理由，我们在下一节也将详细分析。具体从老铺与毛戈平的情况来看：

➤ 从老铺黄金情况来看：

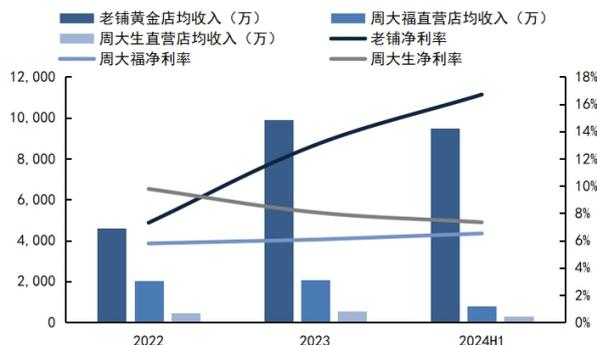
从来结果来看，老铺黄金将投放效率发挥到了极致，品牌自身几乎没有在线上内容平台进行销售转化的投流行为，更多只是基于品牌宣传的投放，主要目的在于树立自身的品牌调性；但在稀缺的工艺价值和专注的差异化定位下，通过适度的价值外溢（会员服务、商场折扣等）分享，吸引了一批社会化媒介（百货渠道方、自媒体博主、代购等）形成利益共同体，自发在内容媒介推广传播。而同时老铺黄金的销售成交主要都在线下自营门店，仅有的 30 多家店对于已经广泛被种草的消费者而言，也一定程度上抬高了购买门槛，从而更加突显的价值稀缺性反过来也刺激了上述利益共同体或是“自来水”们进一步推广的动力，最终带来了品牌超高的单店店效以及远高于同业盈利能力。

图8: 老铺黄金在小红书的商业投放与曝光度在同业中比较



资料来源: 千瓜数据、国信证券经济研究所整理

图9: 老铺的单店收入以及盈利能力与同业比较



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 从毛戈平情况来看:

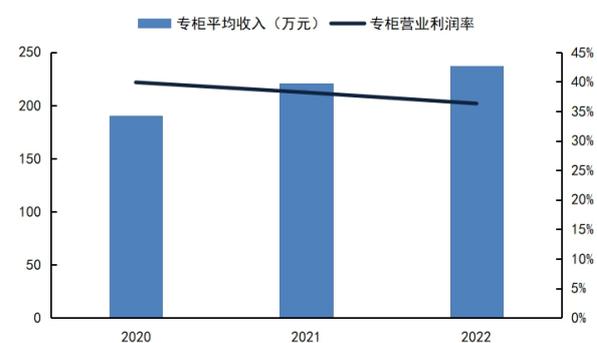
品牌充分借助了创始人的 IP 特质以及国风等差异化的元素，通过线上内容平台进行技巧与艺术相结合的品牌理念传播，实现品牌快速破圈；而线下的百货专柜是其核心成交与沉淀客群的渠道，24H1 专柜数量合计 372 个，收入占比 50.9%，虽然近年来品牌线上收入比例不断提升，但相对于化妆品行业主流品牌约 90% 以上的线上占比而言，线下专柜仍是毛戈平的重要渠道且聚合了一批公司核心客户群。而支撑起线下高客单及复购的核心在于其极强的体验式服务能力，截至 24H1，公司在全国各地专柜配备超过 2500 名美妆顾问，提供专柜试妆、演示对比以及技术讲解强化体验感，是国内最大的美妆专柜服务团队之一。因此虽然品牌的产品件单价相对其他百货专柜品牌处于中档水平，但通过强服务有效提升了销售的连带率和复购率，从而带动较高水平的客单价，进而支撑整体高店效。

图10: 毛戈平的线上内容营销和线下专柜服务



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图11: 毛戈平的单柜收入持续提升



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

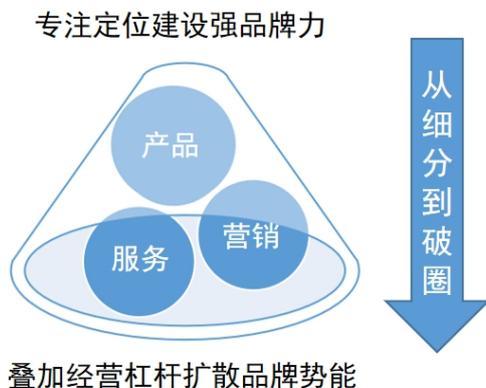
当然，老铺黄金与毛戈平等品牌在当下的稀缺性在于，并不是所有品牌都能无缝衔接上述模式：这样的品牌必须是在至少一个细分精准定位下具备强品牌力，对于消费者能够产生一定的品牌“向往感”，具备极强的自我引流能力，才能在上述经营杠杆下，达到品牌传播获客效果的最大化，以及能够引流至私域成交和沉淀从而达到盈利模式的最优化。

◆ 什么样的品牌适合套用上述模式？

我们在 2025 年度策略中提出建议积极关注细分高端品牌的“反漏斗”模型破圈式增长带来的投资机会。对于国内消费品品牌而言，大量企业此前受益于国内市场的各类渠道红利，整体属于铺货思维占据主导，而目前的存量市场下则需要品牌具备主动筛选客户的思维，坚持品牌定位的基础上，在产品推新与渠道获

客过程中有所为也有所不为，即提供契合需求的产品和匹配调性的营销方式。这一塑造品牌力的过程并不是一蹴而就的，但一旦具备了这一能力，再借助上述合理的经营杠杆模型，就可以更好更快速的释放品牌价值，实现裂变级的增长，所以呈现出一种“十年积累，一朝爆发”的特质。

图12: 细分高端品牌的反漏斗模型



资料来源：国信证券经济研究所梳理

1) **高品质产品的坚持和价格的维护**：我们在前述分析中提到，品牌需要保持持续的“向往感”以及适度的价值外溢，才能吸引核心客群持续复购和自发推广品牌。一方面，高品质产品的坚持是价值的基石，无论是老铺的古法金工艺，还是毛戈平复合东方美学的彩妆产品，持续得到消费者认可的产品始终是建立品牌忠诚度的基础；另一方面，价格是“向往感”的具象化标准，维护好品牌整体价格体系是维护这个标准的核心，而在特定时段的针对性适度折扣可以视作对核心群体的价值奖励驱动。

2) **强服务水平提升客单价**：品牌的服务能力是强化忠诚度的有力方式，也是提升客单价的重要抓手。前文我们提到从老铺和毛戈平来看，均是利用了强有力的服务能力去承接了线下私域渠道的成交和沉淀。当前环境下，如果线下仅仅作为一个销售货品的环节，由于消费者被线上化充分教育的背景下，客流将存在严重不足。因此线下盈利模型跑通的关键在于：如何提升品牌的进店购买转化率、复购率和连带率，以充分挖掘单客价值，实现坪效与店效的突围，这一过程中品牌的服务体验是至关重要的。

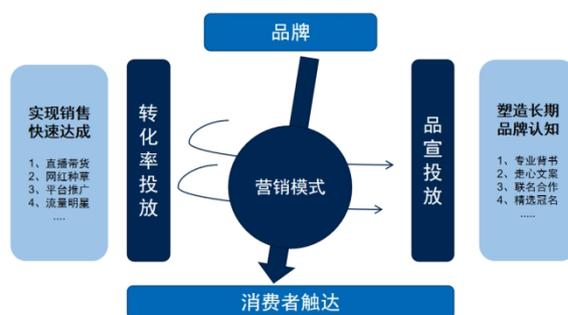
3) **有克制和有目的的营销投入**：高端品牌自身的投放更应注重 LTV（品牌宣传建设）而不是 ROI（销售转化）。当前各大品牌的投放正在逐步向品宣投放平衡，并且积极构建和夯实品牌美誉度，本质在于从依托外部流量主体获取增长转向将品牌自身打造为一个自主吸引目标客群的流量体。

图13: 当前品牌线下自营渠道遇到的问题与解法



资料来源：国信证券经济研究所整理

图14: 当前两种不同营销投放的侧重变化



资料来源：国信证券经济研究所整理

◆ 如何看待这类型企业的高估值？

从行情的角度来看，上述品牌在业绩爆发期，其股价行情走势与业绩上修会同时呈现，体现出明显的戴维斯双击属性，且由于这种企业业绩的爆发往往会是指数级的增长趋势，难以用线性思维预测：

一方面在收入端，打破了传统的消费品增长的线性思维，传统品牌因为店铺或是货架是基于地域辐射半径铺设，存在用户覆盖的天花板，而新模式下通过国内成熟的社媒基础设施载体呈现脉冲式的裂变传播，而代购等环节出现也便于跨区域消费者采购，品牌门店仅是成交载体，传统单店店效的天花板会被持续且快速的打破。

另一方面在盈利端，虽然电商模式下的品牌收入同样具备脉冲式增长趋势，但是当前线上的成本持续高企，影响了品牌盈利端的传导和不稳定性，但上述品牌由于其高端定位下的高毛利以及自有渠道成交的低成本杠杆规模效应下的低费用率，其盈利的弹性和可控性也较大。

因此，如前文所述，由于该类型企业的品牌壁垒和模式稀缺性能够带来较为确定性的增长空间，而不确定的在于品牌势能爆发过程中对于增速的判断，因而这类型企业往往短期会有明显的估值溢价，但高速的业绩增长也可以快速的消化当期估值。因此对与这类型企业的定价更多应通过对于品牌的用户群的圈定以及的潜在销售规模的测算来进行预测和判断。

同时定价修正的观察要点则主要在于：1) 对品牌破圈过程中品牌的用户群体是否存在变化，从而影响品牌远期销售空间的判断；2) 是否会出现类似定位下新竞争对手进入，影响其获客增长的确性，以及自身品牌力是否会出现松动，包括价格体系混乱，用户忠诚度降低等影响其核心竞争力。

图15: 细分高端品牌的定价思路



资料来源：国信证券经济研究所梳理

◆ 投资建议：延续 25 年投资策略观点，看好细分高端品牌的破圈增长

虽然宏观环境波动带来了一定的消费力承压，但在当前国内消费品供给以及需求结构持续丰富的背景下，一个产品的价值已不能简单在同品类赛道下去比较，老铺与毛戈平的高定价均是基于特定客群和特定场景的定位，通过精细化打磨的产品和服务强化消费者认同，最终形成强有力的品牌忠诚度和竞争壁垒，从而带来业绩增长空间的确定性。

而不同于此前的加盟开店以及电商获客两种经营模式，老铺与毛戈平依托强品牌和强服务，实现了公域裂变获客与私域成交沉淀的结合，既保障了营销传播裂变效率，也提升了盈利能力，并带来业绩高成长性；

最后，由于两者的特殊品牌定位和经营模式带来的确定性和高成长性。因此定价中应更多考虑自身远期空间的测算判断，而淡化各自同品类企业估值基准，并基于潜在竞争格局变化，用户群体需求变化以及自身品牌力变化来进行持续修正。

整体来看，我们继续看好老铺黄金以及毛戈平等国内细分高端品牌，通过前期坚守定位下积累的品牌优势，并在当前通过差异化经营杠杆实现破圈式增长，从而在目前的消费市场环境下，独具高增长的稀缺性。

表1: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (港元) 2025/1/28	EPS (元/每股)				PE		总市值 (亿港元) 2025/1/28
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
6181.HK	老铺黄金	暂无	416.0	6.63	9.07	11.40	57.8	42.2	33.6	700
1318.HK	毛戈平	暂无	71.1	1.86	2.48	3.13	35.1	25.4	20.9	349

资料来源: Wind、国信证券经济研究所 注: 毛戈平、老铺黄金为 wind 一致预测

◆ 风险提示:

消费行业持续承压; 行业竞争环境恶化, 价格战影响企业利润; 品牌出现公共舆情事件影响品牌力。

相关研究报告:

- 《折扣零售系列之奥特莱斯行业专题——城市奥莱的展望与综合奥莱的进阶》 ——2025-01-20
- 《商贸零售行业双周报-关注 IP 商业发展机遇, 布鲁可上市有望提振市场关注度》 ——2025-01-06
- 《零售行业之革新与镜鉴系列专题-深度拆解 Costco 商业模式, 探析国内商超调改进阶方向》 ——2025-01-04
- 《商贸零售行业 1 月投资策略-乘微信社交电商东风, 抓小店新渠道机遇》 ——2025-01-03
- 《商贸零售 2025 年投资策略-困境在何处, 反转在何方》 ——2024-12-23

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032