

雪球访谈

开盘涨272%市值超700亿，贝泰妮究竟为什么被看好？

2021年03月29日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



守望者的策略世界

访谈简介

3月25日，薇诺娜母公司云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司在深交所正式敲钟上市，发行价47.33元/股，当日市值最高达760亿元，一天超过医药老大哥华东医药。

30%的超高复购率，迅速增长的营收，以及专注敏感肌细分赛道，让贝泰妮备受关注，但单一单品、销售费用高等情况依旧存在。

贝泰妮被如此追捧到底为什么？是否撑得起如此高的估值？本期我们邀请到@守望者的策略世界做客雪球访谈，为大家解疑答惑，快发起提问吧~

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 锂电攻城狮:

对[@守望者的策略世界](#)说: 公司是好公司, 但是估值就显得比较高了, 您觉得贝泰尼的合理估值是多少? 怎么估

[答] 守望者的策略世界:

值是基于资金在不同资产回报率之间的平衡, 需要把它放在整个消费品里面去看, 才能真正看到它的估值合理性。选取同时为产品型商业模式的消费公司作为对比, 把立足于背后的行业景气度、竞争格局、永续经营性、盈利能力和发展空间, 抽象成三个可比原则: 景气度、成长性与确定性, 我认为可以得到一个排序: 医美=白酒>药妆>调味品>化妆品>小家电>休闲食品, 那么放整个大消费的角度去看, 遵循“一价定律”的角度, 药妆的估值体系应该可以排在第二梯队, 我自己是采用三种估值方法去对其进行评估,

1) 相对估值法 (保守估值模式): 对标爱美客、珀莱雅, 考虑到其在功能性护肤领域的影响力, 和爱美客在医美、珀莱雅在化妆品的地位等同, 略高于珀莱雅, 产品比珀莱雅更有竞争力, 但是不如爱美客的壁垒高和格局好, 估值应该比爱美客低, 给予23年利润50倍估值, 采用23年的盈利预测13.9亿元, 则所对应的市值为695亿元左右。

2) PEG估值法来看 (合理估值模式): 给贝泰妮1.5-1.8倍PEG估值, 预计23年业绩增速为34%, 则23年合理PE倍数为60-70倍, 结合13.9亿的盈利预测, 合理市值为729亿-875亿。

3) 赛道估值法 (乐观估值模式): 市占率估算中期空间, 以B端医生资源+医院渠道背书为护城河, 以明星大单品形成稳定复购和持续现金流, 给一个稳态的估值, 得出中期市值目标, 那考虑到药妆行业的高景气度, 给45倍PE估值, 23-25年盈利预计20亿+, 市值预计在1000亿以上。

[问] Zxcol:

对 @守望者的策略世界 说：目前同类药妆产品中，薇诺娜的份额占多少 与同类产品，比如freeplus相比，产品差异化如何

[答] 守望者的策略世界：

2019年薇诺娜品牌终端零售额27.78亿元，市场份额20.5%（2018年为17.41亿元/17%），产品差异化主要来自于更适合黄种人皮肤，freeplus不太了解，可以举个和国外大品牌的对比：薇诺娜在最初品牌建立时，就是要做最适合中国人的药妆，研发体系针对黄种人皮肤。中国人可能会觉得有活性成分的中药提取的精粹，优于活性矿泉水，更有吸引力。雅漾和理肤泉更多主打舒缓舒敏的作用，薇诺娜除舒缓舒敏外还有修复作用。品牌宣传的功效和主打植物精粹成分是有关的。中国消费者可能会更喜欢薇诺娜的定位和主打方向。

[问] 海上皇：

对@守望者的策略世界 说：我是一名使用者，应该说这种是刚需。但是现在玉泽我也在用，甚至用得更多。每年总花费在2000元左右，已经很节省的用了。对于一个老男人，太贵了。您觉得将来薇诺娜面临的竞争会有多强？相比玉泽和一些国外品牌，它能够抢更多的市场吗？未来的产品利润率会不会下滑？或者说未来的营销费用能够控制吗？

[答] 守望者的策略世界：

- 1) 您觉得将来薇诺娜面临的竞争会有多强？这是一个增量发展的低渗透率市场，现在的竞争是有利于消费者教育和培育的，可以把市场做得更大，现阶段竞争不是核心矛盾。
- 2) 抢占市场份额：目前公司在产品、全渠道布局和品牌上开始展现压倒性优势，预计市场份额提升的趋势不会发生根本变化。
- 3) 未来的营销费用能够控制吗？这个问题取决于复购率，如果有一半的消费者能达到您这样的品牌忠诚度，预计利润率还有10%的提升，我自己对药妆的理解是觉得品牌忠诚度相对化妆品较高，销售费用率长期来看，应该会比化妆品的更低，利润率应该会比化妆品整体行业高。

[问] 实习生3sr:

对 @守望者的策略世界 说：现在的估值是否高估？谢谢！

[答] 守望者的策略世界:

综合盈利预测与估值来看：贝泰妮的保守市值预计在700亿，合理市值在730亿-840亿，最乐观预计能过千亿。当前得估值相对比较尴尬，谈不上太贵，也谈不上便宜，这是成熟市场定价的标志之一。

[问] 安然夫:

对 @守望者的策略世界 说：属于好生意好公司好价格吗，值得现在进入长期持有吗？谢谢

[答] 守望者的策略世界:

公司的商业模式满足好生意的特点：轻资产、现金流好、永续经营、有差异化、能提价等，公司现在已经拥有一定的品牌护城河，也看到公司有着向前看的进取心，现在价格是合理的，长期持有取决于你对收益率的要求，到30年的时候，预计公司能实现50亿利润，给30-40倍估值，预计在1500亿-2000亿元，这是长期的目标。

[问] 不准亏钱:

对 @守望者的策略世界 说：贝泰妮的市占率持续提升，到底做对了什么？

[答] 守望者的策略世界:

成功的因素总结为12字：产品领先，渠道制胜，品牌强化。

1) 工匠精神铸就产品力：行业发展之初监管不严，更多的企业想寻求暴利，甚至用小作坊做产品，不会用做药的精神来做药妆。而薇诺娜的研发和生产团队沿袭了药企，按照国际标准进行研究和生产，不断改善提取工艺和配方，使得其产品力不断胜出。薇诺娜的前身是药企，在品牌建立过程中就有国内很多的顶级皮肤科专家参与，对于国内竞争对手，公司的工匠精神使得产品力遥遥领先那些把药妆当普通化妆品做的小玩家，对于国外竞争对手而言，薇诺娜产品更适合国人的皮肤体制，薇诺娜的舒敏和修复功效在国内是数一数二的。这是产品上的领先！

2) 产品领先是缩小和国外大牌的关键，而渠道上的领先则是弯道超车的关键：掌握B端的医生资源打开医院渠道，医生背书增强产品的可靠度。（线下渠道是本土公司相对于海外公司所具备的优势，也就是靠强大的地推能力绑定终端医生，考虑到药妆具备的滴定医药属性，医生可在其中扮演代理人推荐角色，持续的背书有利于增强品牌力和占领消费心智）。

3) 借助产品力的发展+线下积累的品牌影响力，入驻线上扩大优势，使品牌成功出圈，奠定药妆化妆品龙头的地位。公司借助两微一抖、小红书等社交新媒体进行强种草，将线下核心优势释放到线上，进一步积累口碑，强化消费者的品牌认同感，助力线上高增长，进一步扩大影响力，拉开与竞争对手的差距。

[问] ASKINGING:

对@守望者的策略世界 说：给85倍pe可以

[答] 守望者的策略世界:

给PE是给这个商业模式、护城河及未来的利润进行定价哈，现在看到的PE都是失真的，核心还是要看未来，有人看三年、有人看五年、有人看十年，最终拼都是远见。

[问] 展堂C:

对 @守望者的策略世界 说：看了招股书，贝泰妮采用自主生产与OEM（代工）相结合的方式，过去4年平均采用OEM生产产品数量占比为72.67%，2020年OEM生产产品数量占比为71.60%，自主生产占比28.40%，如果自建工厂是否能进一步提高毛利率？另外想请问这个行业还有哪些方式能大幅提高毛利率呢？

[答] 守望者的策略世界:

这个行业的定价模式是主要来可以拆分以下公式：产品价格=成本+产品加成+品牌加成，从公司的毛利率来看，成本占比是非常小的，主要是以产品加成和品牌加成为主，基于这个模式，其毛利率提升主要来自于两方面：产品的稀缺性有多强？目前可以看到国人还是认可薇诺娜产品功效的，所以毛利率能高达81%，仅次于茅台90%的毛利率，维持这个毛利率除了产品的因素外，还有很大的品牌溢价在里面。这个行业

提升毛利率的主要方式主要是提价：第一是直接提价，卖取更高的价格；其次是间接提价，减少对消费者的折扣，转化为更高的利润率。成本节约不是最主要的方式。

[问] ASKINGING:

对@守望者的策略世界 说：十四五国家战略之一：培养壮大消费，电商快销模式，复购率超30%，毛利润80%，堪比茅台啊！

[答] 守望者的策略世界:

复购率比不上茅台，如果复购率能达到茅台消费者的黏性，就可以减少销售费用的支出，那它和茅台的利润率就会趋同，目前还是看消费者的培育和品牌建设，估值得维系核心在于复购率的提升。

[问] 不准亏钱:

对@守望者的策略世界 说：公司营销费用增加，如何摆脱过度依赖单一产品的问题，这个可能关注公司战略，有什么借鉴的借渠道拓品类例子吗？

[答] 守望者的策略世界:

公司属于典型的产品型商业模式，即一个大单品系列打天下，这不是什么弊端，存在类似商业模式的公司有白酒、榨菜、醋等，这类商业模式的核心在于两个点：

1) 成长速度和节奏由产品所在行业的使用寿命+公司的产品扩张力两者高度相关，目前药妆还处于初级发展阶段行业渗透加速景气度高（ β 红利），公司自身努力扩张加快成长节奏（ α ）。

2) 成长天花板：由市场空间和公司自身份额决定。即这个单品所在领域的行业天花板有多大，我们前期做过测算，十年十倍天花板千亿以上，公司份额是竞争优势强化的体现，目前正在看到公司的份额提升的趋势可以维持。

渠道拓品类的核心在于两点：渠道的绑定是否足够扎实、有没有强有力的产品，两者缺一不可。

[问] Alex2kb:

对@守望者的策略世界 说：公司2020年业绩增速慢下来了，估值是否过高

[答] 守望者的策略世界：

要先看收入增速，现在的利润增速可信度较低，当前公司正在积极布局线上抢占市场份额，属于典型的快消品发展模式，即先做营销支出换来份额，再考虑慢慢提升利润。建议关注21年整体业绩增速及每个季度的增速，是不是在支撑现在的高成长预期。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里