

# Za 姬芮、泊美业绩承诺未完成 贝泰妮多品牌战略遇阻

中经记者 钟楚涵 孙吉正 上海报道

贝泰妮(300957.SZ)此前的一项并购正在引发关注。近日,根据贝泰妮公告,悦江(广州)投资有限公司(以下简称“悦江投资”)未完成业绩承诺,触发业绩补偿条款。

公告显示,悦江投资旗下拥有“Za 姬芮”“泊美”两大知名大众化妆品品牌。2023年,为补充大众化妆品市场线,贝泰妮收购

## 业绩承诺未完成

悦江投资旗下拥有 Za 姬芮、泊美两大大众化妆品品牌。

对于悦江投资的收购要追溯到2023年。2023年9月,贝泰妮全资子公司海南贝泰妮投资有限公司(以下简称“海南贝泰妮”)以自有资金4.86亿元受让郭亮、李宏达等管理层股东及投资机构股东共计10位合计持有的悦江投资48.55%股权,同时以自有资金5000万元认购悦江投资新增注册资本12.43万元。上述交易完成后,海南贝泰妮合计持有悦江投资51%股权。

公告显示,悦江投资是一家化妆品品牌管理公司,旗下拥有 Za 姬芮、泊美两大大众化妆品品牌。其中,Za 姬芮核心产品为隔离霜、防晒霜、粉饼等底妆产品;泊美则定位于植萃科技护肤品牌,涵盖水乳、面霜、精华等多种品类。

在收购之前,2022年,悦江投资实现营收3.08亿元,净利润为1429.49万元。2023年上半年,悦江投资实现营收2.86亿元,净利润为1845.13万元。对于收购之后的业绩,悦江投资管理层的承诺在2023年度、2024年度及2025年度,悦江投资的净利润分别为不低于5000万元、8000万元和1.05亿元,三年累计净利润承诺数不低于2.35亿元。

但实际情况与当初的承诺相去甚远,根据审核报告,2023年—2025年,悦江投资归属于母公司的净利润分别为4310.22万元、2757.77万元、3173.07万元,完成率分别为86.20%、34.47%、30.22%。

悦江投资51%股权。将近三年过去,悦江投资实现的净利润仅仅达到当时承诺的43.58%。

艾媒咨询CEO张毅向《中国经营报》记者表示:“从落地结果来看,这笔收购并不成功。标的公司三年累计利润仅完成承诺的四成,同时还要计提商誉、商标减持,对于上市公司的利润形成拖累。同时,在品牌焕新、渠道协同等方面都没跑通。在此背景下,贝泰妮的第二增长曲线没有发展起来。”

其间,悦江投资累计净利润实现数为1.02亿元,完成率为43.58%,少于净利润承诺数的90%,触发业绩补偿条款。

补偿完成之后,海南贝泰妮对悦江投资的持股比例由51%增加至69.28%。对于以上补偿,晶捷品牌咨询创始人陈晶晶向记者表示:“持股比例提升至69.28%并不会改变控制关系,更多是对经济利益的重新分配。股权补偿能够提高未来利润归属比例,并部分修正此前偏高的收购成本,但前提是悦江投资能够重新恢复增长。因此,这次补偿更像是一种‘止损机制’,而非新的增长来源。”

另外,对于贝泰妮来说,以上收购还形成了商誉减值。财报显示,在2024年以及2025年,悦江投资商誉减值金额分别为9068.91万元、3055.04万元;同期,收购悦江投资形成的商标权减值金额分别为2500万元、400万元。以上金额合计达到约1.5亿元。

陈晶晶指出,从结果看,这笔收购的财务回报明显低于预期。贝泰妮擅长的是敏感肌和医学功效护肤,而 Za 姬芮、泊美属于大众美妆品牌,两者在用户、渠道和品牌认知上存在差异,协同效应并未充分释放。业绩补偿机制能够修正估值,减少损失,却无法弥补三年的管理投入和战略机会成本。

## 多品牌战略待考

收购完成后,贝泰妮对 Za 姬芮、泊美两个品牌进行系统性焕新。

贝泰妮在收购悦江投资时指出,公司在品牌方面相对单一,2022年及2023年,旗下品牌薇诺娜的收入均超过95%,且产品系列以护肤类为主。在此背景下,收购 Za 姬芮以及泊美可以对贝泰妮的品牌矩阵有所扩充。

贝泰妮指出,Za 姬芮属于大众彩妆类品牌,泊美则是本地化大众护肤品牌,主打植物护肤细分市场,在化妆品专卖店和连锁店等渠道拥有大量顾客群体。收购完成之后,可以扩充公司在大众化妆品以及彩妆领域的产品品类。另外,在价格带上,Za 姬芮、泊美旗下核心产品价格处于50—200元之间,收购完成之后,可以填补贝泰妮在200元以下产品价格带的大众化妆品市场空白。

贝泰妮提到,收购完成后,公司对 Za 姬芮、泊美两个品牌进行系统性焕新,包括产品迭代升级、品牌年轻化建设、数字化运营体系建设等。对于业绩承诺未完成的原因,贝泰妮方面向记者表示:“系多重因素叠加所致:首先,业绩承诺期内,主要供应商产品成本上升、整体宏观化妆品行业增速放缓,对经营成本端形成压力;其次,其核心产品所处赛道竞争加剧,电商流量红利消退与获客成本激增,线上运营效率受到影响;最后,新产品迭代周期及品牌重塑面临挑战,使得相关工作的推进节奏不及预期。”

在行业专家看来,Za 姬芮、泊美品牌的发展面临挑战。陈晶晶指出:“Za 姬芮和泊美曾受益于屈臣氏和商超时代的渠道红利,但随着市场进入电商内驱驱动和功效细分时代,传统大众品牌优势持续削弱。品牌老化、渠道迁移以及国货品牌崛起,共同压缩了其增长空间。Za 姬芮和泊美面临的问题并非个案,而是整个日系大众美妆在中国市场共同遭遇的挑战。”

截至2025年,贝泰妮已经打造包括薇诺娜、薇诺娜宝贝、瑛科曼、



2025年薇诺娜收入占贝泰妮总收入的八成以上。

视觉中国/图

贝芙汀等在内的品牌矩阵。但就各品牌的收入来说,2025年主品牌薇诺娜收入为44.32亿元,占贝泰妮总收入的八成以上。而 Za 姬芮、泊美,2025年分别实现收入4.52亿元、0.47亿元,分别同比下滑3.2%、9.6%。

贝泰妮方面向记者指出,收购是公司多品牌战略的路径之一。记者注意到,在2025年,贝泰妮收购家用射频美容仪品牌初普(Tripollar)。对于收购的原因,贝泰妮方面向记者表示:“从战略维度看,收购初普是贝泰妮多品牌战略的重要实践,有助于补足公司在高端美容仪领域的技术和品牌布局,与旗下高端抗衰品牌瑛科曼形成‘功效护肤+科技美容’的协同效应。”

对此,陈晶晶表示:“收购初普,更像是沿着‘皮肤健康’主航道进行能力延伸,其产业协同性明显强于大众美妆品牌收购。双方在客群、渠道和品牌定位上存在天然重叠,初普面临的更多是渠道和运营问题,因此修复难度相对较低。但真正决定交易成败的,是并购后的组织能力。美容仪业务复杂度远高于

传统化妆品,考验的不仅是品牌运营能力,更是产业升级能力。”

对于化妆品企业通过收购实现增长的方式,张毅认为:“首先,在收购老日化品牌或者企业时,不能只看对方的业绩承诺,需要深挖相关品牌的用户价值、渠道,同时预防渠道衰退的风险。其次,对于高溢价的收购,最好能绑定现金、股权双保障,减少上市公司的商誉爆雷风险。再次,要在收购之前做好投后整合方案以及管理层退出机制,避免出现纠纷。同时,赛道估值方面,成熟大众日化品牌是没有太大空间的,美容仪、医疗器械方面可能机会更多。对于企业来讲,需要有良好的商业趋势判断能力以及消费洞察研究。”

在整体业绩上,2025年,贝泰妮实现营收53.59亿元,同比下滑6.58%。在利润端,2025年,贝泰妮扣非后归属母公司股东的净利润为3.56亿元,同比2024年的2.40亿元有所增长,但是较2021年—2023年有大幅下滑。2021年—2023年,贝泰妮扣非后归属母公司股东的

净利润分别为8.13亿元、9.51亿元、6.18亿元。

对于2025年的业绩,陈晶晶表示:“总体来看,2025年贝泰妮呈现出收入承压、利润修复、企业转型的特征。营收下滑意味着核心品牌增长放缓,行业已进入存量竞争阶段;利润水平明显低于2021年—2023年,则意味着流量红利和单品牌高速增长时代正在结束,同时多品牌投入拖累利润。未来增长取决于多品牌和皮肤健康生态能否真正建立。如果第二增长曲线迟迟无法形成,市场对贝泰妮的定价逻辑也可能从成长股逐渐回归成熟消费品公司。”

对于贝泰妮的未来发展,陈晶晶表示:“贝泰妮最大的优势,在于拥有中国少数经过验证的功效护肤品牌和较深的研发体系,薇诺娜仍是国内功效护肤第一梯队品牌,相较于流量品牌更具技术属性。但其最大的挑战同样明显:对薇诺娜依赖度仍然较高,多品牌运营能力尚未得到验证。从单品牌公司走向多品牌集团,持续创造盈利,也是中国消费企业共同面临的课题。”

# 巴奴三战港股:“产品主义”与资本现实的角力

中经记者 许礼清 北京报道

巴奴国际控股有限公司(以下简称“巴奴”)开启了第三次港股征途。

近日,连锁火锅品牌巴奴再次向

## 缘何急于上市?

此前,巴奴曾先后于2025年6月和2025年12月向港交所递交招股书,但均失效。

记者注意到,巴奴急于上市,最直接的压力来自于对赌协议。根据招股书披露的信息,巴奴此前经历了多轮融资,而在前期融资中与投资方签订了对赌协议,约定如果巴奴未能在2029年12月1日前完成“合资格上市”,投资方有权要求公司回购持有人所持的全部或部分股份。

2023年—2026年4月底,巴奴的赎回负债分别为3.27亿元、3.01亿元、3.2亿元和3.26亿元。

此外,门店扩张计划,也使得巴奴需要上市以募得资金支持。招股书披露,巴奴预计2026年—2028年,每年分别新开约52家、61家及

## 下降的客单价与激增的业绩

实际上,巴奴过去一年的经营数据有着不错的表现。招股书显示,2025年公司实现营业收入28.46亿元,同比增长23.4%;净利润2.06亿元,同比增长67.5%;经调整净利润达到3.17亿元,同比增幅高达88.7%。

在运营效率上,2025年,巴奴整体翻台率从3.2次/天回升至3.6次/天;同店销售增长率由负转正至4.8%;全年服务顾客总数达到2131.6万人次,同比增长26.7%。

不过,值得注意的是,巴奴的客单价在近年来一直呈下滑态

港交所递交了招股书,同时更新了经营数据。《中国经营报》记者注意到,这家以“产品主义”著称的火锅品牌,在2025年实现营业收入28.46亿元,同比增长23.4%;净利润2.06亿元,同

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

比增长67.5%;门店数量达到200家。然而值得注意的是,面对此前证监会关于股权架构合规性、数据安全及分红合理性三大类共9个方面的问询,巴奴一直未有公开的完

整回复文件,这也让其第三次IPO之路充满争议。

就冲击港股一事,记者联系巴奴方面,其相关负责人表示,目前暂不方便接受采访。

店与供应链建设。本次业绩增速亮眼,但证监会此前的相关问询尚未完全落地整改,合规瑕疵仍在,上市还是存在一定的不确定性。监管备案会直接影响聆讯进度。

凌雁管理咨询首席咨询师林岳表示,此次巴奴上市上的挑战仍存,业绩虽有亮点,但面对中国证监会的九大问询悬而未决,涵盖股权架构合规性、上市前大额分红合理性、用工模式及社保缴纳等核心问题,尤其是当前港交所对消费类IPO审核趋严。

“不过,如果能成功上市,短期内可以缓解资金饥渴,为扩张计划奠定基础,长期来看,也有助于巴奴提升品牌公信力和规范公司治理,继续巩固行业地位。”林岳说。

端用户流失的风险,甚至影响品牌调性。

“‘以价换量’是一场效果显著但伴随风险的豪赌,好处是客流回归,利润表现不错;劣势是容易稀释高端火锅的品牌定位,卡在一个不上不下的位置。”林岳说。

不过在清华大学爆点战略营销顾问孙巍看来,调整价格是适应消费力不足大环境的最佳策略,赢取客户比赚得高毛利更为重要,并不会让品牌形象矮化,反而会赢得市场竞争。

## 红海寻突围

实际上,当前火锅赛道已是红海一片。红餐产业研究院的一份报告提到,2025年全国火锅市场规模达到6390亿元,同比增长3.5%。截至2025年12月,全国火锅门店数约为44.8万家。

巴奴招股书显示,火锅行业集中度极低,前五大品牌合计市场份额仅约8%,按收入计,巴奴是2025年中国火锅市场第二大品牌,市场份额约为0.4%。

而对于巴奴来说,竞争对手环伺,其发展空间已然受到挤压。海底捞、呷哺呷哺已经抢先完成上市和全国化布局;新兴品牌仍密集出现,占据各个城市商圈的主要位置;也有其他火锅品牌开始大规模扩张。

红餐产业研究院的报告中就提到,海底捞、围辣小火锅、许府牛以超1000家的门店数量领跑,在2025年保持较快的门店增长速度。其中,围辣小火锅新开800多家门店,许府牛新开300余家门店,海底捞开出约200家新店。

而冯校长老火锅、熊喵来了火锅等品牌近年来亦呈现门店数稳步增长的态势,全国门店在200家以上。此外,部分小火锅品牌、鲜切牛肉火锅品牌也呈现出强劲的发展势头,凭借高性价比优势快速拓店。

与此同时,为提升竞争力,众多火锅品牌纷纷加速推出新产品。红餐产业研究院的报告中提到,2025年,火锅样本品

牌一共推出了976款新品,平均每月上新品牌数量占比为41.1%,平均每个品牌每月上新1.9款产品。

在此竞争环境下,巴奴选择了“产品主义”理念。但近年来,巴奴接连遭遇了品控风险。

此前,巴奴子品牌超岛自选火锅羊肉卷检出肉成分,被罚款44.8万元并赔付消费者数百万元;2023年,巴奴主品牌因“18元一份的富硒土豆仅5片”引发“天价土豆”舆论风波。

詹军豪表示,火锅市场竞争趋于饱和且格局分散,巴奴的核心优势是爆款单品与上游供应链。突围关键在于守住品质壁垒,避免陷入低价内卷。上市融资可以加速门店复制,完善冷链布局,但资本只是助推器,想要站稳脚跟,必须守住产品品质,平衡客流与品牌档次。

孙巍则认为,火锅行业集中度低,这为巴奴提供了巨大增长空间。作为知名火锅品牌,做好“品质和体验双佳”这一爆点,就能获得长远突破。若成功上市将给企业带来巨大资金,同时还能提升品牌知名度和信任资产,助力企业未来发展。

“巴奴需要继续巩固品牌差异化优势,将‘产品主义’从口号转化为消费者可感知的极致体验,用更好的食材和口味来支撑价值。另外,提升单店盈利能力和运营效率非常重要,要证明业绩增长不只是靠开店。”林岳说。