

# 比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2021年04月30日

## 20&21Q1 业绩亮眼，携手腾讯开启数字化运营

**事件：公司发布 20 及 21Q1 业绩，终端盈利稳步提升，Q1 提速高质增长。**公司 2020 年实现营收 19.38 亿元 (+6.14%)，实现归母净利润 4.79 亿元 (+17.90%)，扣非后归母净利润为 4.44 亿元 (+14.11%)。分季度来看，公司 20Q1~Q4 实现营收 3.66、4.00、6.10、5.61 亿元，对应归母净利润分别为 0.97、0.64、1.87、1.31 亿元。2021Q1 公司营收达到 5.32 亿元(+45.17%)，实现归母净利润 1.51 亿元 (+55.09%)，其中扣非后归母净利润为 1.45 亿元 (+62.90%)，环比 20Q4 业绩增长再次提速。

### 20 终端盈利能力显著提升，Q1 归母净利率继续稳增

2020 年公司整体毛利率 69.12%(+1.34pct)，归母净利率 24.72%(+2.43pct)，公司毛利率基本持稳，终端盈利能力同比稳步增强。从 21Q1 表现来看，公司整体毛利率水平 72.56% (+11.73pct)，归母净利率 28.3% (+1.81pct)，终端盈利能力继续稳增。从不同类产品毛利率来看，2020 年下装类毛利率达到 71.21% (+4.22pct)，上装类毛利率为 70.69% (+1.38pct)。

### 整体费控能力明显提升，可转债利息计提致财务费率大幅上升

公司 2020 年销售/管理/研发/财务费率分别为 28.07% (-1.94pct)、6.86% (-0.59pct)、3.35% (0.12pct)、0.52% (+0.84pct)，其中财务费用同比增长 273.65%，主要系计提公司可转债利息所致。

### 营运能力保持稳健，现金流同步稳增

公司 2020 年经营现金流净额为 6.37 亿元 (+90.98%)，现金流整体出现较大增长。公司 2020 年存货规模达到 6.42 亿元 (-4.83%)，存货周转天数 395.91 天，相比去年减少 0.87 天。公司 2020 年应收账款规模达到 1.53 亿元 (+8.55%)，应收账款周转天数为 27.29 天 (+3.11 天)。客观来看，公司营运能力持稳，应收账款周转天数随公司终端业务扩展有所增加。

### 新零售开启线上轻奢销售新模式，携手腾讯开启数字化运营

①加大品牌建设力度，打造高端品牌超级符号；②跨界联名，引爆高端国潮；③产品研发持续创新，打造产品稀缺性、差异化、高端化；④新零售营销模式效果显著，开启线上轻奢销售新模式；⑤携手腾讯智慧零售，全面开启数字化运营。

**维持盈利预测，维持“买入”评级**，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 5.86、7.15、8.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.34、1.67 元，对应 P/E 分别为 19.17、15.71、12.58X。

**风险提示：**拓店计划、新拓门店店效不及预期；终端客群消费增速放缓；新兴运动时尚品牌切入细分市场，竞品分流影响等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,825.52	1,937.60	2,407.13	2,884.48	3,475.31
增长率(%)	23.70	6.14	24.23	19.83	20.48
EBITDA(百万元)	593.32	752.69	715.13	870.56	1,080.81
净利润(百万元)	406.61	479.41	585.55	714.57	891.95
增长率(%)	39.13	17.90	22.14	22.03	24.82
EPS(元/股)	0.76	0.90	1.09	1.34	1.67
市盈率(P/E)	27.60	23.41	19.17	15.71	12.58
市净率(P/B)	5.73	4.80	4.09	3.39	2.75
市销率(P/S)	6.15	5.79	4.66	3.89	3.23
EV/EBITDA	12.23	10.89	13.62	11.05	8.37

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.98 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	534.93
流通 A 股股本(百万股)	353.64
A 股总市值(百万元)	11,222.79
流通 A 股市值(百万元)	7,419.33
每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	33.25
一年内最高/最低(元)	24.00/11.82

### 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com
范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《比音勒芬-公司点评:21Q1 继续高增，携手国潮 IP 打造文化自信》 2021-03-28
- 《比音勒芬-公司点评:推出第三期员工持股计划，凸显长期发展信心》 2021-01-14
- 《比音勒芬-季报点评:Q3 增速兑现预期，线上&新零售扩充构筑细分优质品牌壁垒》 2020-10-20

## 1. 20 年公司业绩稳步提升，21Q1 提速高质增长

公司 2020 年实现营收 19.38 亿元 (+6.14%)，实现归母净利润 4.79 亿元 (+17.90%)，扣非后归母净利润为 4.44 亿元 (+14.11%)。分季度来看，公司 20Q1~Q4 实现营收 3.66 亿元 (占比 18.91%)、4.00 亿元 (占比 20.64%)、6.10 亿 (占比 31.5%)、5.61 亿元 (占比 28.95%)，对应归母净利润分别为 0.97、0.64、1.87、1.31 亿元。

2021Q1 公司营收达到 5.32 亿元 (+45.17%)，实现归母净利润 1.51 亿元 (+55.09%)，其中扣非后归母净利润为 1.45 亿元 (+62.90%)，环比 20Q4 业绩增长再次提速。

图 1：公司近五年营收（亿元）及同比 YOY (%)



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 2：公司近五年归母净利润（亿元）及同比 YOY (%)

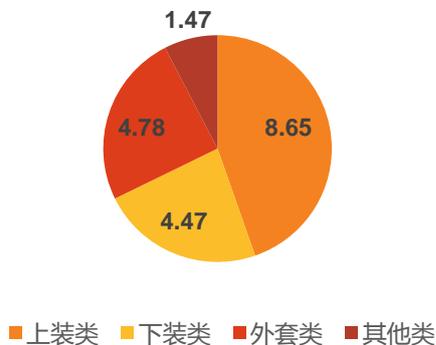


资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

分产品看，2020 年上装类收入 8.65 亿元 (+14.21%)，占比 44.62%，下装类收入 4.47 亿元 (+25.22%)，占比 23.10%，外套类收入 4.78 亿元 (-13.93%)，占比 24.67%，其他类收入 1.47 亿元 (-5.32%)，占比 7.61%。

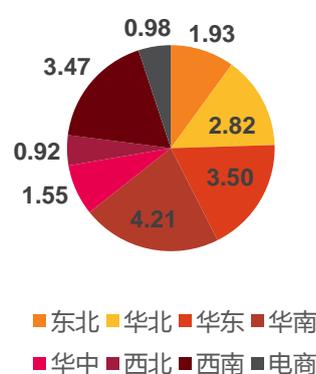
分地区看，2020 年东北地区收入 1.93 亿元 (+10.94%)，占比 9.96%，华北地区收入 2.82 亿元 (+0.20%)，占比 14.56%，华东地区收入 3.50 亿元 (-10.14%)，占比 18.04%，华南地区收入 4.21 亿元 (+6.69%)，占比 21.72%，华中地区收入 1.55 亿元 (+21.42%)，占比 8.00%，西北地区收入 0.92 亿元 (+0.20%)，占比 4.74%，西南地区收入 3.47 亿元 (-1.16%)，占比 17.90%。电商渠道，20 年收入 0.98 亿元 (+508%)，占比 5.07%。

图 3：2020 年分产品营业收入（亿元）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

图 4：2020 年分地区、渠道营业收入（亿元）

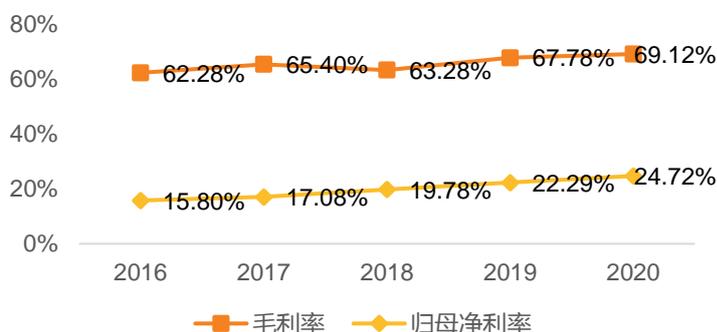


资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

## 2. 20 年终端盈利能力显著提升，21Q1 归母净利率稳增

2020 年公司整体毛利率 69.12% (+1.34pct)，归母净利率 24.72% (+2.43pct)，公司毛利率基本持稳，终端盈利能力同比稳步增强。从 21Q1 表现来看，公司整体毛利率水平 72.56% (+11.73pct)，归母净利率 28.3% (+1.81pct)，终端盈利能力继续稳增。

图 5：公司近五年毛利率和归母净利率



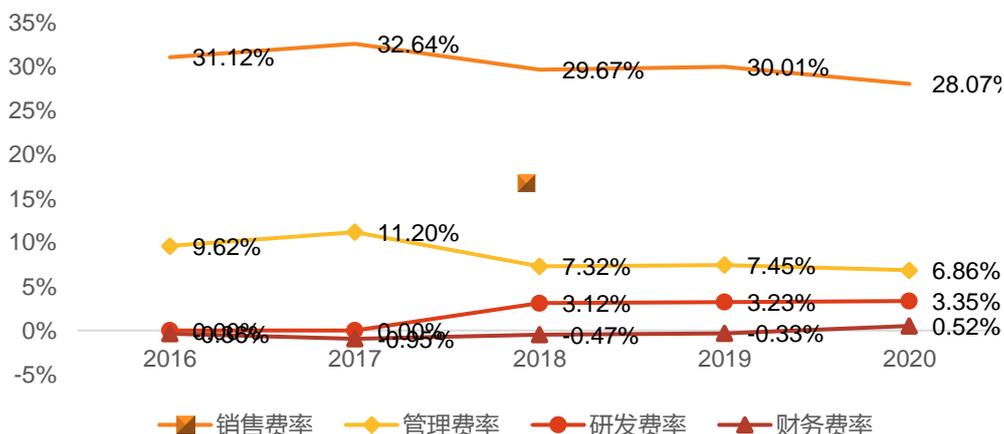
资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

从不同类产品毛利率来看，2020 年下装类毛利率达到 71.21% (+4.22pct)，上装类毛利率为 70.69% (+1.38pct)。

### 3. 整体费控能力明显提升，可转债利息计提致财务费率大幅上升

公司 2020 年销售/管理/研发/财务费率分别为 28.07%(-1.94pct)、6.86%(-0.59pct)、3.35% (0.12pct)、0.52% (+0.84pct)，其中财务费用同比增长 273.65%，主要系计提公司可转债利息所致。

图 6：公司近五年四项费率变化情况



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

公司 21Q1 销售/管理/研发/财务费率分别为 26.13%(-1.94pct)、6.95%(+0.09pct)、3.20% (-0.15pct)、0.56% (+0.04pct)，费用控制能力持续增强，其中销售费用增加主要系随公司销售规模扩大，加大品牌推广和形象升级支出所致；管理费用增加主要系上期疫情控制费用支出，以及减免社保、公积金等费用支出所致；研发费用增长主要系公司持续加大研发投入所致；财务费用增加主要系本期计提可转换债券利息所致。

### 4. 营运能力保持稳健，现金流同步稳增

公司 2020 年存货规模达到 6.42 亿元 (-4.83%)，存货周转天数 395.91 天，相比去年减少 0.87 天。公司 2020 年应收账款规模达到 1.53 亿元(+8.55%)，应收账款周转天数为 27.29 天(+3.11 天)。客观来看，公司营运能力持稳，应收账款周转天数随公司终端业务扩展有所增加。

图 7：公司近五年存货规模（亿元）及周转天数



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司近五年应收账款规模（亿元）及周转天数



资料来源：wind，天风证券研究所

公司 2020 年经营现金流净额为 6.37 亿元 (+90.98%)，现金流整体出现较大增长。

图 9：公司近五年经营性现金流净额（亿元）及增速 YOY (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 新零售开启线上轻奢销售新模式，携手腾讯开启数字化运营

### (1) 加大品牌建设力度，打造高端品牌超级符号

2020 年，比音勒芬加大品牌建设力度，从赛事传播、娱乐营销、事件推广、公益活动等方面多管齐下，不断强化品牌力，塑造品牌精神内核。

顺应当下时尚潮流的同时，不忘加入极具品牌特色的创新设计。接下来比音勒芬将继续升级老花图案设计，将其打造成高端品牌的超级符号，为比音勒芬品牌注入新的文化基因。

### (2) 跨界联名，引爆高端国潮

2020 年，公司通过与故宫 IP 跨界联名，深度合作，分别推出了 2020 秋冬“天官赐福”系列和 2021 春夏“福禄寿”系列，并签约国际超模金大川作为品牌大使，通过明星活动、KOL 推荐等形式，以衣为语，献礼紫禁城建成六百周年，演绎国潮文化，展现文化自信，沉淀品牌价值内涵。

### (3) 产品研发持续创新，打造产品稀缺性、差异化、高端化

2020年，公司在产品研发上持续创新，在产品的稀缺性、差异化和高端化方面取得重大突破，其中 Outlast (空调纤维) 系列采用独特国际航空材料，通过纤维混合技术，将 Outlast 相变调温纤维直接混纺到织物中，以达到最佳的温度调节功能；

Anti-Bacterial 抗菌纤维系列，通过研究纤维、纱线、面料、整理等技术，根据不同材质结合具有 pH 值调节功能的纱线，让面料中和因汗液而升高或降低的 pH 值，从而有效清新汗液蒸发过程，抑制细菌的生长和繁殖；

活力棉系列采用了新疆优质长绒棉，同时纱线升级，织数更细，最终形成高密高支的精纺面料，触感温暖超柔，轻薄细腻。

### (4) 新零售营销模式效果显著，开启线上轻奢销售新模式

2020年，公司在线下渠道下沉的同时充分利用线下渠道优势，全面推进 VIP 精细化管理，通过微信号+VIP 社群营销+小程序直播将线下会员引流线上，线上线下联动，共同发力，销售业绩持续攀升。

目前公司线上销售主要渠道包括天猫、唯品会、京东、微信小程序会员商城等，公司坚持为线上高端人群提供购物便利，以体验和服务为主，线上线下统一价格体系，开启线上轻奢销售新模式。

### (5) 携手腾讯智慧零售，全面开启数字化运营

2020年，公司在深圳腾讯总部，与腾讯智慧零售牵手战略合作协议，正式开启数字化运营，进入智慧零售时代。公司将与腾讯共同建立智慧门店样板店，比音勒芬将借助腾讯在人脸识别、互动设备、AR/VR 技术、LBS、C 端连接等领域的积累，建立泛客流管理体系，与腾讯基于线下门店，在泛会员体系、产品整合、流量引入等方面进行合作。

## 6. 盈利预测

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 5.86、7.15、8.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.09、1.34、1.67 元，对应 P/E 分别为 19.17、15.71、12.58X。

## 7. 风险提示

拓店计划不及预期；新拓门店店效不及预期；终端客群消费增速放缓；新型运动时尚品牌切入细分市场，竞品分流影响等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	475.43	578.78	1,419.03	1,666.27	2,310.32
应收票据及应收账款	140.84	152.88	162.49	78.13	211.77
预付账款	84.18	60.94	159.47	83.99	195.12
存货	674.33	641.79	950.59	841.91	1,266.80
其他	523.73	1,532.00	512.48	883.21	1,002.34
<b>流动资产合计</b>	<b>1,898.51</b>	<b>2,966.39</b>	<b>3,204.06</b>	<b>3,553.52</b>	<b>4,986.36</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	219.02	239.22	269.73	311.88	348.00
在建工程	18.25	49.12	65.47	87.28	82.37
无形资产	113.57	114.86	106.33	97.79	89.26
其他	275.01	265.45	220.08	169.55	170.01
<b>非流动资产合计</b>	<b>625.85</b>	<b>668.65</b>	<b>661.61</b>	<b>666.51</b>	<b>689.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,524.36</b>	<b>3,635.04</b>	<b>3,865.67</b>	<b>4,220.02</b>	<b>5,676.00</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	154.77	134.84	196.47	221.34	258.51
其他	379.82	495.98	688.78	373.92	936.58
<b>流动负债合计</b>	<b>534.59</b>	<b>630.81</b>	<b>885.24</b>	<b>595.27</b>	<b>1,195.09</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	630.98	210.33	280.44	373.92
其他	31.39	32.49	24.91	29.60	29.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.39</b>	<b>663.48</b>	<b>235.24</b>	<b>310.04</b>	<b>402.92</b>
<b>负债合计</b>	<b>565.99</b>	<b>1,294.29</b>	<b>1,120.48</b>	<b>905.30</b>	<b>1,598.01</b>
少数股东权益	1.00	0.91	0.90	0.89	0.87
股本	308.28	524.08	534.93	534.93	534.93
资本公积	442.65	226.93	226.93	226.93	226.93
留存收益	1,648.80	1,758.35	2,209.36	2,778.90	3,542.20
其他	-442.35	-169.52	-226.93	-226.93	-226.93
<b>股东权益合计</b>	<b>1,958.38</b>	<b>2,340.75</b>	<b>2,745.19</b>	<b>3,314.72</b>	<b>4,077.99</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,524.36</b>	<b>3,635.04</b>	<b>3,865.67</b>	<b>4,220.02</b>	<b>5,676.00</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	406.60	479.39	585.55	714.57	891.95
折旧摊销	62.79	93.55	21.67	24.58	27.32
财务费用	0.00	16.27	10.80	9.34	9.02
投资损失	-16.86	-24.50	-27.00	-22.79	-24.76
营运资金变动	-301.32	-587.56	847.76	-339.09	-172.94
其它	182.26	659.70	-47.05	-2.13	17.07
<b>经营活动现金流</b>	<b>333.47</b>	<b>636.85</b>	<b>1,391.73</b>	<b>384.48</b>	<b>747.67</b>
资本支出	117.45	79.35	67.58	75.31	50.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-426.89	-1,123.93	-6.50	-128.30	-110.01
<b>投资活动现金流</b>	<b>-309.43</b>	<b>-1,044.58</b>	<b>61.09</b>	<b>-52.99</b>	<b>-59.42</b>
债权融资	0.00	630.98	210.33	280.44	373.92
股权融资	19.20	47.49	-57.36	-9.34	-9.02
其他	-101.54	-153.08	-765.53	-355.35	-409.09
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-82.34</b>	<b>525.39</b>	<b>-612.56</b>	<b>-84.25</b>	<b>-44.20</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>-58.30</b>	<b>117.67</b>	<b>840.25</b>	<b>247.24</b>	<b>644.05</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,825.52</b>	<b>1,937.60</b>	<b>2,407.13</b>	<b>2,884.48</b>	<b>3,475.31</b>
营业成本	588.24	598.40	720.17	849.08	1,002.42
营业税金及附加	16.57	13.98	24.07	28.84	34.75
营业费用	547.54	544.20	722.14	862.46	1,042.59
管理费用	135.82	132.63	168.50	201.91	243.27
研发费用	59.11	64.80	48.14	98.07	121.64
财务费用	-5.59	9.70	10.80	9.34	9.02
资产减值损失	-29.12	-51.30	10.60	18.80	19.00
公允价值变动收益	0.00	0.43	-47.04	-2.11	17.09
投资净收益	16.86	24.50	27.00	22.79	24.76
其他	23.41	41.10	40.09	-41.35	-83.71
<b>营业利润</b>	<b>472.66</b>	<b>559.15</b>	<b>682.66</b>	<b>836.64</b>	<b>1,044.46</b>
营业外收入	1.62	4.79	7.00	7.00	6.00
营业外支出	2.75	1.66	1.60	2.00	1.75
<b>利润总额</b>	<b>471.54</b>	<b>562.29</b>	<b>688.06</b>	<b>841.64</b>	<b>1,048.71</b>
所得税	64.94	82.90	102.52	127.09	156.78
<b>净利润</b>	<b>406.60</b>	<b>479.39</b>	<b>585.54</b>	<b>714.55</b>	<b>891.93</b>
少数股东损益	-0.00	-0.02	-0.01	-0.02	-0.02
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>406.61</b>	<b>479.41</b>	<b>585.55</b>	<b>714.57</b>	<b>891.95</b>
每股收益(元)	0.76	0.90	1.09	1.34	1.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.70%	6.14%	24.23%	19.83%	20.48%
营业利润	40.12%	18.30%	22.09%	22.56%	24.84%
归属于母公司净利润	39.13%	17.90%	22.14%	22.03%	24.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	67.78%	69.12%	70.08%	70.56%	71.16%
净利率	22.27%	24.74%	24.33%	24.77%	25.67%
ROE	20.77%	20.49%	21.34%	21.56%	21.88%
ROIC	42.75%	40.15%	29.11%	56.87%	52.46%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.42%	35.61%	28.99%	21.45%	28.15%
净负债率	-24.28%	2.23%	-44.03%	-41.81%	-47.48%
流动比率	3.55	4.70	3.62	5.97	4.17
速动比率	2.29	3.69	2.55	4.56	3.11
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	14.89	13.19	15.27	23.98	23.98
存货周转率	2.82	2.94	3.02	3.22	3.30
总资产周转率	0.79	0.63	0.64	0.71	0.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.76	0.90	1.09	1.34	1.67
每股经营现金流	0.62	1.19	2.60	0.72	1.40
每股净资产	3.66	4.37	5.13	6.19	7.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.60	23.41	19.17	15.71	12.58
市净率	5.73	4.80	4.09	3.39	2.75
EV/EBITDA	12.23	10.89	13.62	11.05	8.37
EV/EBIT	12.44	11.31	14.05	11.37	8.59

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com