

# 比音勒芬 (002832)

证券研究报告

2021年10月29日

## 盈利能力强劲，轻奢运动休闲龙头高质量发展

**21Q3 归母净利较 19Q3 增长 56%，保持强劲增长势头**

21Q1-3 公司营收 17.15 亿元，同比增长 24.55%；Q1-Q3 营收及增速分别为 5.32 (+45.17%)、4.90 (+22.44%)、6.93 (+13.55%) 亿元，21Q3 受 20Q3 高基数影响，相较 19Q3 增长 45%；

21Q1-3 归母净利 4.59 亿元，同比增长 31.66%，主要系随公司销售业绩增长，收入增加所致；Q1-Q3 归母净利及增速分别为 1.51 (+55.09%)、0.95 (+47.69%)、2.14 (+14.04%) 亿元，21Q3 较 19Q3 增长 56%。

**2021 前三季度净利率同增 1.4pct 至 26.7%，继续领跑行业**

公司毛利率同比增长 4.61pct 至 71.68%，归母净利率同比增长 1.44pct 至 26.77%。21Q1-3，公司销售费用率 28.82% (+1.73pct)、管理费用率 5.85% (-0.56pct)、研发费用率 3.25% (+0.04pct)、财务费用率 0.01% (-0.31pct)。

**存货周转效率显著提升，业务快速扩充带动现金流高速增长**

截至 2021 年 9 月底公司存货规模达 6.45 亿元，同比减少 1.08%；2021Q1-3 存货周转天数为 357.66 天，同比减少 37.25 天。现金流方面，公司 2021Q1-3 经营性活动现金流净额为 6.87 亿元 (+79.04%)。

公司以高尔夫运动时尚为品牌核心文化，旗下比音勒芬主品牌、威尼斯狂欢节精准卡位专业高尔夫运动时尚、旅游度假服饰细分市场，客观上来看具有较强的品牌辨识度，与市场同行形成差异化竞争。

运动服饰规模延续高景气度，政策催化利好公司长期成长。运动服装市场近年来保持较高增速，持续展现出高景气，市场潜力大。公司卡位中高端运动时尚细分市场，未来伴随着消费升级、健康生活观念普及，有望享受市场扩容红利。

优化线下渠道，稳步推进数字化运营，持续发力新零售。考虑到国内未来中产阶级快速扩容，公司将借势将渠道下沉扩充到三四线城市，充分发掘低线城市高端消费市场。公司积极布局线上渠道，通过“线下+线上”渠道融合布局，为客群提供更优质消费体验及便捷的消费服务。

维持盈利预测，维持买入评级。公司品牌覆盖高尔夫、轻奢休闲等场景，满足精英阶层着装需求和时尚品位，专注巩固品牌壁垒，提高管理效率、控费效率。我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 23.4、28.1、33.6 亿元，归母净利润分别为 6.1、7.7、9.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.1、1.4、1.8 元，对应 P/E 分别为 22、17、14X。

**风险提示：**生产环节外包风险；存货余额较大风险；营销网络拓展带来的管理风险等。

| 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 | 2,341.43 | 2,805.51 | 3,361.31 |
| 增长率(%)      | 23.70    | 6.14     | 20.84    | 19.82    | 19.81    |
| EBITDA(百万元) | 593.32   | 752.69   | 742.26   | 936.67   | 1,177.23 |
| 净利润(百万元)    | 406.61   | 479.41   | 612.32   | 774.61   | 979.27   |
| 增长率(%)      | 39.13    | 17.90    | 27.73    | 26.50    | 26.42    |
| EPS(元/股)    | 0.74     | 0.87     | 1.11     | 1.41     | 1.78     |
| 市盈率(P/E)    | 33.03    | 28.02    | 21.94    | 17.34    | 13.72    |
| 市净率(P/B)    | 6.86     | 5.74     | 4.37     | 3.76     | 3.19     |
| 市销率(P/S)    | 7.36     | 6.93     | 5.74     | 4.79     | 4.00     |
| EV/EBITDA   | 12.23    | 10.89    | 15.44    | 12.31    | 9.26     |

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   | 24.42 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 550.03      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 368.75      |
| A 股总市值(百万元)   | 13,431.85   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,004.76    |
| 每股净资产(元)      | 5.38        |
| 资产负债率(%)      | 27.55       |
| 一年内最高/最低(元)   | 29.69/14.20 |

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

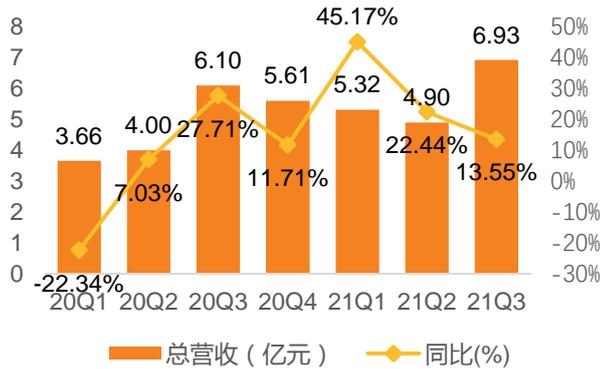
- 《比音勒芬-公司深度研究:轻奢运动休闲龙头，打造高品质生活方式》 2021-10-25
- 《比音勒芬-半年报点评:21H1 业绩高增 52%，盈利能力显著提升，多维营销助力成长》 2021-08-18
- 《比音勒芬-公司点评:21Q2 业绩继续高增，多维深耕巩固细分龙头优势》 2021-06-06

## 1. 21Q3 归母净利较 19Q3 增长 56%，保持强劲增长势头

21Q1-3 公司营收 17.15 亿元，同比增长 24.55%；Q1-Q3 营收及增速分别为 5.32(+45.17%)、4.90(+22.44%)、6.93(+13.55%) 亿元，21Q3 受 20Q3 高基数影响，相较 19Q3 增长 45%；

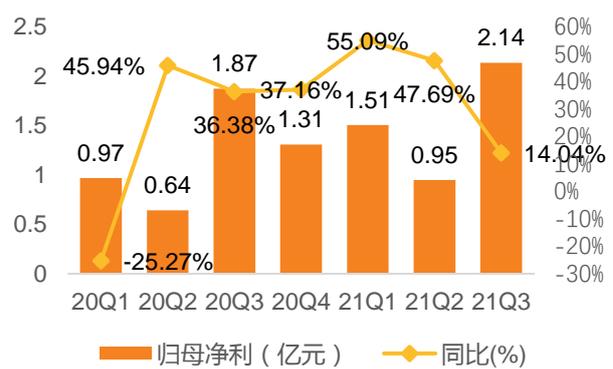
21Q1-3 共实现归母净利 4.59 亿元，同比增长 31.66%，主要系随公司销售业绩增长，收入增加所致；其中 Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利 1.51(+55.09%)、0.95(+47.69%)、2.14(+14.04%) 亿元，21Q3 较 19Q3 增长 56%。

图 1：公司 20Q1-21Q3 营业总收入（亿元）及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司 20Q1-21Q3 归母净利润（亿元）及同比

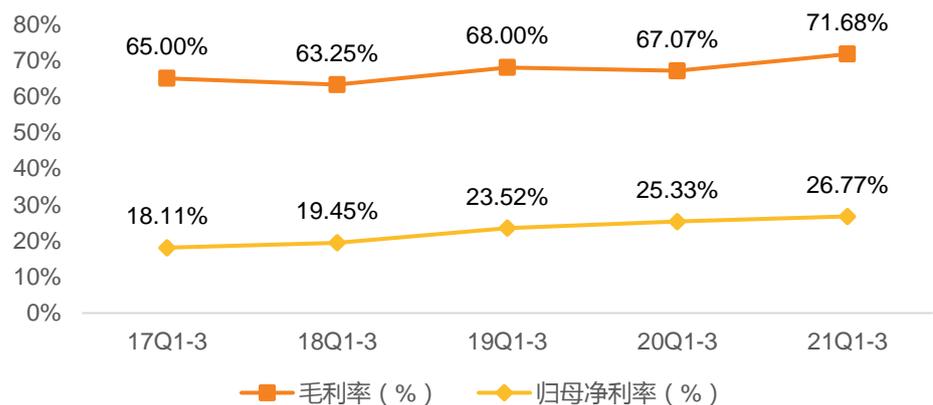


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 2021 前三季度净利率同增 1.4pct 至 26.7%，继续领跑行业

1) 公司毛利率同比增长 4.61pct 至 71.68%，归母净利率同比增长 1.44pct 至 26.77%。

图 3：公司近五年 Q1-3 毛利率/归母净利率

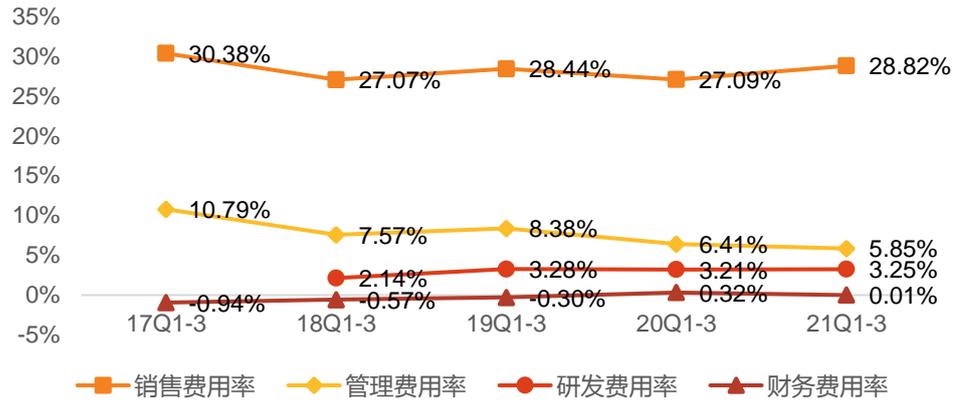


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2) 管理、财务费用率减少

21Q1-3，公司销售费用率 28.82% (+1.73pct)、管理费用率 5.85% (-0.56pct)、研发费用率 3.25% (+0.04pct)、财务费用率 0.01% (-0.31pct)。其中，销售费用增长主要系本期销售业绩增长，门店费用增加所致；财务费用减少主要系本期因银行定期存款利息增加所致。

图 4：公司近五年 Q1-3 各项细分费用率

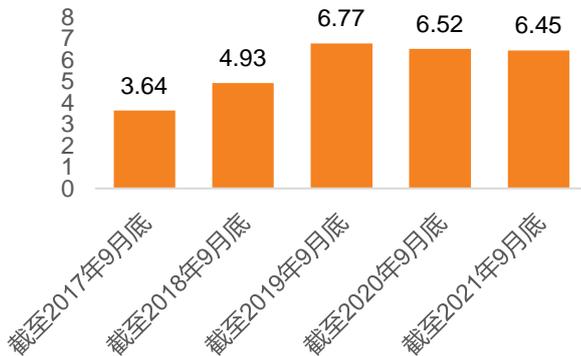


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 存货周转效率显著提升，业务快速扩充带动现金流高速增长

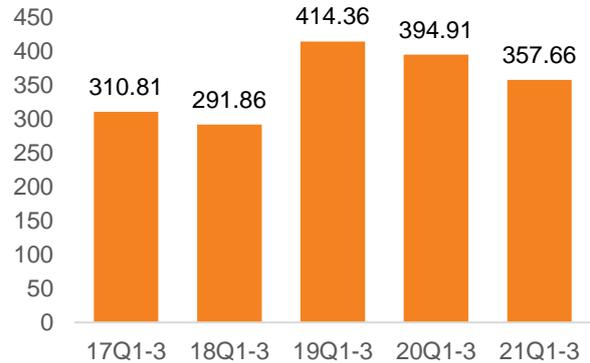
截至 2021 年 9 月底公司存货规模达 6.45 亿元，同比减少 1.08%；2021Q1-3 存货周转天数为 357.66 天，同比减少 37.25 天。

图 5：公司近五年截至 9 月底存货（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

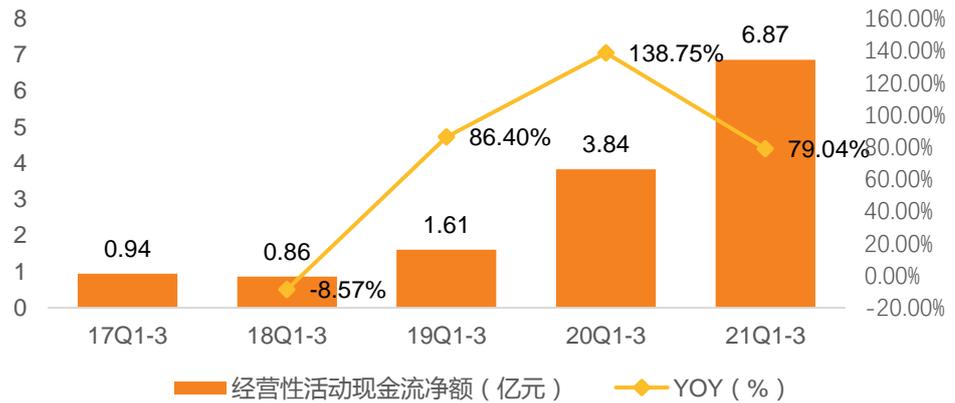
图 6：公司近五年截至 9 月底存货周转天数（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

现金流方面，公司 2021Q1-3 经营性活动现金流净额为 6.87 亿元 (+79.04%)，同比有所增长主要系随公司销售业绩增长，收到客户货款及保证金增加所致。

图 7：公司经营性活动现金流净额（亿元）及 YOY (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

#### 4. 乘运动高景气东风，发力营销、专注研发巩固品牌壁垒

公司以高尔夫运动时尚为品牌核心文化，旗下比音勒芬主品牌、威尼斯狂欢节精准卡位专业高尔夫运动时尚、旅游度假服饰细分市场，客观上来看具有较强的品牌辨识度，与市场同行形成差异化竞争。同时，公司主品牌比音勒芬品牌覆盖专业高尔夫、生活休闲、运动时尚等不同需求，满足精英阶层多场景着装需求和精致时尚消费品位。

##### 1) 运动服饰规模延续高景气度，政策催化利好公司长期成长

公司精准定位高尔夫运动时尚特定细分市场，运动服装市场近年来保持较高增速，持续展现出高景气，2015~2020 年市场规模复合增长率达到 9.01%，叠加国务院印发《全民健身计划 2021~2025》，市场潜力大。公司卡位中高端运动时尚细分市场，未来伴随着消费升级、健康生活观念普及，有望享受市场扩容红利。

##### 2) 优化线下渠道，稳步推进数字化运营，持续发力新零售

**线下渠道：**考虑到国内未来中产阶层快速扩容，对未来高端运动时尚消费需求潜在需求增量，公司将借势将渠道下沉扩充到三四线城市，充分发掘低线城市高端消费市场。

**线上渠道：**公司积极布局线上渠道，通过与电商平台深度合作，将线下 VIP 优质客户通过直播平台进行线上引流，通过“线下+线上”渠道融合布局，为客群提供更优质消费体验及便捷的消费服务。

##### 3) 聚焦研发，保持业内研发设计优势，匠心铸造高品质产品

公司产品研发设计成为品牌竞争力核心。公司始终坚持“优质的面料、亮丽的色彩、新颖的款式、精细的做工”作为产品定位，陆续推出诸如 Outlast（空调纤维）系列、抗菌系列、新疆长绒棉系列等高品质面料。

##### 4) 多位一体营销策略，助力提升品牌知名度，加速品牌力积淀提升

**赛事传播：**公司借助 2021 年东京奥运会热点赛事，赞助中国国家高尔夫球队，并设计打造第二代奥运比赛服，在线上线下借助奥运赛事营销，提升品牌影响力。

**多明星营销矩阵：**公司 21H1 持续扩大明星代言矩阵，在原有代言人基础上，陆续签约吴尊、杨千嬅等一众娱乐明星，助力提升品牌知名度。

**事件推广：**公司发力布局高铁媒体，与中国最大高铁媒体运营商——永达传媒达成战略合作，覆盖全国 60 个城市、80%高铁站点，将品牌理念传递给广大潜在客群，构筑多维营销策略重要一环。

## 5. 盈利预测

**维持盈利预测，维持买入评级。**公司品牌覆盖高尔夫、轻奢休闲等场景，满足精英阶层着装需求和时尚品位，专注巩固品牌壁垒，提高管理效率、控费效率。我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 23.4、28.1、33.6 亿元，归母净利润分别为 6.1、7.7、9.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.1、1.4、1.8 元，对应 P/E 分别为 22、17、14X。

## 6. 风险提示

生产环节外包风险；存货余额较大风险；营销网络拓展带来的管理风险等。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      |                 |                 |                 |                 |                 | 利润表(百万元)         |               |               |               |               |                 |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
|                 | 2019            | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |                  | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E           |
| 货币资金            | 475.43          | 578.78          | 1,905.68        | 1,958.27        | 2,670.31        | 营业收入             | 1,825.52      | 1,937.60      | 2,341.43      | 2,805.51      | 3,361.31        |
| 应收票据及应收账款       | 140.84          | 152.88          | 153.88          | 80.15           | 200.24          | 营业成本             | 588.24        | 598.40        | 639.57        | 742.23        | 856.71          |
| 预付账款            | 84.18           | 60.94           | 134.80          | 78.02           | 160.52          | 营业税金及附加          | 16.57         | 13.98         | 23.41         | 28.06         | 33.61           |
| 存货              | 674.33          | 641.79          | 772.37          | 794.55          | 1,007.65        | 营业费用             | 547.54        | 544.20        | 702.43        | 813.60        | 991.59          |
| 其他              | 523.73          | 1,532.00        | 509.40          | 882.44          | 997.45          | 管理费用             | 135.82        | 132.63        | 163.90        | 210.41        | 252.10          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>1,898.51</b> | <b>2,966.39</b> | <b>3,476.14</b> | <b>3,793.43</b> | <b>5,036.17</b> | 研发费用             | 59.11         | 64.80         | 60.88         | 101.00        | 109.24          |
| 长期股权投资          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 财务费用             | -5.59         | 9.70          | 11.51         | 11.13         | 12.85           |
| 固定资产            | 219.02          | 239.22          | 269.73          | 311.88          | 348.00          | 资产减值损失           | -29.12        | -51.30        | 10.60         | 18.80         | 10.00           |
| 在建工程            | 18.25           | 49.12           | 65.47           | 87.28           | 82.37           | 公允价值变动收益         | 0.00          | 0.43          | -47.04        | -2.11         | 17.09           |
| 无形资产            | 113.57          | 114.86          | 106.33          | 97.79           | 89.26           | 投资净收益            | 16.86         | 24.50         | 27.00         | 22.79         | 24.76           |
| 其他              | 275.01          | 265.45          | 220.08          | 169.55          | 170.01          | 其他               | 23.41         | 41.10         | 40.09         | -41.35        | -83.71          |
| <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>营业利润</b>      | <b>472.66</b> | <b>559.15</b> | <b>709.08</b> | <b>900.96</b> | <b>1,137.06</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>2,524.36</b> | <b>3,635.04</b> | <b>4,137.75</b> | <b>4,459.94</b> | <b>5,725.81</b> | 营业外收入            | 1.62          | 4.79          | 7.00          | 7.00          | 6.00            |
| 短期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 营业外支出            | 2.75          | 1.66          | 1.60          | 2.00          | 1.75            |
| 应付票据及应付账款       | 154.77          | 134.84          | 159.39          | 205.84          | 204.26          | <b>利润总额</b>      | <b>471.54</b> | <b>562.29</b> | <b>714.49</b> | <b>905.96</b> | <b>1,141.31</b> |
| 其他              | 379.82          | 495.98          | 668.76          | 369.93          | 904.76          | 所得税              | 64.94         | 82.90         | 102.17        | 131.36        | 162.07          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>534.59</b>   | <b>630.81</b>   | <b>828.15</b>   | <b>575.77</b>   | <b>1,109.02</b> | <b>净利润</b>       | <b>406.60</b> | <b>479.39</b> | <b>612.32</b> | <b>774.60</b> | <b>979.24</b>   |
| 长期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 少数股东损益           | -0.00         | -0.02         | -0.01         | -0.02         | -0.03           |
| 应付债券            | 0.00            | 630.98          | 210.33          | 280.44          | 373.92          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>406.61</b> | <b>479.41</b> | <b>612.32</b> | <b>774.61</b> | <b>979.27</b>   |
| 其他              | 31.39           | 32.49           | 24.91           | 29.60           | 29.00           | 每股收益(元)          | 0.74          | 0.87          | 1.11          | 1.41          | 1.78            |
| <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>1,063.38</b> | <b>885.81</b>   | <b>1,511.93</b> |                  |               |               |               |               |                 |
| 少数股东权益          | 1.00            | 0.91            | 0.90            | 0.89            | 0.86            | <b>主要财务比率</b>    | <b>2019</b>   | <b>2020</b>   | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>    |
| 股本              | 308.28          | 524.08          | 550.03          | 550.03          | 550.03          | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |                 |
| 资本公积            | 442.65          | 226.93          | 590.10          | 590.10          | 590.10          | 营业收入             | 23.70%        | 6.14%         | 20.84%        | 19.82%        | 19.81%          |
| 留存收益            | 1,648.80        | 1,758.35        | 2,523.43        | 3,023.22        | 3,662.98        | 营业利润             | 40.12%        | 18.30%        | 26.81%        | 27.06%        | 26.20%          |
| 其他              | -442.35         | -169.52         | -590.10         | -590.10         | -590.10         | 归属于母公司净利润        | 39.13%        | 17.90%        | 27.73%        | 26.50%        | 26.42%          |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>1,958.38</b> | <b>2,340.75</b> | <b>3,074.36</b> | <b>3,574.14</b> | <b>4,213.88</b> | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |                 |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>2,524.36</b> | <b>3,635.04</b> | <b>4,137.75</b> | <b>4,459.94</b> | <b>5,725.81</b> | 毛利率              | 67.78%        | 69.12%        | 72.68%        | 73.54%        | 74.51%          |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 净利率              | 22.27%        | 24.74%        | 26.15%        | 27.61%        | 29.13%          |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 20.77%        | 20.49%        | 19.92%        | 21.68%        | 23.24%          |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 42.75%        | 40.15%        | 30.47%        | 70.54%        | 58.89%          |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |                 |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 22.42%        | 35.61%        | 25.70%        | 19.86%        | 26.41%          |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | -24.28%       | 2.23%         | -55.14%       | -46.94%       | -54.50%         |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 3.55          | 4.70          | 4.20          | 6.59          | 4.54            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 2.29          | 3.69          | 3.26          | 5.21          | 3.63            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | <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          | 3.31          | 3.58          | 3.73            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.79          | 0.63          | 0.60          | 0.65          | 0.66            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |                 |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 0.74          | 0.87          | 1.11          | 1.41          | 1.78            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 0.61          | 1.16          | 2.87          | 0.58          | 1.87            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 3.56          | 4.25          | 5.59          | 6.50          | 7.66            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |                 |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 33.03         | 28.02         | 21.94         | 17.34         | 13.72           |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 6.86          | 5.74          | 4.37          | 3.76          | 3.19            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 12.23         | 10.89         | 15.44         | 12.31         | 9.26            |
|                 |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 12.44         | 11.31         | 15.91         | 12.65         | 9.48            |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 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：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |