恒大高新（002591.SZ） 传媒/营销传播

环保细分龙头成功开拓互联网营销，“环保+互联网”驱动业绩增长

——恒大高新首次覆盖报告

公司深度

● **领先工业设备防护服务商，专注防磨抗蚀领域和互联网技术服务**

恒大高新成立于 1993 年，是国内综合性工业设备防磨抗蚀产品生产和技术服务的龙头企业。2017 年公司通过并购武汉飞游和长沙聚丰，成功切入互联网软件分发业务，2019 年公司新增互联网广告代理业务。公司依靠旗下西西软件园、PC6 下载站、东东手游助手等网站入口，大举进军互联网领域，近三年来互联网业务营收占比稳定在 45%左右，双主业格局稳定。

● **营收企稳，毛利率整体上行，费用控制良好，研发投入连年增加**

自 2017 年开展互联网业务以来，公司营收出现明显拐点，2017-2019 三年营收复合增长率为 36.7%， 2020H1 业绩下滑系声学降噪业务不及预期和疫情所致。费用端来看，2020 上半年管理费用率为 11.19%，自 2016 年逐年下降，销售费用率从 2016 年的 14.37%下降至 2019 年的 4.24%，财务费用率维持在 1%以下。另外，公司注重研发，2019 年研发费用为 1912 万元，研发费用率为 5.06%，公司将继续加大研发投入，保持技术领先。

● **中国互联网营销占比持续升高，政策催化下环保行业前景广阔，公司 “环保+互联网”双轮驱动保障业绩增长**

节能环保行业发展受国家政策加持，公共财政支出中节能环保支出由 2011 年的 2640.98 亿元上升到 2019 年的 7443.57 亿元，增长接近两倍，行业发展空间广阔。垃圾焚烧和声学降噪业务发展符合人民提高生活水平的趋势，未来市场空间可期。根据艾瑞咨询数据，2019 年网络广告市场规模达到 6464.3 亿元，同比增长 30.2%，仍保持高速增长。2019 年公司互联网营销业务实现营业收入 1.74 亿元，较 2018 年增长 10.19%。其中，广点通实现营收 1325.4 万元，同比增长 227.90%。2020 年 9 月，公司拟出资 1000 万元设立宝乐互动，加大对互联网业务的管理和开拓布局力度，积极推进互联网业务和团队整合，未来有望形成生态闭环。

● **环保业务稳固叠加互联网营销潜力可期，首次覆盖给予“推荐”评级**

我们看好公司在环保行业的稳固地位，未来整合互联网板块将会为公司带来协同效应，增量可期。预计 2020-2022 年公司净利润分别为 0.95/1.12/1.26 亿元，同比增长 12.3%/17.6%/12.9%，对应 EPS 分别为 0.31/0.37/0.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23/20/17 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**垃圾焚烧市场竞争加剧风险，降噪市场不及预期，商誉风险。

财务摘要和估值指标（2020.9.30）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	335	378	424	481	539
增长率(%)	29.3	12.8	12.0	13.4	12.1
净利润(百万元)	35	85	95	112	126
增长率(%)	136.7	142.2	12.3	17.9	12.9
毛利率(%)	49.7	51.5	50.7	50.5	51.7
净利率(%)	10.4	22.4	22.4	23.3	23.5
ROE(%)	2.5	6.2	6.3	7.1	7.5
EPS(摊薄/元)	0.11	0.28	0.31	0.37	0.41
P/E	141.5	80.5	23.1	19.6	17.3
P/B	1.7	2.4	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 9 月 30 日

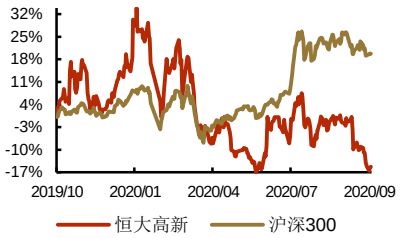
推荐（首次评级）

马笑（分析师）
maxiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520070001

宋尚杰（联系人）
songshangjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280120050015

市场数据	时间 2020.09.30
收盘价(元):	6.79
一年最低/最高(元):	6.62/11.3
总股本(亿股):	3.04
总市值(亿元):	20.67
流通股本(亿股):	2.17
流通市值(亿元):	14.7
近 3 月换手率:	153.5%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

我们看好公司在环保行业的稳固地位，未来整合互联网板块将会为公司带来协同效应，增量可期。预计 2020-2022 年公司净利润分别为 0.95/1.12/1.26 亿元，同比增长 12.3%/17.6%/12.9%，对应 EPS 分别为 0.31/0.37/0.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23/20/17 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

1）公司持续进行研发投入，环保业务技术保持领先地位；

2）疫情防护趋于稳定，上游公司对互联网营销业务需求有所增加；

3）公司积极拓展广点通穿山甲等广告代理业务，互联网营销形成协同。

我们与市场的观点的差异

市场上部分观点对公司双主业格局并不看好，我们分析认为首先公司在环保主业的研发上并没有落下，在行业中仍具有技术优势；同时在互联网业务上公司以武汉飞游和长沙聚丰旗下网站为切入点，进入互联网营销领域，广告效益良好，整合互联网板块促进互联网平台与产品的协同发展，未来在互联网外延布局上具有流量优势。

股价上涨的催化因素

一是行业层面上，国家垃圾分类政策逐步推行，垃圾分类焚烧相关行业有望迎来加速发展。长期来看，随着人们对生活水平要求的提高，降噪业务也将迎来高增长期。二是互联网营销成为大趋势，公司依靠自身平台优势和技术积累，有望融入巨头生态，业绩将会持续靓丽。三是公司持续推进互联网营销等布局。

投资风险

垃圾焚烧业务市场竞争加剧风险，降噪市场发展不及预期，公司互联网营销和战略布局推进缓慢、商誉等风险。

公司收入历史、预测的详细拆分

（单位：百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
互联网广告营销					
营业收入	153.49	160.33	168.35	185.19	203.71
同比增速	-88.00%	4.46%	5.00%	10.00%	10.00%
营业成本	59.23	46.83	39.80	41.79	43.88
毛利率	61.41%	70.79%	76.36%	77.43%	78.46%
广点通业务					
营业收入	0.00	13.25	11.27	12.96	15.55
同比增速	0.00%	100.00%	-15.00%	15.00%	20.00%
营业成本	0.00	0.31	0.26	0.30	0.35
毛利率		97.66%	97.66%	97.66%	97.76%
防磨抗蚀					
营业收入	75.48	73.66	84.71	93.19	102.50
同比增速	0.00%	-2.40%	15.00%	10.00%	10.00%
垃圾炉防护					
营业收入	26.63	55.53	94.40	122.72	147.27
同比增速	0.00%	108.54%	70.00%	30.00%	20.00%
隔音降噪工程					
营业收入	40.28	41.39	31.04	32.59	35.85
同比增速	0.00%	2.74%	-25.00%	5.00%	10.00%
综合					
营业收入	335.11	378.18	423.70	480.57	538.80
同比增速	-	12.85%	12.04%	13.42%	12.12%
营业成本	148.23	183.10	208.93	237.79	260.23
毛利率	55.77%	51.58%	50.69%	50.52%	51.70%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

公司盈利预测表

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**335**	**378**	**424**	**481**	**539**
营业成本	169	183	209	238	260
折旧和摊销	25	26	18	22	26
营业税费	6	5	6	7	8
销售费用	16	16	17	19	22
管理费用	59	48	64	67	78
财务费用	3	3	3	3	3
归属母公司净利润	**35**	**85**	**95**	**112**	**126**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

目 录

1、 领先工业设备防护服务商，专注防磨抗蚀领域和互联网技术服务 6
1.1、 历史沿革：知名节能环保企业，2017 年积极探索互联网领域 6
1.2、 前十大股东结构稳定 6
1.3、 管理层：高管团队维持稳定，商业经验和产业经验并重 7
1.4、 通过收购形成双主业格局，公司业绩显著改善 7
2、 互联网业务促进营收增长，研发驱动下毛利率维持高位 8
2.1、 公司自开展互联网业务以来营收增长明显， 2020 上半年受疫情影响归母净利出现下滑 8
2.2、 毛利率净利率企稳，费用控制良好 8
2.3、 公司注重研发，研发费用率逐年上升 9
3、 节能环保行业符合绿色发展要求，互联网营销行业在变革中保持增长势头 9
3.1、 节能环保行业符合国家发展战略，发展前景广阔 9
3.2、 互联网营销是目前营销行业主战场，电商、短视频及 5G 的发展赋能行业引发变革 11
4、 “环保+互联网”双轮驱动公司业绩增长 14
4.1、 公司环保业务地位稳固，垃圾炉防护业务保持高速增长 14
4.2、 依靠门户网站流量，公司互联网业务蓬勃发展 16
4.3、 业务格局：稳固环保业务发展，抓住媒体运营机遇 18
5、 投资建议 19
6、 风险提示 19
附：财务预测摘要 20

图表目录

图 1： 公司历史沿革 6
图 2： 自收购完成后公司形成双主业格局 7
图 3： 2016 年来营业总收入逐年增加 8
图 4： 2020H1 受疫情影响净利下滑明显 8
图 5： 公司自 2016 年起毛利率呈上升趋势 8
图 6： 三费率呈整体下降态势 8
图 7： 公司研发费用逐年上升 9
图 8： 我国节能环保产业规模不断扩大，增速较为稳定 10
图 9： 2011 年以来我国节能环保财政支出呈上升趋势 10
图 10： “十三五”期间生活垃圾焚烧项目新增产能整体上升 11
图 11： 2011 年-2018 年我国生活垃圾焚烧无害化处理厂数目翻两番 11
图 12： 2016 年-2020 年我国互联网普及率上升 11.2% 11
图 13： 我国 99%以上的网民都使用移动互联网 11
图 14： 我国网络广告市场规模逐年扩大 12
图 15： 移动广告市场规模约占网络广告市场的 80% 12
图 16： 2020 年广告主倾向于投放到社交和视频平台 12
图 17： 2020 年广告主青睐于短视频平台 12
图 18： 2020 年广告主在 PC 端投放更青睐社交媒体和搜索引擎 13
图 19： 电商广告份额占比超过 30%，短视频广告增速最快 13
图 20： 垃圾焚烧炉防护业务高速增长 14
图 21： 隔音降噪业务增速放缓 15

图 22: 声学降噪业务涉及到的领域.....15
图 23: 公司防磨业务营收稳定发展.....15
图 24: 公司 2017-2019 年互联网营销业务企稳.....16
图 25: 公司 2020 上半年受疫情影响营收降低明显.....16
图 26: 武汉飞游全网智能广告分发业务.....17
图 27: 武汉飞游智能分发技术云控精准投放平台.....17
图 28: 微小发主要客户.....18

表 1: 公司前十大股东（截至 2020 上半年）.....6
表 2: 公司管理层.....7
表 3: 近年来我国节能环保产业部分重要国家政策.....9
表 4: 公司环保业务简介.....14
表 5: 公司防腐抗蚀业务一览.....15
表 6: 公司互联网业务盈利模式.....17
表 7: 2016-2019 武汉飞游科技业绩承诺完成情况.....17
表 8: 2016-2019 长沙聚丰网络业绩承诺完成情况.....18

1、 领先工业设备防护服务商，专注防磨抗蚀领域和互联网技术服务

1.1、 历史沿革：知名节能环保企业，2017 年积极探索互联网领域

恒大高新成立于 1993 年，是国内综合性工业设备防磨抗蚀产品生产和技术服务的龙头企业，主要从事防磨抗蚀新材料的研发、生产、销售以及工业系统设备的防磨、抗蚀、节能等技术工程服务。公司拥有江西恒大工程技术有限公司、江西恒大声学工程技术有限公司等多家控股子公司，公司长期从事防磨抗蚀等新材料的研发、生产、销售以及工业系统设备的防磨、抗蚀、节能等技术服务，形成了门类齐全的防磨抗蚀产品线，“恒大”已成为行业知名品牌，具备了规模优势。

2017 年公司收购武汉飞游和长沙聚丰，成功切入互联网软件分发业务。2017 年互联网业务并表， 2019 年公司旗下长沙聚丰开始新增互联网广告代理业务，并大力发展广点通业务。近三年来公司互联网业务营收占比稳定在 45%左右，双主业格局稳定。

图1： 公司历史沿革



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、 前十大股东结构稳定

恒大高新第一大股东为朱星河，持股占比 22.02%。胡恩雪为第二大股东，持股占比 14.24%。第三大股东为朱光宇，持股占比 4.99%。肖亮为第四大股东，持股 4.29%。前十大股东合计持有 54.5%的股权，股本结构相对稳定。

表1： 公司前十大股东（截至 2020 上半年）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	朱星河	67,549,281	22.03
2	胡恩雪	43,681,069	14.24
3	朱光宇	15,333,512	4.99
4	肖亮	13,146,666	4.29
5	陈遂佰	7,393,506	2.41
6	胡炳恒	6,000,000	1.96
7	陈遂仲	5,545,054	1.81
8	磐厚蔚然(上海)资产管理有限公司-磐厚蔚	4,039,527	1.32

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
	然-PHC 互联网金融产业投资基金		
9	肖明	2,263,503	0.74
10	胡长清	2,138,890	0.70
	合　　计	167,091,008	54.50

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、 管理层：高管团队维持稳定，商业经验和产业经验并重

公司管理层经验丰富，技术与商业并重。朱星河为恒大高新创办人、董事长，中国防护与腐蚀学会理事。胡恩雪为恒大高新创办人、总经理，研究生学历，现任江西省总商会副会长，商业经验十分丰富。13 年来公司已发展成为拥有 10 多家控股或参股子公司的高新技术企业。

表2： 公司管理层

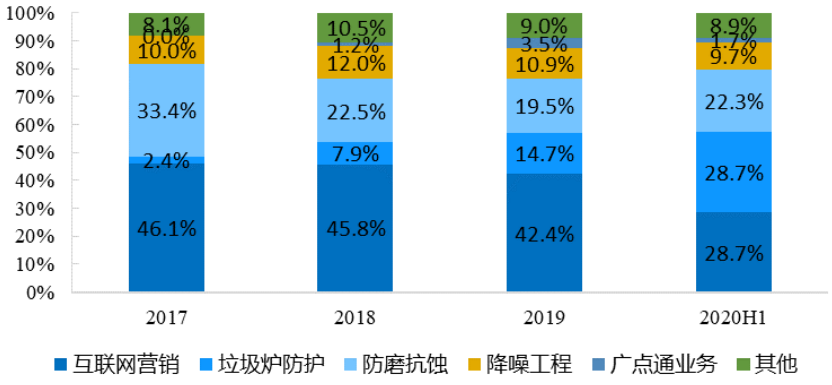
姓名	年龄	职位	角色及职责
朱星河	57	董事长	整体管理、决策及策略规划
胡恩雪	54	董事、总经理	协助整体管理、策略规划及研发决策
施小龙	51	董事	副总经理、战略委员会委员
万建英	57	董事	战略委员会委员、财务总监
彭丁带	46	独立董事	监督本集团的管理
刘萍	55	独立董事	监督本集团的管理
吴志军	55	独立董事	监督本集团的管理

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、 通过收购形成双主业格局，公司业绩显著改善

2017 年，公司在其传统主业防磨抗蚀、垃圾炉防护和声学降噪等业务的基础上，通过外延式扩张并购武汉飞游和长沙聚丰，成功切入互联网软件分发业务。互联网营销业务在 2017 至 2019 年高速发展，为公司贡献营业收入 1.19 亿、1.53 亿、1.60 亿元，分别占比公司总营收 46.1%、45.8%、42.4%，成为公司业绩增长的主要来源。

图2： 自收购完成后公司形成双主业格局



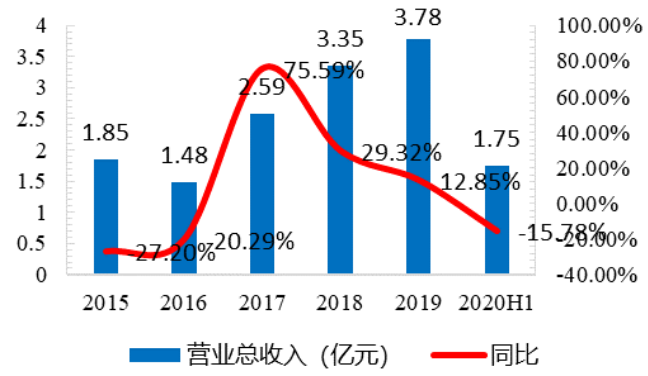
资料来源：wind、新时代证券研究所

2、 互联网业务促进营收增长，研发驱动下毛利率维持高位

2.1、 公司自开展互联网业务以来营收增长明显， 2020 上半年受疫情影响归母净利出现下滑

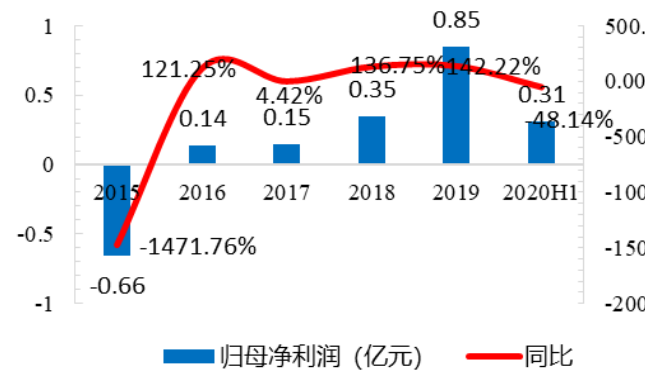
公司自开展互联网业务以来营收增长明显，2020H1 业绩下滑系降噪业务不及预期和疫情所致。公司营业收入从 2016 年的 1.48 亿元逐年增加至 2019 年的 3.78 亿元，2020 上半年实现营收 1.75 亿元同比下滑 15.78%，主要是由于声学降噪业务营收下降以及疫情影响下互联网营销业务有所降低；净利方面，2019 年公司实现净利 0.85 亿元，同比增长 142.2%，2020 年上半年实现净利 0.31 亿元，同比下降 48.14%。

图3： 2016 年来营业总收入逐年增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2020H1 受疫情影响净利下滑明显



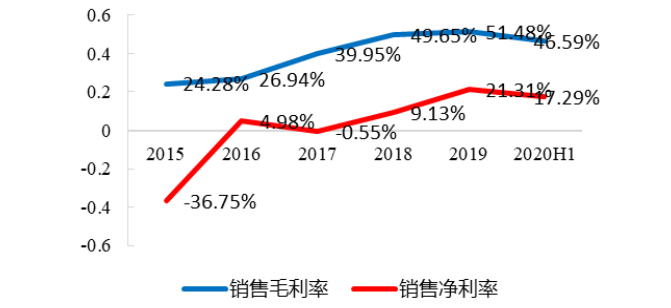
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 毛利率净利率企稳，费用控制良好

公司毛利率净利率维持高位，2020 上半年受疫情影响有所下滑。公司毛利率从 2016 年的 2.03%上升至 2019 年的 25.40%，净利率从 2016 年的 9.46%上升至 2019 年的 22.49%，2020 年上半年受疫情影响，毛利率净利率略有下滑至 46.59%和 17.29%。

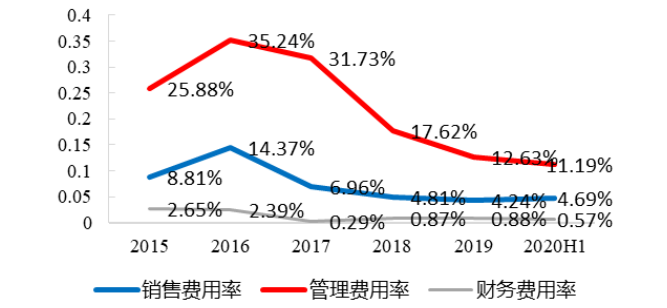
管理费用率和销售费用率逐年下降，财务费用率整体保持稳定。从费用角度来看，2020 上半年管理费用率为 11.19%，自 2016 年逐年下降；销售费用率从 2016 年的 14.37%下降至 2019 年的 4.24%；财务费用率近三年维持在 1%以下。

图5： 公司自 2016 年起毛利率呈上升趋势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 三费率呈整体下降态势

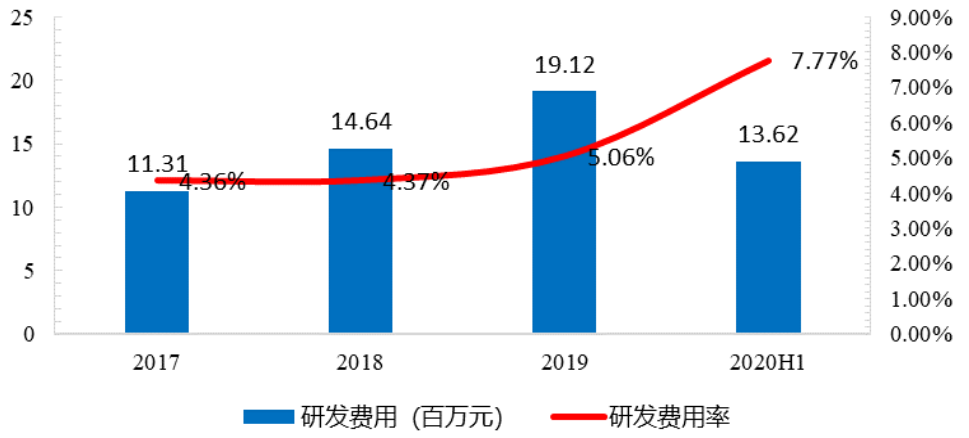


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、 公司注重研发，研发费用率逐年上升

公司研发费用率在2018-2019年迅速上升，2019年公司研发费用率达到5.06%，2020H1上升至7.77%，研发费用率逐年上升。

图7： 公司研发费用逐年上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 节能环保行业符合绿色发展要求，互联网营销行业在变革中保持增长势头

3.1、 节能环保行业符合国家发展战略，发展前景广阔

节能环保是国家加快培育和发展的七个战略性新兴产业之一，行业发展有国家政策加持。节能环保产业包括节能技术和装备、高效节能产品、节能服务产业、先进环保技术和装备、环保产品与环保服务六大领域。“十二五”以来，在有关政策的指导下，我国大力推进节能减排，发展循环低碳经济，建设资源节约型环境友好型社会，公共财政支出中节能环保支出由2011年的2640.98亿元上升到2019年的7443.57亿元，增长接近两倍。在国家政策支持下，节能环保产业得到较快发展，智研咨询预测数据显示2022年我国节能环保产业产值将突破10万亿元，且近几年增速稳定在10%以上，预计未来行业发展前景广阔。

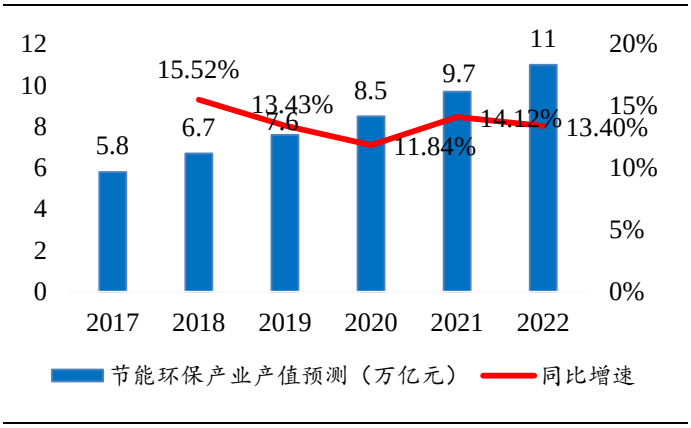
表3： 近年来我国节能环保产业部分重要国家政策

政策名称	颁布时间	主要内容、发展目标
《关于加快发展节能环保产业的意见》	2013.8	围绕重点领域，促进节能环保产业发展水平全面提升；发挥政府带动作用，引领社会资金投入节能环保工程建设；推广节能环保产品，扩大市场消费需求等。
《“十三五”节能环保产业发展规划》	2016.12	发展节能环保产业，加强大气、水、土壤等污染防治工作，推动节能环保产业和传统产业融合发展。同时提出到2020年节能环保产业成为国民经济的第一大支柱产业。

政策名称	颁布时间	主要内容、发展目标
《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》	2017.10	提出到 2020 年，行业创新能力明显提升，关键核心技术取得新突破，创新驱动的行业发展体系基本建成。
《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》	2017.12	2020 年年底前,46 个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统,基本形成相应的法律法规和标准体系,形成一批可复制、可推广的模式。在进入焚烧和填埋设施之前,可回收物和易腐垃圾的回收利用率合计达到 35%以上。
《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	2018.6	到 2020 年，生态环境质量总体改善，主要污染物排放总量大幅减少，环境风险得到有效管控，生态环境保护水平同全面建成小康社会目标相适应。

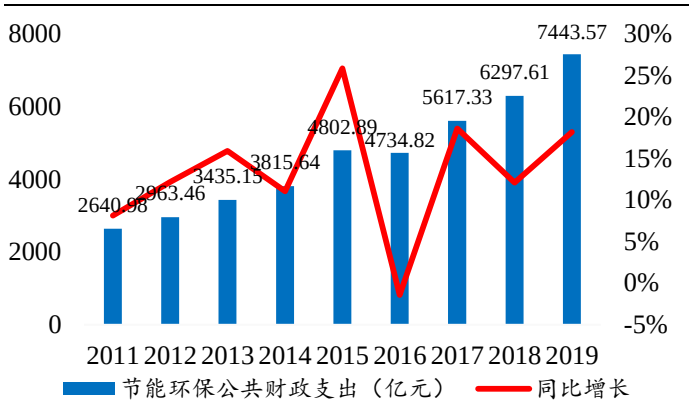
资料来源：各政府网站，新华网等，新时代证券研究所

图8： 我国节能环保产业规模不断扩大，增速较为稳定



资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

图9： 2011 年以来我国节能环保财政支出呈上升趋势



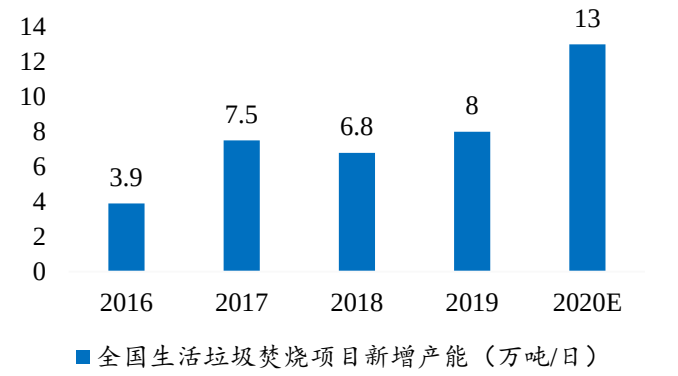
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

恒大高新的节能环保业务聚焦于防磨抗腐行业、垃圾焚烧行业以及声学降噪行业，故接下来对上述三个行业的状况进行介绍。

我国是发展中国家，发展过程中由于磨损和腐蚀造成的损失比例大于发达国家，对防磨抗腐产品需求大。根据《欧洲及世界热喷涂工业的现状与未来》，发达国家每年由于磨损和腐蚀造成的损失约占国民经济总产值 10%左右（其中磨损、腐蚀各 5.00%），根据上述比例推算， 2019 年我国 GDP 总量 990865 亿元，因磨损和腐蚀造成的损失至少为 99086.5 亿，考虑到我国所处的发展阶段，这个数字可能更大。目前国内电力、钢铁、水泥、化工企业对高质量防磨抗腐产品需求大，且防磨抗腐产品的防护周期一般为 2-3 年，企业对相关产品具有持久性需求，因此防磨抗腐行业需求前景较好。

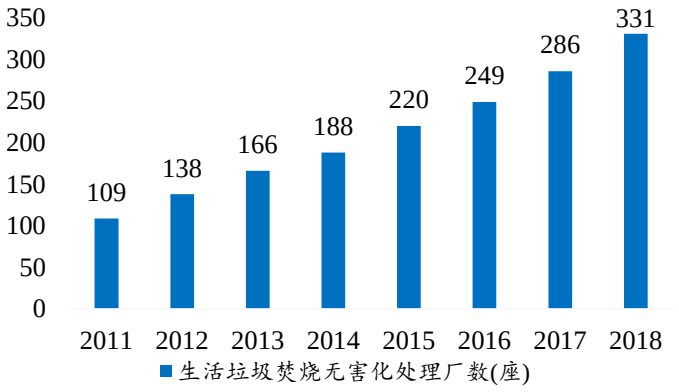
生活垃圾无害化处理是政策规定的发展方向，垃圾焚烧发电厂不断增加，垃圾焚烧行业发展势头良好，势必会带动垃圾焚烧炉的防腐工程需求增加。《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（发改环[2016]2851 号）规定，截至 2020 年底，城市生活垃圾焚烧处理能力要占无害化处理总能力的 50%以上。在此政策指引下，垃圾焚烧发电已成为垃圾处理的一种主流方式，2018 年生活垃圾焚烧无害化处理厂达到 331 家，垃圾焚烧项目 2020 年新增产能预计达到 13 万吨/日，垃圾焚烧炉市场空间广阔。

图10： “十三五”期间生活垃圾焚烧项目新增产能整体上升



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图11： 2011年-2018年我国生活垃圾焚烧无害化处理厂数目翻两番



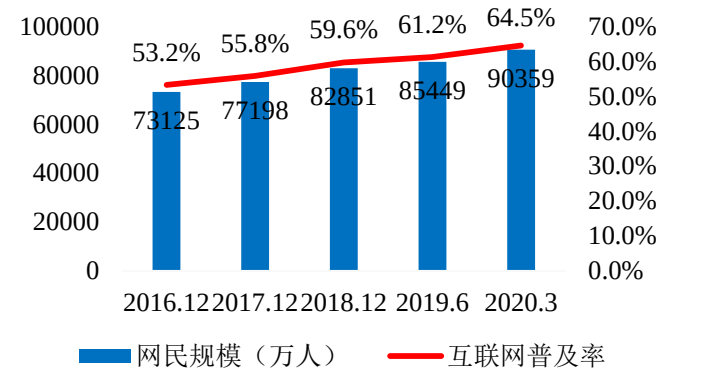
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

噪声污染治理是污染治理的重要一环，近些年日益得到重视，声学降噪行业潜在市场需求巨大。随着工业化和城市化的发展，我国噪声污染日益加重。为此，国家通过制定法律法规等手段约束噪声污染行为，近年来修订的《环保法》和实施的《环保税法》以及《噪声法》中的有关规定的确起到了限制噪声污染的作用。在此基础上，控制噪声的产品及工程需求量增加，2018年全国噪声与振动污染防治行业总产值就达到约133亿元，预计未来还会持续增长。

3.2、 互联网营销是目前营销行业主战场，电商、短视频及5G的发展赋能行业引发变革

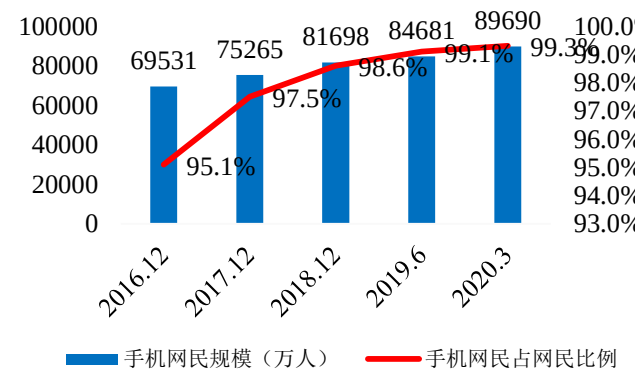
近些年来我国网民规模扩大及互联网普及率上升为互联网广告营销发展创造了良好的环境。截至2020年3月，我国网民规模突破9亿人，互联网普及率达到64.5%，每10个人就有约6人使用过互联网。互联网的使用为互联网广告营销打开了市场，其中移动端贡献巨大。作为网民上网的主渠道，我国移动端的网民数量接近9亿人，巨大的人口基数为移动端广告投放奠定了坚实的流量根基。

图12： 2016年-2020年我国互联网普及率上升11.2%



资料来源：中国互联网信息中心，新时代证券研究所

图13： 我国99%以上的网民都使用移动互联网

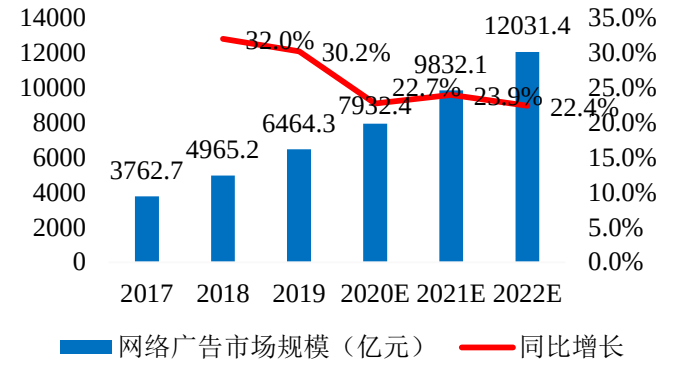


资料来源：中国互联网信息中心，新时代证券研究所

网络广告市场总体规模不断扩张，但受经济下行及流量红利衰退影响，市场总体增速呈现下降趋势。2019年网络广告市场规模达到6464.3亿元，同比增长30.2%，增速较上一年下降1.8%，随着经济增速下降广告市场规模增速下降是不争事实。

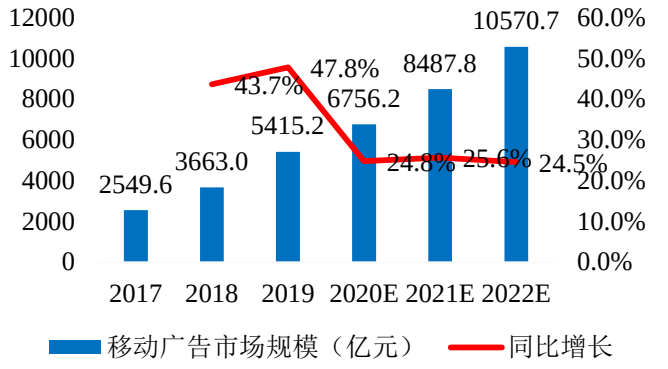
在整体市场增速下降的同时，移动广告市场规模在 2019 年达到 5415.2 亿元，同比增长 47.8%，比上一年高 4.1%，**有逆势增长之势。移动广告逆势增长的原因在于移动用户迅速增长及短视频等应用发展带来的使用时长的增加。**根据艾瑞咨询的数据，预计 2022 年移动广告市场规模将突破万亿元大关，未来发展前景广阔。

图 14： 我国网络广告市场规模逐年扩大



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

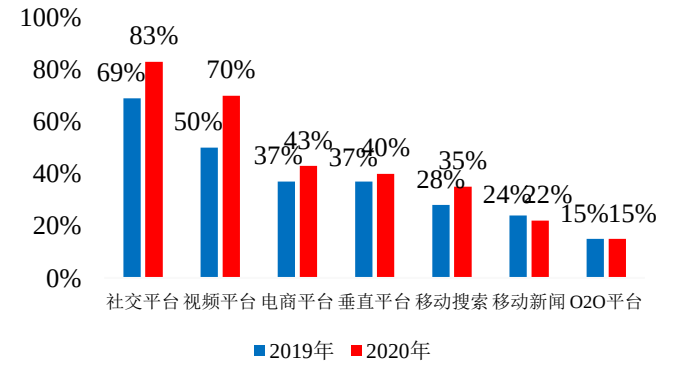
图 15： 移动广告市场规模约占网络广告市场的 80%



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

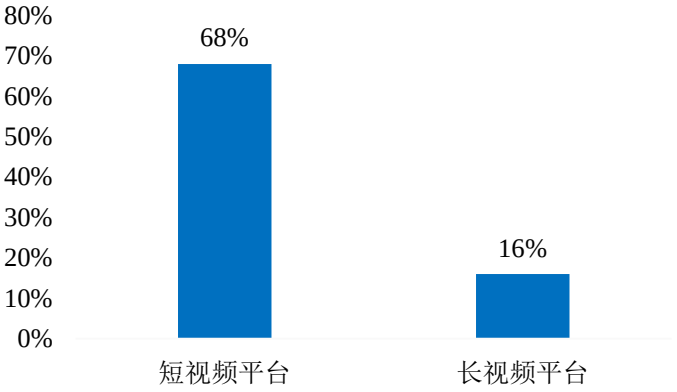
从广告主投放广告意愿的角度考察，可以发现广告主在移动端上更加青睐于社交平台和视频平台，其中短视频平台有崛起之势。据《2020 年中国数字营销趋势报告》显示，广告主在移动端社交平台上投放广告的意愿增长 83%，表明社交平台仍是广告变现最有效的手段；视频平台紧随其后，意愿率达到 70%，拉开了与电商平台之间的差距，其中短视频平台功不可没。近些年来，以字节跳动系、快手等为代表的短视频平台发展迅猛，从长视频平台和大屏电视手中抢夺用户，用户粘性大大增强，在强大的流量基础上延展出除短视频制作外的众多业务，其中广告投放就是其中的一项重要业务，甚至是多数企业的主要收入来源。得益于移动端市场的发展，互联网广告营销市场预计将进一步发展。

图 16： 2020 年广告主倾向于投放到社交和视频平台



资料来源：《2020 中国数字营销趋势报告》，新时代证券研究所

图 17： 2020 年广告主青睐于短视频平台

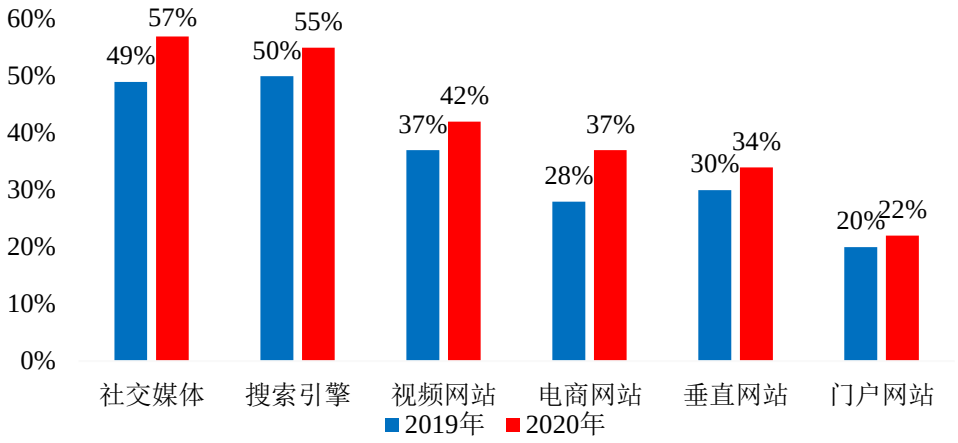


资料来源：《2020 中国数字营销趋势报告》，新时代证券研究所

尽管移动端广告营销成为主流方式，PC 端的发展仍不可忽视，依然有超过半数的广告主选择在 PC 端的社交媒体和搜索引擎进行广告投放。相比于超过 80%的广告主选择在移动端社交平台进行广告投放，仅有 57%的广告主选择在 PC 端社交媒体上进行投放，这反映出 PC 端市场落后于移动端。但是由于仍有人群每天使用 PC 端进行信息搜索、浏览视频等活动，PC 端的广告投放仍有价值和增长空间。预

计短期内移动端取代 PC 端的可能性很小，PC 端广告营销市场仍有发展空间。

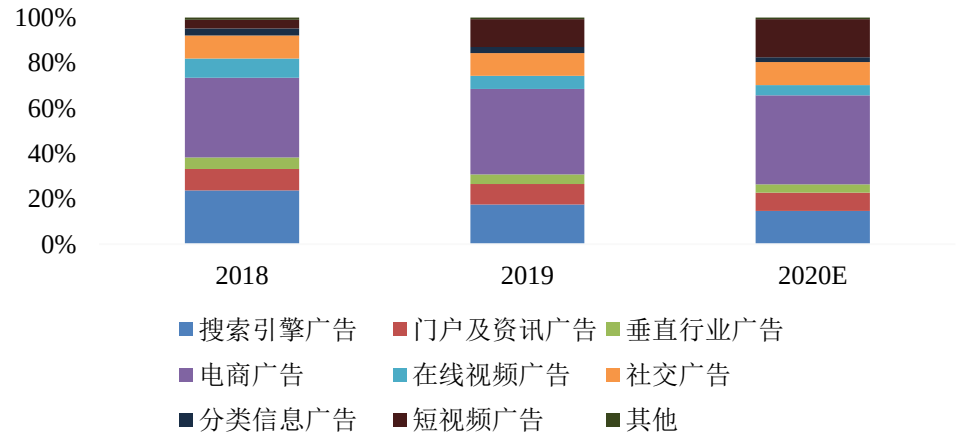
图18： 2020 年广告主在 PC 端投放更青睐社交媒体和搜索引擎



资料来源：《2020 中国数字营销趋势报告》，新时代证券研究所

从实际广告份额角度考察，电商广告由于天然的竞争优势所占份额最大，与此同时短视频广告迅速发展。电商广告是广告与消费自然结合的产物，具有天生高转化率的竞争优势，如近来风靡的电商直播中插入广告，主播进行带货直播等。电商广告的优势保持了其接近 30%的高份额。广告主最愿意投放广告的社交广告占比相对稳定，保持在 10%左右，也是较为重要的投放方式。值得一提的是，短视频广告增速最快，2019 年同比增长约 200%，是未来的发展方向。

图19： 电商广告份额占比超过 30%，短视频广告增速最快



资料来源：艾瑞咨询，新时代证券研究所

2020 年对于互联网广告营销行业既是机遇又是挑战。一方面，年初的新冠疫情给经济造成打击，也影响了广告投放，对部分广告企业造成不利影响。不过，随着经济和消费的恢复，广告行业有回暖趋势，且部分企业主动调整广告结构，加大配置日用品消费等抗周期行业广告，逐步走出难关。另一方面，5G 技术的发展将会引起互联网营销领域的变革，5G 的高速低延迟特性将会使得交互广告、跨屏广告、实景广告等新的广告形式成为可能，用户体验、广告内容都将会发生改变。

4、 “环保+互联网”双轮驱动公司业绩增长

4.1、 公司环保业务地位稳固，垃圾炉防护业务保持高速增长

公司的节能环保业务分为防磨抗蚀业务、垃圾焚烧炉防护业务和声学降噪业务三个模块。公司环保业务先发优势明显，设备比同类企业先进，行业壁垒较高。2019年公司节能环保业务实现营业收入1.71亿元，较2018年增长19.80%。

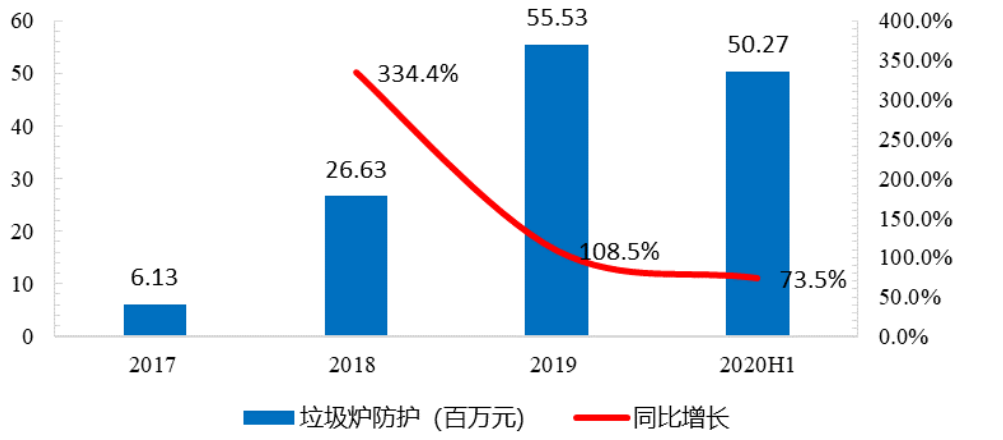
表4： 公司环保业务简介

公司环保业务项目	业务内容简介
防磨抗蚀业务	公司提供的防磨抗蚀服务集防护材料、方案设计、工程技术服务于一体，致力于防磨抗蚀新材料的研发、制造以及工业系统设备的防磨、抗蚀、节能等技术工程服务，开发了HDS、KM、MC、MT、MHC等系列产品。
垃圾焚烧炉防护业务	垃圾焚烧炉防护业务是防磨抗蚀技术在垃圾焚烧炉行业的创新应用，解决其磨损和腐蚀问题，大幅度提高其使用寿命。
声学降噪业务	声学降噪产业作为环保产业的一个分支，通过声学设计、声学新材料、声学新技术在工业、交通、建筑、社会生活等行业领域应用

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司垃圾炉防护业务快速增长，技术持续领先。垃圾炉防护业务在2018年取得了突破式的发展基础上，2019年实现营业收入5553.11万元，较2018年增长了108.5%。目前公司的产品和技术在行业内处于领先地位，在国内垃圾分类的政策背景之下，垃圾焚烧防护业务有望持续增长。

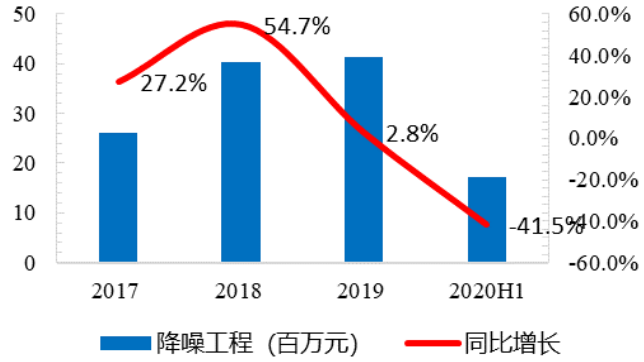
图20： 垃圾焚烧炉防护业务高速增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

隔音降噪工程业务增速放缓，但未来增长空间巨大。2019年实现营业收入4138.85万元，较2018年增长了2.74%；从政策端来看，环保已成为大趋势，环境税法推动声学降噪行业快速发展。国务院关于印发国家环境保护“十二五”规划的通知中强调：“加强对建筑施工、工业生产和社会生活噪声的监管，及时解决噪声扰民问题。从行业来看，随着我国城镇化继续推进，噪音污染已超过部分发达国家，隔音降噪刻不容缓，市场潜在的需求巨大。

图21： 隔音降噪业务增速放缓



资料来源：Wind，新时代证券研究所

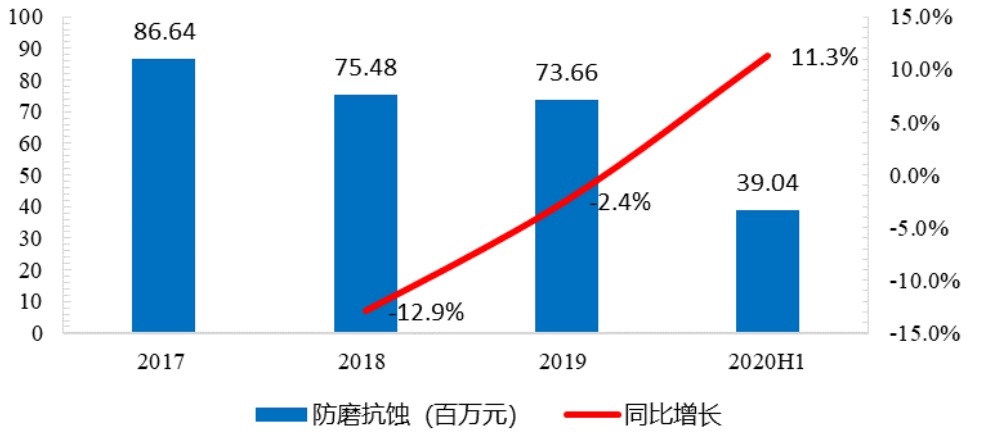
图22： 声学降噪业务涉及到的领域



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

防磨抗蚀业务增速回暖。2019 年实现营业收入 7366.42 万元，较 2018 年减少 2.40%，2020 上半年实现营收 3904 万元，同比增长 11.3%。公司作为国内领先的综合防护服务提供商，提供的防磨抗蚀服务集防护材料、方案设计、工程技术服务的一站式服务，考虑到防磨抗蚀产品是一种“工业消耗品”，防护周期一般为 2-3 年，企业需要不断对工业设备进行再防护，从而也拉动了对防磨抗蚀业务的需求。因此，从防磨抗蚀市场前景来看，未来需求前景总体较好。

图23： 公司防磨业务营收稳定发展



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表5： 公司防腐抗蚀业务一览

防护业务	防磨抗蚀新材料	业务内容	类型	主要应用领域	主要用途
HDS 防护	HDS 防磨抗蚀喷涂丝	运用自主研发生产的 HDS 金属喷涂丝（粉）系列材料，采用热喷涂防护技术，主要为电力等企业提供工业系统设备防磨损抗腐蚀的综合防护方案。	金属	电力、钢铁等企业	用于电站及工业锅炉各受热面表层管排、风机叶轮等设备的防磨抗蚀
KM 防	KM 高温抗	运用自主研发生产的 KM 高温抗蚀耐磨涂料，采	非	电力、化工	用于电站及工业锅炉“四管”深层管排的防磨抗

防护业务	防磨抗蚀新材料	业务内容	类型	主要应用领域	主要用途
护	蚀耐磨涂料	用特定的施工工艺，主要为电力等企业提供工业系统设备防磨损抗腐蚀的综合防护方案。	金属	等企业	蚀
MC 防护	MC 高温抗蚀耐磨衬里材料	运用自主研发生产的 MC 高温抗蚀耐磨衬里材料，采用特定的施工工艺，主要为电力、钢铁、水泥等企业提供工业系统设备防磨损抗腐蚀的综合防护方案。	非金属	电力、钢铁、水泥、化工等企业	用于磨煤机进出口管道、粗细分离器，水泥窑系统；烧结机大烟道、风箱管、除尘烟道、余热锅炉热风管道以及各行业输煤、输料、输灰、除尘等系统的防磨抗蚀
MT 防护	MT 耐磨抗蚀陶瓷片	运用自主研发生产的 MT 耐磨抗蚀陶瓷片材料，采用特定的施工工艺，主要为电力、钢铁、水泥等提供工业系统设备防磨损抗腐蚀的综合防护方案。	非金属	电力、钢铁、水泥等企业	用于输煤、输料、输灰、除尘等系统设备的防磨抗蚀
MHC 防护	MHC 高耐磨合金衬板	运用自主研发生产的 MHC 高耐磨合金衬板等堆焊材料，采用特定的施工工艺，为电力、钢铁、水泥等提供工业系统设备防磨损抗腐蚀的综合防、护方案。	金属	电力、钢铁、水泥等企业	用于输煤、输料、输灰、除尘等系统设备的防磨抗蚀

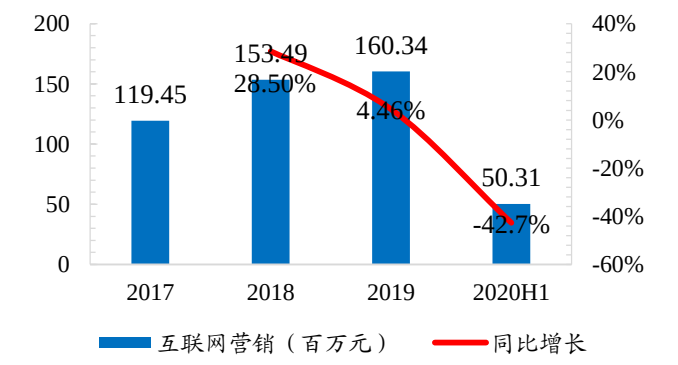
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.2、 依靠门户网站流量，公司互联网业务蓬勃发展

2019 年公司互联网营销业务实现营业收入 1.74 亿元，较 2018 年增长 10.19%。其中，广点通（广告投放充值业务）实现营收 1325.4 万元，同比增长 227.90%。营收占比由 2018 年的 1.21%提升至 3.50%，增长迅速。

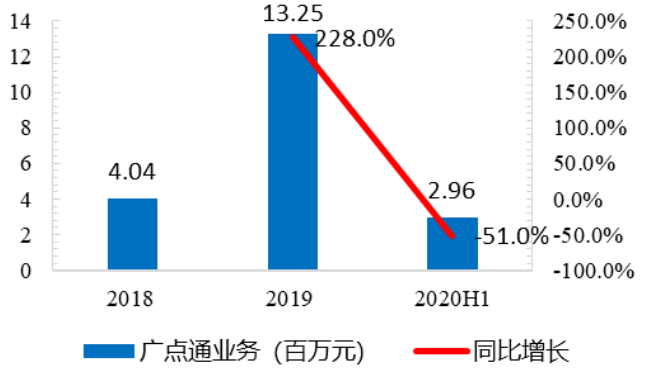
2020 上半年受疫情影响，互联网业务承压。2020 年受新冠疫情影响，公司互联网营销业务出现大幅下降，广点通业务也出现 51%的同比下滑，公司积极推动互联网板块整合，预计将会为公司带来协同效应。

图24： 公司 2017-2019 年互联网营销业务企稳



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图25： 公司 2020 上半年受疫情影响营收降低明显



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

智能广告分发精细化投放成为互联网广告业务主要增长点。2017 年公司收购武汉飞游和长沙聚丰，成功切入互联网软件分发业务。武汉飞游和长沙聚丰分别通过其旗下的互联网媒体资源（西西软件园、腾牛网、PC6 下载站、东东手游助手）和采购的外部互联网媒体资源，为百度、腾讯等提供软件分发和移动 APP 营销推广等服务，根据软件、APP 的下载数量、使用情况等向客户收取费用。目前，长沙聚丰已签约代理广点通、今日头条等多家广告服务提供商，覆盖 PC 端和移动端的

android、iOS 两大系统。

表6： 公司互联网业务盈利模式

子公司名称	盈利模式
武汉飞游	通过其旗下的互联网媒体资源（西西软件园、腾牛网）和采购的外部互联网媒体资源，为百度、腾讯等提供软件分发和移动 APP 营销推广等服务，武汉飞游根据软件、APP 的下载数量、使用情况等向客户收取费用。
长沙聚丰	通过其旗下的互联网媒体资源（PC6 下载站、东东手游助手）和采购的外部互联网媒体资源，为百度、腾讯、360 等互联网公司提供软件分发等服务，长沙聚丰根据软件下载数量、使用情况等向客户收取费用。

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图26： 武汉飞游全网智能广告分发业务



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图27： 武汉飞游智能分发技术云控精准投放平台



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

武汉飞游于 2012 年 3 月成立，是一家以互联网技术为发展起点，集研发、运营、销售为一体的综合性互联网高新技术企业。2019 年公司实现净利润 4225.7 万元，超额完成业绩承诺，完成率为 105.08%。从历史承诺完成情况来看，除 2018 年外，飞游均超额完成业绩承诺，四年累积实现净利润为 1.39 亿元，完成率为 102.79%。

表7： 2016-2019 武汉飞游科技业绩承诺完成情况

项目	扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润				
	2016	2017	2018	2019	累计
实现数（万元）	2679.69	3569.63	3412.17	4255.70	13917.19
业绩承诺数（万元）	2380.00	3090.00	4020.00	4050.00	13540.00
业绩承诺完成率	112.59%	115.52%	84.88%	105.08%	102.79%
差额（万元）	299.69	479.63	-607.83	205.70	377.19

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

长沙聚丰成立于 2010 年 6 月，属于互联网广告营销服务行业，拥有自有的优质互联网媒体资源 PC6 下载，在软件下载网站中排名靠前。2019 年，公司实现净利润 5447.13 万元，超额完成业绩承诺，完成率为 110.04%。从历史承诺完成情况来看，除 2018 年外（完成率 78.81%），长沙聚丰均超额完成业绩承诺，四年累积实现净利润为 1.7 亿元，完成率为 103.06%。

表8： 2016-2019 长沙聚丰网络业绩承诺完成情况

项目	扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润				
	2016	2017	2018	2019	累计
实现数（万元）	3673.04	4043.23	3861.80	5447.13	17025.20
业绩承诺数（万元）	2900.00	3770.00	4900.00	4950.00	16520.00
业绩承诺完成率	126.66%	107.25%	78.81%	110.04%	103.06%
差额（万元）	773.04	273.23	-1038.20	497.13	505.20

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

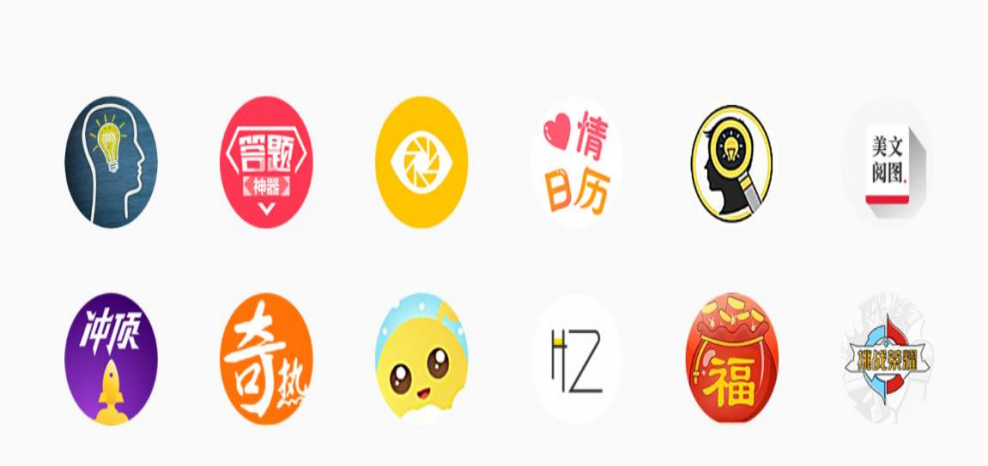
总体来看，公司互联网业务发展稳定发展，依托平台的流量优势，未来公司有望向为电商、教育等产品精细化引流，继续拓展互联网外延领域，形成内容生态链。

4.3、 业务格局：稳固环保业务发展，抓住媒体运营机遇

公司坚持双主业战略，在稳固发展防磨抗蚀业务的基础上，抓住环保政策机遇，依靠自身技术积累迅速占领垃圾炉防护和声学降噪市场；在互联网领域，公司不断优化平台内容，延伸产业链，积极拓展内容营销的模式,依托飞游和聚丰的平台流量及技术积累，逐步构建、完善围绕互联网业务生态圈，提供更高质量的服务。

研发“微小发”，探索内容营销新模式。长沙聚丰自主研制的“微小发”是一款小程序推广及小程序广告投放平台，由该程序可根据客户差异化需求，为客户量身打造并提供专业化的微信小程序推广服务和小程序广告投放服务。小程序以小博大，能够触达用户更加全面的生活版图，并能通过线上线下的整合，打通行业下沉渠道，与超级 APP 互相产生作用，互利共生。截至 2020 年 3 月，月活跃用户数大于 500 万的微信小程序数量升至 317 个，较 2019 年 12 月提升 61.7%。目前，微信小程序已经初步搭建并形成一个闭环的生态结构，在持续释放对开发者的引力同时，不断优化用户使用体验，实现良性发展。

图28： 微小发主要客户



资料来源：微小发官网，新时代证券研究所

设立宝乐互动，加速互联网板块整合。2020 年 9 月，公司拟出资 1000 万元设立全资子公司深圳市宝乐互动科技有限公司，为了加大对互联网业务的管理和开拓

布局力度，积极推进互联网业务和团队整合，促进各块业务模块健康发展。逐步构建、完善围绕“渠道、流量、内容”的可持续发展生态链。

5、 投资建议

我们看好公司在环保行业的稳固地位，未来整合互联网板块将会为公司带来协同效应，增量可期。预计 2020-2022 年公司净利润分别为 0.95/1.12/1.26 亿元，同比增长 12.3%/17.6%/12.9%，对应 EPS 分别为 0.31/0.37/0.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23/20/17 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、 风险提示

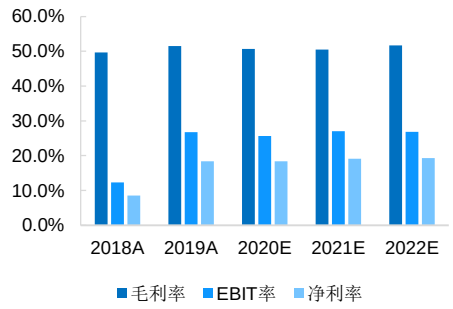
1、行业风险：受相关政策和疫情影响，垃圾焚烧业务市场竞争加剧，降噪市场发展不及预期，化工行业增速放缓等风险。

2、业务风险：公司降噪工程、互联网营销、广点通业务同比增速放缓，贸易收入持续减少等风险。

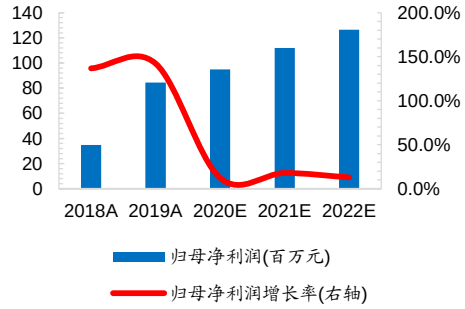
3、公司商誉、股东减持等风险。

附：财务预测摘要

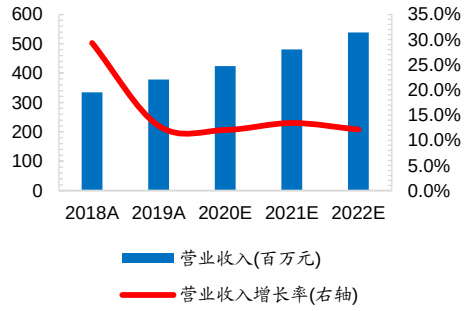
1、 毛利率、EBIT 率、净利率



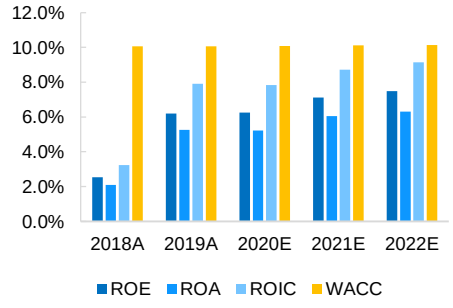
2、 净利润及其年度增长率



3、 营业收入及其年度增长率



4、 资本回报率



利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**335**	**378**	**424**	**481**	**539**
营业成本	169	183	209	238	260
折旧和摊销	25	26	18	22	26
营业税费	6	5	6	7	8
销售费用	16	16	17	19	22
管理费用	59	48	64	67	78
财务费用	3	3	3	3	3
公允价值变动损益	-0	-0	-0	-0	-0
投资收益	3	2	2	2	2
营业利润	**37**	**96**	**101**	**122**	**139**
利润总额	37	98	106	127	142
少数股东损益	-4	-4	-8	-8	-10
归属母公司净利润	**35**	**85**	**95**	**112**	**126**

资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	**1457**	**1530**	**1663**	**1725**	**1852**
流动资产	572	646	754	789	900
货币资金	118	163	171	175	199
交易型金融资产	0	49	49	49	49
应收帐款	284	288	332	383	411
应收票据	26	0	41	0	47
其他应收款	51	38	62	52	76
存货	28	66	41	81	52
可供出售投资	53	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	175	169	195	224	242
无形资产	36	36	31	26	23
总负债	**247**	**229**	**275**	**256**	**295**
无息负债	120	92	137	118	157
有息负债	127	137	138	138	138
股东权益	**1210**	**1301**	**1388**	**1469**	**1557**
股本	307	307	307	307	307
公积金	858	858	858	858	858
未分配利润	47	118	391	876	1117
少数股东权益	28	24	16	8	-1

现金流量表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**-37**	**78**	**49**	**74**	**93**
净利润	31	81	87	104	117
折旧摊销	25	26	18	22	26
净营运资金增加	25	8	54	50	48
其他	-119	-37	-110	-102	-98
投资活动产生现金流	**64**	**-21**	**-38**	**-44**	**-38**
净资本支出	10	8	25	27	16
长期投资变化	71	-16	0	0	0
其他资产变化	146	-29	-13	-17	-22
融资活动现金流	**-69**	**-8**	**-3**	**-26**	**-31**
股本变化	0	-0	0	0	0
债务净变化	51	-18	46	-19	39
无息负债变化	-11	-28	45	-19	39
净现金流	**-42**	**48**	**8**	**4**	**24**

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	29.3	12.8	12.0	13.4	12.1
净利润增长率	2264.4	163.2	7.6	20.4	11.7
EBITDA 增长率	167.5	91.3	-0.2	19.8	12.1
EBIT 增长率	1255.6	145.6	7.4	19.6	11.2
估值指标					
PE	141.5	80.5	23.1	19.6	17.3
PB	1.7	2.4	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	33.8	17.0	16.9	14.0	12.3
EV/EBIT	54.5	21.3	19.7	16.4	14.5
EV/NOPLAT	66.4	25.9	24.0	19.9	17.7
EV/Sales	6.7	5.7	5.1	4.4	3.9
EV/IC	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
盈利能力（%）					
毛利率	49.7	51.5	50.7	50.5	51.7
EBITDA 率	19.8	33.6	29.9	31.6	31.6
EBIT 率	12.3	26.8	25.7	27.1	26.8
税前净利润率	10.9	25.4	23.7	25.5	25.8
税后净利润率（归属母公司）	8.6	18.4	18.4	19.2	19.3
ROA	2.1	5.3	5.2	6.1	6.3
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.5	6.2	6.3	7.1	7.5
经营性 ROIC	3.2	7.9	7.8	8.7	9.1
偿债能力					
流动比率	2.4	2.9	2.8	3.1	3.1
速动比率	2.0	2.4	2.4	2.6	2.7
归属母公司权益/有息债务	9.3	9.3	9.9	10.6	11.3
有形资产/有息债务	5.9	5.9	6.9	7.3	8.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.11	0.28	0.31	0.37	0.41
每股红利	0.00	0.00	0.08	0.09	0.04
每股经营现金流	0.09	0.32	0.16	0.24	0.30
每股自由现金流(FCFF)	0.21	0.35	0.09	0.17	0.26
每股净资产	3.85	4.16	4.47	4.76	5.08
每股销售收入	1.09	1.23	1.38	1.57	1.76

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017 年加入新时代证券，传媒互联网行业组长。5 年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员、投资经理等岗位。2018 年东方财富&Choice · 中国最佳分析师传媒行业第一名；2019 年每市组合传媒行业第三名。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/