

计算机

2026 年 08 月 10 日

信息发展

(300469)

——北斗领航数据变现，经营转型现拐点

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2026 年 08 月 10 日

收盘价（元）	60.73
一年内最高/最低（元）	92.50/37.82
市净率	64.4
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	15,068
上证指数/深证成指	3,966.59/14,316.96

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	0.94
资产负债率%	70.62
总股本/流通 A 股（百万）	248/248
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《可信数据空间政策落地，关注信息发展——周一刻钟，大事快评（W160）》
2026/06/24

《关注信息发展——周一刻钟，大事快评（W156）》 2026/05/19

《信息发展观点更新——周一刻钟，大事快评（W135）》 2025/12/10

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

投资要点：

- **电子政务、北斗数据应用领军企业，复用平台数据能力。**公司成立于 1997 年并依托软件研发能力切入电子政务，逐步在档案与政法信息化领域建立区域影响力；2021 年交通通信集团国资入主后开启了全面战略转型；2024 年完成了对交信北斗（海南）、交信北斗（浙江）控股，子公司布局智慧交通；2025 年虽成无实控人状态，但公司业务发展仍稳定，推动北斗自由流项目建设。公司延伸原有政企客户服务与信息系统能力，已经从三大传统板块演化为“智慧交通+数字政务”双轮驱动。
- **北斗自由流核心受益者，公司领航数据变现。**新能源汽车高渗透率冲击海南“四费合一”财政收费模式，强化新型交通税费体系建立的迫切性。2025 年底海南公路里程 4.2 万公里、车流量增加带来确定的收费基数，北斗自由流建设成本仅为传统 ETC 的 25%，成为破局最优解。公司深度承接，从标准制定、终端研发到平台运营的全生命周期业务，构筑了极高的行业壁垒。信息发展作为核心受益者，有望覆盖收费公路网里程 6240 公里。据试点效果估计的对应年收入达 7 亿元（收取 3%服务费）。公司有望成为北斗自由流技术落地的核心受益企业。该技术还有望在内地省份逐步、适时推广，进一步打开想象空间。
- **汇聚稀缺交通数据，重卡保险理赔业务经营步入拐点。**中国商用车保险市场规模庞大但长期处于亏损状态，重卡等营运车辆综合赔付率在 120%以上，亟需引入实时、高频、多维度的车辆运行数据辅助定价。①公司承接交通部要求，是该领域标准的主要制定者；②设备上机、风控覆盖后，业务边际维护成本极低，收入具有高度的稳定性和可持续性。③前端数据流（已获重卡订单 360 万台，覆盖保险 73.4 万台）、后端分润模式推动重卡保险收入快速爬坡。④“**终端-平台-服务-数据**”四层递进式汇聚高价值且稀缺的交通大数据价值，可为保险定价、交通流量优化、城市规划等场景提供数据支持，进一步拓展收入来源。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是国内基于北斗卫星数据商业化变现的稀缺标的，同时也拥有着独特的竞争格局优势，因此商业模式的护城河较高且具备独特性。随着国家指挥交通建设落地，公司两块新业务的价值和业绩兑现能力有望持续得到加强。预计公司 2026-2028 年归母净利润-0.30/6.67/18.60 亿元；2027-2028 年对应当前（2026/8/10）PE 为 23x/8x。参考可比公司估值，给予其 2027 年 32 倍 PE，对应目标市值 212 亿元，相较于当前有 41% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **核心风险：**公司持续经营的风险、商业模式验证链条过长风险、股权与治理风险、信息披露有误（收到过警示函）

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	257	29	615	2,507	4,327
同比增长率（%）	-4.4	-35.6	139.5	307.5	72.6
归母净利润（百万元）	-160	-31	-30	667	1,860
同比增长率（%）	-	-	-	-	178.7
每股收益（元/股）	-0.64	-0.13	-0.12	2.69	7.49
毛利率（%）	21.5	-7.8	7.4	49.4	67.9
ROE（%）	-62.4	-13.4	-13.0	74.7	70.1
市盈率	/	/	/	23	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2026-2028 年归母净利润 -0.30/6.67/18.60 亿元，同比增速 81.2%/2323.3%/178.9%；2027-2028 年对应当前（2026/8/10）PE 为 23x/8x。公司“智慧交通+智慧政务”双轮驱动明确。2024 年已经有硬件部署投入以终端、平台、服务、数据四层递进，随北斗终端装机量达到一定阈值，公司将迎来业绩放量；重卡保险领域前端数据流、后端分润模式具有高度的稳定性和可持续性。公司有望复用政务平台、大数据经验，汇聚高价值且稀缺的交通数据，打开全新估值空间。参考可比公司估值，给予其 2027 年 32 倍 PE，对应目标市值 212 亿元，相较于当前有 41% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

智慧政务：财政预算约束、验收节奏与回款压力背景下，智慧政务业务规模略有回缩。预计 2026-2028 年收入为 1.8/1.8/1.6 亿元，毛利率为 22.1%/23.9%/24.5%。

智慧交通：智慧交通以终端、平台、服务、数据递进，有望随海南新型交通税费体系建立复用政务、大数据经验；随着北斗终端装机量达到一定阈值，毛利率有望快速上行。预计 2026-2028 年收入为 0.9/4.8/7.7 亿元，毛利率为 30.0%/60.0%/70.0%。

保险数据要素：中国商用车保险市场规模庞大但长期处于亏损状态，公司前端数据流、后端分润模式推动重卡保险领域的收入快速爬坡期，服务收入具有高度的稳定性和可持续性，硬件端的数据入口建成，收费标准体系建设完成后续运营维护的边际成本极低。预计 2026-2028 年收入为 3.5/18.5/34.0 亿元，毛利率为 -6.1%/49.1%/69.5%。

有别于大众的认识

市场认为公司近年来持续亏损，担心公司基本盘持续性。我们认为前期公司聚焦北斗自由流与商用车险数据闭环的布局，且保险降赔确收需在硬件装机后 12 个月，高研发投入与路网覆盖成本系战略必经阶段，平台积累的交通大数据价值未来将呈指数级增长，数据变现具有多元弹性，亏损状态或迎结构性拐点。

市场认为公司无实控人，担心战略一致性。我们认为公司双轮驱动定位明确，且深度参与北斗自由流标准制定，项目推进具备较强的行政资源支撑，随公路养护资金缺口倒逼北斗自由流收费立法加速，公司作为核心技术落地地方有望加速智慧交通营收落地。

股价表现的催化剂

设备装机量进一步突破、商用车保险覆盖超预期、自由流政策落地速度超预期

核心假设风险

公司持续经营的风险、商业模式验证链条过长风险、股权与治理风险、信息披露有误（收到过警示函）

目录

1. 围绕“信息”，持续“发展”	6
1.1 公司概况与历史沿革.....	6
1.2 基本业务历史表现：传统业务是底盘，新业务尚在放量前夜.....	7
1.3 股权变迁：从创始人控制到交信体系入主，再到无实控人	9
1.4 核心竞争力：特许经营权与技术壁垒的共振.....	10
2. 智慧交通——“布终端，做平台”，再到“数据变现”.....	11
3. 商用车保险数据业务：“科技降赔”的盈利闭环.....	13
3.1 行业现状痛点：商用车保险“超赔”黑盒	13
3.2 数据破局：商业模式从“卖设备”到“分利润”	17
3.2.1 前端数据流：北斗终端构建数据底座.....	17
3.2.2 后端保险分润：“风险减量”驱动的利润分享模式.....	18
3.3 保险业务收入展望及成本测算	19
4. 海南北斗自由流：全国里程费改革的“试验场”	23
4.1 背景：取代燃油附加费的必然性.....	23
4.2 公司参与深度：全生命周期承接.....	25
4.3 海南北斗自由流业务规模测算	27
5. 盈利预测与估值.....	30
5.1 盈利预测	30
5.2 相对估值	31
6. 风险提示	33

图表目录

图 1：公司经历了 5 个阶段的发展历程	7
图 2：2017-2026Q1 公司营收及利润波动较大（左轴：亿；右轴：%）	8
图 3：2022-2025 年公司收入中智慧交通业务占比逐步提升（千万）	8
图 4：公司 2025 年 7 月股权变更梳理	9
图 5：截至 2026Q1 公司股权结构图	10
图 6：智慧交通业务战略	11
图 7：商用车重卡超赔显著，行业急需科技降赔赋能	13
图 8：供需错配是核心痛点	13
图 9：商用车保险负循环造成保费上涨，甚至续保难问题	14
图 10：数据要素驱动全生命周期定价重构	15
图 11：保险降赔通过 AI 与人工结合，大幅提升降赔效果	16
图 12：截至 2026H1 公司风控中心建设规划	17
图 13：公司商用车数据流产品介绍	17
图 14：信息发展重卡终端安装数量及保险覆盖量梳理	18
图 15：保险风险降赔的全链条商业模式	18
图 16：中国成品油售价中的税费构成及占比（以 8.5 元/L 为例）	23
图 17：自由流相关硬件产品介绍	24
图 18：海南自由流：北斗商业化试金石	25
图 19：2022 年交信北斗完成《公路里程费收费系统》起草工作	26
图 20：交信北斗海南已获得 29 项软件著作权	26
图 21：交信北斗海南自由流模拟收费结果展示	27
表 1：信息发展业务定位演变	7
表 2：公司 3 次业务模式变更梳理	10
表 3：智慧交通业务模式拆解	12
表 4：信息发展保险数据业务三种变现模式对比	19
表 5：信息发展保险降赔终端安装节奏假设（万辆）	19
表 6：保险数据要素及降赔收入爬升节奏假设	20
表：对重卡数据要素主要成本项的假设	

表 8：折旧费用测算	21
表 9：风控中心成本测算	21
表 10：未来 4 年风控中心建设节奏及折摊压力	21
表 11：重卡降赔业务营收及盈利情况模拟测算	22
表 12：北斗自由流技术与传统 ETC 技术对比	25
表 13：海南自由流实际收费规模测算	28
表 14：海南自由流项目的投资金额及占比（亿元）	28
表 15：海南自由流成本、毛利率、净利率测算（亿元）	29
表 16：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：亿元）	30
表 17：公司与可比公司相对估值	31

1. 围绕“信息”，持续“发展”

公司始终围绕“信息”这一核心生产要素，演绎了一部从**传统项目制信息化**向高毛利数据资产变现持续**发展**的商业模式跃升史。纵观其发展轨迹，公司的成长逻辑经历了**三大核心阶段**的蜕变：

- **信息化 1.0 (奠基期)**：聚焦档案管理与食品安全追溯，确立行业信息化领军地位，完成底层技术与政府/企业客户资源的原始积累。
- **数字化 2.0 (跨界期)**：向交通物流大数据等高价值、高频次领域延伸，实现了从“单一软件开发”向“多维数据汇聚”的平台级卡位。
- **数智化 3.0 (变现期)**：迈入“数据要素+AI”的价值闭环。从系统集成商转型为数据运营商，打造“商用车保险降赔分润”与“海南北斗里程费”两大高毛利引擎，真正实现数据向核心战略资产的跨越。

1.1 公司概况与历史沿革

信息发展前身为**上海中信信息发展有限公司**，成立于**1997 年**；**2008 年**由有限责任公司整体变更为股份有限公司；**2015 年 6 月**公开发行 A 股 **1,670 万股**，并于**2015 年 6 月 11 日**在深交所创业板上市，股票简称“**信息发展**”。公司名称在战略转型过程中发生两次关键变更：一是**2020 年**由“上海中信信息发展股份有限公司”更名为“**上海信联信息发展股份有限公司**”；二是**2024 年**进一步更名为“**交信（浙江）信息发展股份有限公司**”。这一更名路径是对应公司控制权变化与业务重心由传统政务信息化，逐步向交通信息化、北斗规模化应用和数字城市延展的战略轨迹。

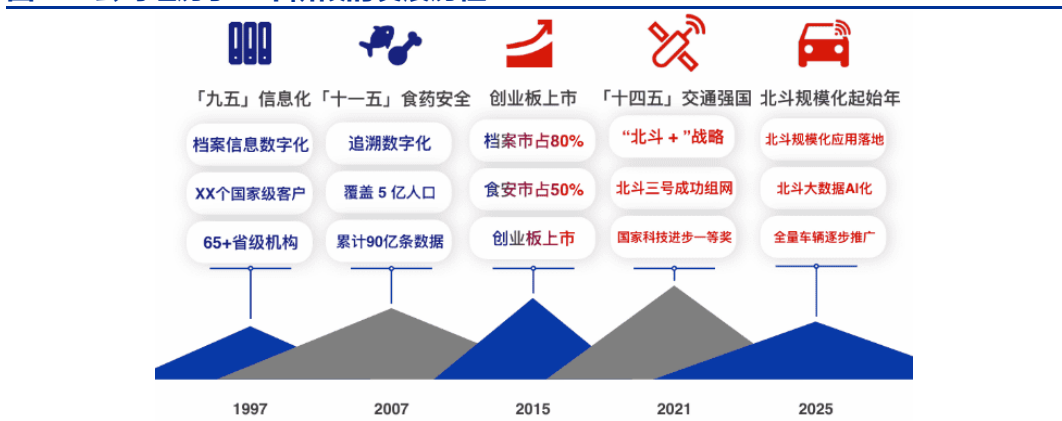
业务发展层面，公司的演进可以清晰划分为三段。

1997-2002 年为初创期，公司依托核心团队的软件研发能力切入电子政务，并从**2001 年**起推出系列档案信息化软件产品，确立以档案信息化为核心的发展方向；

2003-2008 年为稳步成长阶段，公司在档案软件基础上，延伸出数字档案馆、电子文件中心、司法行政管理、数字化监狱、政务协同办公等解决方案，逐步在档案与政法信息化领域建立区域影响力；

2009 年至今则是快速发展与战略转型期，前半段以“智慧档案、智慧食安、智慧司法”为核心，后半段在控股股东切换后转向“智慧交通+智慧政务”双轮驱动。

图 1：公司经历了 5 个阶段的发展历程



资料来源：公司年报，申万宏源研究

业务定位层面，公司已经从过去的“三大传统板块”演化为现在的“双轮驱动”结构。这一历史沿革的关键意义在于，公司并非从零切入智慧交通，而是先在**政务数字化、政府客户、行业专有云、系统集成与运维**上积累了长期能力，再借股东资源和技术路线变化切入更高弹性的交通新场景。因此，公司新业务并不是孤立冒出的“第二曲线”，而是建立在原有政企客户服务与信息系统能力之上的延伸。

截至 2025 年，公司将自身定位为：**依托北斗、大数据、区块链、人工智能等先进技术，为智慧交通和数字城市提供数据产品、安全管理及低碳转型解决方案的新型数智企业。**

表 1：信息发展业务定位演变

阶段	主要业务定位	核心子公司/抓手	业务特征
上市前至 2020 年	智慧档案、智慧食安、智慧司法	金档信息、光典、追溯云等	以政府项目制、系统集成、软件开发和运维服务为主
2021-2023 年	传统政务信息化+智慧交通起步	光典、追溯云、交信北斗海南/浙江	控制权切换后，开始布局北斗自由流、车联网、交通数据服务
2024 年至今	“智慧交通+智慧政务”双轮驱动	交信北斗海南、交信北斗浙江、光典、追溯云	交通业务强调终端、平台、生态、服务；政务业务强调 AI 化、平台化、国产化

资料来源：公司年报，申万宏源研究

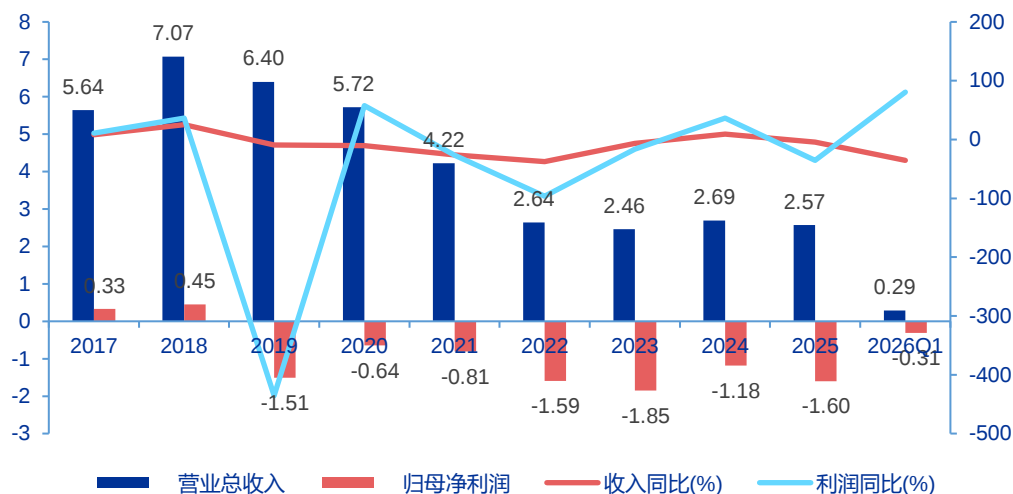
1.2 基本业务历史表现：传统业务是底盘，新业务尚在放量前夜

从历史财务数据看，公司经营大体经历了**上市后扩张—传统业务承压—新旧业务切换阵痛**三个阶段。公司营业收入从 2012 年的 2.57 亿元增长至 2014 年的 3.68 亿元，对应归母净利润从 2,460 万元升至 3,534 万元；上市后收入继续扩张，2018 年营业收入达到 7.07 亿元，归母净利润 4,480 万元，为传统业务高点之一。

但随后公司进入**明显调整期**。2019 年营业收入 6.40 亿元，归母净利润-1.51 亿元；2020 年营业收入 5.72 亿元，同比-10.65%，归母净利润-6,386 万元；2022 年营业收入 2.64 亿元，其中智慧政务收入 2.25 亿元，占比 85.41%，智慧交通收入仅 266.9 万元，占比 1.01%，说明当时交通新业务尚处导入期，而传统业务已明显收缩。

2023 年以来，公司收入规模仍处低位，但结构已开始重塑。2023 年营业收入 2.46 亿元，2024 年营业收入 2.69 亿元，同比+9.02%，2025 年营业收入 2.57 亿元，同比-4.40%；同期归母净利润分别为-1.85 亿元、-1.18 亿元、-1.60 亿元，持续亏损表明公司尚处于转型投入期，新业务尚未完全覆盖传统业务收缩与研发投入压力。

图 2：2017-2026Q1 公司营收及利润波动较大（左轴：亿；右轴：%）

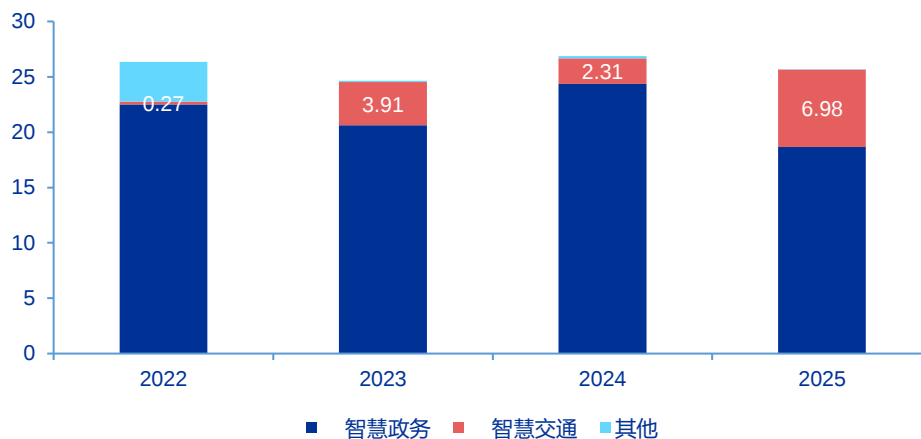


资料来源：公司年报，申万宏源研究

从传统业务构成看，2020 年公司收入主要来自智慧档案 3.12 亿元，占比 54.47%、智慧食安 9,930 万元，占比 17.36%、智慧司法 7,851 万元，占比 13.72%；按产品形态看，系统集成占 31.01%、技术支持与服务占 35.77%、应用软件开发与销售占 33.22%，说明过去公司仍以项目交付、系统集成和运维服务为主。

而 2022 年起，公司智慧交通业务开始逐步放量。2023 年收入 3912 万，到 2025 年增加至 6980 万元。但该业务毛利率波动较大，2022 年毛利率达 71.6%，后续逐步下降至 2025 年的 18.2%。这主要是因为公司前期在海南北斗自由流上的投入较大，部分业务属于项目开发制。2024 年开始逐步有硬件部署的投入，毛利率逐步向下回归所致。

图 3：2022-2025 年公司收入中智慧交通业务占比提升（千万）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

总体看，传统业务曾支撑公司上市与全国化扩张，但收入天花板与项目制属性较强；在财政预算约束、验收节奏与回款压力背景下，传统业务从增长驱动转为现金流和客户资源底盘，新业务则承担未来估值重构逻辑。

1.3 股权变迁：从创始人控制到交信体系入主，再到无实控人

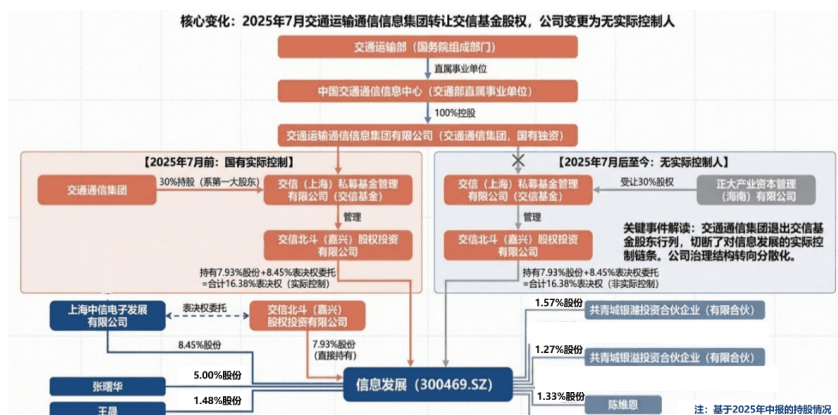
股权变迁是理解信息发展战略变化的关键。上市前，公司由创始人张曙华控制。招股书显示，张曙华直接持有公司 30.08%股份，并通过其个人独资的上海中信电子发展有限公司间接持有公司 42.40%股份，合计控制 72.48%股份，是绝对控股股东与实际控制人。

2021 年是信息发展发展历程中的分水岭，公司实际控制人变更为交通通信集团，国资入主后开启了全面的战略转型。①这一年，交通运输部通信信息集团有限公司（CTTIC，隶属于交通运输部）通过旗下交信（上海）私募基金管理有限公司发起设立的交信北斗（嘉兴）股权投资有限公司（简称“交信北斗投资”）入主信息发展，成为公司控股股东。交信北斗投资通过直接持股及表决权委托方式，合计拥有上市公司约 24.68%的股份表决权。②2021 年启动定向增发，募集资金不超过 7 亿元，其中 5 亿元投向“北斗自由流建设项目”，该项目以海南省里程费改革试点为契机，布局安装北斗+5G/4G 融合车载终端并建设北斗自由流大数据云平台。定增募投项目的落地标志着公司正式将“北斗+交通”确立为核心战略方向。

2024 年，信息发展以子公司形式，布局全面铺开。公司完成了对交信北斗（海南）科技有限公司的控股（持股 51%），并设立了交信北斗（浙江）科技有限公司、交信北斗（山东）信息技术有限公司等子公司，形成了覆盖海南、浙江、山东等重点区域的业务布局。同年，公司名称由“上海信联信息发展股份有限公司”变更为“交信（浙江）信息发展股份有限公司”，进一步强化了交通信息化的品牌定位。

2025 年，公司变更为无实控人，但业务发展仍稳定推进。①7 月公司发布公告披露，交通通信集团通过公开挂牌方式转让其所持有的交信基金 30%股权，导致交信基金变为无实际控制人状态，进而使信息发展也进入无实际控制人状态。②尽管控制权结构发生变化，但公司的日常经营和战略方向保持稳定，董事长兼总经理顾成（原交通通信集团背景）继续领导公司推进北斗业务；2025 年 12 月，交信北斗海南完成新一轮增资扩股，引入嘉兴熠斗、北大仓等外部投资者，公司持股比例 54.94%保持控股地位。

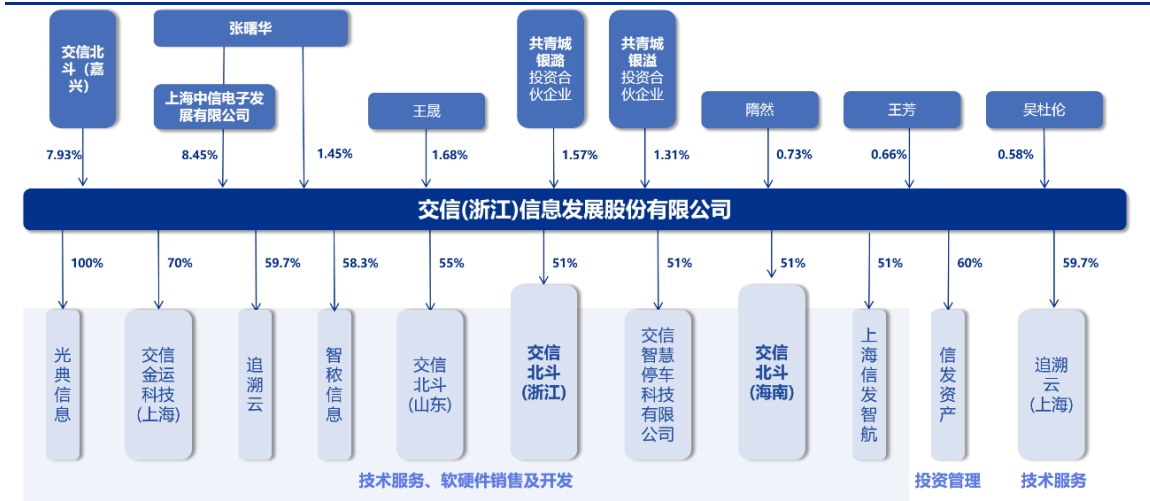
图 4：公司 2025 年 7 月股权变更梳理



资料来源：公司公告，申万宏源研究

目前，信息发展子公司业务重点明确：①依托于光典及追溯云公司发展智慧政务，致力于推动政务服务的数字化与智能化进程；②交信北斗海南、交信北斗浙江则定位智慧交通的应用，在车联网、北斗规模化应用和大数据应用等多个核心领域取得了显著进展。将充分发挥政务、交通行业经验和大数据的优势。

图 5：截至 2026Q1 公司股权结构图



资料来源：Wind，公司年报，申万宏源研究

1.4 核心竞争力：特许经营权与技术壁垒的共振

信息发展的核心竞争力构建在“股东背景带来的行业进入壁垒”与“全产业链技术闭环”的双重维度之上。

股东背景的赋能深度：公司曾经的控股股东交信北斗投资，其实际控制人为交通运输部下属的中国交通通信信息中心（CTTIC）直属企业——交通通信集团。这种背景赋予了公司在交通领域极高的行业准入地位和数据资源整合能力，使其能够合法合规地触达并运营交通行业底座数据，这是纯市场化竞争对手难以逾越的鸿沟。

技术护城河的厚度：公司构建了涵盖北斗高精度定位、车路云一体化算法、基于区块链的交通数据互信在内的技术矩阵。特别是在北斗高精度基础服务网建设上，公司实现了从前端传感器（OBU/T-Box）到中端大数据云平台的垂直整合，具备了提供“海、陆、空、地”全方位智慧交通解决方案的能力。

表 2：公司 3 次业务模式变更梳理

业务阶段	核心产品/服务	技术关键词	客户群体	商业模式
1.0 时代	食安云、数字档案	数据追溯、OCR、数据库	政府部门（食安、档案局）	项目集成服务费
2.0 时代	北斗终端、交信云	北斗定位、云计算	交通运输厅、物流物流企业	设备销售+平台建设
3.0 时代	保险分润、自由流运营	区块链、AI 风控、5G 融合	保险公司、能源企业、政府	数据服务分润+永续现金流

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2. 智慧交通——“布终端，做平台”，再到“数据变现”

智慧交通是公司当前最重要的新业务板块，主要由交信北斗（海南）和交信北斗（浙江）推进，战略关键词是“北斗+AI”“布终端、搭平台、建生态、强服务”。

图 6：智慧交通业务战略



资料来源：公司年报，申万宏源研究

1、商业逻辑：为什么智慧交通会成为公司转型核心

公司之所以将智慧交通置于转型核心，根本原因在于传统政务信息化的项目制模式天花板较低，而智慧交通具备更强的**规模化装机能力、平台化运营能力和数据复用能力**。北斗高精度定位、车联网、自由流收费、保险风控和交通运营数据，天然具备从单次项目收入延伸到持续服务费、数据服务费、分润收入的潜力。

首个切入点是**北斗自由流**。在北斗自由流业务中，公司通过车载终端采集高精度轨迹数据，并通过中央平台完成路网管理、轨迹匹配、里程计量、分类计费与清分结算，目标是形成比传统 ETC 更精准、更公平、更低基础设施成本的收费体系。2025 年半年报披露，公司北斗自由流**模拟计费准确率已达 99.99%，定位精度约 1 米**，说明其技术验证已较成熟，但海南实际收费落地仍取决于地方收费标准、技术标准与立法节奏。

另一个核心抓手是**重点营运车辆装机**。公司以重卡、“两客一危一货”等高风险车辆为优先场景，先通过布设北斗智能车载终端获取高频、高精度轨迹和驾驶行为数据，再衔接保险、地图、物流、能源等生态伙伴，逐步从卖设备转向卖服务、卖数据、卖风控能力。

2、业务模式：终端、平台、服务、数据四层递进

公司智慧交通业务不是单一硬件销售，而是明显的四层递进模式。

第一层是**终端部署**。公司通过点装模式采购和部署符合自身技术标准的北斗智能终端，终端产权原则上归公司所有，并通过服务费模式回收安装成本。这一模式决定了终端既是硬件设备，也是未来数据资产的采集入口。

第二层是**平台运营**。公司围绕北斗自由流和车联网，建设了包括运营管理平台、终端发行平台、资金清分结算平台、综合信息服务平台、BD-CLOUD 平台、BD-WINDY 风控护航平台、BD-STAR 数字化运营系统、数仓平台等一整套系统能力，支撑路网管理、终端管理、风险识别、数据归集和能力输出。

第三层是**风控与运营服务**。公司通过自研 **ASLM 主动安全风控模型**，结合 ADAS、DMS、AEBS 等系统，对车辆运行状态、驾驶员行为、道路环境进行实时监控与干预，实现疲劳驾驶预警、紧急制动、车道保持、风险识别等功能。这一层的收入表现为终端服务费、风控服务费、车辆护航服务等。

第四层是**数据要素变现**。这是公司最具想象力、也是最有利润弹性的环节。公司依托海量终端数据，形成“险前定价—险中干预—险后理赔”的全周期风控闭环，面向保险公司输出数据服务和赔付优化能力。2025 年半年报明确，公司已形成两种模式：一是**基于事故减少的赔付分润**，二是**固定保险服务费+赔付分润模式**，即在分润之外叠加每车固定服务费。

表 3：智慧交通业务模式拆解

业务层级	核心内容	价值来源	收入模式
终端层	北斗智能车载终端、OBU 等	获取车辆轨迹和驾驶行为数据入口	终端服务费、部署回收
平台层	自由流平台、BD-CLOUD、数仓等	路网管理、计费清分、终端管理、数据 数据处理	平台建设费、运营服务费
服务层	ASLM 风控、车队管理、护航服务	降低事故率、提升车队运营效率	风控服务费、终端运维费
数据层	保险风控、地图服务、物流调度等	数据标签化、模型化、行业化输出	数据服务费、赔付分润

资料来源：公司年报，申万宏源研究

这一模式的关键不是一次性卖设备，而是形成“**装机量→数据沉淀→模型优化→行业变现**”的飞轮。公司年报明确提到，随着北斗终端装机量达到一定阈值，整体固定成本和边际成本将显著下降，数据业务毛利率有望持续上行。

3. 商用车保险数据业务：“科技降赔”的盈利闭环

3.1 行业现状痛点：商用车保险“超赔”黑盒

中国商用车保险市场是一个规模庞大但长期处于亏损状态的细分市场。截至 2025 年底，中国商用车存量约 4945 万辆，重卡车保有量约 860 万辆，按每辆车平均保费 2 万元计算，年度保费规模约 1720 亿元。然而，这一市场的综合赔付率长期超过 100%，保险公司“收 100 元保费、赔 120-130 元”的现象普遍存在，12 吨以上重点营运车辆的保险赔付率甚至高达 130%-200%。

图 7：商用车重卡超赔显著，行业急需科技降赔赋能



资料来源：公司年报，申万宏源研究

商用重卡保险市场呈现出“强需求”和“弱供给”的供需错配矛盾。高赔付率的根源在于传统商用车车险定价模型缺乏实时驾驶行为数据支撑，无法精准识别和量化个体车辆的风险水平，导致“好司机补贴坏司机”的逆向选择问题严重。

图 8：供需错配是核心痛点



资料来源：公司年报，申万宏源研究

强需求 —— 商用运营保险的刚性特征，主要来自 3 个方面：

- 1. 合规刚需，必须投保：**商用运营车队（尤其是重卡）必须投保保险，这是运输安全和法规合规的强制要求，不买就没法上路运营，属于“不买不行”的刚需。
- 2. 市场规模大，保费贡献高：**重卡保险的保费占了整个车险市场的 12%，是车险里的重要组成部分，市场规模大、保费贡献显著。
- 3. 电动化带来新增需求：**新能源重卡的渗透率正在快速提升，电动化趋势给保险市场带来了新的增量需求。

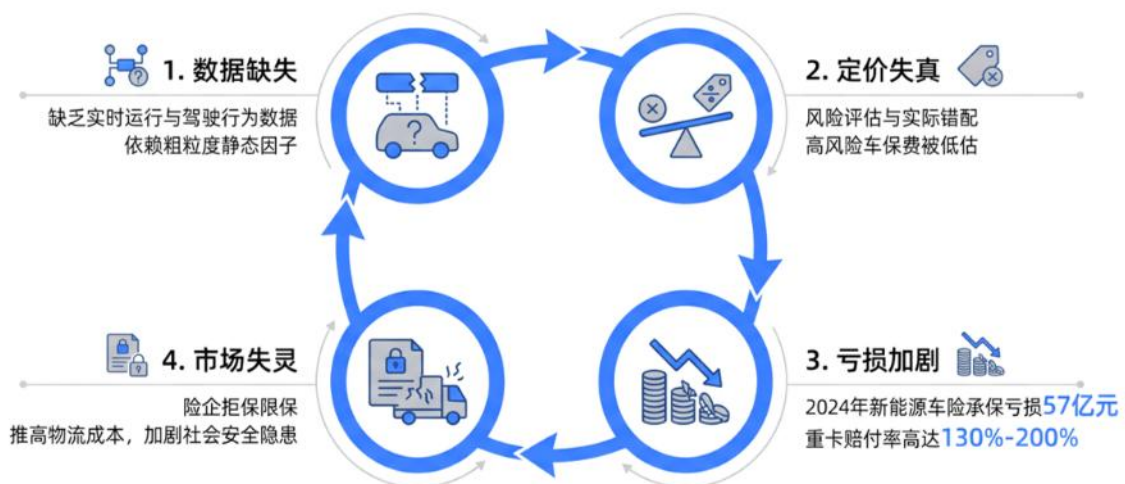
弱供给 —— 保险公司收缩承保的困境，反过来又加剧了车主的困境：

1. **保险公司主动收缩重卡业务**：面对高风险、高亏损，保险公司的风险偏好持续下降，主动减少甚至退出重卡保险业务。
2. **车主陷入“无险可投”的困境**：重卡车主普遍面临续保难、投保难的问题，找不到保险公司愿意承保。
3. **定价机制僵化导致恶性循环**：费率限制让保费没法覆盖实际风险，保险公司不敢保，车主买不到，供需矛盾进一步加剧。

商用车保险高赔付率的形成机制可以概括为“数据缺失—定价失真—亏损加剧—市场失灵”的恶性循环。具体而言，由于缺乏车辆实时运行状态和驾驶行为数据，保险公司无法对个体车辆进行精准风险分级，只能依赖车型、车龄、使用性质等粗粒度因子进行定价，导致风险定价与实际风险严重错配。高风险车辆因保费低估而获得过度保障，低风险车辆因保费高估而转投其他渠道或放弃投保。

图 9：商用车保险负循环造成保费上涨，甚至续保难问题

数据缺失引发定价失真，导致亏损加剧与市场失灵



资料来源：公司年报，金融时报，申万宏源研究

保险公司在持续亏损的压力下，采取提高保费、收紧核保等手段，但这又进一步推高了物流企业的运营成本。部分高风险车辆甚至面临“拒保”困境，不得不通过非正规渠道投保或无保险上路，增加了道路交通安全隐患。**这一恶性循环的破局关键在于引入实时、高频、多维度的车辆运行数据，实现从“经验定价”到“数据定价”的范式转变。**

范式跃迁：数据要素驱动全生命周期定价重构

要打破“投保难、连年亏”的死结，核心在于**借助科技手段，实现车险定价从“经验依赖”向“数据驱动”的范式转变**。随着北斗强制装机以及车联网数据的普及，保险公司、主机厂与科技公司们，正联手打造从被动理赔走向主动干预的“全生命周期风控闭环”。

1. **险前阶段（精准定价）**：通过打通底层数据源，险企能够获取海量车辆运行轨迹、驾驶员状态以及电池健康度等多维高频数据，借助先进的风控模型（如 ASLM 模型）实现保费与实际风险精准挂钩。

2. **险中阶段（动态控损）**：引入高级驾驶辅助系统（ADAS）和驾驶员状态监测（DSM）技术。当系统监测到疲劳驾驶或前车距离过近时，可进行实时预警甚至自动紧急制动（AEBS），从而有效降低事故发生率，实现深度的“风险减量”。

3. **险后阶段（敏捷理赔与安全迭代）**：借助事故数据回溯可快速厘清责任，提升定损效率；同时，险企与汽车制造商建立常态化数据共享与安全迭代机制，利用机器学习反哺优化整车设计，从源头抑制风险。在商业模式上，部分科技平台已经开始与保险公司探索“固定服务费+降赔分润”（即按节省赔付金额的 60%-90% 进行收益分享）的创新业态，彻底重塑了产业链的价值分配格局。

图 10：数据要素驱动全生命周期定价重构



观点：数据驱动的风险管理闭环是商用车险行业发展的必然趋势，将重塑行业竞争格局，实现从“事后赔付”向“事前预防”和“事中控制”的根本转变。

资料来源：公司年报，申万宏源研究

数据驱动的风险管理闭环，是商用车车险行业发展的重要趋势。实现从“事后赔付”向“事前预防”和“事中控制”的根本转变。

因此，为了更好地进行风险控制，减少事故的发生，公司在商业模型上设置了“风控中心”。风控中心以主动安全风险控制为核心，专注于车辆运营风险管理，通过“技防+人防”的双重体系，为商用车行业提供全周期、全场景的智能风控服务。业务覆盖北斗智能终端的部署、实时数据采集、风险预警、保险降赔、调度优化等环节，是智慧交通生态的重要基础设施。

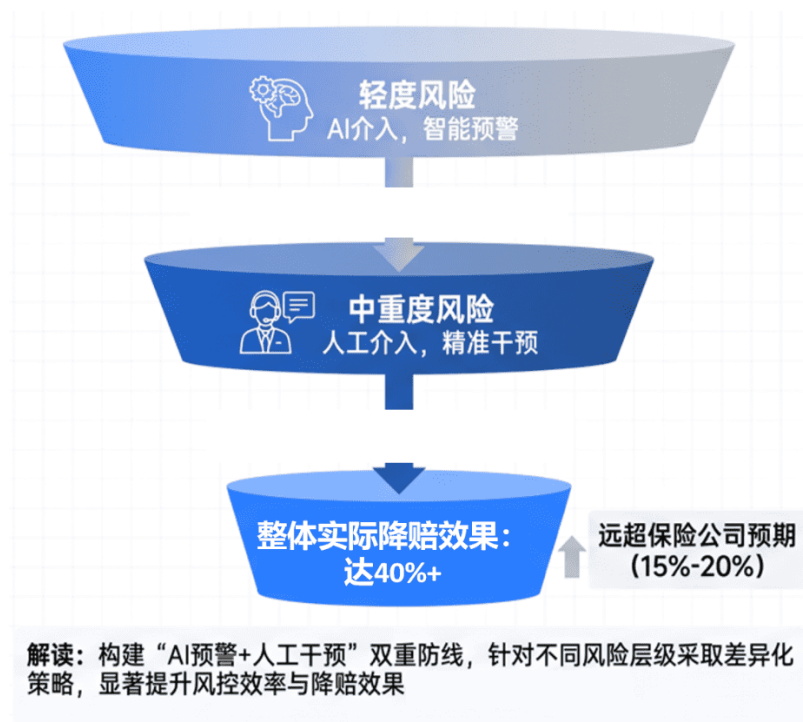
风控中心采用自主研发的 ASLM 主动安全风险模型：基于大数据与 AI 大模型，结合北斗高精度定位、智能监控；对车辆运行、驾驶行为及道路环境进行综合评估；实现精准风险预警与智能决策，提高道路交通安全；在北斗自由流、大数据应用、数据安全领域积累丰富储备。

风控中心业务主要包括：

1. **政府监管支持**：实时车辆数据监控、轨迹分析、事故预警、行为分析；支持智能交通监管平台
2. **保险风控服务**：司机行为分析、事故风险预测、定价建模；全周期风控体系（险前定价、险中干预、险后理赔）；降低保险赔付率，提升保险业务盈利能力
3. **智慧调度与导航优化**：向车队、物流企业提供智能调度方案、行车数据；AI 智能体训练优选路径，提升整体运营效率
4. **平台产品服务**：政府、运营企业、保险公司平台模块化接入（API、SDK）；支持事故预警、驾驶行为分析、智能决策等功能

以青岛风控中心为例，该中心目前在管超过 2 万台货车，实行三班倒全天候护航服务，特别是针对重卡高发事故时段（下午至上半夜）进行重点盯防。在干预机制上，**轻度风险由 AI 自动完成语音提醒闭环，中重度高危风险则强制人工介入**，直至确保司机安全后才结束服务闭环。当前的人工服务覆盖效率约为 3000 台/人，随着 AI 大模型能力的持续进化，人机比和人效指标仍有巨大的优化空间。

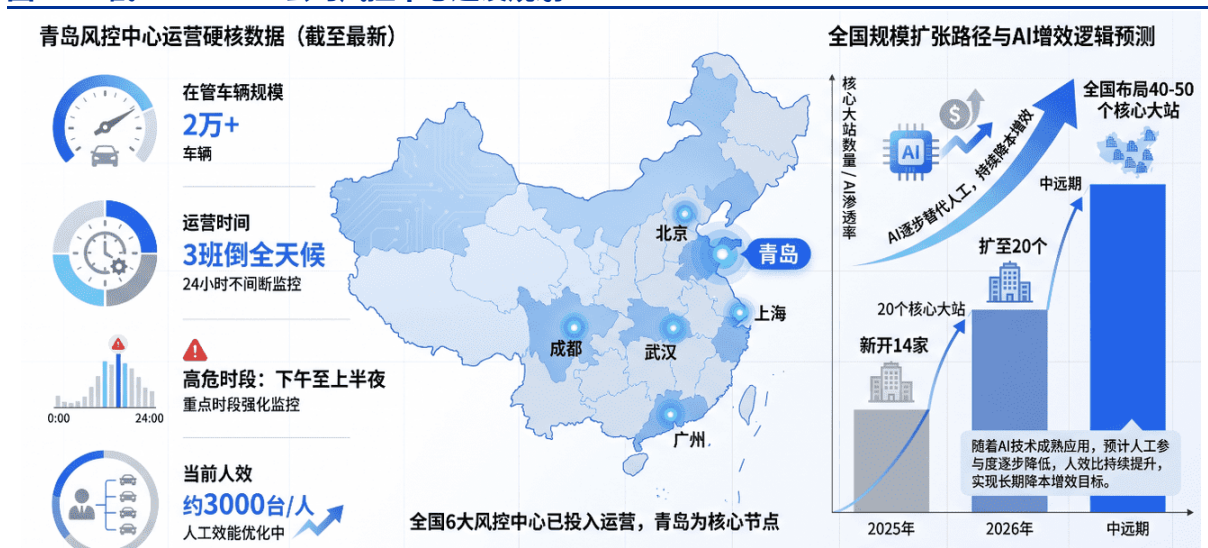
图 11：保险降赔通过 AI 与人工结合，大幅提升降赔效果



资料来源：DoNews(新闻资讯平台)，交信北斗畅行服务公众号，申万宏源研究

截至目前，已有累计约 **73.4 万台车辆被纳入保险服务覆盖范围**（其中约 30 万台为人工干预，43.4 万台依靠 AI 模式）。风控站点已建成 6 个，**中远期目标是在全国车流大省布局 40-50 个大型风控站点**。依靠规模的极速扩张和 AI 对人工的逐步替代，单车风控边际成本将不断递减。

图 12：截至 2026H1 公司风控中心建设规划



资料来源：公司公众号，交信北斗畅行服务公众号，申万宏源研究

3.2 数据破局：商业模式从"卖设备"到"分利润"

3.2.1 前端数据流：北斗终端构建数据底座

信息发展商用车保险数据业务的商业模式可以概括为“终端铺设→数据沉淀→风险减量→利润分享”的闭环。在前端数据流环节，公司通过前装（与整车厂合作预装）和后装（存量车辆加装）两种模式，大规模部署北斗智能车载终端，采集车辆的实时位置、速度、加速度、方向、行驶轨迹等秒级高频数据。同时，终端还集成了ADAS（高级驾驶辅助系统）、DSM（驾驶员状态监测）、AEBS（自动紧急制动系统）等主动安全功能，实现对疲劳驾驶、急转弯、车道偏离、前车碰撞风险等危险驾驶行为的实时识别和预警。

图 13：公司商用车数据流产品介绍

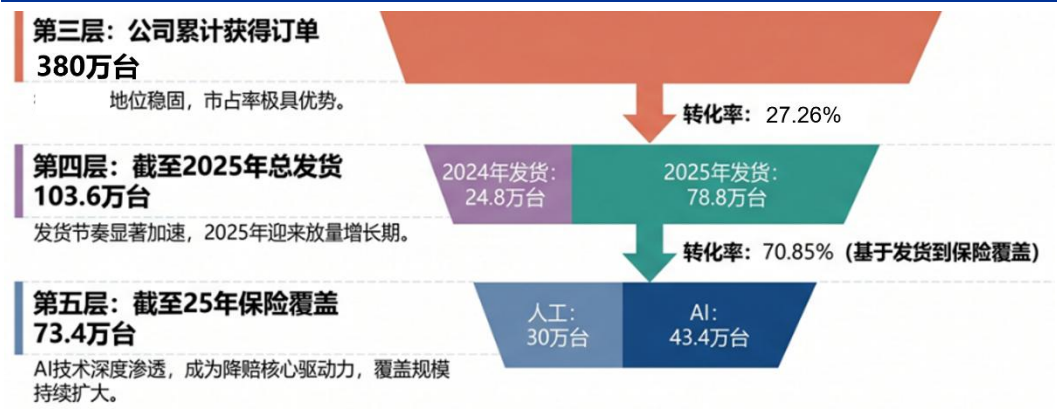


资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司的订单获取与保险风控服务能力行业领先。①**订单转化上**，据 2026 年 7 月口径，信息发展在全国 800 万台重卡基盘中累计获得 380 万台公司订单。2024、2025 年合计发货 103.6 万台，其中 2024 年 24.8 万台、2025 年 78.8 万台。已实现保险覆盖 73.4 万台，包括 30 万台人工模式与 43.4 万台 AI 模式。②**分布地域上**，业务已覆盖天津、湖南、浙江、山东、河北、内蒙古等 余省份，与多家大型保险公司总部签署战略框架协议，由区域公

司落地执行。公司目前已建立并运营 6 个风控中心，另有 2 个在建，形成了“终端安装—数据采集—风险分析—保险对接”的完整业务链条。

图 14：信息发展重卡终端安装数量及保险覆盖量梳理



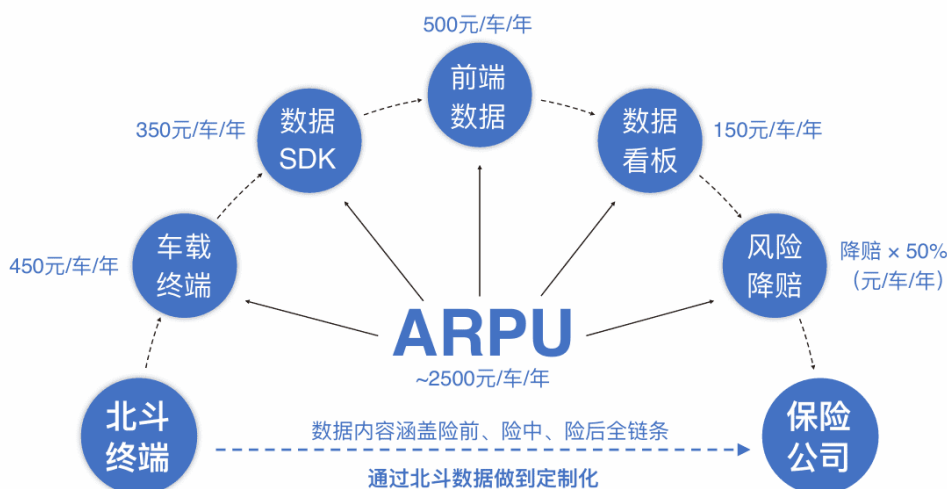
资料来源：公司投资者关系交流、业绩说明会，同壁财经，申万宏源研究

3.2.2 后端保险分润：“风险减量”驱动利润分享模式

在后端变现环节，信息发展与保险公司的合作包含两类核心模式。第一类是“数据要素变现”模式，即保险公司根据业务发展需求，向公司提出数据统计需求和分析报告需求，公司据此收取数据服务费。这一模式的本质是将原始的北斗轨迹数据加工为保险业务可用的风险评分、驾驶行为报告、区域风险地图等数据产品，实现数据要素的价值化。

第二类是“风控服务费”模式，也是公司最具长期价值的盈利模式。该模式下，公司在车辆营运期间向车队和驾驶者提供交通事件预警和疲劳驾驶的护航服务，通过降低事故发生率直接减少保险公司的赔付支出。保险公司将因此节省的赔付成本按合同比例返还给公司，形成“风险减量—成本节省—利润分享”的正向循环。公司年报中明确提出，该模式在后期将成为公司主营业务的核心支撑之一。

图 15：保险风险降赔的全链条商业模式



资料来源：公司年报，申万宏源研究

值得注意的是，公司在 2025 年引入了“固定保险服务费”模式，与传统单一依赖风险减量降赔率的方式形成互补。公司构建了行业内全新的立体数据采集体系，覆盖车辆运行状

态、驾驶行为、道路环境等多维度要素，这些数据在服务期内持续提供给保险公司，保险公司据此支付相应费用。该费用与风险减量效果并无直接关联，而是基于公司提供的数据价值本身进行付费，这一模式大大降低了收入波动风险，增强了现金流的稳定性。

表 4：信息发展保险数据业务三种变现模式对比

变现模式	核心内容	收入特征	发展阶段
数据要素变现	提供风险评分、驾驶报告等数据产品	按报告/数据量收费	已开始
风控服务费	实时护航、预警服务降低事故率	固定年费+效果分成	快速推进
保险降赔分润	事故率下降后分享节省的赔付金	收取节省赔付的 60-90%	逐步放量

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 保险业务收入展望及成本测算

服务年费收入具有典型的“HALO 资产”特征：前期需要较大的资本投入进行终端铺设和平台建设，但一旦硬件端的数据入口建成，收费标准体系建设完成，后续运营维护的边际成本极低，而服务收入具有高度的稳定性和可持续性。更重要的是，随着平台上接入车辆数量的增加，平台积累的交通大数据价值呈指数级增长，可以为保险精准定价、交通流量优化、城市规划等多元应用场景提供数据支持，进一步拓展收入来源。

我们对保险业务的收入体量和放量节奏进行了几个重要的假设：

1. **装机节奏逐步加快**，年初因为春节效应相对较少，后续逐步爬坡。根据交通部 2024 年发文对北斗终端应用提出要求，假设 2027 年底基本全部完成硬件安装，公司在手订单 350 万台套左右，未来可再新增约 110 万台套订单，考虑季度增长因素进行逐季分摊。由于年份周期短，期间新装车辆未达报废等标准、老旧车辆占比较低，因此不考虑车辆退保，最终假设累计安装终端规模为 461 万台套，**安装高峰为 2027 年，年度新装 220 万台套**。季度装机假设表如下：

表 5：信息发展保险降赔终端安装节奏假设（万辆）

年份	2025E				2026E				2027E				2028E			
季度	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
新装车辆	9	5	20	35	15	25	35	40	30	50	60	80	20	15	0	0
累计装车	29.7	35.1	55.3	90.5	106	131	166	206	236	286	346	426	446	461	461	461

资料来源：iFind，申万宏源研究

注：2025 年为分析师拆分测算

2. 收入确认需相对装机延后 5 个季度，且一年的收入会因为会计原因均分到 4 个季度确收。因此**每个季度可确认的保险数据要素收入：T-5 个季度的累计装机量*保险渗透率*500 元/个**。考虑到前期客户更为优质，早期保险渗透率有望突破 70%；而随着安装客群的普及，我们假设保险渗透率逐年下降至 50%左右区间。
3. 收入结构中，基础数据收入 500 元/年/车，保险分润部分收入 1500 元/年/车。虽然分润部分趋势会随着保险降赔幅度边际递减，但届时基础数据价值越来越高，因此后续年度收入仍可维持 2000 元/年/车。基于此假设，我们看到**公司 26-28 年重卡保险领域的收入处于快速爬坡期，从 3.5 亿到 34.0 亿元，将彻底重塑公司的**

收入和盈利结构。再次验证，公司作为服务商将充分受益于北斗落地，与保险终端分润。

2027E 收入涨至 18 亿元，2028E 增至 34 亿元；保险收入持续高增，说明公司依托重卡车辆销售同步绑定车辆保险、车队金融保险等衍生服务，高毛利保险业务持续放量。

表 6：保险数据要素及降赔收入爬升节奏假设

年份	季度	新装车辆 (万辆)	累计装车 (万辆)	当期保险基数 (万辆)	数据要素收入 (万元)	分润收入 (万元)
2025E	Q1	9	29.7			
	Q2	5	35.1			
	Q3	20	55.3			
	Q4	35	90.5	2.3		
2026E	Q1	15	106	8.3	288	863
	Q2	25	131	18.2	1038	3113
	Q3	35	166	40.3	2275	6825
	Q4	40	206	73.4	5038	15113
2026 总结				73.4	8638	25913
2027E	Q1	30	236	82.4	9175	27525
	Q2	50	286	97.4	10300	30900
	Q3	60	346	116.7	12175	36525
	Q4	80	426	138.7	14581	43744
2027 总结				138.7	46231	138694
2028E	Q1	20	446	153.7	17331	51994
	Q2	15	461	178.7	19206	57619
	Q3	0	461	208.7	22331	66994
	Q4	0	461	248.7	26081	78244
2028 总结				248.7	84950	254850

资料来源：iFind，公司公告，申万宏源研究

4. 考虑到公司硬件安装也需要进行折旧摊销，同时也有一定的安装成本支出。因此我们参考公司 2025 年资产负债表中的在建工程，及在建工程转固金额，结合当年安装设备的数量测算单台设备的成本。同时假设单台设备安装成本在 250-300 元区间。详细的假设表如下：

表 7：对重卡数据要素主要成本项的假设

重卡设备 ASP 测算	2025	2024	备注
装机量 (万个)	78.8	24.8	
平均单价 (元)	290.3	378.5	(固定资产+在建工程)/安装量
设备硬件成本均值 (元/个)	334.4		硬件折旧按照 2.5 年假设，转固后次月开始逐月进行折摊，则年折摊约 135 元。
设备部署成本 (元/个)	280	-	实际支付存在滞后，或地方补贴等

资料来源：iFind，公司年报，申万宏源研究

由此，我们进一步假设，硬件装车后的次季度开始由在建工程转入固定资产进行折旧摊销。设备的折摊周期为 2.5 年，在 3 年后就需要进行设备更新替换，再来一轮新的资本开支。因此，我们看到折摊的高峰期从 **2028 年及后续或将维持在 7-8 亿/年的区间**。而**安装费是根据当年新增设备实时产生的，我们预计每年费用在 4-5 亿之间**。这些就构成了稳态期保险理赔业务的最主要成本项目。

表 8：折旧费用测算

每年成本变动	2025E	2026E	2027E	2028E
累计装车辆（万个）	90.48	205.48	425.48	460.48
固定资产期末原值（万元）	17180	55351	115551	154012
新增固定资产（万元）-已装	13649	36860	60200	38461
新增固定资产（万元）-替换			6924	23217
折旧费用预计（万元）	2334	15930	37937	70442

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 关于风控中心，我们假设：一个小站的建设成本约 100 万元、人均员工成本 7 万/年、配置 10 人，大站建设成本 200 万元、人均员工成本 8 万/年、配置 20 人。

表 9：风控中心成本测算

	风控中心-小站	风控中心-大站
建设成本（万元）	100	200
员工人数（个）	10	20
工资（万/年）	7	8
人工成本（万/年）	70	160
总成本（万/年）	80	180

资料来源：公司公告，申万宏源研究

建设规划上，短期 20 个、中长期 40-50 个风控中心覆盖全国，以小站为主，大站覆盖核心区域。由此我们得到了公司未来 4 年风控中心的建设成本，以及折旧摊销节奏：

相较于收入的增速，以及硬件设备的折摊压力，**整个风控中心在成本端对盈利的影响非常有限，是一个投入产出比非常高的环节。**

表 10：未来 4 年风控中心建设节奏及折摊压力

	2025	2026E	2027E	2028E
风控中心建设规划（大）	2	4	8	10
风控中心建设规划（小）	4	12	18	26
风控中心费用（万/年）	680	1680	2880	3880

资料来源：公司公告，申万宏源研究

基于以上成本端假设我们发现盈利呈现**先亏损、后高盈利、逐年抬升的强改善趋势**：

- 2026E 近似测算的净利率为 -46.1%，处于亏损状态；核心原因是 2026 年重卡硬件、安装业务投入爬坡，保险业务刚起步、收入体量小，固定成本分摊压力大；

- 2027E 近似测算的净利率直接转正至 42.6%，盈利拐点到来；核心驱动是高毛利保险业务收入爆发式增长，摊薄单位固定成本，拉高整体利润水平；



3. 2028E 近似测算的净利率升至 58.6%，随着保险等高附加值业务收入占比持续提高，公司整体盈利水平逐年增厚，规模效应 + 高毛利衍生业务双驱动，盈利能力持续强化。

表 11：重卡降赔业务营收及盈利情况模拟测算

	2025E	2026E	2027E	2028E
重卡业务主要成本合计（亿元）	0.30	1.76	4.08	7.43
营业成本-安装费（亿元）	1.0	3.1	5.0	4.2
保险收入（亿元）	0	3.46	18.49	33.98
主要业务成本		5.0	10.6	14.1
近似净利率		-46.1%	42.6%	58.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 海南北斗自由流：全国里程费改革的"试验场"

4.1 背景：取代燃油附加费的必然性

中国油价税费构成包括以下 5 个环节：

- 消费税**：定额征收 1.52 元/升，在税费构成中占比最高，专项用于道路养护和环保支出。占比：27%-30% (1.52 元/升)，是影响油价的核心变量。
- 增值税**：适用 13%税率，计税基础为扣除消费税后的价格，实际税负约 0.8-0.98 元/升。占比：13%-15% (0.8-0.98 元/升)，随原油价格波动而变化。
- 附加税费**：包含城建税 (7%)、教育费附加 (3%) 及地方教育附加 (2%)，三费合计约 0.3-0.4 元/升。占比：4%-5%。
- 企业所得税**：按 25%税率对企业利润征收，折算至每升约 0.2-0.57 元。占比：1.5%-8%，受企业经营效益影响较大。
- 其他成本**：涵盖资源税、炼化运输等隐性费用，每升约 0.2 元。

以 92 号汽油 8.5 元/升为例，综合税负税费总额约 3.9-4.1 元，占比 46%-48%。

图 16：中国成品油售价中的税费构成及占比 (以 8.5 元/L 为例)



资料来源：工信部，申万宏源研究

海南"封关"政策与新能源汽车高渗透率的双重冲击。海南省是中国交通税费体系改革的先行试验区，也是信息发展北斗自由流业务的核心落地场景。海南现行的交通收费模式与其他省份截然不同：**自 1994 年起，海南将"公路养路费、过桥费、过路费和公路运输管理费"四费合一为"燃油附加费"，在燃油销售环节价外征收（目前标准为 . 元/升），全**

省高速公路不设收费站，汽车可免费通行。这一模式在燃油车时代运行良好，但随着新能源汽车渗透率的快速提升，其制度基础正在被侵蚀。

海南是中国新能源汽车推广最为激进的省份。海南新能源汽车渗透率 2023 年已达到 50.8%，在全国省级地区中位列第一，意味着每售出两辆汽车中就有一辆是新能源汽车。海南省政府还率先公布了 2030 年停售燃油车的时间表。新能源汽车不使用燃油，自然无需缴纳燃油附加费，但却同样享受免费通行高速公路的权利，这造成了“用车不付费”的制度性不公平，也导致公路养护资金来源面临枯竭风险。

朱志强在 2023 年 6 月发表的《成品油税费改革对公路交通发展影响评估与建议》中提到：“经测算，当前全国普通公路的养护资金需求约为 6000 亿元。即便将替代原公路养路费的部分资金全部用于公路养护，再加上目前地方财政资金投入约 1000 亿元，**每年仍然存在约 3000 亿元的资金缺口**”。

同时，张玉玲等人（交通运输部公路科学研究院）在 2024 年 2 月的《中国公路》期刊中发表的《高速公路养护期收费制度的思考》提到：“根据国务院批准的‘国家公路网规划’，到 2030 年规划建设 11.8 万公里国家高速公路。考虑到地方高速公路规模，未来我国的高速公路规模预测在 18 万公里左右。如果高速公路到期后即停止收费，随着高速公路里程不断增加，物价水平上涨，未来高速公路养护管理资金将大幅增加，**预计到 2030 年将增加超过 3000 亿元的养护管理资金需求**。同时，目前全国普通公路每年养护管理资金需求缺口也高达 50% 左右，**所以有 40% 左右的普通公路陷于‘列养但无钱养，应修但无钱修’的困境**，随着公路里程的增加，公路养护资金缺口还有继续扩大的趋势。”

图 17：自由流相关硬件产品介绍

硬件介绍



终端升级提效，基于国部标高于国部标，交信硬件将采用海思芯片进行算法升级，终端未来多场景部署

内网超级车载终端  主推 ASLM 模块，可扩展 ADAS、DSM、ETC、RTD 等	部标机升级版  面向营运车辆，满足部标要求，扩展 ASLM、AEB、BSD 等	部标+ETC  部标和 ETC 一体机
前装和渠道定制  一体式、隐藏式、专用式设计，前装产品先驱试验	无源北斗 ETC  可太阳能充电，可现有高速公路收费系统兼容，可通过 ETC 发行渠道推广	更多……  其他 HUD、AR 导航、智慧车机、无源等款式

满足重点营运车辆、出租车、网约车、水上船舶、专用车、工程机械、车路云协同等不同的用户场景



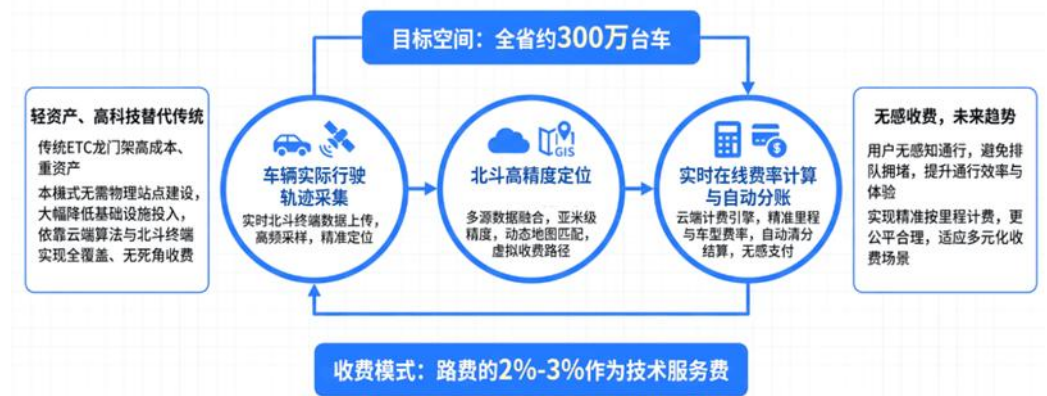
资料来源：公司官网，申万宏源研究

海南作为岛屿省份，虽然地理封闭性有利于监管，但新能源车辆占比过半的现实使得燃油附加费收入持续缩水。在此背景下，海南省迫切需要通过技术手段建立一套覆盖所有车辆（无论燃油还是新能源）、按实际道路使用量公平收费的新型交通税费体系。

北斗自由流技术正是应对这一挑战的理想解决方案。该技术基于北斗卫星高精度定位和路径识别技术，融合云计算、G/G 通信、区块链、大数据等多种信息技术，通过车载

终端实时采集车辆的位置和行驶轨迹，后台自动计算应缴的道路通行费用，实现“无感、无站”的自由流收费。相比传统的 ETC 技术，北斗自由流具有多项显著优势。

图 18：海南自由流：北斗商业化试金石



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在技术层面，北斗自由流不受车辆通行速度限制，无需建设收费站及大量门架系统，建设成本和运维成本大幅降低。根据公司定增募投文件中的测算，若海南全省采用现有 ETC 技术建设收费系统，投资总额约 47.65 亿元；而采用北斗自由流技术，投资总额约为 11.92 亿元，仅为前者的 25%。在功能层面，北斗自由流支持分路段、分时段、分车型、分出入口、分方向、分支付方式等差异化精准收费，为未来智慧交通管理和动态拥堵定价提供了技术基础。

2021 年 8 月，交通运输部发布《关于海南省开展环岛旅游公路创新发展等交通强国建设试点工作的意见》，支持海南省在里程费征收等方面取得突破性进展。信息发展子公司交信北斗海南被列为里程费改革试点单位，负责北斗自由流技术方案的研究、验证和实施工作。

表 12：北斗自由流技术与传统 ETC 技术对比

对比维度	北斗自由流	传统 ETC
建设成本	约 11.92 亿元(海南)	约 47.65 亿元(海南)
收费方式	无感、无站、按里程	需设收费站/门架
通行速度	不受限速	需减速通行
差异化收费	支持分路段/时段/车型	功能有限
拓展应用	保险/导航/车路协同	功能有限

资料来源：公司定增公告，申万宏源研究

4.2 公司参与深度：全生命周期承接

标准制定，掌握行业话语权。信息发展在海南北斗自由流项目中的参与深度远超一般设备供应商或系统集成商，实现了从标准制定、终端研发、平台搭建到运营维护的全生命周期覆盖。在标准制定层面，交信北斗海南已完成《公路里程费收费系统》的起草工作并形成征求意见稿，已提报相关政府部门。这意味着公司在北斗自由流领域的核心技术和实践经验正在转化为行业和国家标准，形成了强大的标准壁垒和先发优势。

图 19：2022 年交信北斗完成《公路里程费收费系统》起草工作



资料来源：海南省市场监管局，申万宏源研究

此外，公司还参与了交通运输部规划研究院主编的《海南省里程费改革总体技术方案》的研究论证工作。该方案针对新能源车辆制定了优惠政策和过渡期政策，明确了“新增新能源车辆售前进行终端预安装”的实施路径。公司深度参与标准制定的战略意义在于：一旦相关标准正式发布，后续进入者必须遵循公司参与制定的技术规范，公司在产业链中的话语权和议价能力将得到极大提升。

设备安装与平台运营，控股子公司全岛布局。在项目实施层面，信息发展通过控股子公司交信北斗（海南）科技有限公司（当前持股 54.94%）承接了海南省北斗自由流项目的核心工作。交信北斗海南已取得 CMMI3 软件能力成熟度模型集成评估、质量管理体系认证、信息安全管理体系统认证、ITSS 三级认证等多项资质，并获得海南省创新型中小企业、海南省专精特新中小企业、国家高新技术企业等称号，具备完整的软硬件研发和系统集成能力。

在技术储备方面，**交信北斗海南已获得 29 项软件著作权**，涵盖北斗 ETC 融合终端发行平台、北斗车联网平台、北斗定位数据分析平台、北斗里程费大数据平台、北斗在线终端网管管理系统、北斗在线终端清分结算系统等核心系统。在专利方面，已获得《一种面向北斗公路自由流收费的车道系统》等 4 项发明专利和《一种基于卫星导航定位的防拆车载装置》等 6 项实用新型专利。

图 20：交信北斗海南已获得 29 项软件著作权

序号	名称	专利号	分类	发证日期
1	一种基于卫星导航定位的防拆车载装置	ZL202023319564.1	实用新型	2021/8/17
2	一种卫星高精度定位及通信车载装置	ZL202023335502.X	实用新型	2021/8/17
3	一种融合卫星导航定位及加密车载装置	ZL202023319505.4	实用新型	2021/8/17
4	一种融合卫星导航定位及单片式 OBU 车载装置	ZL202023343291.4	实用新型	2021/8/17
5	一种卫星高精度定位车载终端状态提示装置	ZL202023342870.7	实用新型	2021/10/22
6	一种融合卫星导航定位及双片式 OBU 车载装置	ZL202221505846.7	实用新型	2022/11/4
7	一种北斗终端信号接收与处理的装置及方法	ZL201510300755.8	发明专利	2018/4/27
8	一种北斗地基导航网络运营系统	ZL201510401528.4	发明专利	2019/1/22
9	一种面向北斗公路自由流收费的车道系统	ZL201911382627.7	发明专利	2020/11/6
10	基于北斗定位的公路逃费稽查平台	ZL202011588501.8	发明专利	2023/10/24

截至 2025 年 12 月 31 日，交信北斗海南已获得软件著作权 29 项，报告期内新增软件著作权 4 项，如下：

序号	资质名称	登记号	发证日期
1	交信北斗车辆风险管控服务平台 V1.0	2025SR1911619	2025/9/29
2	交信风控客服管理系统 V1.0	2025SR2180552	2025/11/11
3	OLTP+OLAP 的海量实时数仓构建技术软件 V1.0	2025SR2272413	2025/11/25
4	智能终端数据质量平台	2025SR2515343	2025/12/29

资料来源：公司年报，申万宏源研究

根据公司定增募投项目的规划，北斗自由流建设项目分为“布终端”和“建平台”两部分。终端方面，计划在五年内布置安装 80 万套北斗+5G/4G 融合车载终端，涵盖 T-Box、智能后视镜、行车记录仪等多种形态，满足不同车辆类型和用户需求。平台方面，建设北斗自由流大数据云平台，由运营管理平台、终端发行平台、资金清分结算平台与综合信息服务平台等基础平台构成，为车主、政府、公路、银行、保险、汽车消费企业等提供计费、收费及动态监控、高精度定位、导航等服务。

4.3 海南北斗自由流业务规模测算

海南北斗自由流业务同样具有鲜明的 HALO 业务特点。

行业背景：海南车流量提升，平台公路覆盖广，高速公路和干线公路将成为海南北斗自由流收费的主要场景。2025 年 12 月海南省公路总里程达 4.2 万公里，公路密度 124.2 公里/百平方公里，《2025 年海南省国民经济和社会发展统计公报》显示：年末高速公路通车里程 1420.72 公里，全省民用汽车保有量 225.57 万辆，比上年增加 12.52 万辆。其中私人汽车 202.40 万辆，增加 12.72 万辆；新能源车 53.33 万辆，增加 11.83 万辆。2024 年全年琼州海峡运输车辆 552 万辆次（含进岛、出岛，未单独区分外省占比），2025 年自贸港封关首月约 45.99 万辆次。

公司试点：2025 年湖北省政府和多家单位联合主办的“2025 中国北斗交通应用大会”上公司清楚地展示了海南北斗自由流模拟收费环境下的经营数据情况（2025/04/22 当天）：

1. 计费路网 **1400.84 公里**（平台覆盖公路网里程 6240 公里）
2. 当期接入车辆 **77.4 万辆**（2025 年底保有量 225.57 万辆）
3. 截至 18：32 分收费 **296.6 万元**

图 21：交信北斗海南自由流模拟收费结果展示



资料来源：信息发展官网，申万宏源研究

我们假设如果最终试点结束，所有收费均按照海南省目前的实际情况：

①平台实际覆盖公路网 6240 公里；

②北斗覆盖不仅服务于本地居民，还需服务于所有在琼行驶的车辆，结合实际数据、自贸港政策红利及旅游岛属性带来的阶段性巨大交通流，考虑进岛车辆，将 2025 年末汽车保有量放大 1.5 倍，对应 338.4 万辆作为覆盖量；

试点下的全天规模假设为截至 18 点数据（296.6 万元）的 1.1 倍，对应 326.3 万元，基于实际情况相对于试点的倍数关系，则测算的实际日均收费金额有望达到 6353 万元，全年收费体量接近 232 亿元。信息发展如果收取 3%服务费对应的收入达 7 亿元。

表 13：海南自由流实际收费规模测算

		试点	实际 E	备注
收费里程	km	1400.8	6240	
覆盖车辆	万辆	77.4	338.4	实际保有量 225.6 万辆，考虑进岛车辆，放大 1.5 倍
日均收费金额	万元	326.3	6353.2	296.6 万为截至 18 点，试点全天规模假设为 1.1 倍
年收费	亿元	11.9	231.9	
服务费收入	亿元		7.0	按 3%测算

资料来源：信息发展官网，申万宏源研究

我们参考 2022 年的募资报告对相关的硬件/软件/人员投入进行测算：

80 万台对应的成本来自投资总额 11.92 亿元去除软件投资 0.82 亿元、车载终端 6.80 亿元以及投资预备费 0.57 亿元，且测算期 10 年中的前 5 年为建设期，因此为对应 300 万余台车辆，我们考虑规模效应扩大 3 倍后分 5 年折旧摊销，对应年折旧额为 2.23 亿元。

软件相关费用其一为 0.82 亿元前期软件投入的摊销，其二为研发团队后续的维护，假设长期保留 20 人的研发团队人均年薪 24 万元，则对应年均 0.21 亿元计入研发费用。

人员相关费用主要来自中后台运维。参考高规格风控中心 20 人的配置，假设匹配等量中后台、系统维护、线下运维人员共 80 人，人均年薪 20 万元，则对应均年研发费用 0.16 亿元。

表 14：海南自由流项目的投资金额及占比（亿元）

名称	金额(亿元)	占比
1 软件合计	0.82	6.88%
2 设备及系统合计	9.14	76.71%
其中：车载终端	6.80	57.05%
3 建设工程	0.66	5.51%
4 数据工程	0.0335	0.28%
5 安装工程	0.70	5.85%
6 预备费	0.57	4.76%
总计	11.92	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

假设初始年份只针对运营车辆收费，收入对应 7 亿元的 60%为 4 亿元，后续年份正常，得到 T（年）毛利率、净利率分别为 % 、% ，T 及之后的毛利率、净利率分别

为 68%、63%。最终，我们假设 7 亿收入的毛利率为 68%，考虑潜在的额外费用后净利率为 50%，对应毛利、净利分别为 4.7、3.5 亿元。

表 15：海南自由流成本、毛利率、净利率测算（亿元）

	T0	T1	T2	T3	T4
收入	4	7	7	7	7
成本	2.23	2.23	2.23	2.23	2.23
人工-管理	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
软件-研发	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
估算毛利率	47%	68%	68%	68%	68%
估算净利率	38%	63%	63%	63%	63%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

需要指出的是，海南自由流项目的推进速度取决于地方立法的进度。根据公司在 2026 年 5 月业绩说明会上的披露，“关于海南通行附加费改革的具体进展，因涉及多方产业政策和当地百姓出行成本，目前在技术标准、收费标准确定以及立法时间上尚未有具体时间表”。投资者需密切关注海南省相关立法动态，这是决定该业务何时能够大规模商业化落地的关键变量。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

智慧政务：智慧政务是公司传统业务且多以项目制展开，我们认为财政预算约束、验收节奏与回款压力背景下，智慧政务业务增长有限，收入水平相较此前规模略有回缩；但公司凭借原股东背景和客户资源底盘，加之公司重点业务转型调整，有望缩减低毛利率服务，提升总体毛利水平。预计 2026-2028 年收入为 1.8/1.8/1.6 亿元，同比增长-2.6%/-2.6%/-9.5%。盈利能力方面，预计 2026-2028 年毛利率为 22.1%/23.9%/24.5%。

智慧交通：海南四费合一与新能源汽车高渗透率的双重冲击，加速了海南公平收费的新型交通税费体系建立的迫切性。作为公司当前最重要的新业务板块之一，智慧交通以终端、平台、服务、数据四层递进。2024 年已经有硬件部署投入，随着北斗自由流业务的逐步有序开展，公司在这一领域的盈利能力将得到显著提升。预计 2026-2028 年收入为 0.9/4.8/7.7 亿元，同比增长 25.0%/450.0%/60.0%。盈利能力方面，预计 2026-2028 年毛利率为 30.0%/60.0%/70.0%。

保险数据要素：中国商用车保险市场规模庞大但长期处于亏损状态，破局关键是引入实时、高频、多维度的车辆运行数据，实现从“经验定价”到“数据定价”的范式转变。公司的订单获取与保险风控服务能力行业领先，前端数据流、后端分润模式推动重卡保险领域的收入快速爬坡期，从 2026 年的 3.5 亿到 2028 年 34 亿元，将彻底重塑公司的收入和盈利结构。服务收入具有高度的稳定性和可持续性，硬件端的数据入口建成，风控体系逐步完善，后续运营维护的边际成本显著下降，毛利率有望稳步提升。预计 2026-2028 年收入为 3.5/18.5/34.0 亿元，2027-2028 年同比增长 435.2%/83.8%。盈利能力方面，预计 2026-2028 年毛利率为-6.1%/49.1%/69.5%。

其他：其他收入主要为其他企事业单位收入，预计 2026-2028 年收入为 0.7/0.9/1.1 百万元，同比增长 62.8%/28.6%/22.2%。盈利能力方面，预计 2026-2028 年毛利率为-20.0%/15.0%/18.0%，主要因为前期人员投入较大，但实际回款遇到压力。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 6.2/25.1/43.3 亿元，同比增速 139.5%/307.5%/72.6%；预计可实现归母净利润 -0.30/6.67/18.60 亿元，同比增速 81.2%/2323.3%/178.9%；2027-2028 年对应当前（2026/8/10）PE 为 23x/8x。

表 16：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：亿元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
智慧政务						
收入	2.1	2.4	1.9	1.8	1.8	1.6
同比	-	18.1%	-23.4%	-2.6%	-2.6%	-9.5%
毛利	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
毛利率	17.0%	22.0%	27.5%	22.1%	23.9%	24.5%
智慧交通						
收入	0.4	0.2	0.7	0.9	4.8	7.7
同比	-	-.%	.%	.%	.%	.%

毛利	0.2	0.0	0.1	0.3	2.9	5.4
毛利率	41.1%	-6.1%	18.2%	30.0%	60.0%	70.0%
保险数据要素						
收入				3.5	18.5	34.0
同比				-	435.2%	83.8%
毛利				-0.2	9.1	23.6
毛利率				-6.1%	49.1%	69.5%
其他						
收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
同比	-	79.3%	-79.3%	62.8%	28.6%	22.2%
毛利	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
毛利率	-298.3%	-288.9%	-2076.7%	-20.0%	15.0%	18.0%
合计						
收入	2.5	2.7	2.6	6.2	25.1	43.3
同比	0.0%	9.0%	-4.4%	139.5%	307.5%	72.6%
毛利	0.5	0.5	0.6	0.5	12.4	29.4
毛利率	19.3%	17.2%	21.5%	7.4%	49.4%	67.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2 相对估值

公司长期在档案信息化、食品安全追溯、司法行政领域占据领先地位，积累了深厚的政府客户资源与行业经验。已成为电子政务与北斗数据应用的领军企业。后续随里程费改革、商用车保险分润，公司有望凭借数据要素变现升级，复用“终端+平台”底层能力打开长期成长空间。

因此我们选取可比公司：主营业务为城市轨道交通智能化系统、城市交通大脑、智慧警务，并在城轨智能化升级进程中得到验证，同样使用 AI 大模型赋能交通决策的**佳都科技**；深耕整车级车联网硬件矩阵，在高集成度、高功能安全等级的高端车联网终端上实现高毛利，与公司数据采集终端产品的模式高度相似的**慧翰股份**；处于成熟阶段且业务模式相似、以保费收入为主，承接保险监管法规要求、收集数据，最终向保险公司出售分析服务的**Verisk 分析**。

表 17：公司与可比公司相对估值

证券代码	证券简称	2026/8/10		归母净利润（百万元）				PE			
		收盘价（元）	总市值（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600728	佳都科技	4.77	101.72	174	192	236	296	59	53	43	34
301600	慧翰股份	87.88	91.86	159	230	309	436	58	40	30	21
VRSK	Verisk 分析	1,302.15	1694.83	5865	6646	7526	8436	29	26	23	20
	平均							48	39	32	25
300469	信息发展	60.73	150.76	-160	-30	667	1,860	亏损	亏损	23	8

资料来源：iFind，彭博，申万宏源研究

注：可比公司盈利为 iFind 一致预期，Verisk 分析盈利为彭博预期，以 6.7884 人民币/美元折算。

三家可比公司 2027-2028 年平均 PE 为 32x/25x，而信息发展为 23x/8x。公司新业务具有较高行业进入壁垒，作为北斗自由流的技术落地核心受益者，汇聚高价值且稀缺的交通数据要素，为保险、自动驾驶、物流调度提供变现基础。给予其 2027 年可比公司平均 32 倍 PE，对应目标市值 212 亿元，相较于当前（2026/8/10）有 41% 的上涨空间。

6. 风险提示

公司持续经营的风险：公司近年来持续亏损，净资产进一步压缩，资产负债率持续提升，存在持续经营稳定性的风险。

商业模式验证链条过长风险：保险理赔需要等硬件装机后 12 个月才能开始进入确收流程，公司投入期拉长，业绩压力持续。同时北斗自由流业务也受到国标/立法等多重政策影响，落地节奏存在不确定性。

股权与治理风险：公司长期无实控人，无实控人状态下，公司战略一致性存疑，重大决策（融资、并购、股权激励）执行效率降低。

信息披露有误：公司 2026 年 4 月 27 日披露《关于前期会计差错更正及追溯调整的公告》，浙江证监局对此出具了警示函，并记入诚信档案。公司强调，该更正不会对经营活动现金流净额产生影响，也不会导致已披露定期报盈亏性质的改变。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	269	257	615	2,507	4,327
营业收入	269	257	615	2,507	4,327
智慧政务	244	187	182	177	160
智慧交通	23	70	87	480	768
保险数据要素	0	0	346	1,849	3,398
其他	2	0	1	1	1
营业总成本	435	431	831	1,676	1,913
营业成本	223	202	570	1,270	1,390
智慧政务	190	135	142	135	121
智慧交通	24	57	61	192	230
保险数据要素	0	0	366	942	1,038
其他	5	8	9	1	1
税金及附加	4	3	8	32	55
销售费用	45	52	60	70	87
管理费用	109	101	94	150	203
研发费用	45	63	81	138	177
财务费用	9	11	18	16	0
其他收益	6	4	120	68	45
投资收益	10	3	48	33	23
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-3	0	0	0
信用减值损失	-5	-12	0	0	0
资产减值损失	-3	-39	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-159	-221	-48	932	2,483
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-160	-222	-48	932	2,483
所得税	-1	0	0	54	369
净利润	-159	-222	-48	878	2,114
少数股东损益	-41	-62	-18	211	254
归母净利润	-118	-160	-30	667	1,860

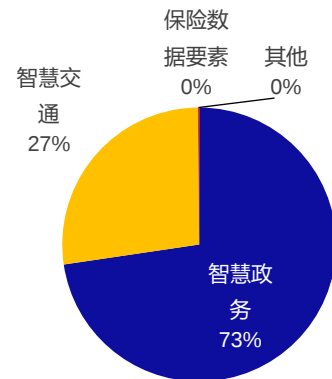
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

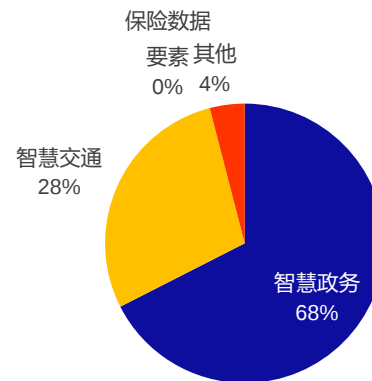
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-159	-222	-48	878	2,114
加：折旧摊销减值	39	103	255	455	661
财务费用	11	11	18	16	0
非经营损失	-9	-1	-48	-33	-23
营运资本变动	52	94	17	298	4
其它	10	16	0	0	0
经营活动现金流	-61	-10	194	1,615	2,756
资本开支	179	219	595	654	1,222
其它投资现金流	2	8	48	33	23
投资活动现金流	-178	-211	-547	-621	-1,199
吸收投资	1	42	0	0	0
负债净变化	13	94	349	-333	4
支付股利、利息	10	9	18	16	101
其它融资现金流	-5	-4	0	0	0
融资活动现金流	-2	122	331	-349	-97
净现金流	-241	-99	-22	644	1,460

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

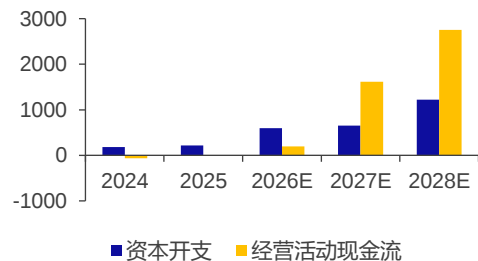
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流(百万元)



合并资产负债表

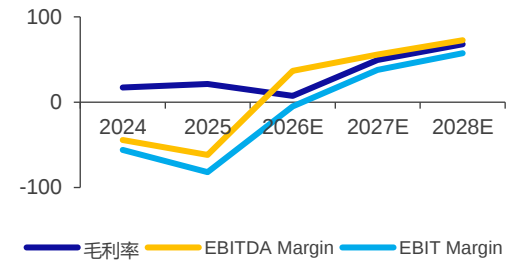
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	586	494	780	1,869	3,481
现金及等价物	330	237	215	860	2,320
应收款项	151	152	292	465	546
存货净额	85	67	230	471	511
合同资产	4	4	10	39	72
其他流动资产	16	33	33	33	33
长期投资	16	6	6	6	6
固定资产	368	525	865	1,064	1,625
无形资产及其他资产	220	184	184	184	184
资产总计	1,190	1,209	1,835	3,122	5,296
流动负债	565	779	1,442	1,843	2,000
短期借款	198	307	645	304	304
应付款项	212	227	592	1,314	1,481
其它流动负债	155	245	205	225	215
非流动负债	67	52	63	71	75
负债合计	633	831	1,505	1,914	2,074
股本	248	248	248	248	248
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	752	709	709	709	709
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	21	21	21	88	646
未分配利润	-562	-722	-752	-151	1,051
少数股东权益	98	122	104	315	568
股东权益	558	378	330	1,208	3,222
负债和股东权益合计	1,190	1,209	1,835	3,122	5,296

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

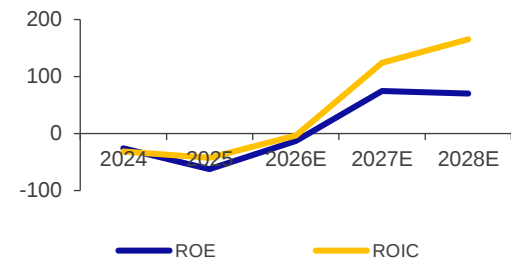
重要财务指标

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	-0.47	-0.64	-0.12	2.69	7.49
每股经营现金流	-0.25	-0.04	0.78	6.50	11.10
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.40
每股净资产	1.85	1.03	0.91	3.60	10.69
关键运营指标(%)					
ROIC	-31.3	-42.5	-3.6	124.0	165.4
ROE	-25.6	-62.4	-13.0	74.7	70.1
毛利率	17.2	21.5	7.4	49.4	67.9
EBITDA Margin	-44.5	-61.8	36.6	56.0	72.6
EBIT Margin	-56.1	-82.0	-4.8	37.8	57.4
营业总收入同比增长	9.0	-4.4	139.5	307.5	72.6
归母净利润同比增长	-	-	-	-	178.7
资产负债率	53.1	68.7	82.0	61.3	39.2
净资产周转率	0.58	1.00	2.72	2.81	1.63
总资产周转率	0.23	0.21	0.34	0.80	0.82
有效税率	0.4	0.0	0.0	6.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
估值指标(倍)					
P/E	-128.1	-94.3	-510.8	22.6	8.1
P/B	32.8	58.9	66.6	16.9	5.7
EV/Sale	57.5	60.6	25.8	6.3	3.7
EV/EBITDA	-129.2	-98.0	70.5	11.2	5.1
股本	248	248	248	248	248

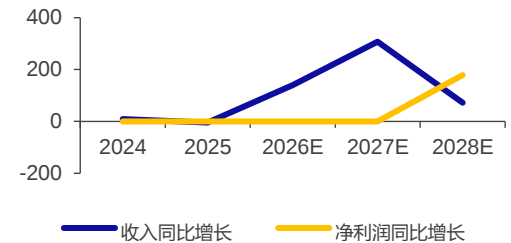
经营利润率(%)



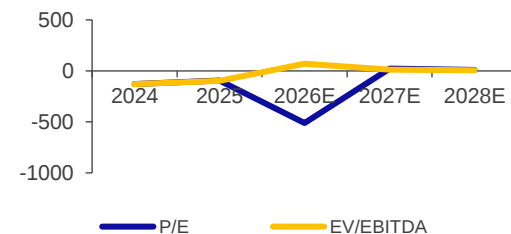
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)





资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。