

紫光股份：增长很快，回款决定成色

独立研究意见 | 研究截止2026年7月27日

我们怎么看

紫光股份的收入和利润增长很快，新华三仍是主要经营支点。真正需要补上的证据是回款：一季度经营现金转为净流出，增长与现金之间还没有闭合。

为什么现在形成这个看法

2025年营业收入967.48亿元、归母净利润16.86亿元、经营活动现金流34.87亿元，分别同比增长22.43%、7.19%和42.86%。

最强反方

人工智能基础设施建设和新华三的客户覆盖可能继续释放规模效应，使当前对现金与持续性的要求显得偏严。

什么会改变我们的看法

上调条件：正式半年报显示新华三增长延续，项目利润率稳定，应收和存货周转改善，经营现金由净流出转为与利润相称的流入；下调条件：收入继续增长，但毛利率下降、应收和存货明显增加，经营现金持续净流出。利润增长若主要来自一次性项目，同样需要下调。

这是Niselor Research基于公开信息形成的独立研究意见，不是买入、卖出、持有、仓位或交易指令。

商业基础、经营与现金

公司面向企业和机构客户提供网络、计算、存储、云与安全基础设施产品和服务。2025年信息通信基础设施与服务收入768.47亿元，占营业收入79.43%；新华三收入759.81亿元、净利润31.51亿元。紫光股份的收入和利润增长很快，新华三仍是主要经营支点。真正需要补上的证据是回款：一季度经营现金转为净流出，增长与现金之间还没有闭合。项目交付和产品结构决定收入质量，经营现金与应收周转则把经营结果落到现金。三者分开看，容易高估某一项增长；放在一起，才能识别增长究竟来自需求、价格、确认时点还是资金占用。

客户数字化建设经网络、服务器、存储、软件与服务交付传导到收入；项目结构、供应链、费用和回款共同决定利润与现金。从业务端看，收入只是中间结果。项目交付和产品结构决定收入的质量，经营现金与应收周转决定这份质量有没有变成可支配现金。商业质量还要经受低景气期检验。若外部条件转弱时，公司仍能保持新华三收入与利润并控制经营现金与应收周转，这套模式才有更高可信度；反之，规模可能只是放大波动。把这套生意拆开后，紫光股份的优势和约束都更具体。新华三收入与利润决定现有经营基础是否稳固，项目交付和产品结构决定收入增长有没有足够质量，经营现金与应收周转决定利润能否留下。三者的改善顺序可能不同，但长期不能持续背离：业务基础没有转成收入质量，说明竞争或执行出了问题；利润长期没有转成现金，则要重新估计周转与资本负担。

季度数据可能受季节性影响，业绩预告或快报也要等待正式报告补齐报表。现阶段先记录收入、利润和现金是否同向，以及差异出现在哪个环节。利润和经营现金不能互相替代。利润回答当期确认了多少收益，现金回答这些收益是否已经回收，或是否被库存、应收和项目投入占用。对紫光股份而言，经营现金与应收周转是检验报表质量的直接入口。

2025年营业收入967.48亿元、归母净利润16.86亿元、经营活动现金流34.87亿元，分别同比增长22.43%、7.19%和42.86%。2026年第一季度营业收入279.85亿元、归母净利润7.88亿元、经营活动现金流净额为负30.93亿元；收入和净利润分别同比增长34.61%和126.06%。公司披露的半年度业绩预告预计归母净利润19.10亿至23.20亿元；扣除非经常性损益后预计16.10亿至20.20亿元，仍以正式半年报为准。2025年增长已经落到收入、利润和年度经营现金，一季度则出现收入、利润加速而现金转负。半年报应解释项目交付节奏、产品结构、应收账款和存货怎样共同造成这项差异；半年度业绩预告只能确认利润区间，不能替代现金流量表。

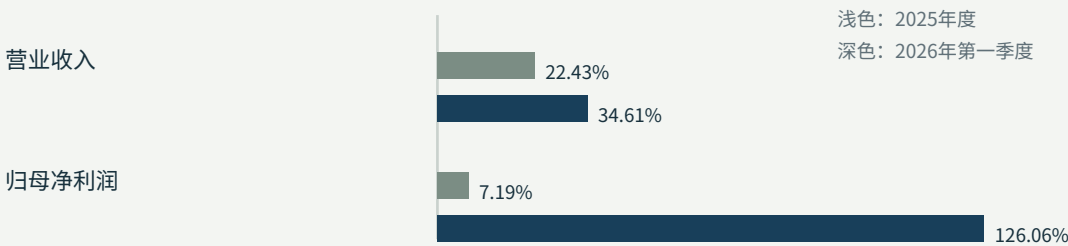
新华三收入与利润若改善，通常先进入收入或毛利；项目交付和产品结构决定改善是否扩散；经营现金与应收周转则常常更晚确认。这一时间差正是下一份正式报告需要解释的地方。最新披露提供了新的方向线索，但正式半年报仍要补齐分部、费用、资产负债和现金流。只有这些项目相互吻合，预告或快报中的变化才算完整兑现。从年度到一季度，紫光股份最值得追问的是变化来自基数、业务结构还是经营效率。答案要落在新华三收入与利润与项目交付和产品结构，不能只凭总收入增减判断。经营现金流的方向需要结合业务特征解释。预收、库存出售、应收回款、燃料采购或项目结算都可能改变单季现金；一次改善不能直接外推，持续背离也不能忽略。

利润增速高于收入时，要检查毛利、费用、投资收益和非经常项目；利润落后于收入时，则要寻找成本、产品结构或资产利用的变化。当前披露给出结果，还没有补齐所有原因。财务变化还要回到经营动作。新华三收入与利润、项目交付和产品结构通常通过销量、价格、项目或资产利用进入利润表，经营现金与应收周转则会受到结算、库存、应收和资本投入影响。下一份报告若只披露总收入和总利润，我们仍需寻找分部、毛利、费用与现金的对应关系；对应关系缺失时，只能确认结果发生，不能确认结果为何发生或能否延续。

现有时间线由2025年年报、2026年第一季度和最新披露组成。对紫光股份，三者分别回答完整年度基础、近端变化和下一阶段线索，证据强度并不相同。后续正式报告要把新华三收入与利润、项目交付和产品结构与经营现金与应收周转放回同一会计期，才能判断最新线索是延续、反转还是单纯的确认时点差异。

紫光股份：年度与一季度经营变化

收入、利润和现金在两个披露期间是否同向？



期间：2025年度与2026年第一季度 | 单位：%

来源：年度报告、一季度报告

读者结论：2025年增长已经落到收入、利润和年度经营现金，一季度则出现收入、利润加速而现金转负。半年报应解释项目交付节奏、产品结构、应收账款和存货怎样共同造成这项差异；半年度业绩预告只能确认利润区间，不能替代现金流量表。

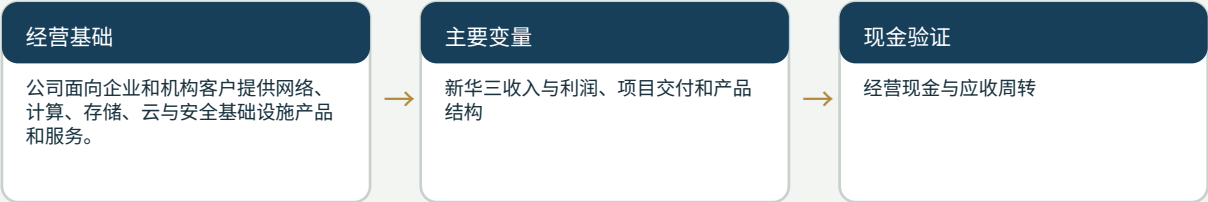
产业传导与证据

工业和信息化部数据显示，2026年一季度电信业务收入4394亿元，同比下降1.8%，业务总量同比增长8.3%；行业总量与公司政企业务并非同一口径。算力和企业网络需求先形成设备及服务订单，随后经过交付验收、毛利率和回款进入报表。紫光股份当前已经证明前两步的一部分，尚未证明高速交付不会持续拉长资金占用。对紫光股份而言，行业资料只能解释外部约束，不能替代公司自身数据。只有新华三收入与利润、项目交付和产品结构、经营现金与应收周转能够同时被经营披露和现金数据支持，产业变化才可以进入公司结论。紫光股份能主动调整的是产品、交付、成本和资本安排，不能独自决定的是行业价格、天气、宏观需求或监管节奏。我们会分别看这两类变量，避免把管理能力和外部顺风混为一谈。

如果宏观总量改善而公司数据没有响应，可能是业务暴露不同、竞争位置变化或传导尚未发生。反过来，公司也可能凭借自身资产和效率跑赢宽口径行业。公司与产业数据短期背离并不罕见。可能是订单与收入存在时差，也可能是公司竞争位置不同；下一次分部和现金披露将帮助区分这两种解释。如果产业环境转弱而紫光股份的新华三收入与利润、项目交付和产品结构仍改善，说明企业自身能力可能更强；若产业向好而公司没有响应，则要检查执行、成本或资产负担。

紫光股份：经营结果怎样走到现金

哪些经营环节决定利润能否变成现金？



期间：当前研究周期 | 单位：经营关系

来源：一季度报告

读者结论：算力和企业网络需求先形成设备及服务订单，随后经过交付验收、毛利率和回款进入报表。紫光股份当前已经证明前两步的一部分，尚未证明高速交付不会持续拉长资金占用。

市场预期与条件价值

研究问题是：基础设施与服务收入的增长能否穿过项目交付、利润率和回款，形成更稳定的股东回报？正面判断来自经营增长，不来自股价。当前没有签发可复算的价值区间；市场价格只记录研究时点，后续仍以项目利润率和现金回收检验增长成色。本研究把000938在2026-07-24的完整收盘价41.45元作为可复算的市场参考。它不是交易信号，也不会自动改变公司质量、产业判断或本报告的观点方向。本报告不使用盘中数据、均线、形态、资金流或传统技术指标。估值分布、概率和单一风险收益比也没有在当前证据下计算，因此不会用醒目单点数值替代条件分析。当前市场真正等待的是新华三收入与利润和项目交付和产品结构能否同时兑现，并由经营现金与应收周转确认。只出现其中一项，往往不足以区分一次性确认与可持续改善。

要进一步讨论价值，至少需要更完整的盈利输入、资本需求和证伪边界。当前报告没有用未经核验的假设补齐这些缺口。紫光股份当前没有足够输入支持情景概率和风险收益计算。缺少的不是一个倍数，而是对盈利持续性、资本需求和证伪幅度的可核验依据。若未来补做价值复核，新华三收入与利润将影响盈利基础，项目交付和产品结构影响利润质量，经营现金与应收周转决定现金折价。只有三者口径一致，价值讨论才有可复算基础。市场部分需要回答的是经营要求，而不是给收盘价找理由。以41.45元为参考，读者可以把后续披露与当前判断对照：新华三收入与利润若弱于预期，盈利基础会受压；项目交付和产品结构若改善，利润质量可能提高；经营现金与应收周转若持续落后，现金折价仍需保留。没有完整模型前，这些只能作为复核条件，不能换算成目标价。

紫光股份：三层证据怎样互相验证

年度基础、季度变化和最新披露是否支持同一解释？

年度基础	2025年营业收入967.48亿元、归母净利润16.86亿元、经营活动现金流34.87亿元，分别同比增长22.43%、7.19%和42.86%。
季度变化	2026年第一季度营业收入279.85亿元、归母净利润7.88亿元、经营活动现金流净额为负30.93亿元；收入和净利润分别同比增长34.61%和126.06%。
最新披露	公司披露的半年度业绩预告预计归母净利润19.10亿至23.20亿元；扣除非经常性损益后预计16.10亿至20.20亿元，仍以正式半年报为准。

期间：2025年度；2026年第一季度；2026-07-01 | 单位：按原披露口径、公告或正式披露口径

来源：年度报告、一季度报告、最新重大披露

读者结论：2025年增长已经落到收入、利润和年度经营现金，一季度则出现收入、利润加速而现金转负。半年报应解释项目交付节奏、产品结构、应收账款和存货怎样共同造成这项差异；半年度业绩预告只能确认利润区间，不能替代现金流量表。

反方、证伪与三期限展望

最强反方：人工智能基础设施建设和新华三的客户覆盖可能继续释放规模效应，使当前对现金与持续性的要求显得偏严。

上调条件：正式半年报显示新华三增长延续，项目利润率稳定，应收和存货周转改善，经营现金由净流出转为与利润相称的流入。

下调条件：收入继续增长，但毛利率下降、应收和存货明显增加，经营现金持续净流出。利润增长若主要来自一次性项目，同样需要下调。

我们目前的总体研究观点为正面。公开披露显示紫光股份的经营增长、利润和核心业务基础具有支撑，但这种正面判断以新华三收入与利润、项目交付和产品结构继续兑现为条件。更负面的变化是：订单与收入增长未转化为经营现金，或利润增长主要依赖一次性因素、项目结构和费用压力抵消。若发生，当前观点必须重新签发；若反方条件得到连续事实支持，观点也应相应上修。向下的改变条件同样明确：订单与收入增长未转化为经营现金，或利润增长主要依赖一次性因素、项目结构和费用压力抵消。它会先影响新华三收入与利润或项目交付和产品结构，随后反映在经营现金与应收周转。改变观点需要连续事实，而不是把门槛设得无法触发。新华三收入与利润、项目交付和产品结构和经营现金与应收周转会分别在业务、利润和现金层留下记录，便于下一次逐项核对。

三个期限分别检验变化是否开始、能否走完一个经营周期，以及回报能否复制。近期先看新华三收入与利润与项目交付和产品结构，中期要求经营现金与应收周转与利润相互印证；改变条件一旦出现，不会等到期限结束才更新判断。如果新华三收入与利润率先改善而经营现金与应收周转仍弱，短期可以记录进展，中期观点仍需克制。若现金随后跟上，才说明经营改善穿过了周转和投入。若项目交付和产品结构或经营现金与应收周转朝相反方向发展，复核不会等到两年期结束。触发条件出现时，报告应当提前更新并说明观点为何改变。近期复核先看披露能否解释新华三收入与利润与项目交付和产品结构。即使

总利润符合预期，分部或现金不支持，也不能把近端结果视为完整改善。

中期复核会把季度时点拉长到完整周期。季节性、项目确认或一次周转释放在更长窗口内会逐渐消退，留下的才更接近持续经营能力。1至2年关注经营现金与应收周转，因为资本和周转最终决定增长能否留给股东。业务规模扩张却持续消耗现金，长期判断就要重新估计。

紫光股份：观点在什么时间由什么证据复核

未来3个月、3至12个月和1至2年分别检查什么？

未来3个月

3至12个月

1至2年

正式半年报显示新华三增长延续，项目利润率稳定，应收和存货周转改善，经营现金由净流出转为与利润相称的流入。

连续两个财务期中，新华三项目利润率保持稳定，应收和存货周转改善，经营现金跟上利润。

新华三把产品能力和客户覆盖转化为稳定的服务收入与现金回报，增长不再依赖单次项目确认。

期间：研究基准日起0至3个月；超过3个月至12个月；超过12个月至24个月 | 单位：验证窗口

来源：最新重大披露、产业与经营约束

读者结论：近期确认变化是否发生，中期检查利润与现金能否闭合，1至2年检验回报能否复制。

三个观察期限

未来3个月（2026-07-27至2026-10-27）

半年报首先要把新华三的收入、利润和项目结构讲清，并解释一季度经营现金净流出与高增长之间的差距。

改变看法：上调条件：正式半年报显示新华三增长延续，项目利润率稳定，应收和存货周转改善，经营现金由净流出转为与利润相称的流入；下调条件：收入继续增长，但毛利率下降、应收和存货明显增加，经营现金持续净流出。利润增长若主要来自一次性项目，同样需要下调。

下一次检查：下一次法定披露或主管部门数据窗口

3-12个月（2026-10-28至2027-07-27）

接下来几个财务期要看项目交付、产品结构和应收周转是否同步改善；收入增长若长期占用更多现金，正面判断需要收紧。

改变看法：上调条件：连续两个财务期中，新华三项目利润率保持稳定，应收和存货周转改善，经营现金跟上利润；下调条件：硬件收入占比上升并压低利润率，应收和存货继续增加，经营现金持续落后于收入。

下一次检查：完整财务期与年度经营数据窗口

1-2年（2027-07-28至2028-07-27）

一至两年看新华三能否把客户覆盖和产品能力变成稳定现金回报，而不是依赖单次项目确认或费用节奏。

改变看法：上调条件：新华三把产品能力和客户覆盖转化为稳定的服务收入与现金回报，增长不再依赖单次项目确认；下调条件：收入规模继续扩大，但项目回款和资本占用长期恶化，主要经营支点的现金质量下降。

下一次检查：年度报告与项目、资产或产品结构复核窗口

来源说明

本报告基于公司定期报告、重大公告、交易所与独立行情及主管部门公开资料编制。来源名称、日期、口径和限制请与正文一起阅读。

本内容仅供信息参考，不构成任何投资建议。投资有风险，入市需谨慎。