

派斯林：订单在恢复，盈利质量仍要过三道关

独立研究意见 | 研究截止2026年7月28日

我们怎么看

订单与收入已经恢复，但盈利、资产质量和回款尚未形成同向证据。我们认为公司仍处在修复早期，总体判断偏负面。

为什么现在形成这个看法

2025年营业收入8.82亿元，同比下降51.62%；归母净利润亏损3.48亿元，经营活动现金流净额0.17亿元。

最强反方

2026年一季度在手订单和上半年新签订单明显增长，仓储自动化占比上升，经营现金流也因回款改善；若这些变化持续转成收入和毛利，当前偏负面判断会显得过于谨慎。

什么会改变我们的看法

上调条件：正式半年报及后续季度同时出现收入增长、毛利转正、经营现金为正，并且合同资产与应收账款合计下降；下调条件：主业继续亏损，长账龄合同资产或逾期股权转让款发生新增减值，或者商誉测试的订单、收入和利润率假设明显落空。

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

派斯林卖的不是标准化机器人，而是一套能在客户工厂或仓库里真正运转的自动化系统。公司要先理解产线和物流流程，再完成方案设计、设备采购、软件集成、现场安装和调试。收入按履约进度确认，项目越复杂，设计变更、供应链、人工投入和验收节奏对毛利的影响越大。

核心经营实体扎根北美，服务汽车整车厂、零部件供应商和仓储物流客户。2025年主营业务收入约95.2%来自海外，意味着汇率、北美制造业资本开支和客户项目排期都会直接进入报表。它不是在中国卖设备、顺带出口，而是一家经营重心明显在北美的工程集成企业。

客户准入和工程履历构成真实壁垒。汽车焊装、总装和大型仓储项目一旦进入客户体系，后续改造和扩建往往更愿意交给熟悉流程的供应商。但这种黏性没有消除客户集中：2025年前五名客户销售额占年度销售总额92.01%。少数客户推迟项目，就足以改变全年收入和利润。

仓储自动化正在成为第二条重要业务线。2025年北美经营实体仓储自动化收入约7006万美元，占其收入60.13%；全年仓储新签订单约1.089亿美元，同比增长89.37%。业务结构由汽车向仓储扩展，有利于分散终端行业，但并没有分散大型项目制经营本身的交付和回款风险。

2025年公司营业收入8.82亿元，同比下降51.62%；归母净利润亏损3.48亿元。主营业务收入8.74亿元，对应主营业务成本10.15亿元，说明当年不是单纯少赚，而是在收入缩量后出现了明显负毛利。公司解释主要原因是北美汽车产业政策变化、项目延期和固定成本占比上升。

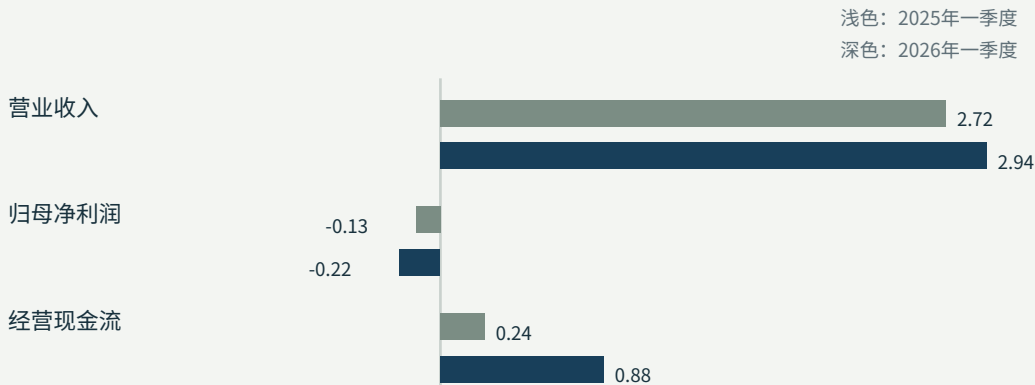
这类系统集成商需要保留工程师、项目经理和本地交付团队，人员和运营成本不能随着某个季度的项目延迟同步下降。项目少时，固定成本摊薄不足；项目恢复时，如果历史延期项目仍需要追加工程投入，收入回升也未必马上带来毛利。2025年的亏损正是这种经营杠杆向下放大的结果。

经营现金流净额为1712万元，虽然没有跟随利润一起出现大额净流出，但不能据此认定经营质量已经改善。项目回款会在不同季度集中发生，现金流和按进度确认的收入天然错位。必须把经营现金、合同资产和应收账款放在一起看，才能判断现金来自正常项目回收，还是阶段性催款和营运资本波动。

2026年第一季度收入2.94亿元，同比增长7.92%，经营现金流0.88亿元，显示交付和回款开始恢复；但归母净利润仍亏损2248万元，且亏损较上年同期扩大。公司预计上半年亏损约2500万元，虽比上年同期减亏，仍明确说明现有收入规模尚未覆盖固定成本。恢复已经发生，盈亏平衡尚未出现。

一季度收入回升后，利润和现金出现了什么变化？

一季度收入回升后，利润和现金出现了什么变化？



期间：2025年一季度/2026年一季度 | 单位：亿元

来源：公司2026年一季度报；上年同期金额按披露增速复算

读者结论：收入和现金出现恢复，但净利润亏损扩大，经营修复尚未闭环。

订单如何转成利润

截至2026年一季度末，北美经营实体在手订单约2.14亿美元，同比增长27.81%；2026年上半年新签订单约0.96亿美元，同比增长92.02%。这些数字证明客户需求和销售活动正在修复，也是当前最有力的正面证据。

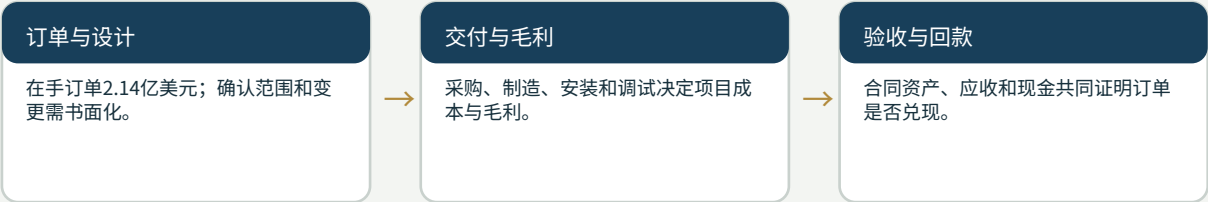
订单不能直接等同于当期收入。大型项目要经过设计、采购、制造、安装和调试，客户还可能调整厂房、车型或物流方案。公司在问询函回复中给出的订单覆盖率包含管理层对确认节奏的估计，其中高意向项目并非已签合同。研究中只把已签在手和新签订单作为需求证据，不把意向项目当作确定收入。

订单更不能直接等同于利润。真正需要核对的是新项目毛利、历史延期项目追加成本、固定团队利用率和项目变更是否取得客户确认。若收入增长来自低毛利赶工，或者历史项目仍在吞噬工程资源，订单规模再大也可能只是把亏损推迟到后续期间确认。

仓储自动化的扩张值得重视，因为北美一般工业和物流自动化需求比汽车整车厂更分散。问题在于大型仓储项目同样交付周期长、客户集中高。产业样本显示，头部仓储自动化企业大量未履约义务需要数年确认。对派斯林而言，业务多元化只有同时改善客户集中、毛利和现金，才算质量升级。

订单要经过哪些环节才能成为现金？

订单要经过哪些环节才能成为现金？



期间：截至2026年3月末；项目执行期；项目验收期 | 单位：亿美元、经营机制

来源：年度问询函回复、公司年报

读者结论：订单只是起点，毛利、验收和回款缺一不可。

资产质量与治理

2025年末合同资产账面余额7.02亿元，计提减值0.88亿元后净额6.14亿元，约相当于当年营业收入的69.6%。一年以上长账龄合同资产占比72.04%，其中三个北美延期项目形成的合同资产约3.79亿元。如此高的规模和账龄，使验收、结算和减值成为利润质量的核心问题。

2026年第一季度合同资产净额降至5.37亿元，方向上是改善；同时应收账款由2.11亿元升至2.46亿元。这可能意味着部分项目从履约进度进入开票收款阶段，也可能只是资产科目之间迁移。只有后续现金实际收回、坏账风险没有上升，才能确认项目真正完成了从收入到现金的闭环。

2025年末商誉账面价值6.79亿元，占总资产约17.8%。北美经营实体资产组测试的可收回金额为1.34亿美元，包含商誉的资产组账面价值为1.311681亿美元，两者差额仅约283万美元。公司和会计师认为无需进一步减值，但安全边际并不宽，订单转化、利润率和折现率稍有偏差都可能改变结果。

公司还更正了2024年部分国内项目的收入确认差错：在未签署增补协议时按预计增补金额确认收入，最终调减收入1905.74万元、净利润130.73万元和合同资产2088.89万元。2025年审计意见仍为标准无保留，但这项更正提醒读者，项目变更是否获得客户书面确认必须持续检查。

另一个独立风险来自已出售房地产业务的股权转让款。原定2026年6月30日前支付的第四期款1.8156亿元未按期支付，公司提示可能进一步计提减值并影响利润。它与自动化订单恢复是两条不同链路，不能用主业改善抵消回款逾期的资产质量问题。

账面净资产里哪些项目需要折价审视？

账面净资产里哪些项目需要折价审视？

合同资产净额	2025年末6.14亿元，2026年一季度末5.37亿元；长账龄比例高。
商誉	2026年一季度末6.68亿元，减值测试安全边际较窄。
延期转让款	第四期1.8156亿元未按期支付，可能新增减值。

期间：2025年末/2026年3月末；2026年3月末；2026年6月30日 | 单位：亿元

来源：公司年报、一季报、公司一季报、问询函回复、重大资产重组进展公告

读者结论：接近账面净资产不等于便宜，先看资产能否按账面价值收回。

市场要求、反方与跟踪

2026年7月28日完整收盘价为5.62元，总股本约4.5688亿股，对应市值约25.68亿元。2025年末归属于上市公司股东的净资产约25.23亿元，市净率约1.02倍；按2026年一季度末约24.53亿元净资产计算约1.05倍。表面上看，市场价格接近账面净资产。

账面净资产的质量比倍数本身更重要。若扣除2026年一季度末约6.68亿元商誉，市值约为扣除商誉后净资产的1.44倍；合同资产、应收账款和股权转让款仍需考虑回收与减值。公司目前亏损，市盈率和基于盈利的现金流估值都缺少可靠基础，因此本报告不输出目标价或伪精确价值区间。

当前价格隐含的要求并不低：订单恢复需要使收入重新覆盖固定成本，历史延期项目要完成验收和回款，商誉假设要兑现，逾期股权转让款不能继续侵蚀净资产。只做到其中一项，仍不足以证明接近账面的价格具有明显安全边际。

反过来，如果半年报和后续季度显示收入、毛利和经营现金同步修复，合同资产与应收合计持续下降，商誉测试的利润假设逐步实现，那么账面价值的可信度会提高。价值判断的转折点来自资产质量和盈利能力，而不是某一天股价涨跌。

我们对派斯林的总体判断偏负面。订单和收入已经出现恢复迹象，但公司仍未跨过盈亏平衡，2025年的负毛利、长账龄合同资产、商誉安全边际、客户集中和逾期股权转让款同时存在。现阶段不能把“订单恢复”直接写成“盈利恢复”。

最强反方也很清楚：一季度在手订单和上半年新签订单增长较快，仓储自动化比重提高，经营现金流明显改善。若这些订单按期转成收入，项目毛利恢复，合同资产和应收合计下降，固定成本就可能被更高收入摊薄，利润修复速度会快于当前判断。

上调条件：正式半年报及后续季度同时出现收入增长、毛利转正、经营现金为正，并且合同资产与应收账款合计下降。

下调条件：主业继续亏损，长账龄合同资产或逾期股权转让款发生新增减值，或者商誉测试的订单、收入和利润率假设明显落空。

业务多元化是否已经降低集中风险？

业务多元化是否已经降低集中风险？

海外收入	主营收入约95.2%来自海外，北美周期影响直接。
前五名客户	占年度销售总额92.01%，单一项目排期影响大。
仓储自动化	占北美经营实体收入60.13%，终端行业已在变化。

期间：2025年度 | 单位：%

来源：公司2025年年报

读者结论：仓储占比提高改善终端结构，但客户和地区集中仍然突出。

三个观察期限

未来3个月（2026-07-28至2026-10-28）

先看正式半年报能否确认收入继续恢复、毛利转正和亏损收窄，并核对合同资产与应收合计是否下降。

改变看法：收入、毛利、现金和营运资产四项同步改善；新增减值或主业亏损扩大。

下一次检查：2026年半年度报告及后续项目回款披露

3-12个月（2026-10-29至2027-07-28）

走完几个财务期后，重点判断订单增长是否稳定转成收入和毛利，仓储业务能否降低汽车项目波动，并让固定成本得到覆盖。

改变看法：连续两个季度实现正毛利和经营现金净流入；合同资产与应收继续上升且利润仍为负。

下一次检查：2026年三季报与2026年年度报告

1-2年（2027-07-29至2028-07-28）

一至两年看客户集中、项目变更管理和软件服务能力能否改善，使盈利不再依赖少数大型项目的排期。

改变看法：客户集中下降且利润、现金和商誉假设连续兑现；商誉或重大应收出现实质减值。

下一次检查：年度报告、客户结构与商誉减值测试

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。