

2026年10月16日

证券研究报告·公司研究报告

风语筑(603466)传媒

当前价: 12.64元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

数字展示基本盘筑底， 3D空间数据与物理AI打开第二成长曲线

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 公司是国内数字展示行业龙头，2026H1实现营业收入7.7亿元，实现归母净利润9371.7万元(yoy+452.8%)，Q3单季业绩出现波动，主要受到交付与减值影响；2) 二十年空间数字化项目沉淀形成“真实世界、多场景、带物理属性”的三维空间数据资产，卡位物理AI与具身智能训练的“数据荒”环节，是可训练、可仿真的稀缺数据要素；3) 公司以参股松应科技、控股合资风应科技、共建国家级中试基地场景的方式形成“数据—仿真—场景”闭环，物理AI与具身智能第二成长曲线已进入落地验证期。
- **数字展示主业盈利阶段性改善，但修复节奏在Q3出现反复。** 2026H1公司营业收入7.7亿元、与上年同期基本持平，归母净利润9371.7万元、同比增长452.8%，扣非归母净利润6821.2万元、同比增长858.2%；Q3单季营业收入2.5亿元、同比下降54.9%，归母净利润-0.25亿元，主要受完工项目减少与单季计提资产减值0.53亿元影响。前三季度营业收入10.2亿元、同比下降23.5%，归母净利润0.68亿元、同比增长29.7%，但扣非归母净利润仅0.15亿元、同比下降59.0%，扣非口径下主业仍处磨底。H1利润弹性主要来自AI在数字创意与生成式3D环节落地带动人工成本下降、信用减值压力缓释，以及长账龄应收通过两批债务重组加快回收(预计合计增加2026年利润总额3922.9万元)；基本盘方面，截至2025年末在手订单38.0亿元，2025年文化及品牌数字化体验空间收入占比升至80.4%。
- **二十年空间数字化沉淀形成稀缺三维空间数据资产，卡位物理AI训练的数据要素环节。** 公司项目制业务在交付中持续产生空间采集、三维建模、数字孪生与内容生产数据，这类“真实世界、多场景、带物理属性”的数据与仿真场景，正是物理AI与具身智能规模化训练所缺的要素，公司由此具备从“空间营造”向“空间数据与仿真训练基础设施”延伸的资产基础。能力上，公司具备空间采集、三维重建与数字孪生能力，已在深圳市规划和自然资源局国土空间智慧治理实验室等项目落地；2025年以来与字节跳动旗下即梦AI合作，即梦AI作为独家AIGC技术支持方参与其非遗数字化与新文旅业务。需求端，据《科技日报》等公开报道，全球研发端高质量具身智能数据需求约120万小时，而训练高质量具身大模型需千万至上亿小时数据；公司所处的展陈、文旅与城市公共空间场景，天然适配具身智能的实训、数据采集与场景验证。
- **物理AI与具身智能布局从参股走向共建，第二成长曲线进入落地验证期。** 公司以“投资+合资+场景共建”切入产业链关键环节，形成“数据—仿真—场景”闭环：2026年6月董事会审议通过以自有资金不超过2,000万元投资松应科技(自研ORCA OS物理AI操作系统)，并在其2026年8月A轮/A1轮融资中作为产业投资方跟投；2026年7月与松应科技合资设立上海风应科技(持股70%)，聚焦物理仿真引擎、Sim2Real仿真训练及空间合成数据生成。场景侧已有可观验证：杭州市具身智能展示与应用推广中心为国家人工智能应用中试基地(具身智能)配套项目，已汇聚87个品牌、136台机器人，落地33个职业技能训练场景，公司并与宇树科技等共建；目前已形成“研究院—参股平台—控股合资—场景载体—产业生态”的完整链条。

西南证券研究院

分析师: 苟宇睿

执业证号: S1250524030001

邮箱: gyy@swsc.com.cn

分析师: 潘妍洁

执业证号: S1250525100002

电话: 023-65796461

邮箱: panyj@swsc.com.cn

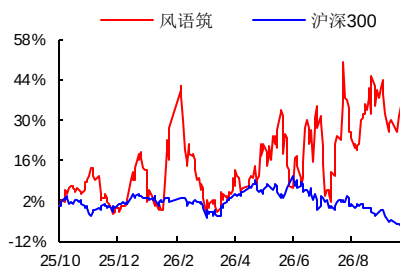
分析师: 刘言

执业证号: S1250515070002

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.95
流通A股(亿股)	5.95
52周内股价区间(元)	8.85-14.47
总市值(亿元)	75.19
总资产(亿元)	41.74
每股净资产(元)	3.52

相关研究

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.2/1.6/1.9 亿元，对应 PE 为 61/48/39 倍。考虑到公司作为国内数字展示行业龙头，盈利正在逐步修复，业务模式由项目建设向长效运营延伸有助于提升现金流质量，同时依托二十年空间数据资产卡位物理 AI 仿真与具身智能训练基础设施、有望打开第二增长曲线，建议积极关注。
- **风险提示：**应收账款回收及信用减值风险、利润与现金流修复不同步风险、物理 AI 及第二成长曲线商业化不及预期、行业竞争加剧风险、宏观经济与地方财政波动风险、技术迭代与内容合规风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1661.60	1669.06	1883.43	2148.47
增长率	20.72%	0.45%	12.84%	14.07%
归属母公司净利润（百万元）	-18.37	123.39	155.97	192.99
增长率	86.43%	771.53%	26.40%	23.73%
每股收益 EPS（元）	-0.03	0.21	0.26	0.32
净资产收益率 ROE	-0.89%	5.70%	6.79%	7.85%
PE	-409	61	48	39
PB	3.63	3.47	3.28	3.06

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 公司概况：数字展示龙头筑基，向“AI+体验经济”与物理 AI 平台升级	1
1.1 公司发展历程：从数字展示工程商到 A 股数字文化龙头，再向“AI+体验经济”平台演进	1
1.2 股权结构：创始人夫妇实控，控制权稳定	1
1.3 公司业务：城市与文旅体验空间夯实基本盘，数字化产品与物理 AI 培育新曲线	2
1.4 基本面：2026 前三季度利润修复节奏出现反复，债务重组改善资产质量	5
2 行业分析：数字展示行业进入“AI 原生”新阶段，物理 AI 与 3D 数据打开产业新空间	7
2.1 行业景气：数字文化产业保持结构性增长，展陈需求由“工程交付”转向“AI+运营”	7
2.2 政策环境：“文化数字化”与“人工智能+”双轮驱动，“十五五”规划明确技术融合方向	7
2.3 物理 AI：技术供给加速成熟，仿真与合成数据成为产业核心卡点	9
2.4 3D 数据与空间智能：数据底座加速建设，三维资产从“内容素材”走向“训练要素”	10
3 公司分析：数字展示基本盘修复，3D 空间数据与物理 AI 打开第二成长曲线	11
3.1 数字展示主业：全场景交付能力筑底，AI 提效与减值缓释共振抬升盈利质量	11
3.2 3D 空间数据资产：二十年空间数字化沉淀，物理 AI 时代的稀缺数据要素	12
3.3 物理 AI 与具身智能：从参股到共建，第二成长曲线进入落地验证期	13
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	16
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司股权情况 (截至 2026/6/30)	2
图 2: 公司城市数字化体验空间代表作品 1: 长沙规划展示馆	2
图 3: 公司城市数字化体验空间代表作品 2: 重庆规划展示馆(新馆)	2
图 4: 文化及品牌数字化体验空间代表作品 1: 中国共产党历史展览馆	3
图 5: 文化及品牌数字化体验空间代表作品 2: 惠州东坡十六乐事艺术计划	3
图 6: 数字化产品及服务代表作品 1: 《梦回圆明园》VR 大空间	3
图 7: 数字化产品及服务代表作品 2: teamLab 艺术大展	3
图 8: 风语筑全资子公司入驻国家具身智能应用中试基地	4
图 9: 公司分业务收入及同比增速	4
图 10: 公司分业务毛利率	4
图 11: 2021 至 2026Q1-Q3 营业收入及增速	5
图 12: 2021 至 2026Q1-Q3 归母净利润及增速	5
图 13: 2021 至 2026Q1-Q3 公司毛利率及净利率	6
图 14: 2021 至 2026Q1-Q3 公司期间费用率	6
图 15: 2021 至 2026Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额	6
图 16: 2023-2026H1 全国规模以上文化及相关产业企业营业收入及同比增速	7
图 17: 2023-2026H1 文化新业态特征较为明显的 16 个行业小类营业收入及同比增速	7
图 18: 2022-2035 年全球物理 AI 市场规模	9
图 19: 2025 年全球物理 AI 市场按应用领域划分	9
图 20: 公司参与设计的 2020 年迪拜世博会中国馆工程	12
图 21: 国家人工智能应用中试基地揭牌新闻图	14
图 22: 机器狗图片	14

表 目 录

表 1: 部分行业相关政策方向和内容	8
表 2: 公司三维空间数据资产的能力构成与潜在应用方向	13
表 3: 分业务收入及毛利率	15
表 4: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：数字展示龙头筑基，向“AI+体验经济”与物理 AI 平台升级

1.1 公司发展历程：从数字展示工程商到 A 股数字文化龙头，再向“AI+体验经济”平台演进

风语筑是国内数字展示行业的龙头企业，致力于成为国内领先的数字化体验服务商，首创“设计领衔·跨界总包”经营理念，以定制化设计为核心、以数字科技为手段重新定义主题文化展示领域。公司成立于 2003 年 8 月，前身为上海风语筑广告有限公司。经过二十余年发展，公司已从早期的城市馆、主题馆数字展示工程商，成长为覆盖城市文化体验、数字文旅、商业展览及新零售体验、广电 MCN 及数字营销等多元场景的数字化体验综合服务商，业务布局覆盖全国 31 个省、市、自治区，累计落地逾千座数字化体验空间。

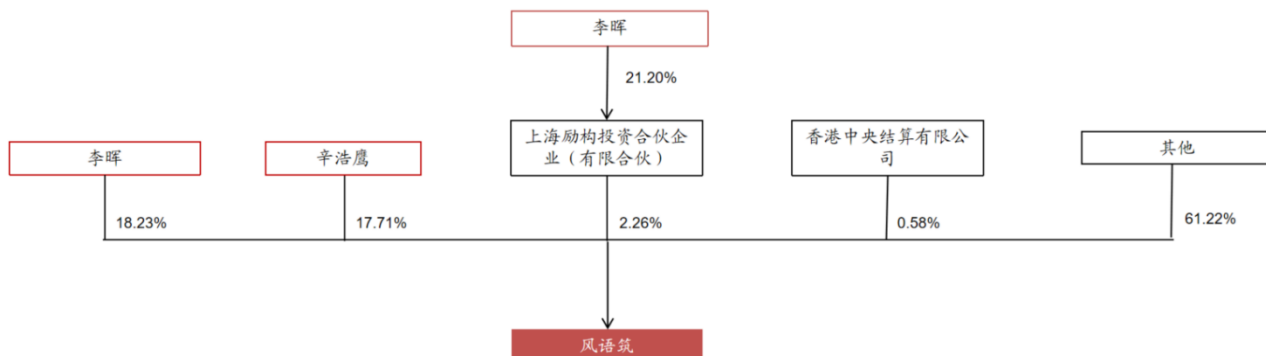
2017 年 10 月 20 日，公司正式登陆上海证券交易所主板。2019 年 4 月 16 日，公司由“上海风语筑展示股份有限公司”更名为“上海风语筑文化科技股份有限公司”，战略重心进一步向“文化+科技”融合倾斜。此后公司持续完善资本运作平台，2022 年公开发行可转换公司债券“风语转债”（113643），转股期为 2022 年 10 月 10 日至 2028 年 3 月 24 日。上市以来，公司依托全场景、全品类的项目交付能力，业务覆盖城市规划、文博展陈、科技科普、红色教育、企业品牌、文旅商体融合等多元应用领域。

2023 年以来，面对政府类客户投入节奏放缓、行业回款周期拉长的经营环境，公司在稳住数字展示基本盘的同时，主动推动业务结构调整与模式升级：一是将增长重心由面向政务接待的城市数字化体验空间，转向更贴近消费端、面向社会公众开放的文化及品牌数字化体验空间；二是由一次性项目交付向场馆运营、内容迭代等长效运营延伸；三是深度融合 AIGC、空间计算、具身智能等前沿技术，确立“AI+体验经济”发展主线，并切入物理 AI 训练基础设施赛道——投资松应科技、共同设立控股子公司风应科技、设立全资子公司浙江风语筑具身智能科技，逐步由传统数字展示工程商向“空间数据+仿真训练+智能交互”的物理 AI 应用平台升级。

1.2 股权结构：创始人夫妇实控，控制权稳定

公司实际控制人为李晖、辛浩鹰夫妇，控股股东为李晖，控制权路径清晰、持股相对集中。截至 2026 年 6 月 30 日，公司总股本约 5.95 亿股，李晖直接持股 18.23%，辛浩鹰直接持股 17.71%，上海励构投资合伙企业（有限合伙）持股 2.26%；李晖持有励构投资 21.20% 财产份额并担任其执行事务合伙人，李晖、辛浩鹰及励构投资构成一致行动人，合计持股约 38.20%。

图 1：公司股权情况（截至 2026/6/30）



数据来源：wind，西南证券整理

1.3 公司业务：城市与文旅体验空间夯实基本盘，数字化产品与物理 AI 培育新曲线

公司主业聚焦数字文化展示体验系统的策划、设计、实施和维护服务，产品与服务覆盖城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间、数字化产品及服务三大板块，并积极向文旅运营、AI 与具身智能等新方向延伸。

城市数字化体验空间。以数字化手段展示城市历史文化底蕴、发展历程、建设成就与未来规划愿景，是各地开展政务接待、招商引资、规划展示和城市形象宣传的重要窗口，代表项目包括长沙规划展示馆、重庆规划展示馆（新馆）、晋城城市展览馆等。受政府类客户文化投入与预算收缩影响，该板块 2025 年收入约 1.9 亿元，同比下降 58.1%，占总营收约 11.3%，毛利率约 21.9%，收入占比呈现持续下降趋势。

图 2：公司城市数字化体验空间代表作品 1：长沙规划展示馆



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司城市数字化体验空间代表作品 2：重庆规划展示馆(新馆)



数据来源：公司公告，西南证券整理

文化及品牌数字化体验空间。将创意、设计、数字艺术与沉浸式体验元素深度融入 IP 主题、在地文化与品牌形象，重点打造面向社会公众和消费者开放的新型互动体验空间，代表项目包括中国共产党历史展览馆、杭州市具身智能展示与应用推广中心、惠州东坡十六乐事艺术计划等。2025 年该板块收入约 13.4 亿元，同比增长 53.0%，占总营收约 80.4%，成为收入恢复的核心支柱，毛利率约 22.2%（同比+0.85pp）。

图 4：文化及品牌数字化体验空间代表作品 1：中国共产党历史展览馆



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：文化及品牌数字化体验空间代表作品 2：惠州东坡十六乐事艺术计划



数据来源：公司公告，西南证券整理

数字化产品及服务。主要通过全息影像、裸眼 3D、CGI 特效以及 AR/VR/MR、4K/8K 超高清视频等媒介，提供商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务，代表项目包括《梦回圆明园》VR 大空间、杭州亚运会数字媒体内容服务、teamLab 艺术大展等。2025 年该板块收入约 1.4 亿元，同比增长 152.7%，毛利率约 36.0%，为三大板块中毛利率最高。

图 6：数字化产品及服务代表作品 1：《梦回圆明园》VR 大空间



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：数字化产品及服务代表作品 2：teamLab 艺术大展



数据来源：公司公告，西南证券整理

物理 AI 与运营业务。公司依托多年积累的三维建模、空间数字化及数字内容创作能力切入物理 AI 训练基础设施：拟以自有资金不超过 2000 万元投资松应科技，并与松应科技共同设立控股子公司风应科技（公司持股 70%、松应持股 30%），聚焦物理 AI 仿真环境构建、合成数据生成及相关训练基础设施等方向开展业务；全资子公司浙江风语筑具身智能科技有限公司围绕具身智能应用场景及空间数据技术开展业务探索，推动空间数据在具身智能训练与应用中的落地。公司已落地杭州市具身智能展示与应用推广中心，深度参与国家级中

试基地配套建设，并与宇树科技、松延动力、强脑科技（BrainCo）、Rokid 及字节跳动旗下即梦 AI 等开展合作。运营层面，公司精耕寿县古城墙及二十四节气馆运营管理，并持续保障《梦回圆明园》VR 大空间、苏州未来科幻馆等项目常态化运营与内容迭代。

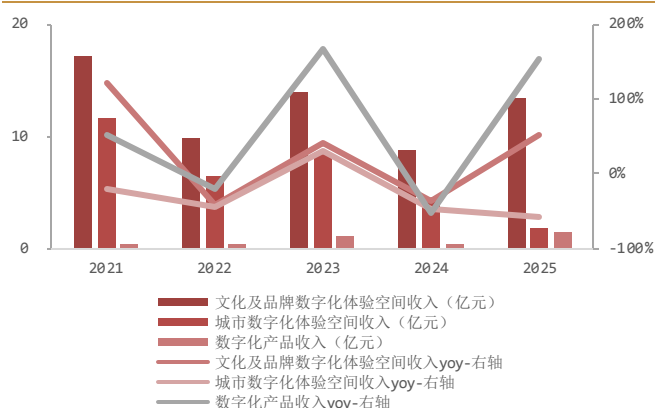
图 8：风语筑全资子公司入驻国家具身智能应用中试基地



数据来源：新浪财经，西南证券整理

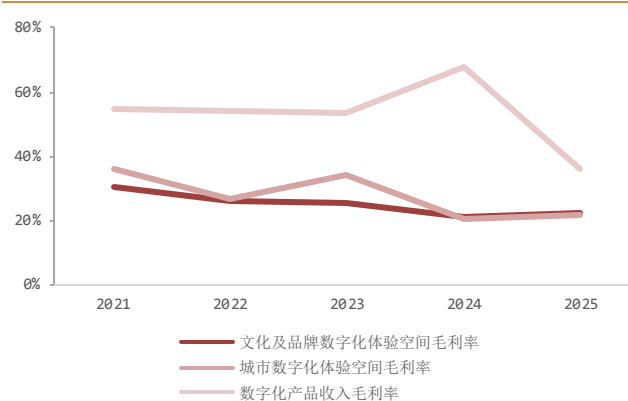
从收入结构看，公司正由“政府类工程交付”向“消费端体验与运营”转型。2025 年文化及品牌数字化体验空间收入占比升至 80.4%，城市数字化体验空间占比降至约 11.3%。截至 2025 年底，公司在手订单金额约 38.02 亿元，为业务形成支撑；但 2025 年新签订单 13.83 亿元，同比下降 22.56%，主要系文化及品牌数字化体验空间订单下降，订单结构仍在向消费端与文化 IP 类项目切换。

图 9：公司分业务收入及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司分业务毛利率

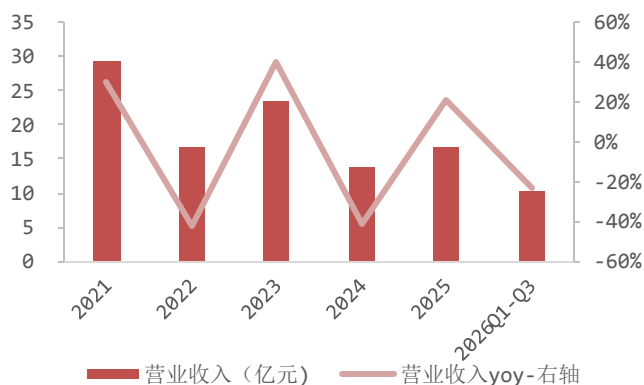


数据来源：Wind，西南证券整理

1.4 基本面：2026 前三季度利润修复节奏出现反复，债务重组改善资产质量

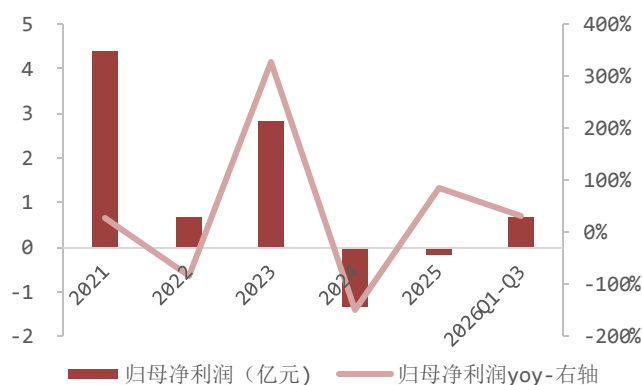
营业收入呈周期性波动、2025 年重拾增长，2026 年前三季度收入承压、利润修复节奏出现反复。公司营业收入 2021-2025 年分别为 29.4 亿元、16.8 亿元、23.5 亿元、13.8 亿元、16.6 亿元，同比分别+30.3%、-42.8%、+39.8%、-41.4%、+20.7%；2026 年上半年为 7.7 亿元，同比-0.9%，与上年同期基本持平。第三季度单季营业收入 2.5 亿元、同比-54.9%、环比-46.4%，公司披露主要系完工项目减少所致。归母净利润 2021-2025 年分别为 4.4 亿元、0.7 亿元、2.8 亿元、-1.4 亿元、-0.2 亿元，2024 年由盈转亏、2025 年亏损大幅收窄；2026 年上半年归母净利润 0.9 亿元，同比增长 452.8%，扣非归母净利润 0.7 亿元，同比增长 858.2%，前三季度归母净利润 0.68 亿元、同比增长 29.7%，但扣非归母净利润仅 0.15 亿元、同比下降 59.0%，其中 Q3 单季归母净利润-0.25 亿元、扣非归母净利润-0.53 亿元，由盈转亏。H1 利润端在收入基本持平背景下大幅改善，主要受益于减值计提压力缓释与成本优化；但 Q3 单季计提资产减值准备合计 0.53 亿元（其中应收账款减值 0.50 亿元、合同资产减值 0.03 亿元），叠加完工项目减少导致收入确认滞后，单季由盈转亏。前三季度非经常性损益 0.53 亿元（含债务重组收益 0.40 亿元、政府补助 0.09 亿元）是利润的主要支撑，扣非口径下主业盈利仍处磨底阶段。

图 11：2021 至 2026Q1-Q3 营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

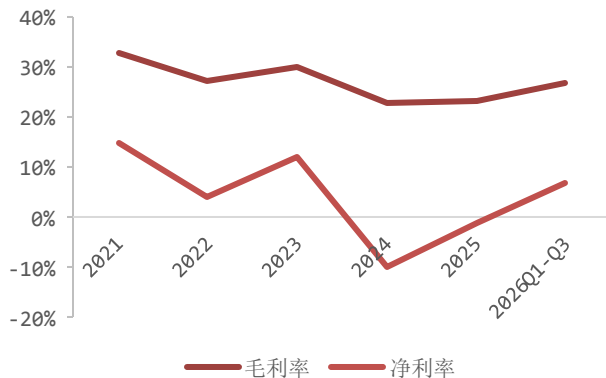
图 12：2021 至 2026Q1-Q3 归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

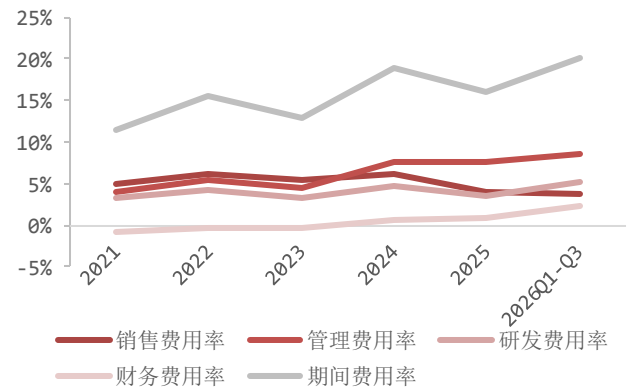
毛利率同比回升但 Q3 单季回落，费用率因收入下滑被动抬升。综合毛利率 2021-2025 年分别为 33.0%、27.1%、29.9%、23.0%、23.3%，2024 年回落至低位后 2025 年基本企稳，2026 年上半年回升至约 29.8%；净利率 2021-2025 年分别为 14.9%、3.9%、12.0%、-9.8%、-1.1%，2026 年上半年回升至约 12.2%。前三季度毛利率 27.0%、同比提升 1.3 个百分点，其中 Q3 单季降至 18.6%、同比-6.5 个百分点、环比-8.2 个百分点；前三季度净利率 6.7%。费用端，2025 年期间费用率约 16.0%，同比下降 2.9pp，其中销售、管理、研发、财务费用率分别约 4.0%、7.5%、3.5%、1.0%，费用优化开始兑现。2026 年前三季度期间费用率 16.0%、同比+1.9 个百分点，收入下滑导致费用摊薄不足，H1 的费用率优化未能延续。减值方面，2024 年公司计提信用减值损失 1.75 亿元、资产减值损失 0.27 亿元（合计约 2.02 亿元），2025 年降至信用减值损失 1.52 亿元、资产减值损失 0.14 亿元（合计约 1.67 亿元），2026 年上半年信用减值损失 0.44 亿元、同比下降 48.4%；前三季度信用减值损失 0.94 亿元、同比下降 26.9%，资产减值损失 0.11 亿元。资产负债率由 2025 年末的 54.6% 降至 2026 年 9 月末的 48.9%。

图 13：2021 至 2026Q1-Q3 公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

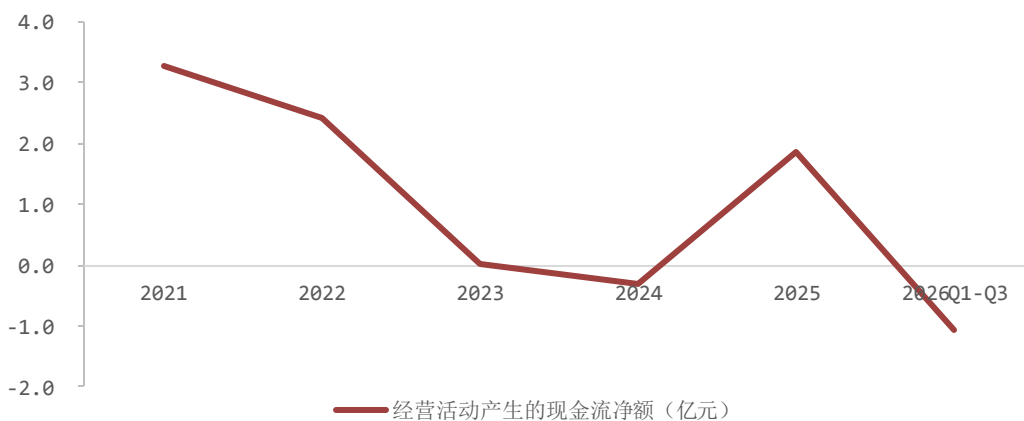
图 14：2021 至 2026Q1-Q3 公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

2025 年现金流质量改善、“现金为王”经营导向见效，但 2026 年前三季度经营性现金流再度转负。2026 年前三季度经营活动现金流净额-1.05 亿元，上年同期为+0.95 亿元、同比下降 211.1%，公司披露主要系完工项目减少所致。

图 15：2021 至 2026Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额



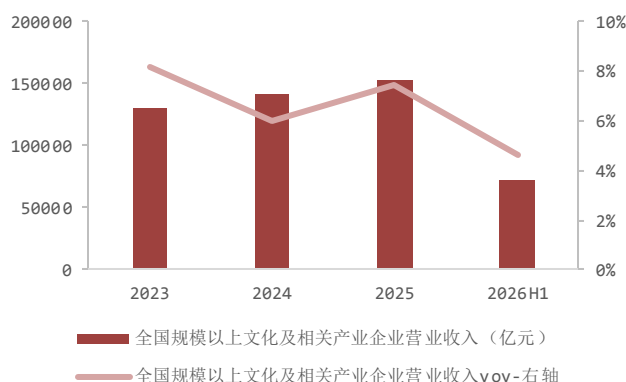
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：数字展示行业进入“AI 原生化”新阶段，物理 AI 与 3D 数据打开产业新空间

2.1 行业景气：数字文化产业保持结构性增长，展陈需求由“工程交付”转向“AI+运营”

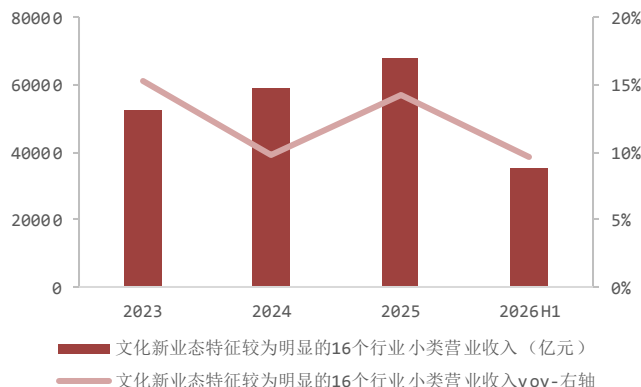
文化及相关产业保持结构性增长，文化新业态是主要增长动能。公司所处行业为文化艺术业。国家统计局数据显示，2025 年全国规模以上文化及相关产业企业（8.2 万家）实现营业收入 152135 亿元，按可比口径比上年增长 7.4%，营收规模实现新突破；其中文化新业态特征较为明显的 16 个行业小类实现营业收入 68253 亿元，比上年增长 14.3%，快于全部规模以上文化企业 6.9 个百分点。2026 年上半年，全国规模以上文化及相关产业企业实现营业收入 72026 亿元，同比增长 4.6%；16 个文化新业态行业小类营业收入同比增长 9.6%，仍高于行业整体增速，数字创意、沉浸式体验所属的文化服务业成为拉动产业增长的核心力量。

图 16：2023-2026H1 全国规模以上文化及相关产业企业营业收入及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2023-2026H1 文化新业态特征较为明显的 16 个行业小类营业收入及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

需求端看，展陈与文博场景的数字化投入持续加码，为行业提供了稳定的项目来源。会展方面，中国国际贸易促进委员会发布的《中国展览经济发展报告 2025》显示，2025 年我国共举办经贸类展会 4095 项，展览总面积达 1.59 亿平方米，同比分别增长 6.53% 和 2.5%，两项核心指标均创历史新高，中国仍是全球最重要的会展市场之一。文博方面，据中国国家博物馆相关调研报告，2025 年上半年文化消费领域相关技术投入已超过 900 亿元，占行业总投资四成以上；2025 年川渝两地博物馆全年文创总收入突破 5 亿元，其中三星堆博物馆文创收入达到近 2 亿元。我们认为，以展馆、展陈为载体的“文化+科技+旅游+城市更新”融合模式，仍是数字展示行业现阶段最主要的增量来源之一。

2.2 政策环境：“文化数字化”与“人工智能+”双轮驱动，“十五五”规划明确技术融合方向

顶层设计上，“文化数字化”与“人工智能+”两条主线在本轮政策周期中形成共振。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，提出统筹利用文化领域已建或在建数字化工程和数据库成果、建设国家文化大数据

体系等 8 项重点任务，明确到“十四五”时期末基本建成文化数字化基础设施和服务平台。2025 年 7 月 31 日国务院常务会议审议通过、2025 年 8 月国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，系统布局“人工智能+”六大重点行动和八大基础支撑能力，推动人工智能与经济社会各行业各领域广泛深度融合。

行业专项政策层面，“AI+文旅”已从方向倡导进入试点落地阶段。2026 年 3 月 25 日，文化和旅游部办公厅发布《关于申报“人工智能+文化和旅游”应用试点的通知》，重点支持多模态大模型、沉浸式交互、数字内容智能生产等方向的创新示范；2026 年 9 月 24 日国新办“十五五”系列主题新闻发布会上，文化和旅游部提出将建设一批行业高质量数据集、部署一批人工智能应用试点，并加强人工智能应用、数字文化等重点标准制定。

“十五五”文化产业发展规划进一步明确了数字技术与未来产业的结合方向。2026 年 9 月，文化和旅游部印发《文化产业发展“十五五”规划》，提出加快推动数字技术全方位全链条普及应用，壮大数字文化产业，发展以智能交互、沉浸体验为特征的新文化业态；推动内容、技术与空间融合，在文博、演艺、文旅融合等领域发展沉浸式新业态；并明确提出支持量子科技、具身智能、脑机接口、第六代移动通信等未来产业技术在文化产业的应用，提出到 2030 年文化及相关产业增加值占国内生产总值比重稳步提高。同期印发的《公共文化服务体系“十五五”规划》提出推动公共文化数智化建设跃上新台阶。此外，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》亦将“推进文化和科技融合”列为培育文化发展新动能的重要途径。

表 1：部分行业相关政策方向和内容

政策方向	具体措施
顶层设计：文化数字化	2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，提出统筹利用文化领域已建或在建数字化工程和数据库成果、建设国家文化大数据体系等 8 项重点任务，明确到“十四五”时期末基本建成文化数字化基础设施和服务平台；《“十四五”文化发展规划》进一步部署国家文化大数据体系建设，推动文化数字化布局加快落地。
顶层设计：人工智能+	2025 年 7 月 31 日国务院常务会议审议通过、2025 年 8 月国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，系统布局“人工智能+”六大重点行动和八大基础支撑能力，推动人工智能与经济社会各行业各领域广泛深度融合，培育“模型即服务”“智能体即服务”等应用服务业态。
行业应用：AI+文旅试点	2026 年 3 月 25 日，文化和旅游部办公厅发布《关于申报“人工智能+文化和旅游”应用试点的通知》，重点支持多模态大模型、沉浸式交互、数字内容智能生产等方向的创新示范；2026 年 9 月 24 日国新办发布会提出，将建设一批行业高质量数据集、部署一批人工智能应用试点，并加强人工智能应用、数字文化等重点标准制定。
产业发展：十五五规划	2026 年 9 月，文化和旅游部印发《文化产业发展“十五五”规划》，提出加快推动数字技术全方位全链条普及应用，壮大数字文化产业，发展数字动漫、数字演艺、数字娱乐、数字艺术、数字展览等新业态，支持量子科技、具身智能、脑机接口、第六代移动通信等未来产业技术在文化产业的应用，提出到 2030 年文化及相关产业增加值占国内生产总值比重稳步提高；同期印发《公共文化服务体系“十五五”规划》。
规范治理与合规	在鼓励创新的同时，强化 AI 生成内容管理、内容标识、版权保护与数据安全等规范引导，推动行业形成“鼓励创新+规范发展”的政策环境。

数据来源：中国政府网、文化和旅游部，新华社等，西南证券整理

政策取向从“试点探索”转向“技术应用、场景建设、合规监管”并重，对企业的技术能力与合规能力提出双向要求。一方面，政策持续鼓励数字技术与文博展示、城市更新、文旅消费场景深度融合，拓展数字化文化消费新场景，支持依托城市更新打造沉浸式文旅体验

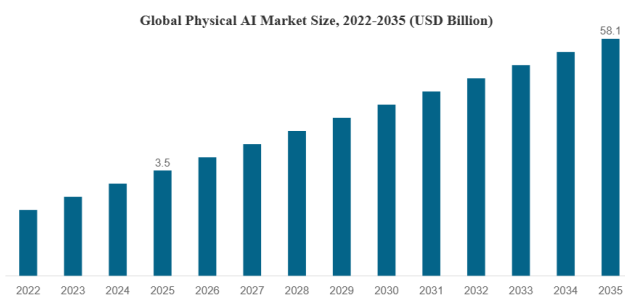
空间；另一方面，政策同步强化对 AI 生成内容的版权、内容标识、数据安全等规范引导，行业进入“鼓励创新+规范发展”并行的新阶段。对于风语筑这类客户以政府部门及相关单位为重要构成、并具备全链条一体化交付能力的企业而言，政策既是需求端的确定性增量，也意味着技术研发与内容合规投入或需要同步增加。

2.3 物理 AI：技术供给加速成熟，仿真与合成数据成为产业核心卡点

物理 AI 指具备理解现实世界、推理和行动规划能力的 AI 系统。2026 年 1 月 5 日，NVIDIA 在 CES 发布面向物理 AI 的全新开放模型、框架与 AI 基础设施，包括 Cosmos Transfer 2.5 与 Cosmos Predict 2.5 世界模型、Cosmos Reason 2 推理视觉语言模型、面向人形机器人的 Isaac GR00T N1.6 视觉—语言—行动（VLA）模型，以及用于机器人策略评估的开源框架 Isaac Lab-Arena 与边缘到云端计算编排框架 OSMO；NVIDIA 创始人兼 CEO 黄仁勋表示，“机器人开发的 ChatGPT 时刻已然到来”，物理 AI 领域的突破正在催生全新应用场景。2026 年 3 月 GTC 上，NVIDIA 进一步发布首个将合成世界生成、视觉推理与动作模拟统一起来的世界基础模型 Cosmos 3 及新一代 Isaac 仿真框架，并宣布 ABB Robotics、FANUC、KUKA、和 YASKAWA 等全球机器人装机量超 200 万台的工业机器人厂商，正将 Omniverse 库与 Isaac 仿真框架集成至其虚拟调试解决方案；同时，Skild AI、World Labs、智元机器人等机器人“大脑”开发商与本体企业亦基于 NVIDIA 技术栈开发并部署物理 AI。

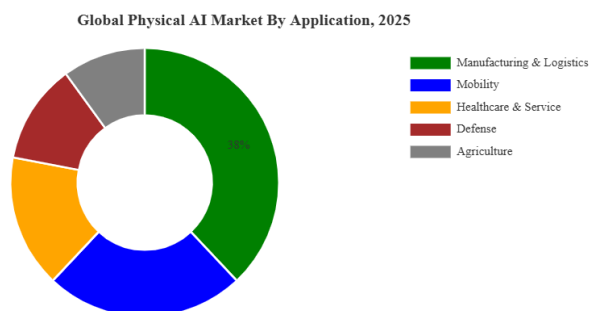
市场空间方面，虽然测算口径导致规模差异较大，但第三方机构普遍给出高速增长预期。据 Mordor Intelligence 测算，全球物理 AI 市场规模将由 2025 年的 50.6 亿美元、2026 年的 71.1 亿美元增长至 2031 年的 348.9 亿美元，2026—2031 年复合增速约 37.46%；Astute Analytica 则预计 2025 年市场规模约 35 亿美元，至 2035 年将达 581 亿美元，对应 2026—2035 年复合增速 32.4%。两家机构规模口径的差异或源自市场对物理 AI 边界的界定尚不完全统一，但是其共同指向该行业已从技术验证阶段进入了数十亿美元级起步并保持十年维度双位数增长的产业化早期阶段。

图 18：2022-2035 年全球物理 AI 市场规模



数据来源：Astute Analytica，西南证券整理

图 19：2025 年全球物理 AI 市场按应用领域划分



数据来源：Astute Analytica，西南证券整理

具身智能作为物理 AI 最典型的落地方向，正处于从“百亿级向千亿级”跨越的阶段。国务院发展研究中心发布的《中国发展报告 2025》认为，我国具身智能市场当前仍处于“百亿级向千亿级”发展的状态，并预测我国具身智能市场规模有望在 2030 年达到 4000 亿元、在 2035 年突破万亿元。政策端，2025 年“具身智能”首次被写入《政府工作报告》，与《人形机器人创新发展指导意见》《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》共同构成产业政

策体系；产业端，工业和信息化部在 2026 世界人工智能大会上表示，2026 年我国人形机器人整机产量有望突破 10 万台，行业正从实验室样机阶段迈向规模化量产。

“数据荒”是当前制约物理 AI 与具身智能产业化的首要卡点，也是三维数据资产产业化的窗口期。具身智能的训练高度依赖真实交互数据，而真实世界数据的获取成本高、标准不统一，大量原始数据无法直接用于训练。据《科技日报》报道，全球范围内研发端对高质量具身智能数据的需求量约为 120 万小时，而全行业每月数据产出量仅为 25 万-30 万小时，高质量数据严重不足；北京中关村相关企业已交付 150 万小时人类视频数据，这一量级已处于全球领先水平，但完成一个高质量模型的训练，至少需要一千万小时量级的数据，供需缺口仍然显著。在此背景下，仿真合成数据与三维/四维空间数据被视为补齐物理世界数据能力的关键路点，而具备大规模三维建模、空间数字化与数字内容生产能力的公司，正由内容供给方向物理 AI 训练基础设施供给方延伸。

2.4 3D 数据与空间智能：数据底座加速建设，三维资产从“内容素材”走向“训练要素”

空间智能是智能体理解三维环境、完成感知—推理—交互的基础能力，其底层支撑是规模化的 3D/4D 数据。2026 年 8 月 29 日，第二届中国空间智能大会在武汉举行，由影溯科技联合 20 余家高校、科研院所及产业方共同发起的“大规模空间智能 3D 数据开放计划”正式启动，目标是共建百万级 3D/4D 场景公共数据底座与统一评测体系，首批数据集计划在半年内开放、2 年内达到百万场景规模；同期，影溯科技分别与禾赛科技、云深处科技达成战略合作，由禾赛科技提供高精度实景空间采集能力、输出毫米级精度三维场景数据，云深处科技将工业、能源巡检、应急作业等机器人实操场景反馈带入项目，打通“真实世界采集—三维重建—模型训练”闭环。地方层面，北京市石景山区具身智能训练中心于 2026 年 9 月 28 日揭牌，以 4D 世界模型为底座，汇聚真人、真机、4D、仿真四类互补数据，打通数字智能、空间智能、物理智能三类能力。我们认为，空间智能的竞争正从单点算法验证，走向“数据—模型—场景”的系统化竞争，数据底座的公共化程度将直接影响产业落地速度。

国家层面，三维空间数据基础设施已初步成型，为产业提供了低成本的公共数据基座。自然资源部 2023 年 8 月印发《关于加快测绘地理信息事业转型升级 更好支撑高质量发展的意见》，提出到 2025 年 5 米格网地形级实景三维基本建成、5 厘米分辨率城市级实景三维初步实现对地级以上城市覆盖，并建成新一代地理信息公共服务平台。据自然资源部 2025 年 12 月例行新闻发布会，我国已初步建成实景三维中国：宏观层面，5 米、10 米格网等系列产品覆盖全部陆地国土，1:1 万数据覆盖 70% 陆地国土；中观层面，城市级实景三维实现城市三维数字映射，已有近 300 个地级以上城市完成建筑三维模型建模；同时，地理信息产业与新兴业态加速融合，2025 年地理信息产业总产值预计突破 9000 亿元，较“十三五”期间增长超 30%。我们认为，实景三维中国主要提供的是城市尺度的公共空间基底数据，而高精度、可训练、可仿真的资产级三维数据仍需市场化主体生产，这构成了内容型公司参与物理 AI 产业链的现实切入点。

从价值量看，三维数据资产的定价逻辑正从“内容素材”转向“可计算、可仿真、可训练”的基础设施。据泰伯智库 2024 年测算，到 2030 年中国元宇宙市场规模将达 8,500 亿元，其中与空间计算相关的市场可能达到 3,400 亿元、占比约 40%。我们判断，3D 数据资产的稀缺性主要体现在两个方面：一是高精度、标准化、带空间身份编码的真实空间数据获取成本高、周期长；二是可直接用于机器人强化学习训练、且具备物理可计算性的仿真资产

供给不足，行业内大量数据“有量无质”、无法直接适配训练需求。前者依赖长期的真实空间数字化积累，后者依赖物理引擎与仿真能力的沉淀，二者叠加构成了行业进入门槛，也解释了为何具备大规模三维建模与空间数字化能力的内容型公司正在被纳入物理 AI 产业链的供给端。

产业资本与地方政策同步加码，物理 AI 基础底座赛道升温，产业链分工加速成形。作为国内物理 AI 操作系统企业，松应科技于 2026 年 8 月宣布连续完成数亿元 A 轮、A1 轮融资，由中金资本、武汉洪山资本领投，尚融资本、澳盛科技、高信资本、上海天使会、风语筑、乔贝资本等财务及产业机构跟投，为其半年内完成的第三轮融资，资金将重点投向 ORCA OS 物理 AI 操作系统的持续迭代、国产芯片生态深度适配与开发者生态建设。从产业链分工看，当前已初步形成“基础模型与仿真框架（NVIDIA 等）—物理 AI 操作系统与仿真引擎（松应科技等）—三维/四维数据资产与场景资产（空间数据生产方、内容型公司）—机器人本体与场景应用（本体厂商、行业客户）”的四层结构，其中数据资产与仿真环境环节的市场化供给尚不充分，预计仍将是未来的产业竞争的焦点之一。

3 公司分析：数字展示基本盘修复，3D 空间数据与物理 AI 打开第二成长曲线

公司的数字展示主业在订单储备、AI 降本与存量应收风险化解的共同作用下，盈利质量已出现实质性修复，2026H1 归母净利润同比增长 452.8%；在此基础上，公司多年空间数字化项目沉淀的真实三维数据资产，以及以松应科技、风应科技为核心的物理 AI 与具身智能布局，正在把“空间营造”能力延伸为“空间数据与仿真训练基础设施”能力。

3.1 数字展示主业：全场景交付能力筑底，AI 提效与减值缓释共振抬升盈利质量

主业的核心变化不在于收入规模的扩张，而在于交付质量与资产质量的同步改善。2026H1 公司实现营业收入 7.7 亿元，与上年同期基本持平；实现归母净利润 9371.7 万元，同比增长 452.8%；扣非归母净利润 6821.2 万元，同比增长 858.2%。在收入端未明显放量的背景下，利润弹性主要来自三条线索：AI 在数字创意与生成式 3D 环节的落地带动人工成本下降、信用减值压力显著缓释、以及长账龄应收款项通过债务重组加快回收。

交付能力与客户资源构成基本盘。公司是中国数字展示行业龙头，服务网络遍及 31 个省、自治区、直辖市，已在全国落地逾千座数字化体验空间，应用场景覆盖城市规划、文博展陈、科技科普、红色教育、企业品牌及文旅商体融合等多元领域；据合肥市庐阳区人民政府网站 2026 年 4 月披露，公司累计完成 2700 余个文化布展设计施工一体化项目。2026H1，黄河悬河文化展示馆、杭州市具身智能展示与应用推广中心、中国商飞国产大飞机展示中心等项目陆续交付并确认收入，香港赛马会访客体验中心、“澄迈·不止东坡”数字文旅项目、腾讯成都总部展厅等重点项目有序推进。

图 20：公司参与设计的 2020 年迪拜世博会中国馆工程



数据来源：合肥市庐阳区人民政府官网，西南证券整理

业务结构上，面向大众消费与品牌客户的业务占比明显提升。2025 年文化及品牌数字化体验空间实现收入 13.4 亿元，同比增长 53.0%，收入占比升至 80.4%；城市数字化体验空间收入 1.9 亿元；数字化产品及服务收入 1.4 亿元，同比增长 152.7%，毛利率 36.0%。订单端，2025 年新签订单 13.8 亿元，同比下降 22.6%，主要受文化及品牌数字化体验空间订单减少影响；截至 2025 年末在手订单 38.0 亿元，仍对后续收入形成支撑。

AI 提效与减值缓释是利润修复的两条主线。公司持续推动人工智能技术在数字创意、生成式 3D 等内容生产环节的应用，提升内容生产效率并带动人工成本下降；2026H1 综合毛利率 29.8%，较上年同期提升 3.7 个百分点，期间费用率降至 13.6%（2025 年全年为 16.0%），其中销售费用、管理费用、研发费用较 2025H1 分别下降约 0.63pp、1.06pp、0.47pp。同期信用减值损失 0.4 亿元，同比下降 48.4%，资产减值损失 786.6 万元，减值计提压力明显减轻。

存量应收风险的系统性化解，是资产质量与利润修复的另一关键。2025 年末公司应收账款及合同资产原值合计约 24.22 亿元，账面净额约 12.59 亿元，累计计提减值准备约 11.63 亿元，综合计提比例 48.02%；截至 2026 年 6 月 30 日，应收账款累计计提坏账准备 11.64 亿元，综合计提比例约 50.64%，历史风险已较为充分地释放。在此基础上，公司通过债务重组加快长账龄款项回收：2026 年 6 月，公司就 5 个项目达成债务重组安排，涉及债权原值 1805.0 万元，预计回收 1498.2 万元，其中 1013.1 万元已到账，预计增加 2026 年度利润总额 1118.0 万元；2026 年 10 月，公司披露第二批债务重组，涉及 14 个项目、债权原值 5676.0 万元，预计可收回 4320.8 万元，已到账 3971.5 万元，预计增加利润总额 2804.9 万元。公司同时获得股东会授权，可在未来 12 个月内对累计不超过 2 亿元的长账龄应收款项开展债务重组，授权额度约占应收账款及合同资产原值的 8.26%。

3.2 3D 空间数据资产：二十年空间数字化沉淀，物理 AI 时代的稀缺数据要素

公司的第二成长曲线建立在长期空间数字化项目沉淀的三维空间数据之上。项目制的数字展示业务在交付过程中持续产生空间采集、三维建模、数字孪生与内容生产数据；当物理 AI 与具身智能进入规模化训练阶段，这类“真实世界、多场景、带物理属性”的空间数据与仿真场景成为稀缺训练要素，公司由此具备从“空间营造”向“空间数据与仿真训练基础设施”延伸的资产基础。

能力层面，公司长期在空间计算、多模态 AI、AIGC、数字人、虚实融合交互、云渲染等方向构建技术应用体系，形成标准化、体系化的数字内容研发与交付能力；在三维空间方向具备空间采集、三维重建与数字孪生等能力，并已在城市空间数字化与智慧治理类项目中落地，如深圳市规划和自然资源局国土空间智慧治理实验室等项目。2025 年以来，公司与字节跳动旗下即梦 AI 开展合作，即梦 AI 作为独家 AIGC 技术支持方参与其非遗数字化与新文旅业务，公司亦在探索 Seedance 等视频生成模型在数字内容生产、非遗数字化及新文旅内容创作中的应用，持续强化“AI+3D”的内容生产与空间资产沉淀能力。

从产业需求看，高质量空间数据正是当前物理 AI 与具身智能的核心卡点之一。据《科技日报》等公开报道，全球研发端对高质量具身智能数据的需求约 120 万小时，而训练高质量具身大模型需要千万至上亿小时的数据；机器人训练不仅要求数据规模，更要求数据带物理属性、可交互、可复现，因此“真机采集+仿真生成”的组合成为主流技术路径。公司所处的展陈、文旅与城市公共空间场景，具有真实空间结构、复杂人流与多业态交互的特征，天然适配具身智能的实训、数据采集与场景验证需求。

表 2：公司三维空间数据资产的能力构成与潜在应用方向

能力环节	能力内容	应用与变现方向
空间采集与三维重建	空间测绘、三维扫描、点云与模型重建	规划展示、城市更新、数字孪生城市
数字孪生与空间计算	真实空间数字化还原、实时渲染与交互	城市治理展示、文博展陈、沉浸式体验
数字资产与内容生产	三维数字资产库、AIGC 与生成式 3D 内容生产	内容授权、文旅与非遗数字化、虚拟展陈
空间数据与仿真训练	物理 AI 仿真环境、Sim2Real、空间合成数据	具身智能训练、机器人场景验证与数据采集

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 物理 AI 与具身智能：从参股到共建，第二成长曲线进入落地验证期

公司以“投资+合资+场景共建”的方式切入物理 AI 产业链关键环节：以少数股权绑定物理 AI 仿真引擎团队，以控股子公司承接合成数据与仿真环境业务，并以自身场景与数据能力提供真实空间与实训载体，形成“数据—仿真—场景”的闭环。

布局节奏清晰、动作密集。2025 年 3 月，公司宣布成立具身智能研究院，以人形机器人、仿生机器人、AI 眼镜等智能端侧为载体，推动人工智能技术与场景应用融合，并推动公司从空间营造向数字化运营升级。2026 年 6 月 12 日，公司董事会审议通过以自有资金对松应科技进行股权投资（具体持股比例以正式投资协议为准），交易对价不超过 2,000 万元，同日双方签署《股权投资暨战略合作框架协议》；公司在松应科技 2026 年 8 月完成的 A 轮/A1 轮融资中作为产业投资方跟投。公司同时披露连续 12 个月内累计对外投资金额不超过 2.2 亿元，约占最近一期经审计净资产的 10.61%。2026 年 7 月 2 日，公司与松应科技合资设立的上海风应科技有限公司正式成立并入驻上海徐汇滨江模速空间，注册资本 1,000 万元，公司持股 70%、松应科技持股 30%，业务聚焦物理仿真引擎、Sim2Real 仿真训练及空间合

成数据生成等方向。此外，公司全资子公司浙江风语筑具身智能科技有限公司围绕具身智能应用场景及空间数据技术开展业务探索，推动空间数据在具身智能训练与应用中的落地。

合作标的与产业生态具备一定稀缺性。松应科技为物理 AI 操作系统领域企业，自研 ORCA OS 物理 AI 操作系统，2026 年 8 月宣布连续完成数亿元 A 轮、A1 轮融资，由中金资本、武汉洪山资本领投，风语筑等产业与财务机构跟投，为半年内完成的第三轮融资，资金投向 ORCA OS 持续迭代、国产芯片生态适配、开发者生态建设及重点产业场景规模化落地。产业合作方面，公司此前已与宇树科技等企业共同打造杭州市具身智能展示与应用推广中心，并深度参与国家级中试基地配套建设；与强脑科技合作推进脑机接口科普体验，与松延动力探索仿生机器人文旅应用，与 Rokid 推进 AI+AR 在文博文旅领域的前瞻布局，并为小鹏、比亚迪等客户打造数字化体验空间。

场景侧已出现可观测的验证。杭州市具身智能展示与应用推广中心为国家人工智能应用中试基地（具身智能）配套项目，该基地于 2026 年 5 月揭牌，是国内唯一面向具身智能领域的国家级平台；据杭州市人民政府网站报道，中心已汇聚 87 个品牌、136 台机器人，落地 33 个职业技能训练场景，覆盖农业采摘、电力巡检、康养服务等领域，并采用“真实场景+虚拟仿真”双轮驱动模式。2026 年 8 月，公司作为共建单位参与全国首个具身智能人才培养与考试认证中心（杭州），与宇树科技、浙江大学控制科学与工程学院等单位共同发布首期实践课程。

图 21：国家人工智能应用中试基地揭牌新闻图



数据来源：新华网，西南证券整理

图 22：机器狗图片



数据来源：杭州日报，西南证券整理

总体而言，公司在物理 AI 方向已形成“研究院—参股平台—控股合资—场景载体—产业生态”的完整链条。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：城市数字化体验空间主要服务规划展示、政务接待与城市形象类项目，我们认为随着公司延续“现金为王、严选项目”的策略，虽然收入端可能受到确认时间影响，但该业务的单项目质量与回款条款将逐步优化，毛利率会呈现小幅改善态势。我们预计 2026-2028 年，城市数字化体验空间营业收入同比变动率分别为 -17.5% / +5.0% / +4.5%，假设毛利率为 21.8% / 22.5% / 23.0%。

假设 2：文化及品牌数字化体验空间面向大众与品牌消费场景，是公司文旅运营与内容策展的核心载体，2025 年实现收入 13.4 亿元、同比+53.0%，占比约 80.4%，毛利率 22.2%、同比小幅回升，已逐步成为收入恢复与结构优化的主引擎。公司推动从项目建设向长效运营延伸（如文旅运营、内容迭代），并叠加 AIGC / 即梦 AI 等在内容侧降本增效，有望支撑订单质量与毛利结构改善。我们预计 2026-2028 年，文化及品牌数字化体验空间营业收入同比变动率分别为 +1.0% / +12.5% / +13.5%，假设毛利率为 26.0% / 26.5% / 26.9%。

假设 3：数字化产品及服务涵盖商业展览、数字视觉、VR/MR 内容及数字化运维等，是公司目前毛利率最高的业务。公司卡位物理 AI / 具身智能展示与仿真相关能力、松应科技合作与内容产品化，有望继续抬升该板块收入弹性，我们预计 2026-2028 年，数字化产品及服务营业收入同比变动率分别为 +19.5% / +23.0% / +26.0%，假设毛利率为 41.0% / 41.0% / 41.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
城市数字化体验空间	收入	187.9	155.0	162.8	170.1
	增速	-58.1%	-17.5%	5.0%	4.5%
	毛利率	21.9%	21.8%	22.5%	23.0%
文化及品牌数字化体验空间	收入	1335.3	1348.7	1517.2	1722.1
	增速	53.0%	1.0%	12.5%	13.5%
	毛利率	22.2%	26.0%	26.5%	26.9%
数字化产品	收入	138.4	165.4	203.4	256.3
	增速	152.6%	19.5%	23.0%	26.0%
	毛利率	36.0%	41.0%	41.0%	41.0%
合计	收入	1661.6	1669.1	1883.4	2148.5
	增速	20.7%	0.45%	12.8%	14.1%
	毛利率	23.3%	27.1%	27.7%	28.3%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

在考虑所处行业与数据可及性的前提下，我们选取了大丰实业、宋城演艺、索辰科技和天娱数科作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 86/67/59 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.7/18.8/21.5 亿元，yoy 为 0.5%/12.8%/14.1%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.2/1.6/1.9 亿元，对应 PE 为 61/48/39 倍。考虑到公司作为国内数字展示行业龙头，盈利正在逐步修复，业务模式由项目建设向长效运营延伸有助于提升现金流质量，同时依托二十年空间数据资产卡位物理 AI 仿真与具身智能训练基础设施、有望打开第二增长曲线，建议积极关注。

表 4：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603081.SH	大丰实业	39.08	9.25	0.21	0.27	0.32	0.35	44.05	34.26	28.91	26.43
300144.SZ	宋城演艺	142.71	5.47	0.31	0.33	0.36	0.38	17.65	16.58	15.19	14.39
688507.SH	索辰科技	106.41	119.42	0.35	0.69	1.00	1.29	341.20	173.07	119.42	92.57
002354.SZ	天娱数科	119.30	7.21	-0.03	0.06	0.07	0.07	-240.33	120.17	103.00	103.00
平均值								40.64	86.02	66.63	59.10
603466.SH	风语筑	75.19	12.64	-0.03	0.21	0.26	0.32	-409.18	60.93	48.20	38.96

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 10 月 16 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，风语筑来自西南证券盈利预测

5 风险提示

应收账款回收及信用减值风险、利润与现金流修复不同步风险、物理 AI 及第二成长曲线商业化不及预期、行业竞争加剧风险、宏观经济与地方财政波动风险、技术迭代与内容合规风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1661.60	1669.06	1883.43	2148.47	净利润	-18.37	123.39	155.97	192.99
营业成本	1273.79	1216.81	1361.34	1541.03	折旧与摊销	13.78	19.16	19.16	19.16
营业税金及附加	7.95	9.34	10.72	11.83	财务费用	16.64	58.20	60.93	63.27
销售费用	66.00	56.75	62.15	68.75	资产减值损失	-14.39	10.00	10.00	10.00
管理费用	124.68	163.57	167.63	180.47	经营营运资本变动	-9.61	-627.53	-314.55	-290.13
财务费用	16.64	58.20	60.93	63.27	其他	197.82	-134.81	119.32	122.25
资产减值损失	-14.39	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	185.86	-551.59	50.83	117.53
投资收益	26.35	40.00	40.00	40.00	资本支出	13.16	70.00	70.00	70.00
公允价值变动损益	-17.37	8.00	5.00	3.00	其他	-288.80	183.05	18.31	34.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-275.65	253.05	88.31	104.65
营业利润	-28.85	202.40	255.67	316.12	短期借款	-3.20	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.15	-0.88	-0.94	-0.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-30.01	201.52	254.73	315.17	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	-11.63	78.13	98.75	122.19	支付股利	-11.90	3.67	-24.68	-31.19
净利润	-18.37	123.39	155.97	192.99	其他	-114.67	-93.89	-62.93	-63.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-129.76	-90.22	-87.61	-94.46
归属母公司股东净利润	-18.37	123.39	155.97	192.99	现金流量净额	-219.54	-388.76	51.53	127.72
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1368.78	980.02	1031.55	1159.27	成长能力				
应收和预付款项	1187.92	1363.27	1537.10	1716.91	销售收入增长率	20.72%	0.45%	12.84%	14.07%
存货	485.70	465.96	549.39	609.17	营业利润增长率	82.29%	801.44%	26.32%	23.65%
其他流动资产	819.15	596.56	657.36	707.89	净利润增长率	86.43%	771.53%	26.40%	23.73%
长期股权投资	78.01	78.01	78.01	78.01	EBITDA 增长率	101.11%	17749.8%	20.02%	18.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	124.60	106.21	87.82	69.43	毛利率	23.34%	27.10%	27.72%	28.27%
无形资产和开发支出	18.20	-52.52	-123.25	-193.97	三费率	12.48%	16.69%	15.44%	14.54%
其他非流动资产	481.50	476.56	476.51	476.47	净利率	-1.11%	7.39%	8.28%	8.98%
资产总计	4563.85	4014.06	4294.50	4623.17	ROE	-0.89%	5.70%	6.79%	7.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.40%	3.07%	3.63%	4.17%
应付和预收款项	912.27	970.76	1086.37	1209.08	ROIC	-1.66%	22.85%	18.59%	21.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.09%	16.76%	17.83%	18.55%
其他负债	1577.70	879.12	912.65	956.82	营运能力				
负债合计	2489.97	1849.88	1999.02	2165.90	总资产周转率	0.35	0.39	0.45	0.48
股本	594.79	594.83	594.83	594.83	固定资产周转率	12.67	14.46	19.41	27.33
资本公积	449.12	449.07	449.07	449.07	应收账款周转率	0.71	0.71	0.73	0.73
留存收益	993.21	1120.28	1251.57	1413.36	存货周转率	2.27	2.41	2.61	2.62
归属母公司股东权益	2073.89	2164.18	2295.48	2457.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2073.89	2164.18	2295.48	2457.27	资产负债率	54.56%	46.08%	46.55%	46.85%
负债和股东权益合计	4563.85	4014.06	4294.50	4623.17	带息债务/总负债	21.22%	28.56%	26.43%	24.39%
					流动比率	2.01	2.66	2.64	2.62
					速动比率	1.76	2.29	2.25	2.24
					股利支付率	-64.74%	-2.98%	15.82%	16.16%
					每股指标				
					每股收益	-0.03	0.21	0.26	0.32
					每股净资产	3.49	3.64	3.86	4.13
					每股经营现金	0.31	-0.93	0.09	0.20
					每股股利	0.02	-0.01	0.04	0.05
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1.57	279.75	335.76	398.55					
PE	-409.18	60.93	48.20	38.96					
PB	3.63	3.47	3.28	3.06					
PS	4.52	4.50	3.99	3.50					
EV/EBITDA	3666.50	22.42	18.44	15.19					
股息率	0.16%	—	0.33%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn