风语筑（603466）

2026Q3 业绩点评：2026Q3 业绩承压，物理 AI 布局有望释放空间资产价值

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,376	1,662	1,566	1,671	1,910
同比（%）	(41.44)	20.72	(5.74)	6.70	14.31
归母净利润（百万元）	(135.44)	(18.37)	112.86	149.65	192.67
同比（%）	(147.97)	86.43	714.18	32.60	28.74
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.23)	(0.03)	0.19	0.25	0.32
P/E（现价&最新摊薄）	-	-	63.35	47.78	37.11

投资要点

- **事件：**2026 年 Q3 公司实现营收 2.51 亿元，yoy-54.94%，归母净利润-0.25 亿元，yoy-170.99%，扣非归母净利润-0.53 亿元，yoy-281.26%。2026 年前三季度实现营收 10.18 亿元，同比下降 23.50%；归母净利润 0.68 亿元，同比增长 29.68%。

- **费用管控与历史应收清收持续推进，经营质量有望优化。**公司主要提供城市、文化及品牌数字化体验空间服务，收入受项目完工节奏影响较大。2026Q3 完工项目减少，营收同比下降 54.94%，叠加信用及资产减值计提，单季盈利承压。在收入承压背景下，公司持续推进费用管控，前三季度销售、管理费用分别同比下降 19.82%、21.56%；累计毛利率 27.04%，同比提升 1.35 个百分点。同时，历史应收清收取得进展，前三季度信用减值损失同比减少 26.86%，确认债务重组收益 3,970.48 万元。10 月公告披露，相关债权已回收 3,971.47 万元，预计增加利润总额 2,804.85 万元，有望进一步推动存量风险化解与资产质量改善。

- **AI 赋能数字内容生产，主业提质增效可期。**公司长期深耕数字展示与数字化体验业务，积累了三维建模、数字内容创作及空间交互能力，能够将人工智能技术嵌入内容制作和项目交付环节。公司已与即梦 AI 开展合作，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。我们认为，后续内容生产效率提升有望为主业提质增效提供支持。

- **携手松应科技布局物理 AI，探索空间资产向训练数据资源转化。**物理 AI 训练面临高质量数据供给不足、真机采集成本较高等约束，仿真环境与合成数据的应用价值有望提升。公司长期积累的真实空间数字资产、三维建模及数字孪生能力，可与松应科技自研 ORCA 物理 AI 操作系统形成互补。公司已投资松应科技，并共同设立控股子公司风应科技，探索贯通真实场景采集、仿真环境构建、合成数据生成与智能体训练评测。我们认为，双方合作有望推动既有空间资源向可复用训练环境及数据服务延伸，为公司培育第二增长曲线，后续关注客户订单与应用验证进展。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司作为数字展示头部企业，并依托场景及内容优势拓展研学运营与物理 AI 仿真业务，盈利有望修复。我们看好公司在物理 AI 方向的新机遇，预计 2026-2028 年归母净利润为 1.1/1.5/1.9 亿元，对应当前股价 PE 分别为 63.35/47.78/37.11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**项目交付及收入确认不及预期风险；应收款项回收及资产减值风险；新技术应用及外部合作推进不及预期风险。

2026 年 11 月 02 日

证券分析师 张良卫
执业证书：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 张家琦
执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.02
一年最低/最高价	8.72/15.98
市净率(倍)	3.41
流通 A 股市值(百万元)	7,149.88
总市值(百万元)	7,149.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.52
资产负债率(%,LF)	48.94
总股本(百万股)	594.83
流通 A 股(百万股)	594.83

相关研究

《风语筑(603466)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 表现亮眼，体验经济驱动增长》

2025-04-18

《风语筑(603466)：2023 年报及 2024 一季报点评：在手订单充沛，Q1 业绩受项目周期影响 》

2024-04-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 费用管控与历史应收清收持续推进，经营质量有望优化 4
2. AI 赋能数字内容生产，主业提质增效可期 5
3. 携手松应科技布局物理 AI，空间资产价值拓展可期 5
4. 盈利预测与投资评级 8
5. 风险提示 8

图表目录

图 1： 公司主营业务.....4
图 2： 2025 年/2026 年前三季度财务表现.....5
图 3： 2024-2031 年全球具身智能数据集市场规模（亿美元）.....6
图 4： 具身数据存量缺口.....6
图 5： 风语筑物理 AI 全栈训练解决方案.....7
图 6： 松应科技 ORCA 系统流程.....7

表 1： 英伟达/风应科技物理 AI 相关布局.....7

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 费用管控与历史应收清收持续推进，经营质量有望优化

项目完工减少影响收入确认，Q3 经营表现承压。公司为城市、文化场馆及企业品牌等客户提供数字化体验空间服务，涵盖策划设计、数字内容制作及集成实施，收入受项目完工节奏影响较大。2026Q3 公司营收 2.51 亿元，同比下降 54.94%，公司解释主要系完工项目减少所致；归母及扣非归母净利润分别为-0.25、-0.53 亿元。

图1：公司主营业务

1. 城市数字化体验空间

数字化体验空间通过数字化的技术手段展示城市历史文化底蕴、发展历程、建设成就和未来规划愿景，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和平台。代表作品：


长沙规划展示馆



重庆规划展示馆(新馆)

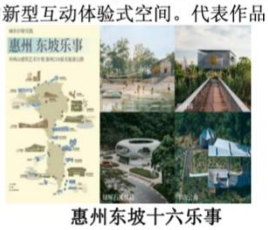

晋城城市展览馆

2. 文化及品牌数字化体验空间

文化及品牌数字化体验空间通过将创意、设计、数字艺术和沉浸式体验元素深度融入 IP 主题、在地文化特色和品牌形象之中，重点打造面向社会大众和消费者开放的新型互动体验式空间。代表作品：


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



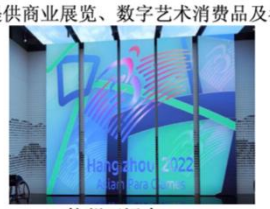
惠州东坡十六乐事
艺术计划

3. 数字化产品及服务

数字化产品及服务主要通过全息影像、裸眼 3D、CGI 特效等技术手段，AR/VR/MR、4K/8K 超高清视频等媒介形式，为客户和消费者提供商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务。代表作品：



《梦回圆明园》
VR 大空间


杭州亚运会
数字媒体内容服务

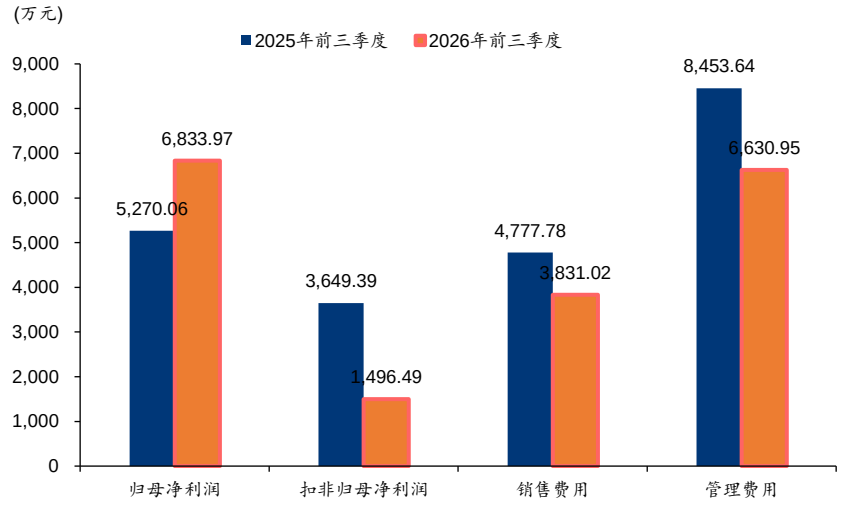

teamLab 艺术大展

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

累计毛利率改善叠加费用压降，为后续经营修复提供基础。公司在收入承压背景下主动控制经营支出，前三季度销售、管理费用分别为 0.38、0.66 亿元，同比下降 19.82%、21.56%，合计减少约 0.28 亿元；累计毛利率 27.04%，同比提升 1.35 个百分点。费用金额压降与累计毛利水平改善，有望缓解经营压力，为后续项目交付恢复时释放盈利弹性提供条件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：2025 年/2026 年前三季度财务表现



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

历史应收清收取得进展，存量风险化解有望改善资产质量。公司结合地方化债政策推进，通过债务重组加快历史应收款项回收。前三季度信用减值损失 0.94 亿元，同比减少 26.86%，确认债务重组收益 3,970.48 万元。10 月公告进一步披露 14 个历史项目的重组安排，预计可回收 4,320.78 万元，截至公告日已到账 3,971.47 万元，预计增加利润总额 2,804.85 万元。回收金额高于相关资产减值后的账面净额，有望进一步改善资产质量，促进现金回笼。

2. AI 赋能数字内容生产，主业提质增效可期

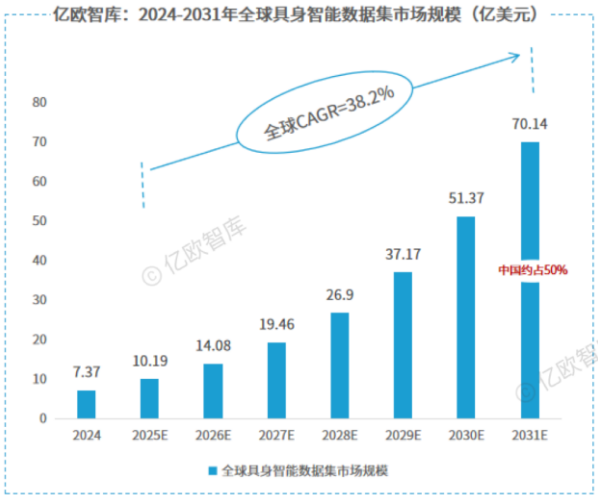
携手即梦 AI 探索视频生成应用，有望优化供给效率。公司依托数字内容创作与空间交互经验，推进 AI 与既有制作流程融合，有望提升素材生成、创意迭代及场景呈现效率。2026 年半年报披露，AI 在数字创意、生成式 3D 等内容生产环节的应用已带动人工成本下降。同时，公司与即梦 AI 合作，探索 Seedance 等视频生成模型在非遗数字化及新文旅内容创作中的应用。随着模型能力与公司策划、空间设计及项目实施经验的结合，公司有望进一步优化效率。

3. 携手松应科技布局物理 AI，空间资产价值拓展可期

物理 AI 应用拓展带动训练需求增长，高质量数据供给仍存在缺口。随着人工智能向机器人、工业智能等物理场景延伸，模型训练需要覆盖更多环境、物体与交互任务，推动配套数据市场扩容。据亿欧智库报告，全球具身智能数据集市场规模预计由 2024 年

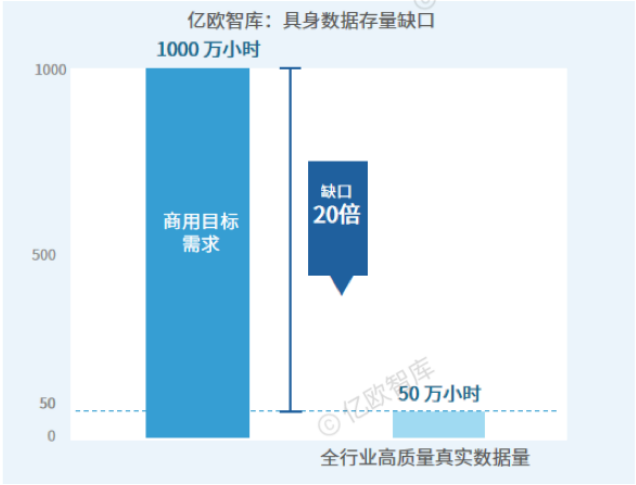
的 7.37 亿美元增长至 2031 年的 70.14 亿美元，2025-2031 年复合增速约 38.2%，预计 2031 年中国市场占比将达 50%。但高速扩张下，高质量数据积累相对不足，该报告估计，商用级具身模型需要千万小时级真实交互数据，而高质量真实物理交互数据约 50 万小时，数据供给成为产业发展的重要约束。

图3：2024-2031 年全球具身智能数据集市场规模（亿美元）



数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

图4：具身数据存量缺口



数据来源：亿欧智库，东吴证券研究所

真实数据获取成本较高、有效产能受限，仿真合成成为扩大供给的重要方向。真机采集依赖机器人设备、人工操作及场景搭建，难以快速覆盖多样化任务。据亿欧智库报告，真机数据价格约 500-1,000 元/小时，采集员日均有效采集约 2-5 小时，价格成本较高，且产能有限。而仿真环境可通过调整物体位置、光照及任务条件，结合自动标注与并行运行扩充样本，补充真实数据供给。英伟达披露，使用 Isaac GR00T Blueprint 的第一批组件，可在 11 小时内生成 78 万条合成轨迹，相当于 6,500 小时人类示范数据，且将合成数据与真实数据相结合，与仅使用真实数据相比可将 GR00T N1 的性能提高 40%，体现了合成数据的规模化潜力与效率优化能力。

空间数据构成仿真训练的重要基础，政策支持与质量要求共同推动供给能力升级。可用于训练的数字空间需要表达场景结构、物体属性及交互关系，为环境感知、任务规划和动作验证提供支撑。2026 年 6 月，国家数据局印发《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案》，明确支持多模态数据集建设，积极应用仿真模拟与合成技术扩大具身智能数据供给。产业链仍面临两方面约束：一是多场景真实空间数据需要经过采集、三维重建及属性标注，数据质量有待提高，标准化资产供给有待完善；二是仿真与现实在物理特性、传感器及交互反馈等方面存在差异，影响数据质量和真机迁移效果。我们认为，真实场景积累与高保真仿真能力的结合，有望成为提升训练数据可用性的关键。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

空间资源与仿真系统形成互补，风应科技有望推动公司培育第二增长曲线。 风语筑深耕空间数字化建设二十余年，沉淀了真实空间数字资产及三维建模、空间重构、数字孪生能力，为训练环境构建提供基础。合作方松应科技自研 ORCA 物理 AI 操作系统，覆盖场景构建、数据生成、并行训练及验证部署；从功能布局看，可与英伟达 Omniverse 及 Isaac 工具链的相关环节进行比较。ORCA 支持多形态智能体训练，并已适配摩尔线程、沐曦等国产 GPU，为国产算力环境下的仿真应用提供选择。公司投资松应科技，并共同设立控股子公司风应科技，探索连接“真实场景采集—仿真环境构建—空间数据生成—智能体训练评测”。随着空间资产补充物理属性及任务配置，公司有望向可复用训练环境和合成数据服务延伸，拓展空间资产价值，培育第二增长曲线，后续重点关注客户订单及应用验证进展。

图5：风语筑物理 AI 全栈训练解决方案



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：松应科技 ORCA 系统流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：英伟达/风应科技物理 AI 相关布局

比较维度	英伟达	风应科技
仿真基础	Omniverse 提供物理 AI 仿真开发库与工具；Isaac Sim 承接机器人仿真应用	松应科技具备自研 ORCA，连接场景、数据、训练、验证与部署
空间构建	可导入三维资产，配置材质、物理属性、机器人及传感器	风语筑具备空间数字化能力 ORCA 可提供底层仿真计算支撑
数据与训练	Isaac Sim 生成合成数据，Isaac Lab 开展策略训练	风应科技探索数据采集、仿真生成、模型训练、评测优化 ORCA 可支持并行训练
算力适配	RTX PRO 服务器、DGX 和 Jetson AGX Thor，分别支持仿真与合成数据生成、模型训练和机器人端推理	ORCA 支持国际主流及国产算力

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 盈利预测与投资评级

场景及内容优势支撑业务延伸，首次覆盖给予“买入”评级。考虑到公司为数字展示头部企业，且依托场景及内容优势积极探索 AI 内容生产与物理 AI 仿真业务，盈利有望修复。我们看好公司在物理 AI 方向的新机遇，预计 2026-2028 年归母净利润为 1.1/1.5/1.9 亿元，对应当前股价 PE 分别为 63.35/47.78/37.11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

项目交付及收入确认不及预期风险；应收款项回收及资产减值风险；新技术应用及外部合作推进不及预期风险。

风语筑三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,862**	**3,727**	**3,980**	**4,387**
货币资金及交易性金融资产	1,830	1,990	2,268	2,533
经营性应收款项	1,180	973	934	991
存货	486	405	423	497
合同资产	94	76	64	66
其他流动资产	272	283	290	301
非流动资产	**702**	**708**	**697**	**689**
长期股权投资	78	78	78	78
固定资产及使用权资产	128	113	98	85
在建工程	0	0	0	0
无形资产	18	18	17	17
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	478	499	504	509
资产总计	**4,564**	**4,435**	**4,677**	**5,076**
流动负债	**1,922**	**1,608**	**1,610**	**1,697**
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	7	7	7
经营性应付款项	834	728	755	840
合同负债	686	470	418	382
其他流动负债	391	403	430	467
非流动负债	**568**	**567**	**561**	**556**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	528	521	513	505
租赁负债	2	4	6	9
其他非流动负债	38	42	42	42
负债合计	**2,490**	**2,175**	**2,171**	**2,252**
归属母公司股东权益	2,074	2,260	2,506	2,824
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**2,074**	**2,260**	**2,506**	**2,824**
负债和股东权益	**4,564**	**4,435**	**4,677**	**5,076**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,662**	**1,566**	**1,671**	**1,910**
营业成本(含金融类)	1,274	1,135	1,200	1,366
税金及附加	8	8	8	10
销售费用	66	52	50	57
管理费用	125	86	89	97
研发费用	58	55	60	71
财务费用	17	25	25	25
加:其他收益	15	12	12	12
投资净收益	26	55	30	30
公允价值变动	(17)	0	0	0
减值损失	(167)	(140)	(105)	(100)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**(29)**	**133**	**176**	**227**
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	**(30)**	**133**	**176**	**227**
减:所得税	(12)	20	26	34
净利润	**(18)**	**113**	**150**	**193**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**(18)**	**113**	**150**	**193**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.03)	0.19	0.25	0.32
EBIT	(11)	158	201	252
EBITDA	6	173	216	265
毛利率(%)	23.34	27.53	28.20	28.51
归母净利率(%)	(1.11)	7.21	8.96	10.09
收入增长率(%)	20.72	(5.74)	6.70	14.31
归母净利润增长率(%)	86.43	714.18	32.60	28.74

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	186	69	187	146
投资活动现金流	(276)	(34)	(60)	(60)
筹资活动现金流	(130)	43	66	94
现金净增加额	(220)	77	193	180
折旧和摊销	17	15	15	14
资本开支	0	0	0	0
营运资本变动	30	(155)	(78)	(155)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	3.42	3.74	4.15	4.69
最新发行在外股份（百万股）	595	595	595	595
ROIC(%)	(0.25)	4.96	5.87	6.71
ROE-摊薄(%)	(0.89)	4.99	5.97	6.82
资产负债率(%)	54.56	49.04	46.41	44.37
P/E（现价&最新股本摊薄）	(389.11)	63.35	47.78	37.11
P/B（现价）	3.51	3.22	2.90	2.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn