宏观经济深度研究

御风而驰

——2027 年中国经济展望

2026 年 11 月 20 日

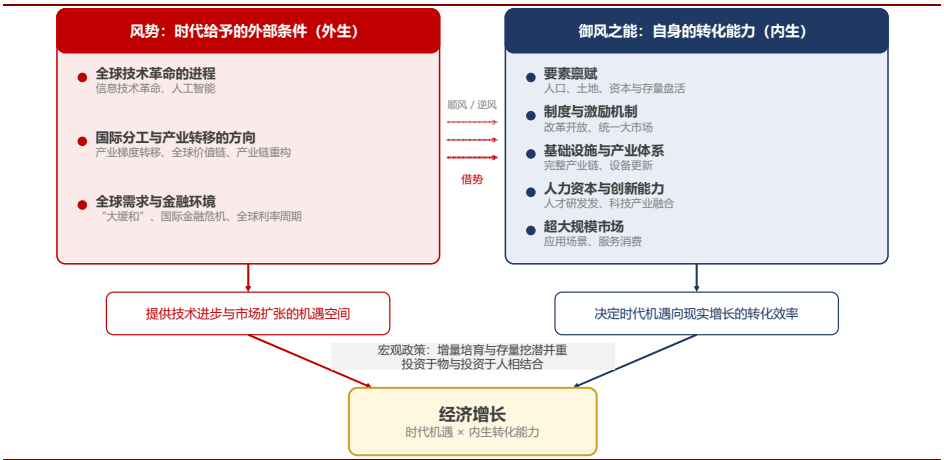
程实，博士
(852) 2206 8049
shi.cheng@icbc.com.cn

徐婕，博士
(852) 2683 3777
jessica.xu@icbci.com

“夫列子御风而行，泠然善也。”列御寇御风而行，所借者为风势，所凭者为御风之能。回望改革开放以来的中国经济，从东亚产业转移、全球化与信息技术革命，到国际金融危机后的结构调整，再到新一轮人工智能浪潮，时代之风几经更迭，中国经济也在改革开放、产业升级与科技创新中不断积累御风之能。如今，全球人工智能投资开启新的增长空间，新质生产力加快形成，新旧动能在接续中重塑。2026 年前 10 个月，高技术制造业对规模以上工业增长的贡献率升至 47%左右，但产业繁荣向广泛经济收益的传导仍有空间。展望 2027 年，中国经济能否将新一轮科技革命带来的产业机遇转化为更加广泛的内生增长，取决于存量调整与增量培育能否形成合力。其中，房地产企稳与消费回升关系内需增长的基础，技术扩散与资本市场发展关系产业优势的价值实现，外需结构优化则关系全球机遇的持续承接。五个方面的变化，将共同影响中国经济御风而行的速度与韧性。宏观政策也将更加注重激发潜能，由侧重增量扩张向增量培育与存量挖潜并重转变，以投资于物与投资于人相结合、供需两端协同发力，提升经济增长的内生动力。风有转向，行有定力。中国经济将在时代之势与内生之力的交汇中，以新质生产力拓展增长空间，以存量挖潜释放发展潜能，推动增长由产业优势向更加广泛、更加持久的经济活力延伸。

风虽有变，御风之能始终重要。《庄子·逍遥游》写列子“御风而行，泠然善也”，又言其“犹有所待”。风有其势，行有其道。经济增长亦然，时代之风往往来自全球技术革命、国际分工演变与资本流动，既带来增长机遇，也形成外部约束。御风之能则根植于一国的制度安排、要素禀赋、产业基础与创新能力，决定了时代机遇能在多大程度上转化为现实增长。

图 1：风虽有变，御风之能始终重要



资料来源：工银国际绘制

回望改革开放以来的中国经济，增长中枢几经转换，背后既有国际经济格局的潮起潮落，也有国内改革与发展方式的不断调整。以增速变化为线索，结合外部环境与内部政策的重要转折，中国经济的发展历程大致可以划分为六个阶段。

第一阶段（1978—1991 年），改革开放破题，承接东亚产业转移。十一届三中全

相关研究：

11/18/2026：《不系之舟——2027 年全球大类资产展望》

11/16/2026：《紫荆日新——2027 年香港经济展望》

11/13/2026：《舟行木易——2027 年全球经济展望》

10/29/2026：《加息暂歇，鹰声未止——2026 年 10 月美联储议息会议点评》

10/21/2026：《塞纳河畔，债影渐长——法国国债收益率上行的原因与影响》

10/15/2026：《承压的韧性与加速的分化》

10/13/2026：《宏观稳定的微观基石——2026 年诺贝尔经济学奖点评》

10/8/2026：《接对美间接出口的规模测算与结构释义——“经纬之间 纵横其链”中国价值链系列研究之八》

10/5/2026：《接力与协同：从资金链看政策空间》

9/28/2026：《并驾异辙——人民币与美元双强格局的形成逻辑》

9/18/2026：《织网成势：六张网如何打开内需新空间》

9/17/2026：《加息落地，两难未解——2026 年 9 月美联储议息会议点评》

9/10/2026：《美债长端收益率何以居高难下——中美国债收益率曲线系列研究之一》

8/31/2026：《美联储的处“市”之道与沟通哲学——2026 年 Jackson Hole 会议点评》

8/19/2026：《日元资产的奥德赛时期》

8/17/2026：《当算力流经香江：AI 贸易周期中的香港角色》

8/10/2026：《扩大消费的供需协同》

会开启改革开放，恰逢东亚劳动密集型产业梯度转移，国际资本与制造业开始寻找新的生产空间。家庭联产承包责任制率先释放农业生产活力，经济特区、乡镇企业与沿海开放相继推进，使长期积累的劳动力和资源禀赋逐步进入市场。改革松开了束缚生产力的制度约束，开放则使国内要素与国际市场开始连接，中国经济由此迈入持续增长的新阶段。

第二阶段（1992—2000 年），市场化改革深化，汇入全球资本流动。冷战结束后，国际资本流动和跨国产业布局加快，亚洲金融危机又使区域经济经历剧烈调整。中国以南方谈话和社会主义市场经济体制改革明确发展方向，1994 年分税制改革、汇率并轨与国有企业改革相继推进，市场配置资源的基础不断夯实。制度改革与国际资本、技术流入相互促进，制造业规模迅速扩大，产业配套能力逐步形成。即使外部金融环境出现波动，国内改革仍为增长提供了较强支撑。

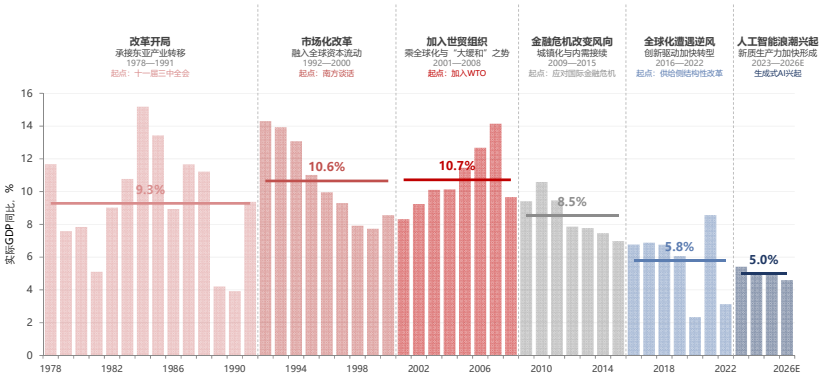
第三阶段（2001—2008 年），加入世界贸易组织，乘全球化深化之势。中国加入世界贸易组织，恰逢信息技术革命推动全球价值链加速延伸，发达经济体“大缓和”时期的相对稳定环境也为国际贸易扩张创造了条件。中国依托人口红利、基础设施与不断完善的产业体系，深度融入全球生产网络，将国际分工深化所创造的市场机遇转化为出口增长、资本积累与工业化进程。外部需求扩张与国内制造能力提升相互强化，推动经济增长进入又一轮较快发展时期。

第四阶段（2009—2015 年），国际金融危机改变风向，城镇化与内需扩张接续增长。2008 年国际金融危机终结了此前全球经济相对平稳的扩张环境，外部需求与国际资本流动的不确定性明显上升。中国通过积极财政政策、基础设施建设和扩大内需稳定经济运行，随后又以新型城镇化、产业结构调整和全面深化改革培育新的增长支撑。交通网络、城市基础设施与国内市场持续完善，投资与城镇化成为承接外需变化的重要力量。随着人口、资本和房地产等传统增长条件逐步变化，中国经济开始进入增速换挡与结构调整阶段。

第五阶段（2016—2022 年），全球化遭遇逆风，创新驱动加快转型。全球贸易摩擦加剧，国际产业链分工面临调整。与此同时，移动互联网、数字技术和新一轮产业创新不断拓展经济活动的边界。面对内外部条件变化，中国持续推进供给侧结构性改革，加快创新驱动发展，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。数字经济、高端制造与现代服务业加快成长，增长动力进一步由要素投入和规模扩张转向技术进步、结构优化与效率提升。

第六阶段（2023 年以来），人工智能浪潮兴起，新质生产力加快形成。生成式人工智能取得突破，全球科技投资进入新一轮扩张周期，算力、能源、通信和智能装备的需求相继增长，全球产业竞争也由传统成本优势加快转向技术创新与系统性供给能力。中国顺应新一轮科技革命和产业变革，提出并加快发展新质生产力，推动科技创新与产业创新深度融合。完整的产业体系、规模庞大的工程技术人才队伍与超大规模应用市场，使中国既能承接全球人工智能投资带来的产业需求，也具备将新技术转化为现实生产力的有利条件。高技术制造业、绿色能源和智能装备加快成长，人工智能向传统产业渗透，数据、技术与人才等新型生产要素的作用持续增强。这一阶段的增长更加强调创新主导、产业融合与全要素生产率提升，推动中国经济从技术应用和规模优势向自主创新与新质生产力加快跃升。

图 2：中国 GDP 同比增速与各阶段年均增速（1978—2026E）



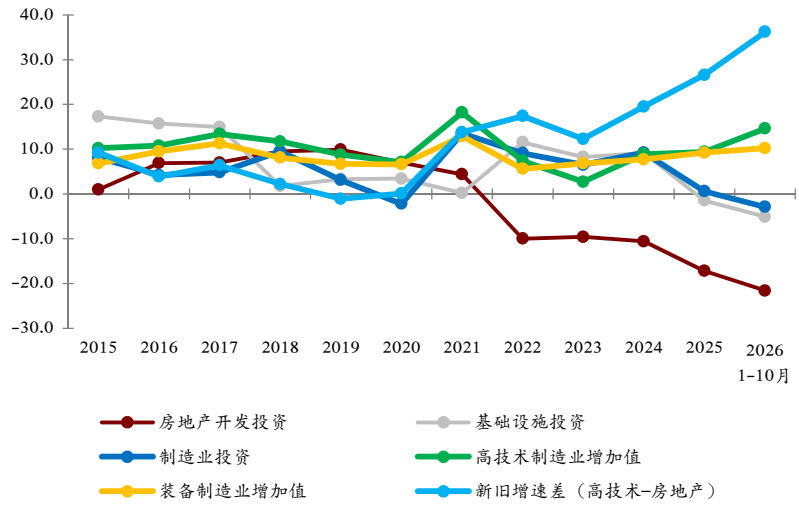
资料来源：WIND，工银国际（注：年均增速为各年度实际 GDP 同比增速的算术平均，2026 年为预测值。）

六个阶段，时代之风几经更迭，中国经济在改革开放、产业升级与技术创新中不断积累御风之能。迈向 2027 年，这一能力将更加体现为培育壮大新质生产力、促进技术广泛应用，并将产业优势转化为持续增长的内生动力。

增长：新旧接力，稳中有进。2026 年前三季度 GDP 增长 4.6%，一、二、三季度分别增长 5.0%、4.3%和 4.5%。2026 年 1—10 月，房地产开发投资下降 21.6%，高技术制造业增加值增长 14.6%。按上年占比乘以当年增速估算，高技术制造业对规模以上工业增长的贡献率约为 47%，2016—2025 年平均约 25%，2025 年为 26%。

一方面，旧动能收缩延续。2025 年房地产开发投资下降 17.2%，2026 年 1—10 月降幅扩大至 21.6%，基础设施投资 2025 年下降 1.5%，2026 年 1—10 月下降 5.1%。根据我们的测算，1—10 月房地产开发投资拖累全部固定资产投资约 4 个百分点，占投资降幅的一半。房地产开发投资占全部投资的比重已由上年同期的 18.4%降至 15.7%，体量缩小后，同样的降幅对整体投资的拖累随之减小。

图 3：旧动能与新动能增速对比（同比增长，%）

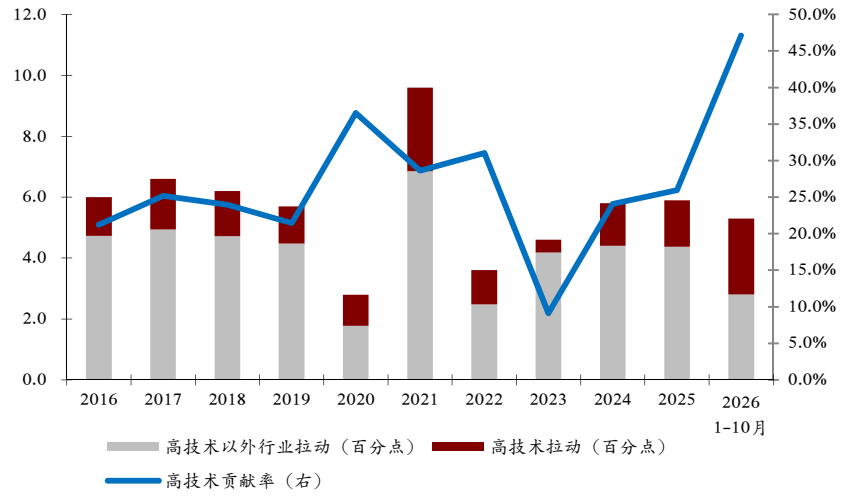


资料来源：WIND，工银国际（注：投资指标为名义增速，工业增加值为实际增速，新旧增速差为两项增速的百分点差，主要用于展示增长分化。）

另一方面，新动能高端制造接棒。2026 年 1—10 月，高技术制造业增加值同比增长 14.6%，较前三季度加快 0.3 个百分点。装备制造业增长 10.2%，拉动规模以上工业增长 3.7 个百分点，对工业增长的贡献率约 70%。装备制造业占规模以上工业增加值的比重升至 37.9%，同比提高 1.8 个百分点，产业结构持续向高端

化升级。国家统计局测算，新动能对前 10 个月规上工业增长贡献率在 50%以上。随着高端制造加快发展，技术创新与产业链协同效应进一步显现，带动基础材料、研发设计和生产性服务业共同发展，新动能对经济增长的支撑由产业自身扩张向更广泛的产业体系延伸。

图 4：高技术制造业对规模以上工业增长的拉动

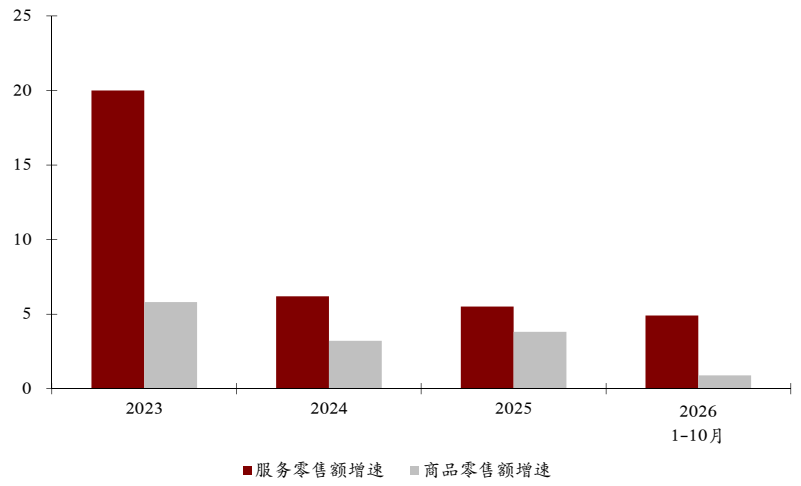


资料来源：国家统计局，WIND 及工银国际测算（注：拉动=上年占规上工业增加值比重×当年增速，占比为现价口径，增速为可比价口径，结果为近似值。2026 年为 1—10 月，使用 2025 年占比。）

需求来自全球人工智能投资。全球人工智能投资带动算力设备、光通信和电子材料需求，中国作为全球电子和装备制造的主要供给方承接了这部分需求。前三季度集成电路制造增加值增长 79.2%，人民币计价出口增长 16.4%，机电产品出口增长 23.7%。2026 年前三季度，美元计出口同比增长 21.3%，其中价格拉动 12.8 个百分点，数量拉动 8.5 个百分点。分产品看，AI 相关产品拉动 10.8 个百分点，存储芯片一项拉动 5.5 个百分点。2027 年全球人工智能投资继续扩张，但增速可能较 2026 年放缓，投资重心由算力芯片向电力、连接等配套设施延伸。我们预计 2027 年 GDP 增长 4.5%左右。随着出口增速较高基数有所回落，消费与投资逐步改善，内需有望为经济增长提供更有力的支撑。

消费：由企及家，服务先行。增长从企业传向居民的链条较长，居民消费的结构在升级。2026 年 1—10 月，服务零售额增长 4.9%，商品零售额增长 0.9%，服务零售增速高出商品零售 4 个百分点。通讯信息、旅游咨询租赁、文体休闲等服务类零售额增长较快，以旧换新的边际拉动减弱，商品消费放缓。2026 年前三季度全国居民人均服务性消费支出占比为 47.3%，比上年同期提高 0.5 个百分点。

图 5：服务零售与商品零售增速（%）



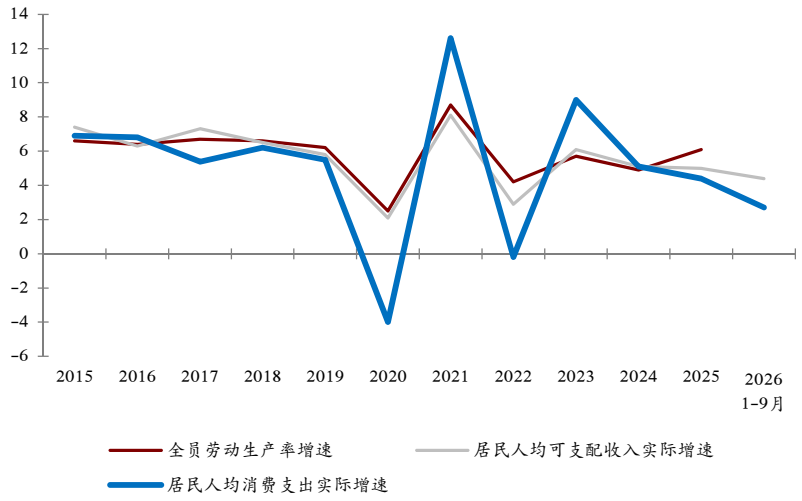
资料来源：WIND，工银国际

从生产侧看，企业利润回升。2025 年全员劳动生产率提高 6.1%，高于 GDP 增速 1.1 个百分点。2026 年前三季度，规模以上工业企业营业收入增长 6.6%，利润增长 15.5%，其中制造业利润增长 17.0%，高技术制造业利润增长 52.0%。高技术制造业利润占全部规模以上工业利润的比重升至 25.5%。

从居民侧看，就业与收入稳步跟进。前三季度城镇调查失业率平均为 5.2%，与上年同期持平。前三季度全国居民人均可支配收入实际增长 4.4%，与 GDP 增速基本同步。工资性收入名义增长 5.3%，三季度外出务工农村劳动力月均收入增长 2.9%。前三季度农村居民收入实际增长 5.6%，快于城镇居民 2.0 个百分点。领涨行业资本和技术密集程度较高，盈利增长向广泛就业和工资收入的传导，需要通过产业链协同和技术应用扩散逐步实现。

从终端看，消费落在收入之后。前三季度人均消费支出实际增长 2.7%，低于收入 1.7 个百分点。2026 年前三季度，全国居民平均消费倾向为 65.3%，低于上年同期的 66.4%和 2019 年同期的 67.6%。财产净收入增长 1.6%，房价调整对居民财产性收入形成拖累。教育、养老、托育和医疗等领域的家庭负担较重，预防性储蓄偏高。展望 2027 年，企业盈利有望由高技术行业向更广泛的产业领域扩散，带动就业和工资收入稳步增长。公共服务投入持续加大，有助于增强居民消费意愿，促进收入增长向消费增长转化。随着农村居民和中低收入群体收入进一步改善，其较高的边际消费倾向有望转化为更强的消费动能，为内需持续增长提供支撑。

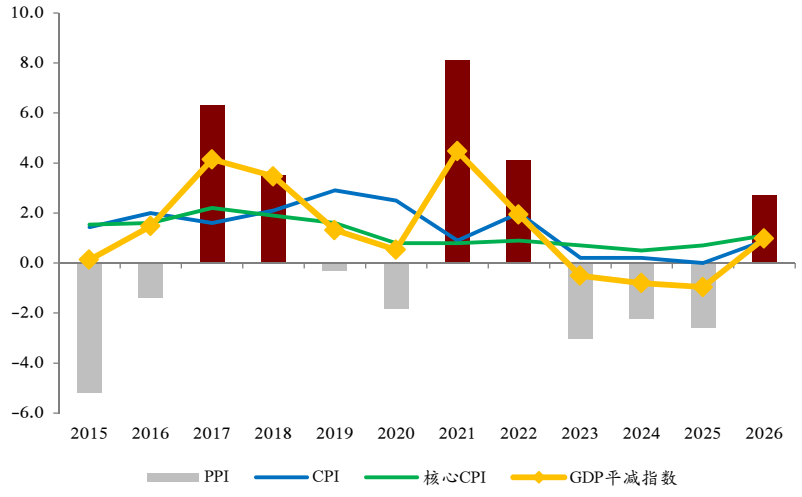
图 6：劳动生产率、居民收入与消费支出实际增速（%）



资料来源：国家统计局，工银国际

物价：由负转正，冷暖分明。价格水平回升。GDP 平减指数由 2025 年的−1.0%回升至 2026 年前三季度的 1.0%，在 2023—2025 年连续三年为负之后首次转正，名义 GDP 增速重新高于实际增速。价格回升有两个来源。一是国际大宗商品，10 月煤炭开采和洗选业、有色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业价格同比分别上涨 36.6%、18.6%和 29.9%。二是新兴行业需求，10 月电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业价格同比分别上涨 6.2%和 5.9%，电子行业价格回升主要受到存储价格周期推动，全球人工智能投资经由产业链传导至国内工业品价格，并逐步向部分终端消费品延伸。

图 7：价格指数与 GDP 平减指数（%）

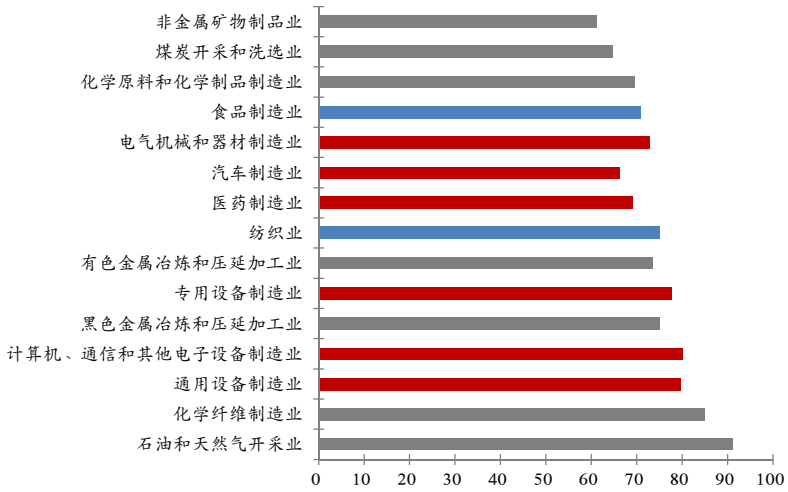


资料来源：WIND，工银国际（注：2015-2025 年均为当年同比数据，2026 年 CPI、核心 CPI 和 PPI 为 1—10 月累计同比，GDP 平减指数为前三季度累计同比。）

产能利用率按新旧行业分化。三季度规模以上工业产能利用率为 73.1%，同比下降 1.5 个百分点。通用设备、专用设备制造业分别为 79.6%和 77.7%，同比提高 0.7 和 2.2 个百分点，计算机、通信和其他电子设备制造业为 80.2%，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业分别为 64.8%和 61.2%，同比下降 4.1 和 0.8 个百分点。按本文分组简单平均，新兴和装备类行业同比平均下降 1.3 个百分点，传统和资源类行业平均下降 2.5 个百分点。2026 年 1—10 月设备工器具购置投资增

长 8.9%，拉动投资增长 1.5 个百分点。大规模设备更新政策持续显效，传统行业设备更新为通用设备需求提供支撑，新旧动能在技术改造和产业升级中相互促进。

图 8：2026 年三季度分行业产能利用率（%）



资料来源：国家统计局，工银国际（注：灰色为传统/资源行业，蓝色为消费品行业，红色为新兴/装备行业。）

2027 年价格有望继续温和上涨，PPI 与 CPI 的剪刀差或将收窄。10 月 PPI 同比上涨 5.7%，CPI 上涨 0.7%，两者差距扩大至 5.0 个百分点，上游价格向终端的传导仍需时间。2026 年 PPI 前低后高，翘尾因素推高 2027 年上半年同比。下半年如果油价回落、存储价格支撑减弱，PPI 涨幅随之回落。CPI 在服务消费回暖和核心通胀企稳的支撑下保持温和上涨，价格结构有望进一步改善。企业营收、居民收入和财政收入的名义增长环境将好于 2024—2025 年。

御风：由分化走向融合。新质生产力之风率先吹向优势产业，增长动能加快更替，经济收益的扩散仍需时间。展望 2027 年，中国经济能否将新一轮科技革命带来的产业机遇转化为更加广泛的内生增长，取决于存量调整与增量培育能否形成合力。其中，房地产企稳与消费回升关系内需增长的基础，技术扩散与资本市场发展关系产业优势的价值实现，外需结构优化则关系全球机遇的持续承接。五个方面的变化，将共同影响中国经济御风而行的速度与韧性。

第一，房地产市场逐步企稳，关系内需修复的基础。随着房地产投资权重下降，同等降幅对投资总量的影响有望逐步收敛。更深层的意义在于，房地产市场连接居民财富、地方财政与上下游产业，其企稳进程将直接影响居民资产预期和内需恢复的持续性。随着收购存量商品房用作保障性住房、城中村改造、城市更新与“好房子”建设协同推进，房地产市场有望在存量消化与供给优化中逐步形成新的均衡，为居民资产负债表修复、地方财政改善和消费需求释放创造更加稳定的条件。

第二，居民消费倾向回升，关系内需接续的力度。收入增长尚未充分转化为消费增长，意味着内需仍有较大的释放空间。与此同时，服务消费保持较快增长，消费结构升级趋势延续。2027 年消费增长能否更好承接外需变化，关键在于居民收入预期与消费意愿的同步改善。随着养老、育儿、教育和医疗等公共服务投入持续增加，家庭预防性储蓄需求有望逐步下降，收入增长向消费增长的转化更加顺畅，服务消费也将获得更为持久的需求支撑。

第三，新质生产力加快扩散，关系产业增长的广度。新动能已经形成较强的盈利能力，但科技进步的收益仍主要集中在部分优势行业。新质生产力的长远价值，在于推动全要素生产率的普遍提升，使更多传统产业和市场主体分享技术

进步的成果。随着人工智能由算力基础设施建设向生产经营环节深入，技术创新与产业创新将进一步融合，盈利改善有望由高技术行业向传统制造业、生产性服务业和更广泛的企业群体扩散，增强经济增长的内生动力。

第四，资本市场价值实现，关系科技创新与居民财富的良性循环。资本市场既是科技创新的重要融资渠道，也是产业增长收益向居民财富传递的重要纽带。其作用能否进一步发挥，关键在于科技创新能否形成可持续的企业盈利、稳定现金流和合理的投资者回报。随着上市公司质量持续提升、分红回购机制不断完善、中长期资金与耐心资本加快培育，资本市场有望更有效地连接科技创新、企业发展与居民财富积累，使产业成长与市场回报形成更加积极的相互促进。

第五，外需结构主动调整，关系新一轮全球机遇的持续承接。展望 2027 年，全球人工智能资本开支有望延续扩张，但增速可能趋缓，存储芯片等产品的价格拉动也将逐步变化。中国出口的持续增长，将更加依赖产品结构升级与国际市场拓展。一方面，人工智能投资向电力、光通信、连接设施和储能等领域延伸，将为中国装备制造和产业链配套能力提供新的应用空间。另一方面，东盟、中东和拉美等新兴市场的产业发展与基础设施需求，将进一步拓宽中国企业的国际布局。随着出口增长由价格驱动向数量增长、产品升级与市场多元化协同转变，外需将继续为中国经济提供重要支撑，并与国内需求形成更加协调的增长格局。

政策：激发潜能，施策向民。随着增长条件与动力结构的变化，宏观政策的着力点也在逐步调整，更加注重逆周期与跨周期调节相结合，在保持必要政策支持的同时，着力释放经济运行中尚未充分发挥的增长潜能。需求端，通过完善公共服务、改善收入预期，释放居民消费潜力。供给端，通过科技创新、设备更新和产业融合，拓展生产率提升空间。存量端，通过盘活存量资产、优化资源配置，提高资本使用效率。制度端，通过建设全国统一大市场、规范市场竞争秩序，进一步释放市场活力。投资于物与投资于人更加紧密地结合，政策重心由侧重增量扩张向增量培育与存量挖潜并重转变，财政、货币和产业政策更加注重供需协同与增长收益的有效传导。

财政政策由扩大投资规模向提升支出效能延伸。预计 2027 年赤字率继续保持在 4%左右，超长期特别国债和专项债保持力度，中央财政继续发挥重要支撑作用。财政支出的着力点进一步向居民部门倾斜，加大养老、育儿、教育和医疗等领域投入，降低家庭预防性储蓄需求，推动居民收入更充分地转化为消费。同时，结合城市更新、存量资产盘活与公共服务设施完善，提高财政资金使用效率，使存量资源在优化配置中形成新的增长支撑。

货币政策由总量宽松向利率调控与传导提效深化。展望 2027 年，货币政策将延续适度宽松取向，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为重要考量，更加注重发挥利率调控作用，逐步淡化数量型中介目标，将金融总量更多作为观测性、参考性和预期性指标。随着公开市场主要操作品种切换为隔夜，政策利率与市场目标利率的衔接更加紧密，短端利率调控的精准性和有效性进一步增强。与此同时，综合运用逆回购、中期借贷便利和国债买卖等工具保持流动性充裕，推动贷款利率定价基准多元化，促进社会综合融资成本低位运行。在结构上，进一步发挥结构性货币政策工具与财政贴息、融资担保的协同作用，引导金融资源向扩大内需、科技创新、中小微企业、服务消费和养老等重点领域流动，推动金融支持更有效地转化为实体经济增长动力。

产业政策由培育新动能向释放全局生产率潜能拓展。以发展新质生产力为牵引，推动人工智能从优势产业向传统制造业和生产性服务业渗透，通过技术改造、设备更新和产业链协同，扩大科技进步的受益范围。与此同时，深入推进全国统一大市场建设，治理重点行业无序竞争，促进要素在不同地区、行业和企业之间更加高效地流动。财政金融政策协同支持技术应用、服务消费和新兴

产业投资，资本市场进一步完善长期资本形成和投资者回报机制，使科技创新、企业盈利、居民财富与最终需求形成更加顺畅的良性循环。

表 1：主要宏观指标预测

	2027 年 E	2026 年 E	2025 年	2024 年	2023 年
实际 GDP 增速（%）	4.5 左右	4.6	5.0	5.0	5.4
CPI 同比增速（%）	0.9	0.9	0.0	0.2	0.2
PPI 同比增速（%）	1.2	3.2	-2.6	-2.2	-3.0
固定资产投资同比增速（%）	0.6	-7.5	-3.8	3.2	3.0
社会消费品零售同比增速（%）	3.0	1.3	3.7	3.5	7.2
出口同比增速（美元口径，%）	12.6	23.0	5.4	5.8	-4.7
进口同比增速（美元口径，%）	9.5	28.5	0.3	1.0	-5.5
美元兑人民币（年末）	6.6 左右	6.6-6.7	7.0	7.3	7.1

资料来源：WIND，工银国际预测

销售部
电话：(852) 2683 3888 传真：(852) 2683 3881

研究部
电话：(852) 2683 3888 传真：(852) 2683 3900

重要披露

工银国际的股票评级

超越基准 ：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）超越相应市场基准指数 20%以上
中性 ：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）对比相应市场基准指数在-20%至 20%以内
落后基准 ：预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）落后相应市场基准指数 20%以上
暂无评级 ：分析师目前对于预期未来 12 个月内股票总回报（包括股息）对比相应市场基准指数的变化幅度无法给出确信的判断

工银国际是中国工商银行的全资子公司

如有需要，可向工银国际索取进一步资料。
本报告所载的意见纯粹是分析员对有关证券或发行人的个人看法；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的特别建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

工银国际证券有限公司
地址：香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 37 楼 电话：(852) 2683 3888 传真：(852) 2683 3900

一般披露

主要负责撰写本研究报告全部或部份内容的分析师在此声明：(i)本研究报告的任何观点均精准地反映了上述(每位)分析师个人对目标证券和发行人的看法; 及 (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体观点相联系。

本研究报告所载资料由工银国际证券有限公司编制和发表。

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而我们在该等司法管辖范围并无相关注册或牌照，且在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致工银国际证券有限公司、集团成员及/或其联属方 (统称 “工银国际”或”我们”)需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。 仅就本文件而言，此研究报告不应被视为是一种邀约或邀请购入或出售任何文中引述之证券。

本研究报告 (i) 供 阁下作个人参考之用；(ii) 若要约发行在任何司法管辖区为违法，本研究报告不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii) 本研究报告的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获工银国际独立核实。本研究报告仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资意见，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。在准备本研究报告时，工银国际并无进行任何确保本研究报告中提及的证券适合任一特定投资者的步骤。阁下应自行决定涉及本研究报告提及的证券的所有交易，并因应阁下的财务情况、投资经验及投资目的，衡量每一交易是否适合阁下。

本研究报告可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级) 的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，工银国际和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏 (无论是不是因为疏忽) 承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料 (包括评级) 负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失 (包括失去的收入或利润及机会成本) 的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为第三方材料供应者的投资意见般倚赖。

本研究报告所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指针，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过份简化的情况，也不反映未来的回报的分派。

本研究报告所述的事实以及当中表达的观点、估计、预测和推测以本研究报告的日期为准，可以在没有通知的情况下有所更改。工银国际并无就本研究报告所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证， 除非另外获工银国际同意外，阁下亦不应倚赖本研究报告所载数据。在没有和适用于工银国际且不时修订、更改或替代的证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则的义务不一致的情况下，工银国际概不就因使用或倚赖本研究报告或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害赔偿承担法律责任。本研究报告并非为提供个人专业意见 (包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)， 阁下也不应作为专业意见般倚赖；不可取代 阁下的判断。除非另外获工银国际同意外，工银国际非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本研究报告的资料或观点是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见、投资限制意见或任何法律或监管意见。

本报告不应被视为阐明或建议与投资决定相关的所有直接或间接风险。工银国际出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、计量分析和短期买卖点子；一类研究产品所含的观点有别于其它种类的研究产品所含的观点，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

准备本研究报告的分析师的报酬由研究部门的管理层及工银国际的高级管理层全权决定。分析师的报酬并不取决于工银国际的企业融资业务的收入，但可能和工银国际企业融资业务的整体总收入联系，而当中包含企业融资、销售及交易业务。

若工银国际以外的金融机构或实体(包括但不限于任何信息提供商)发送本研究报告，则由该金融机构或实体为此发送行为承担全部责任。该发送本研究报告的金融机构的客户应联系该机构如果他们决定进行相关证券的交易。该发送本研究报告的金融机构或实体的客户应直接联系该机构或实体以要求获悉本研究报告提及的证券更详细的信息。本研究报告不构成工银国际向发送本研究报告的金融机构或实体之客户(其并非工银国际的客户)提供的投资意见，工银国际及其各高级职员、董事和员工亦不为前述金融机构或实体之客户因使用本研究报告或其载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

工银国际透过其合规政策及程序 (包括但不限于利益冲突、中国墙和保密政策) 以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究活动及研究报告发布的冲突。

本研究报告仅发送给 阁下供参考，在没有工银国际的事先书面同意的情况下，不得以任何方式翻印或分发本研究报告的任何部份给其它人士。

收到本研究报告即等同阁下知悉并同意以上条款。

工银国际证券有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

UK

This communication is sent on behalf of ICBC International Securities Limited, being a subsidiary of ICBC International Holdings Limited, a limited liability company incorporated in Hong Kong (collectively with other subsidiaries of ICBC International Holdings Limited, the “ICBCI Group”). Members of the ICBCI Group are not authorised or regulated by the FCA or the PRA.

The communication of this research document by the ICBCI Group is exempt from the general restriction in section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000, which prohibits the communication of an invitation or inducement to engage in investment activity, on the grounds that the communication of this document is directed at, and the services and activities described herein are available only to, the following persons in the United Kingdom, namely (i) persons falling within any of the categories of “Investment Professionals” as defined in article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the “Financial Promotion Order”), (ii) persons falling within any of the categories of persons described in article 49(2) of the Financial Promotion Order, and (iii) any person to whom it may otherwise lawfully be made. Persons not falling under the indicated recipients are strictly prohibited from acting upon this document.

Members of the ICBCI Group are able to conduct certain business for UK clients on a cross-border basis in reliance on certain exclusions to authorisation requirements. As a result of ICBCI Group's unauthorised status, UK clients of ICBCI Group will not benefit from the protections and rights afforded to clients of firms that are authorised in the UK, including but not limited to the Financial Services Compensation Scheme, Financial Ombudsman Service and protections afforded under the FCA's and PRA's rules and requirements.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research.

Singapore

NOTE: For Singapore, research reports may only be provided to investors who have been confirmed and verified as institutional investors (within the definition of the Singapore Securities and Futures Act (Cap. 289)).

The analyst(s) primarily responsible for the preparation in all or in part of the research report contained hereby certified that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of such analyst(s) about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst(s)' compensation was, is or will be directly or indirectly, related to the specific views expressed in this research report.

The information herein is prepared and published by ICBC International Securities Limited. This research report is not directed at, or intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction where such distribution, publishing, provision or use would be contrary to law or regulation or which would subject ICBC International Securities Limited, its group members and/or its affiliates (collectively, "ICBCI" or "we") to any registration or licensing requirement in such jurisdiction which we do not hold the relevant registration or licence. This research report shall not be of itself considered as an offer or invitation to buy or sell any securities described herein.

This research report is (i) for your private information; (ii) not to be construed as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such offer or solicitation would be illegal; and (iii) based upon information from sources that we consider reliable, but has not been independently verified by ICBCI. This research report provides general information only. It is not intended to provide personal investment advice and it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person. In preparing this research report, ICBCI has not taken any steps to ensure that the securities referred to in this research report are suitable for any particular investor. You shall make your own decision with respect to all transactions involving securities referred to in this research report and assess whether each transaction is suitable for you in light of your financial situation, investment experience and investment objectives.

This research report may contain information obtained from third parties, including ratings from credit ratings agencies and the distribution of third party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Third party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability of fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the suitability of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice of the third party content providers.

Figures presented herein may refer to past performance or simulations based on past performance which are not reliable indicators of future performance. Where the information contains an indication of future performance, such forecasts may not be reliable indicator of future performance. Moreover, simulations are based on models and simplifying assumptions which may oversimplify and not reflect the future distribution of returns.

The facts described in this research report, as well as the views, estimates, forecasts and projections expressed in it are as of the date hereof and are subject to change without notice. No representation or warranty, express or implied, is made as to and unless otherwise agreed by ICBCI no reliance should be placed on information contained in this research report. ICBCI accepts no liability whatsoever for any direct, indirect or consequential losses or damages arising from or in connection with the use or reliance of this research report or its contents to the extent that it is not inconsistent with the obligations applicable to ICBCI that it may otherwise be subject to under the Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission as may be amended, varied or replaced from time to time. This research report is not intended to provide, and should not be relied upon as personal professional advice (including without limitation, accounting, legal or tax advice or investment recommendations) and is not to be taken in substitution for your exercise of judgment. Unless otherwise agreed by ICBCI, ICBCI does not act as your adviser and assumes no fiduciary responsibility or liability for any consequences, financial or otherwise. Investors shall consider whether any information or views in this research report is suitable for their particular circumstances and, if appropriate, seek professional advice, including tax advice.

The report should not be viewed as identifying or suggesting all risks, direct or indirect, that may be associated with any investment decision. ICBCI produces a number of different types of research products including, among others, fundamental analysis, quantitative analysis and short term trading ideas; views contained in one type of research product may differ from views contained in other types of research product, whether as a result of differing time horizons, methodologies or otherwise.

The compensation of analysts who prepared this research report is determined solely by the management of research department and senior management of ICBCI.

Analysts' compensation is not decided based on revenue of ICBCI's corporate finance business but may be linked with overall revenue of its corporate finance business as a whole, of which corporate finance, sales and trading are a part.

If this research report is distributed by a financial institution or an entity, including without limitation any information provider, other than ICBCI, that financial institution or entity is solely responsible for its distribution. Clients of the distributing financial institution should contact that institution if they decide to effect a transaction in the relevant securities. Clients of the distributing financial institution or entity should also contact such institution or entity directly if they require further information on the securities mentioned in this research report.

This research report does not constitute investment advice by ICBCI to the clients of the distributing financial institution or entity (who are not clients of ICBCI), and neither ICBCI nor its respective officers, directors and employees will accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from their use of this research report or its content. ICBCI manages conflicts with respect to the production of research through its compliance policies and procedures (including, but not limited to, Conflicts of Interest, Chinese Wall and Confidentiality policies) as well as through the maintenance of Chinese walls and employee training.

If you are a recipient of this report in Singapore, you have only been provided with this report on the basis that you are and you have represented and confirmed that you are an institutional investor as defined under the Singapore Securities and Futures Act (Cap. 289) and its attendant regulations as may be amended from time to time ("Institutional Investor"). You acknowledge that ICBCI may request for additional supporting documentation and information in order to verify your status as an Institutional Investor prior to providing you with such report and before continuing to provide you with any further reports or any other services and you agree to provide such documentation and information on a timely basis. If you are not an Institutional Investor or there has been a change in your status such that you are no longer an Institutional Investor, please inform ICBCI immediately.

THIS RESEARCH REPORT HAS BEEN FURNISHED TO YOU SOLELY FOR YOUR INFORMATION AND MAY NOT BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED ANY PART OF THIS RESEARCH REPORT IN ANY MANNER TO ANY OTHER PERSON WITHOUT PRIOR WRITTEN CONSENT OF ICBCI.

Malaysia

This document is provided to you only at your request, and is not an offer, invitation or agreement by ICBC International Securities Limited and/or group members under ICBC International Holdings Limited (collectively "ICBCI group") to enter into any transaction with you on its or any other terms. ICBC International Securities Limited is not licensed by or registered with Securities Commission Malaysia to carry on business in any regulated activity under the Capital Markets and Services Act 2007. ICBCI group is not able to and does not provide advice or services that constitute regulated activity in Malaysia, except in the circumstances permitted by Securities Commission Malaysia for unlicensed foreign capital market intermediaries.

ICBCI group is not able to and does not conduct banking business or investment banking business in Malaysia or provide advice or services in Malaysia that constitute banking business or investment banking in Malaysia.

Although the document is prepared by ICBC International Securities Limited, the document is being distributed by the Malaysian licensed partner pursuant to an arrangement entered into with such partner.

Should you need advice or a service that is banking business or investment banking business in Malaysia you need to seek the assistance of an appropriately licensed person.

Receipt of this research report constitutes your acknowledgement and agreement to the above terms.

Copyright 2026 ICBC International Securities Limited. All rights reserved.