



## 理想汽车 (LI.US/2015.HK): 上调目标价; 4Q21 业绩强劲, 2022/2023 年高速扩张

我们重申理想汽车 (LI.US) 的“买入”评级, 上调目标价至 37.7 美元, 潜在升幅 35%; 并首次覆盖理想汽车 (2015.HK), 首予“买入”评级, 目标价为 150.4 港元, 潜在升幅 37%。

- 充分受益于新能源汽车行业高速增长, 重申“买入”评级:** 我们上调理想 2022/2023 年收入 32%/28%, 主要考虑理想汽车交付量上升以及 X01 交付后带动汽车平均售价提升。作为中国造车新势力前三强之一, 理想可以充分享受中国新能源汽车行业“S”型增长的红利。我们预计理想 2022 年和 2023 年在中国新能源乘用车份额将达到 3.2% 和 3.7%, 销量增速依然领先行业增长均值。目前, 理想市销率为 3.4x, 显著低于上市后均值, 估值吸引, 重申“买入”评级。
- 4Q21 业绩强劲, 1Q22 指引稳健:** 理想在 2021 年四季度实现较为强劲的收入增长。4Q21 汽车销量 35,211 辆, 同比增长 144%, 环比增长 40%, 高于此前的指引区间。4Q21 汽车销售毛利率达 22.3%, 创历史新高, 主要由于理想 ONE 改款售价提升以及交付量规模增加。我们预期理想今年将保持相对稳定的毛利率。展望今年一季度, 公司预计汽车交付量中位数将同比增长 146%, 环比下降 12%, 环比下降是由于部分芯片供应紧张。
- 2022 和 2023 高速成长:** 我们预计理想在 2022/2023 年汽车销量将分别达 16.2 万/24.5 万辆, 同比增长 78%/52%。公司成长动力来自于: 1) 中国新能源乘用车, 尤其插电式混合动力车型快速增长, 2) 预计将在今年下半年交付价格更高的 X01 旗舰车型, 3) 2023 年预计发布两款高压纯电车型。所以, 我们预计理想今明两年将在收入端实现量价齐升。同时, 公司将扩张销售门店, 加强研发投入, 不断提升品牌力。我们对于公司在 20 万以上车型的竞争力保持信心。
- 估值:** 我们采用分部加总法估值。给予 2022 年汽车销售 4.5x 目标市销率, 以及软件其他收入 20x 目标市销率, 综合目标市销率 5.0x。得到理想美股目标价 37.7 美元 (潜在升幅 35%), H 股目标价 150.4 港元 (潜在升幅 37%)。理想当前估值较特斯拉的 10.2x 折价明显, 也较自身此前高点有较好消化, 因而估值吸引。
- 投资风险:** 1) 新能源汽车行业需求减弱或供应进展, 拖累车企销量增速; 2) 公司新车型交付慢于预期, 售价与老车区分度较小; 3) 上游成本压力拖累公司毛利率表现; 4) 线下门店扩张慢于预期; 5) 自动驾驶落地速度较慢, 或用户体验提升不明显。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	284	9,457	27,010	50,113	78,229
营收增速	-	3225%	186%	86%	56%
毛利率	(0.0%)	16.4%	21.3%	21.4%	22.1%
净利润	(3,282)	(792)	(321)	(2,565)	(3,171)
目标市销率(x)			8.6	5.0	3.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

### 沈岱

科技分析师

tony\_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

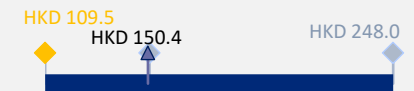
2022 年 2 月 28 日

### 理想 (2015.HK)

**买入**

目标价 (港元)	150.4
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	109.50
52 周内股价区间 (港元)	90.05-145
总市值 (百万港元)	226,196
近 90 日均成交额 (百万港元)	146.7

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

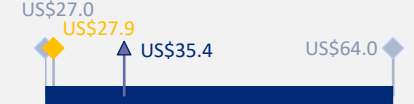
### 理想 (LI.US)

**买入**

目标价 (美元)	37.7
潜在升幅/降幅	+35%
目前股价 (美元)	27.89
52 周内股价区间 (美元)	16.0-37.5
总市值 (百万美元)	28,806
近 90 日均成交额 (百万美元)	271.8

注: 股价截至 2022 年 2 月 25 日收盘

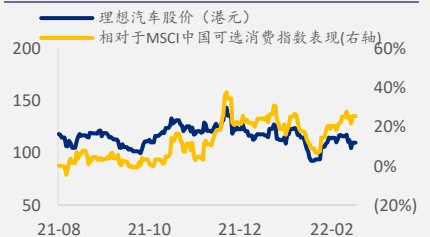
### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>284</b>	<b>9,457</b>	<b>27,010</b>	<b>50,113</b>	<b>78,229</b>
营业成本	(284)	(7,907)	(21,248)	(39,374)	(60,957)
<b>毛利润</b>	<b>(0)</b>	<b>1,549</b>	<b>5,761</b>	<b>10,738</b>	<b>17,272</b>
<b>营业支出</b>	<b>(1,859)</b>	<b>(2,219)</b>	<b>(6,779)</b>	<b>(14,172)</b>	<b>(21,244)</b>
销售、行政及一般费用	(689)	(1,119)	(3,492)	(7,571)	(11,715)
研发费用	(1,169)	(1,100)	(3,286)	(6,602)	(9,529)
<b>营业利润(损失)</b>	<b>(1,859)</b>	<b>(669)</b>	<b>(1,017)</b>	<b>(3,434)</b>	<b>(3,972)</b>
<b>营业外收支</b>	<b>(559)</b>	<b>480</b>	<b>865</b>	<b>869</b>	<b>801</b>
利息收入/(支出)净额	(53)	(26)	677	682	614
投资收益	49	214	-	-	-
其他收益	(555)	292	187	187	187
除税前溢利(损失)	<b>(2,418)</b>	<b>(189)</b>	<b>(153)</b>	<b>(2,565)</b>	<b>(3,171)</b>
所得税	-	23	(169)	-	-
<b>持续经营业务净利润</b>	<b>(2,418)</b>	<b>(166)</b>	<b>(321)</b>	<b>(2,565)</b>	<b>(3,171)</b>
非持续经营净利润	(21)	14	-	-	-
<b>持续经营与非持续经营净利润</b>	<b>(2,439)</b>	<b>(152)</b>	<b>(321)</b>	<b>(2,565)</b>	<b>(3,171)</b>
其他	(843)	(640)	-	-	-
<b>净利润(损失)</b>	<b>(3,282)</b>	<b>(792)</b>	<b>(321)</b>	<b>(2,565)</b>	<b>(3,171)</b>
基本股数(ADS, 百万)	128	435	950	1,033	1,033
摊销股数(ADS, 百万)	128	435	950	1,133	1,133
基本每股收益(元)	<b>(25.74)</b>	<b>(1.82)</b>	<b>(0.34)</b>	<b>(2.48)</b>	<b>(3.07)</b>
摊销每股收益(元)	<b>(25.74)</b>	<b>(1.82)</b>	<b>(0.34)</b>	<b>(2.26)</b>	<b>(2.80)</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,794)</b>	<b>3,140</b>	<b>5,677</b>	<b>(17,774)</b>	<b>(2,594)</b>
持续经营业务净利润	(2,418)	(166)	(321)	(2,565)	(3,171)
折旧及摊销	116	321	358	590	848
汇兑(收益)/损失	(32)	4	-	-	-
利息费用	84	65	(677)	(682)	(614)
其他营业活动现金流	610	(272)	677	682	614
<b>营运资金变动</b>	<b>(154)</b>	<b>3,188</b>	<b>5,641</b>	<b>(15,799)</b>	<b>(271)</b>
应收账款(增加)/减少	(8)	(107)	(5)	(4,891)	(2,812)
存货(增加)/减少	(511)	(517)	(570)	(9,407)	(4,824)
应付账款增加/(减少)	606	2,540	6,216	(1,501)	7,364
其他经营资金变动	(241)	1,272	-	-	-
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(2,575)</b>	<b>(18,738)</b>	<b>(2,006)</b>	<b>(5,762)</b>	<b>(7,097)</b>
资本支出	(1,029)	(716)	(2,045)	(3,795)	(4,933)
取得或购买长期投资	(98)	(65)	7	-	-
银行存款增加	(459)	(436)	-	-	-
短期投资	(978)	(17,580)	33	(1,967)	(2,164)
其他	(11)	60	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>5,656</b>	<b>24,711</b>	<b>18,415</b>	<b>5,474</b>	<b>5,094</b>
借款	233	(145)	5,486	5,474	5,094
发行股份	5,254	24,855	12,929	-	-
发行债券	168	-	-	-	-
外汇损益	54	(377)	(1,766)	-	-
<b>现金流量净流量</b>	<b>1,341</b>	<b>8,736</b>	<b>20,321</b>	<b>(18,061)</b>	<b>(4,597)</b>
期初现金及现金等价物	96	1,436	10,173	30,493	12,432
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>1,436</b>	<b>10,173</b>	<b>30,493</b>	<b>12,432</b>	<b>7,835</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,436	10,173	30,493	12,432	7,835
短期投资	2,290	19,701	19,668	21,635	23,799
应收账款	8	116	121	5,011	7,823
存货	518	1,048	1,618	11,025	15,849
其他流动资产	813	354	481	481	481
<b>流动资产合计</b>	<b>5,066</b>	<b>31,391</b>	<b>52,380</b>	<b>50,584</b>	<b>55,786</b>
固定资产-物业, 厂房及设备	2,795	2,479	4,498	7,703	11,788
土地使用权	510	1,277	2,061	2,061	2,061
无形资产	674	683	751	751	751
长期投资	156	163	156	156	156
其他非流动资产	312	380	2,001	2,001	2,001
<b>资产总计</b>	<b>9,513</b>	<b>36,373</b>	<b>61,849</b>	<b>63,257</b>	<b>72,544</b>
短期借款	239	-	37	5,011	8,605
应付账款	625	3,161	9,376	7,875	15,239
其他流动负债	3,816	1,149	2,695	2,695	2,695
<b>流动负债合计</b>	<b>4,680</b>	<b>4,309</b>	<b>12,108</b>	<b>15,581</b>	<b>26,540</b>
长期借款	-	512	5,961	6,461	7,961
其他非流动负债	253	1,749	2,715	2,715	2,715
<b>负债合计</b>	<b>4,932</b>	<b>6,570</b>	<b>20,785</b>	<b>24,758</b>	<b>37,216</b>
夹层股本	10,256	-	-	-	-
留存收益	(5,690)	(6,482)	-	(2,565)	(5,736)
股本及股本溢价	0	37,291	-	-	-
其他权益	16	(1,005)	-	-	-
<b>股东权益合计</b>	<b>(5,675)</b>	<b>29,804</b>	<b>41,064</b>	<b>(2,565)</b>	<b>(5,736)</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>9,513</b>	<b>36,373</b>	<b>61,849</b>	<b>22,193</b>	<b>31,480</b>

### 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速		3225.5%	185.6%	85.5%	56.1%
毛利润增速		NM	271.9%	86.4%	60.8%
营业利润增速		NM	NM	NM	NM
净利润增速		NM	NM	NM	NM
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	(53.2%)	(0.5%)	(0.8%)	100.0%	55.3%
总资产报酬率	(25.6%)	(0.4%)	(0.5%)	(4.1%)	(4.4%)
投入资本回报率	(38.6%)	(1.9%)	(4.5%)	(38.6%)	(36.7%)
<b>利润率</b>					
毛利率	(0.0%)	16.4%	21.3%	21.4%	22.1%
营业利润率	(653.6%)	(7.1%)	(3.8%)	(6.9%)	(5.1%)
净利润率	(857.5%)	(1.6%)	(1.2%)	(5.1%)	(4.1%)
<b>营运能力</b>					
<b>现金循环周期</b>					
应收账款周转天数	5	2	2	19	30
存货周转天数	332	36	23	59	80
应付账款周转天数	617	87	108	80	69
净债务(净现金)	(1,197)	(9,661)	(24,495)	(960)	8,731
自由现金流	(3,401)	2,692	2,955	(22,251)	(8,141)

E=浦银国际预测; ADS: American Depositary Shares, 美国存托股份或美国存托凭证

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

## ● 4Q21 业绩强劲

### 理想汽车 4Q21 财务表现

- 收入录得 106 亿人民币，同比增长 156%，环比增长 37%；
- 毛利率为 22.4%，同比增加 4.9 个百分点，环比下降 0.9 个百分点；环比下降主要因为 3Q2021 双积分收入导致软件与其他业务毛利率较高；
- 营业费用率为 22.2%，同比增加 2.8 个百分点，环比下降 2.4 个百分点；
- 净利润再次翻正，录得 2.96 亿人民币。

### 理想汽车 4Q21 业务拆分

- 汽车销量为 35,221 辆，同比增长 144%，环比增长 40%，高于此前的交付量指引；汽车销售收入同比增长 156%，环比增长 40%；
- 汽车销售毛利率达 22.3%，同比增加 5.2 个百分点，环比增加 1.3 个百分点，单季毛利率创历史新高，主要因为汽车售价提升及交付量规模增加所致；
- 软件服务与其他收入同比增长 174%，环比下降 37%，主要因为三季度有双积分销售。

图表 2: 理想汽车 4Q21 业绩详情

人民币百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
营业收入	10,620	4,147	156%	7,775	37%
毛利润	2,380	725	228%	1,812	31%
营业利润(损失)	24	(79)	NM	(98)	(125%)
净利润(损失)	296	108	175%	(22)	NM
基本每股收益(人民币)	0.32	0.12	154%	(0.02)	NM
利润率	4Q21	4Q20	百分点	3Q21	百分点
毛利率	22.4%	17.5%	4.9	23.3%	(0.9)
营业费用率	22.2%	19.4%	2.8	24.6%	(2.4)
营业利润率	0.2%	(1.9%)	2.1	(1.3%)	1.5
净利率	2.8%	2.6%	0.2	(0.3%)	3.1
收入(人民币百万)	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
汽车销售	10,376	4,058	156%	7,386	40%
软件服务与其他	245	89	174%	389	(37%)
<b>总收入</b>	<b>10,620</b>	<b>4,147</b>	<b>156%</b>	<b>7,775</b>	<b>37%</b>
毛利率	4Q21	4Q20	百分点	3Q21	百分点
汽车销售	22.3%	17.1%	5.2	21.1%	1.3
软件服务与其他	25.3%	32.5%	(7.2)	65.9%	(40.6)
<b>综合毛利率</b>	<b>22.4%</b>	<b>17.5%</b>	<b>4.9</b>	<b>23.3%</b>	<b>(0.9)</b>
汽车销售	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
汽车销量	35,221	14,464	144%	25,116	40%
汽车均价(人民币)	294,589	280,540	5%	294,067	0%
汽车销售收入(人民币百万)	10,376	4,058	156%	7,386	40%

资料来源: 公司资料、浦银国际

## ● 1Q22 指引稳健

### 理想汽车 1Q22 交付量及收入指引：

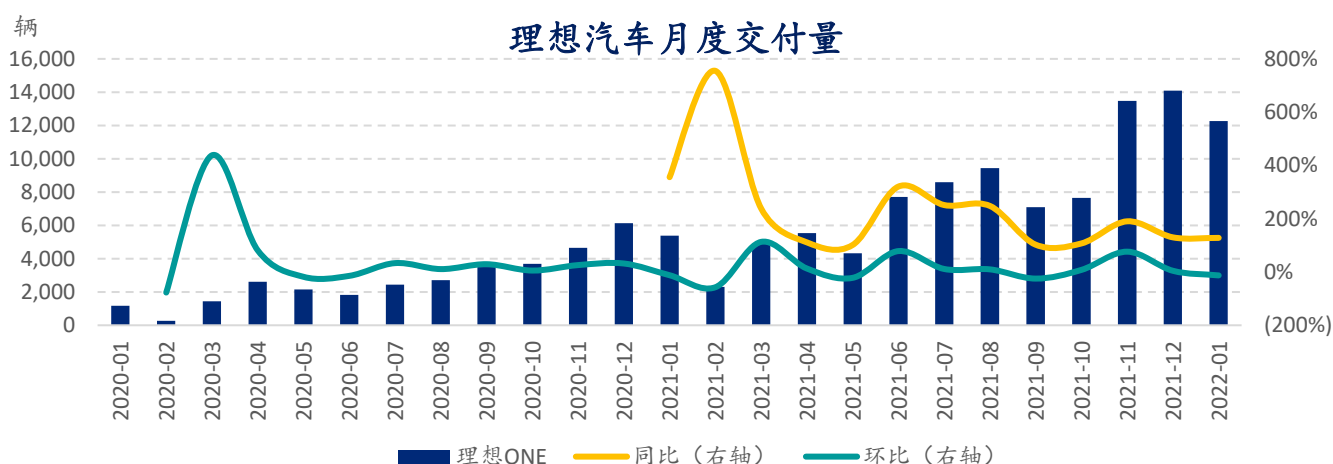
- 1Q21 汽车交付量在 30,000-32,000 辆，中位数同比增长 146%，环比下降 12%；今年一季度交付量指引较去年四季度有所下降，主要因为汽车供应链部分部件存在供应链瓶颈；
- 总收入在 88.4 亿-94.3 亿人民币，中位数同比增长 156%，环比下降 14%。

图表 3: 理想汽车 1Q22 交付量及收入指引

理想汽车指引	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
<b>交付量区间 (辆)</b>					
最小	10,500	14,500	24,500	30,000	30,000
最大	11,500	15,500	24,500	32,000	32,000
<b>中位数</b>	<b>11,000</b>	<b>15,000</b>	<b>24,500</b>	<b>31,000</b>	<b>31,000</b>
vs 实际交付	12,579	17,575	25,116	35,221	
<b>同比</b>	<b>280%</b>	<b>127%</b>	<b>183%</b>	<b>114%</b>	<b>146%</b>
环比	(24%)	19%	39%	23%	(12%)
<b>总收入区间 (人民币百万)</b>					
最小	2,940	3,990	6,980	8,820	8,840
最大	3,220	4,270	7,250	9,410	9,430
<b>收入中位数</b>	<b>3,080</b>	<b>4,130</b>	<b>7,115</b>	<b>9,115</b>	<b>9,135</b>
vs 实际收入	3,575	5,039	7,775	10,620	
<b>同比</b>	<b>262%</b>	<b>112%</b>	<b>183%</b>	<b>120%</b>	<b>156%</b>
环比	(26%)	16%	41%	17%	(14%)

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4: 理想汽车月度交付量：1 月交付量同比增长 128%，环比下降 13%



资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 上调 2022 和 2023 年收入预测

我们上调理想汽车 2022 年和 2023 年收入预测至同比增长 86%和 56%，因为我们对于中国新能源汽车增长以及理想公司的稳步扩张都保持有信心。

- 我们预计中国新能源乘用车在 2022 年和 2023 年销量将达到 505 万辆和 656 万辆，同比增长 52%和 30%，应对渗透率分别为 22.6%和 30.1%；
- 我们预计理想汽车在中国新能源汽车中的份额也会稳步提升，因而预计公司在 2022 年和 2023 年的汽车销量将分别达到 16.2 万辆和 24.5 万辆，同比增长 78%与 52%；
- 作为即将发布的 X01 旗舰车型，我们预期该新车价格将进一步上探理想目前的价格天花板，因而在今年三季度及明年，有望推动理想汽车平均售价的提升。

我们上调理想汽车的毛利率和费用率，凸显公司量产后的规模效应以及坚定的投入。

- 我们上调 2022 年和 2023 年的毛利率至 21.4%和 22.1%。即使在汽车上游器件，如电池等，涨价的压力下，我们认为理想依然可以借由较高的设计毛利率以及销量增长后的规模效应获得相对稳定的毛利率空间；
- 我们上调公司 2022 年和 2023 年的研发费用以及管理销售费用。我们预期在 2022 年理想将投入 60-70 亿人民币研发，拓展自动驾驶、电动车型等方面。同时，为进一步扩宽销售覆盖并在 2022 年增加线下门店至 400 家，理想的市场渠道费用也会上升较快。

总结而言，我们看好公司收入端和毛利端的强劲增长。同时，研发投入有利于提升产品力和品牌力，而渠道扩张则可以进一步反哺收入端的增长。

图表 5: 理想汽车：新预测 vs 前预测

人民币百万	2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	50,113	37,823	32%	78,229	61,118	28%
毛利润	10,738	7,075	52%	17,272	11,678	48%
营业利润 (损失)	(3,434)	(2,906)	18%	(3,972)	(2,454)	62%
净利润 (损失)	(2,565)	(1,522)	69%	(3,171)	(993)	219%
基本每股收益(元)	(2.48)	(1.48)	68%	(3.07)	(0.97)	217%
利润率	新预测	前预测	百分点	新预测	前预测	百分点
毛利率	21.4%	18.7%	2.7	22.1%	19.1%	3.0
营业支出率	28.3%	26.4%	1.9	27.2%	23.1%	4.0
营业利润率	(6.9%)	(7.7%)	0.8	(5.1%)	(4.0%)	(1.1)
净利率	(5.1%)	(4.0%)	(1.1)	(4.1%)	(1.6%)	(2.4)

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

## ● 首次覆盖理想汽车（2015.HK），首予“买入”评级

我们首次覆盖理想汽车（2015.HK），首予“买入”评级，目标价为 150.4 港元，潜在升幅 37%。作为中国造车新势力前三强之一的车企，我们认为理想可以充分受益于中国新能源汽车市场的增长红利。

**第一，我们再次强调对中国新能源乘用车行业高度乐观的观点。**我们预计 2022 年和 2023 年中国新能源乘用车销量将达到 505 万辆和 656 万辆，同比增长 52% 和 30%。新的预测比我们在 [2022 新能源汽车展望](#) 中的预测略有提升。这也意味着中国新能源乘用车的渗透率也将从 2021 年的 15.5% 快速增长到 2022 年的 22.6% 和 2023 年的 30.1%，处于“S”曲线的快速上扬阶段。作为头部造车新势力，理想将充分受益于行业上升推动力。

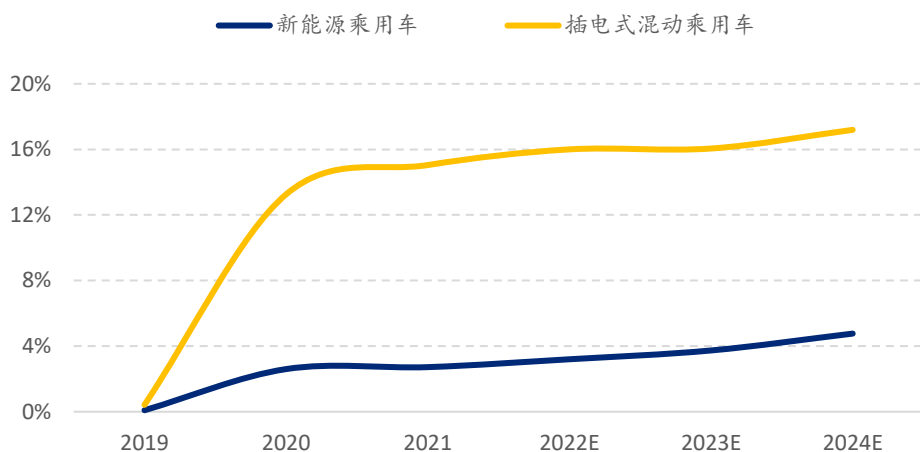
**第二，作为少数热销的插电式混动新能源车，我们认为凭借理想 ONE 以及将要发布的旗舰车型 X01，理想将会受益于用户从燃油车向电动车的过渡性需求。**我们估算，理想在中国插电式混动新能源乘用车的份额，将从 2021 年的 15%，提升到 2023 年的 16.1%（[图表 6](#)）。这也会推动理想在中国新能源乘用车的份额从 2021 年的 2.7% 增长到 2023 年的 3.7%。因此，我们预测理想汽车销量将在 2022 年同比增长 78% 至 16 万辆以上。同时，由于 X01 的旗舰定位，我们预计在今年正式发售后，还会进一步推动公司汽车平均单价的增长。所以，**今明两年理想的收入端将实现量价齐升。**

**第三，理想正快速拓展线下渠道，触达更多潜在用户。**在过去一年年，理想将自己的线下销售门店的数量从 2020 年年末的 60 家，拓展到 2021 年年末的 200 多家，覆盖的城市也从 47 座猛增到 105 座（[图表 7](#)）。公司计划在 2022 年将线下销售门店的数量拓展到 400 家。这帮助理想触达更多的潜在人群，有望进一步实现理想汽车的销量目标。另外，理想会将店铺的铺设更多集中在商场，利于提升理想的品牌形象。

**第四，理想研发投入加速，提升长期竞争力。**在 2021 年，理想投入研发将近 33 亿人民币，是 2020 年研发投入的将近 3 倍（[图表 9](#)）。我们预计 2022 年理想的研发费用依然有翻倍左右增长，至 60 亿-70 亿人民币。理想将持续在全栈式自动驾驶辅助驾驶系统 NOA 增加投入，致力于提升用户的行车安全性和体验性。同时，理想加紧在高压纯电平台投入资源，并计划在 2023 年推出两款纯电车型。我们期待新的纯电车型，会补齐理想在新能源乘用车的版图，打开更多空间。

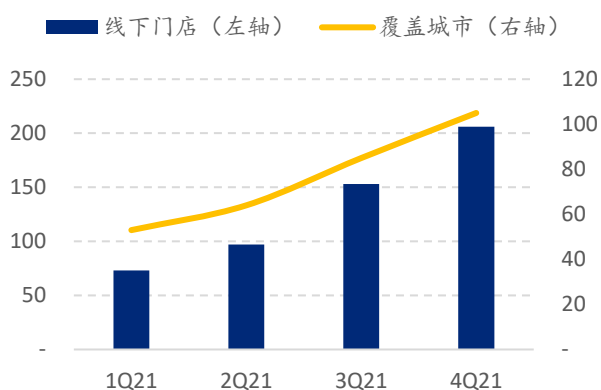
**综上，我们对于理想汽车今明两年收入端和毛利端保持相对乐观的预测。**虽然，随着渠道、研发等的高投入，理想在费用端也会具有压力，但是，这些投入将对理想长期的销售、产品、品牌起到正面作用。而且，截至 2021 年年末，理想现金类资产超过 500 亿人民币（[图表 10](#)），完全可以支撑公司的投入。因此，我们首次覆盖理想汽车（2015.HK）港股，给予“买入”评级

图表 6: 理想汽车中国新能源汽车市场份额预测



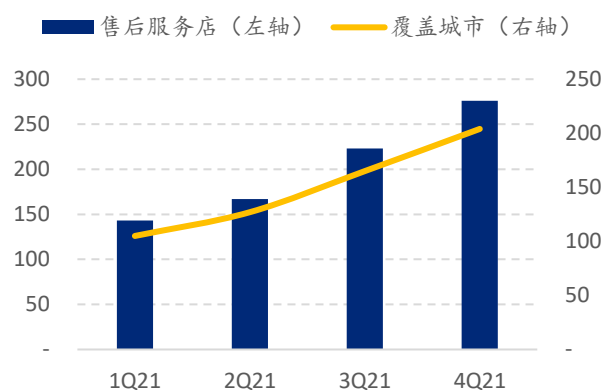
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司资料、中汽协、浦银国际

图表 7: 理想汽车线下门店及覆盖城市: 预计 2022 年扩张门店数量至 400 家



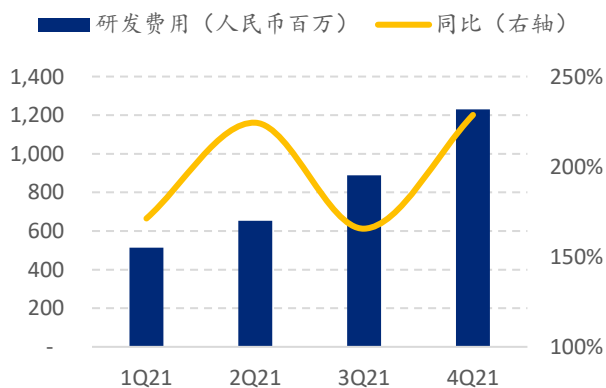
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 8: 理想汽车售后服务店及覆盖城市



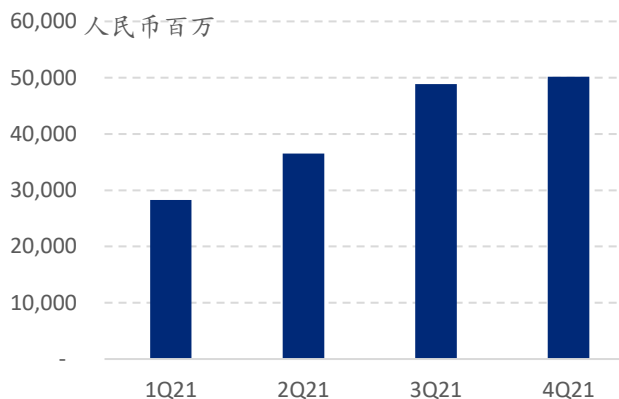
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 9: 理想汽车研发投入: 预计 2022 年研发投入 60 亿-70 亿人民币



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 10: 理想汽车现金及现金等价物



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 11: 理想汽车: 财务模型主要假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>汽车销售经营数据</b>						
汽车交付量 (辆)	32,624	90,491	161,500	245,016	323,120	400,976
汽车平均单价 (人民币元)	284,536	288,741	299,668	307,401	318,269	319,303
汽车销售收入 (人民币百万)	9,283	26,128	48,396	75,318	102,839	128,033
<b>汽车销售经营数据增速</b>						
汽车交付量	3253%	177%	78%	52%	32%	24%
汽车平均单价	-1%	1%	4%	3%	4%	0%
汽车销售收入	3204%	181%	85%	56%	37%	24%
<b>营业收入 (人民币百万)</b>						
汽车销售	9,283	26,128	48,396	75,318	102,839	128,033
服务及其他	174	881	1,716	2,911	4,114	5,377
<b>合并营收</b>	<b>9,457</b>	<b>27,010</b>	<b>50,113</b>	<b>78,229</b>	<b>106,953</b>	<b>133,410</b>
<b>营收增速</b>						
汽车销售	3204%	181%	85%	56%	37%	24%
服务及其他	5015%	407%	95%	70%	41%	31%
<b>营收增长</b>	<b>3225%</b>	<b>186%</b>	<b>86%</b>	<b>56%</b>	<b>37%</b>	<b>25%</b>
<b>营收占比</b>						
汽车销售	99%	98%	97%	97%	96%	96%
服务及其他	1%	2%	3%	3%	4%	4%
<b>毛利润 (人民币百万)</b>						
汽车销售	1,519	5,373	10,046	16,123	22,625	29,448
服务收入	30	389	692	1,149	1,623	2,122
<b>综合毛利润</b>	<b>1,549</b>	<b>5,761</b>	<b>10,738</b>	<b>17,272</b>	<b>24,248</b>	<b>31,569</b>
<b>毛利率</b>						
汽车销售	16.4%	20.6%	20.8%	21.4%	22.0%	23.0%
服务收入	17.4%	44.1%	40.3%	39.5%	39.5%	39.5%
<b>综合毛利率</b>	<b>16.4%</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.4%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.7%</b>	<b>23.7%</b>
<b>毛利润占比</b>						
汽车销售	98%	93%	94%	93%	93%	93%
服务收入	2%	7%	6%	7%	7%	7%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司资料、浦银国际



## ● 估值

我们采用分部加总法对理想进行估值预测。

我们预测理想 2022 年的汽车销售收入为 484 亿人民币，同比增长 85%，给予 4.5x 的目标市销率。这一目标市销率低于我们在 2021 年给出 5x-6x 的舒适估值区间。因为我们认为新能源汽车行业增速自然回落，理应比行业发展爆发点的时期要低一些。同时，我们认为长期，即 5-10 年的时间长度，新能源汽车行业的车企必要实现盈亏平衡，或者潜在的盈利能力，才能支撑下一个 10 年至 20 年的发展。因此，长期看，新能源车企的估值方法体系有会逐步从市销率估值向市盈率估值的转变过程，因而，市销率估值的适当回落也符合新能源汽车行业发展规律。因此，我们给予理想的 2022 年目标市销率，低于 2021 年时的舒适区间。

理想汽车的软件服务其他销售收入为 17 亿人民币，同比增长 95%，我们给与 20x 的目标市销率。我们认为该业务有望享受理想存量用户的增长而增长，且中国双积分政策能贡献较高的毛利率，因而享受更高的目标估值。

综合两个业务板块，我们得到理想 (LI.US) 美股 2022 年目标价为 37.7 美元，潜在升幅 35%，重申“买入”评级。以 0.8113 的港币/人民币汇率计算，我们得到理想 (2015.HK) 港股 2022 年目标价为 150.4 港元，潜在升幅 37%，给予“买入”评级。

我们认为理想的估值比较吸引。首先，理想的 5.0x 的目标市销率相较于全球电动车龙头特斯拉当前 10x 以上的市销率，已有较高的折价。其次，经过 2021 年全年的估值消化，理想的估值已经从高点的 10x 下降到 3.4x，处于上市以来均值以下一个标准差的位置。结合公司收入端的增长性和确定性，我们认为理想当前估值吸引。

图表 12: 理想汽车目标价：分部加总法

人民币百万	2022 年收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	48,396	85%	4.5	217,784
软件服务其他	1,716	95%	20.0	34,327
合计	<b>50,113</b>	<b>86%</b>	<b>5.0</b>	<b>252,111</b>
股数 (百万)				1,033
目标价 (人民币)				244
美元/人民币				6.4680
目标价 (美元)				<b>37.7</b>
港元/人民币				0.8113
目标价 (港元)				<b>150.4</b>

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际

图表 13: 理想汽车可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今 (%)	EPS同比增长			P/E (市盈率)			P/S (市销率)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>新能源汽车</b>													
NIO US Equity	蔚来	33,855	20.94	(34%)	4%	(72%)	(239%)	NA	NA	86.0	6.0	3.4	2.1
XPEV US Equity	小鹏	29,978	35.03	(30%)	28%	(7%)	(63%)	NA	NA	NA	9.3	4.6	2.9
9868 HK Equity	小鹏 (H)	29,808	136.00	(27%)	NA	(4%)	(66%)	NA	NA	NA	9.1	4.4	2.8
LI US Equity	理想	28,806	27.89	(13%)	(88%)	(650%)	421%	NA	333.4	64.0	6.8	3.6	2.2
2015 HK Equity	理想 (H)	28,966	109.50	(11%)	NA	(144%)	966%	NA	680.1	63.8	7.1	3.5	2.0
TSLA US Equity	特斯拉	837,007	809.87	(23%)	183%	61%	31%	123.8	76.7	58.7	15.9	10.2	7.9
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	104,317	236.00	(11%)	(4%)	75%	50%	120.7	69.1	45.9	3.0	2.2	1.8
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	104,317	247.84	(8%)	(3%)	87%	40%	157.0	84.1	60.1	3.1	2.1	1.7
<b>平均</b>								<b>133.9</b>	<b>248.7</b>	<b>63.1</b>	<b>7.5</b>	<b>4.2</b>	<b>2.9</b>
<b>豪华汽车</b>													
MBG GR Equity	戴姆勒	86,491	71.92	6%	241%	(7%)	3%	5.9	6.3	6.2	0.5	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	64,365	88.05	(0%)	196%	(13%)	3%	5.2	6.0	5.9	0.5	0.5	0.4
RACE US Equity	法拉利	39,236	213.42	(18%)	53%	9%	21%	43.8	40.1	33.2	8.2	7.4	6.6
<b>平均</b>								<b>18.3</b>	<b>17.5</b>	<b>15.1</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>
<b>海外品牌汽车</b>													
7203 JP Equity	丰田	296,559	2,104.00	(0%)	(5%)	39%	16%	14.8	10.7	9.2	1.3	1.1	1.0
VOW GR Equity	大众	123,479	242.40	(6%)	87%	13%	9%	8.7	7.7	7.1	0.4	0.4	0.4
GM US Equity	通用	68,917	47.43	(19%)	50%	3%	4%	7.0	6.8	6.5	0.5	0.4	0.4
7267 JP Equity	本田	55,274	3,532.00	9%	(8%)	34%	19%	12.3	9.2	7.7	0.5	0.4	0.4
005380 KS Equity	现代	30,974	174,000.00	(17%)	231%	10%	7%	7.4	6.7	6.3	0.3	0.3	0.3
F US Equity	福特	71,396	17.83	(14%)	(9330%)	12%	11%	9.7	8.7	7.8	0.6	0.5	0.4
<b>平均</b>								<b>10.0</b>	<b>8.3</b>	<b>7.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>
<b>国产品牌汽车</b>													
600104 CH Equity	上汽	33,974	18.37	(11%)	16%	15%	30%	8.2	7.2	5.5	0.3	0.2	0.2
2333 HK Equity	长城	42,910	17.56	(34%)	44%	54%	33%	16.4	10.6	8.0	2.0	1.4	1.2
200625 CH Equity	长安汽车	13,800	3.66	(16%)	(19%)	24%	20%	4.8	3.9	3.2	0.8	0.7	0.7
2238 HK Equity	广汽集团	18,174	7.75	1%	5%	34%	20%	9.0	6.7	5.6	1.5	1.3	1.1
<b>平均</b>								<b>9.6</b>	<b>7.1</b>	<b>5.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
<b>动力电池</b>													
300750 CH Equity	宁德时代	195,108	528.80	(10%)	146%	73%	43%	96.4	55.6	38.9	10.4	5.8	4.1
051910 KS Equity	LG化学	32,582	554,000.00	(10%)	173%	(30%)	27%	11.0	15.7	12.4	0.9	0.8	0.7
6752 JP Equity	松下	24,952	1,177.00	(7%)	(19%)	54%	8%	17.6	11.4	10.5	0.4	0.4	0.4
002074 CH Equity	国轩高科	11,297	42.87	(16%)	25%	119%	51%	169.0	77.4	51.2	7.3	5.0	3.7
<b>平均</b>								<b>73.5</b>	<b>40.0</b>	<b>28.2</b>	<b>4.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>
<b>软件公司</b>													
688111 CH Equity	金山办公	15,407	211.13	(20%)	32%	35%	37%	85.1	63.1	46.0	29.4	21.7	16.1
268 HK Equity	金蝶	8,876	19.96	(17%)	82%	(43%)	(155%)	NA	NA	552.7	12.7	10.2	7.9
600588 CH Equity	用友	17,082	31.40	(12%)	11%	28%	35%	114.4	89.3	66.3	11.1	8.8	6.9
MSFT US Equity	微软	2,228,893	297.31	(12%)	37%	22%	13%	38.2	31.4	27.7	13.4	11.2	9.8
ORCL US Equity	甲骨文	203,889	76.35	(12%)	17%	8%	9%	17.1	15.8	14.5	5.1	4.8	4.6
SAP US Equity	SAP	141,303	115.02	(18%)	28%	(14%)	9%	16.1	18.7	17.1	4.6	4.3	4.0
<b>平均</b>								<b>54.2</b>	<b>43.6</b>	<b>120.7</b>	<b>12.7</b>	<b>10.1</b>	<b>8.2</b>
<b>功率半导体</b>													
603290 CH Equity	斯达半导	9,542	353.34	(7%)	92%	50%	40%	157.7	105.1	75.1	36.2	23.7	17.0
600745 CH Equity	闻泰科技	23,337	118.30	(9%)	14%	52%	36%	45.7	30.1	22.2	2.5	1.8	1.5
688396 CH Equity	华润微电子	12,132	58.06	(10%)	113%	12%	15%	34.3	30.7	26.7	8.2	6.9	5.9
IFX GR Equity	英飞凌	45,603	31.07	(24%)	83%	51%	9%	27.7	18.4	16.9	3.7	3.1	2.8
ON US Equity	安森美	27,464	63.50	(7%)	257%	47%	8%	22.5	15.2	14.1	4.1	3.6	3.4
<b>平均</b>								<b>57.6</b>	<b>39.9</b>	<b>31.0</b>	<b>10.9</b>	<b>7.8</b>	<b>6.1</b>
<b>海外科技公司</b>													
AAPL US Equity	苹果	2,690,260	164.85	(7%)	72%	10%	7%	29.5	26.8	25.1	7.3	6.8	6.4
AMZN US Equity	亚马逊	1,565,088	3,075.77	(8%)	19%	18%	37%	53.5	45.2	32.9	3.3	2.9	2.5
FB US Equity	Facebook	572,914	210.48	(37%)	44%	(5%)	15%	14.1	14.8	12.8	4.9	4.3	3.7
NFLX US Equity	奈飞	173,501	390.80	(35%)	65%	6%	22%	35.2	33.1	27.1	5.8	5.2	4.6
GOOG US Equity	谷歌	1,777,883	2,690.39	(7%)	100%	9%	18%	23.5	21.5	18.1	8.5	7.1	6.1
<b>平均</b>								<b>31.2</b>	<b>28.3</b>	<b>23.2</b>	<b>6.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>
<b>中国科技互联网公司</b>													
9988 HK Equity	阿里巴巴	292,445	105.30	(11%)	32%	(22%)	12%	10.2	13.0	11.6	2.6	2.1	1.8
700 HK Equity	腾讯	521,482	424.00	(4%)	3%	12%	21%	25.3	22.6	18.7	5.7	5.0	4.3
3690 HK Equity	美团	133,759	170.20	(24%)	(538%)	(57%)	(231%)	NA	NA	80.5	4.7	3.5	2.7
1810 HK Equity	小米	47,199	14.74	(22%)	65%	11%	18%	13.6	12.2	10.4	0.9	0.7	0.6
002230 CH Equity	科大讯飞	18,135	49.29	(6%)	38%	35%	32%	62.9	46.7	35.4	6.4	4.9	3.8
<b>平均</b>								<b>28.0</b>	<b>23.6</b>	<b>31.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>

注: E=Bloomberg 一致预测, 股价截至 2022 年 2 月 25 日;

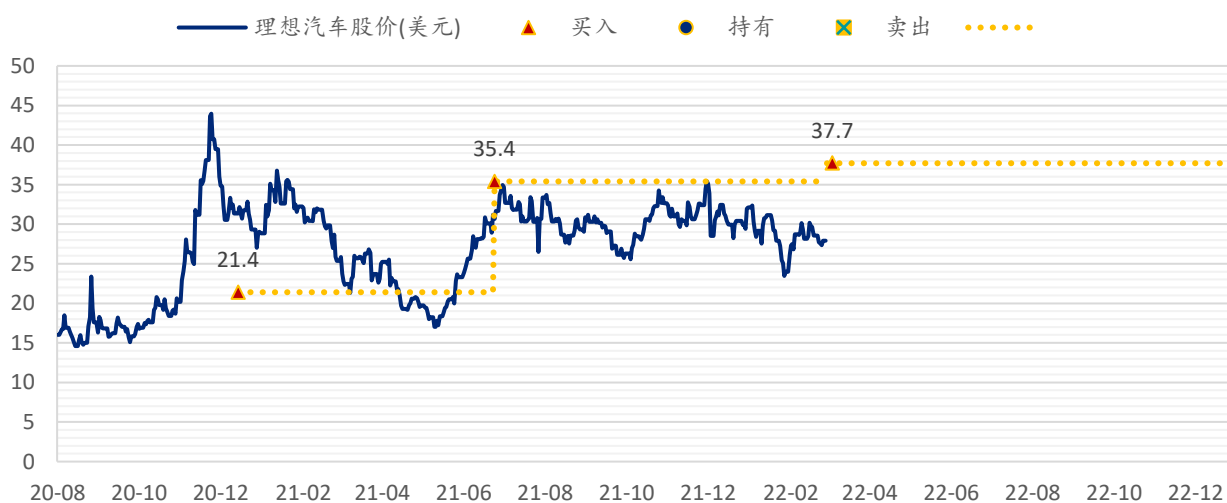
资料来源: Bloomberg、公司资料、浦银国际

图表 14: 理想汽车历史市销率: 当前估值 3.4x vs 上市以来均值 6.5x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 浦银国际目标价: 理想汽车 (LI.US)



注: 截至 2022 年 2 月 25 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 浦银国际目标价: 理想汽车 (2015.HK)



注: 截至 2021 年 2 月 25 日收盘。  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

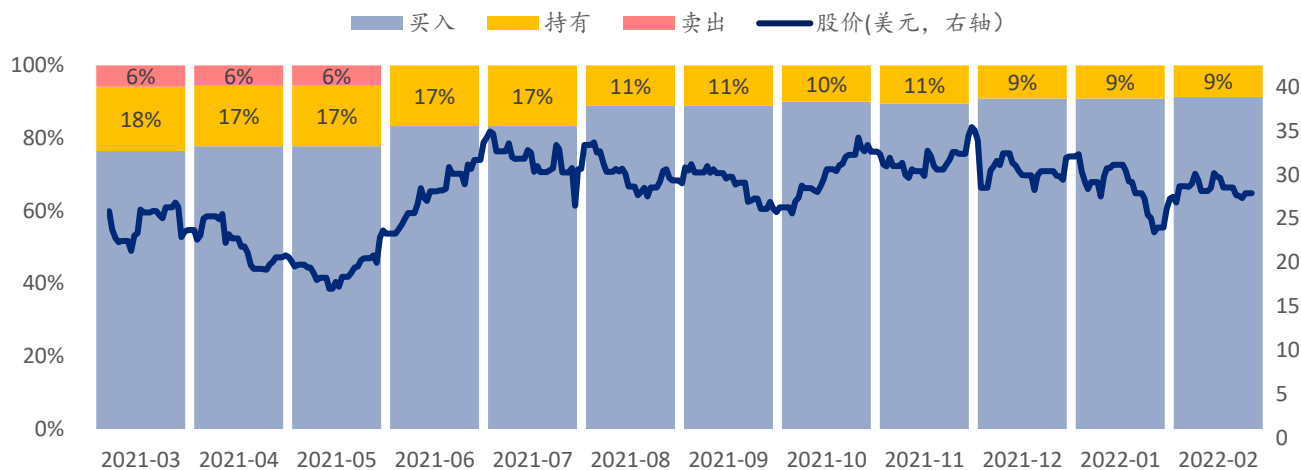
图表 17: 浦银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.7	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	140.0	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	22.3	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	118.3	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	43.3	买入	58.3	2021/12/16	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	14.7	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	22.3	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	186.6	买入	253.8	2021/8/31	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	7.5	买入	15.9	2021/8/31	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	245.0	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	20.9	买入	53.9	2021/6/25	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	35.0	买入	48.3	2021/7/14	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	136.0	买入	187.6	2021/7/14	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	27.9	买入	37.7	2022/2/28	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车	109.5	买入	150.4	2022/2/28	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	809.9	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	236.0	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	247.8	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2 月 25 日收盘价

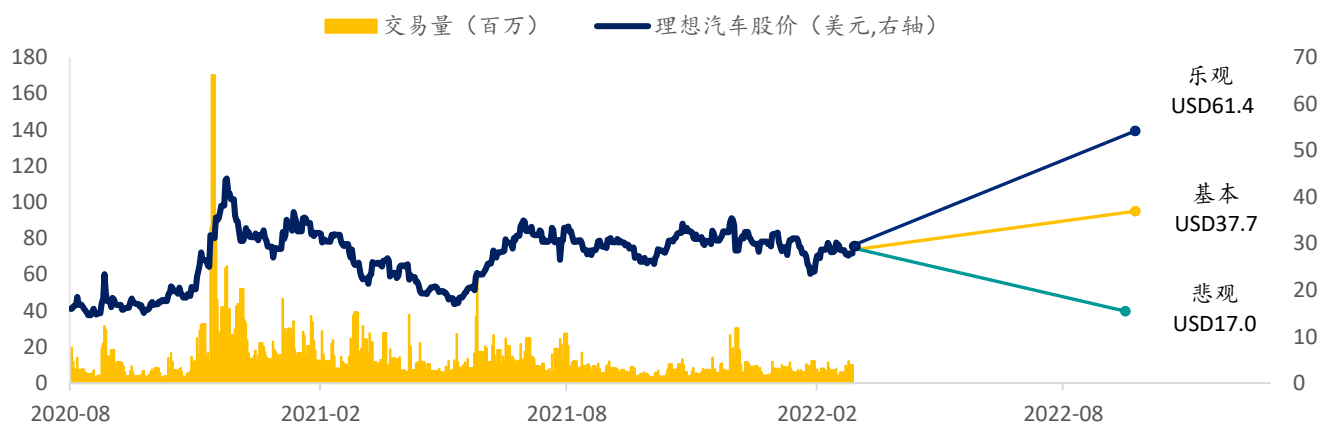
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 18: 理想汽车 (LI.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 19: 理想汽车 (LI.US) SPDBI 情景假设



### 乐观情景 (15%)

目标价: 61.4 美元

- 中国新能源乘用车, 或插电混动, 市场需求增速高于预期, 强力推动理想汽车销量;
- 新车型 X01 销售价格较高, 推动汽车平均售价提升;
- 2023 年的高压纯电车型进展快于预期;
- 自动驾驶研发进展较快。

### 悲观情景 (20%)

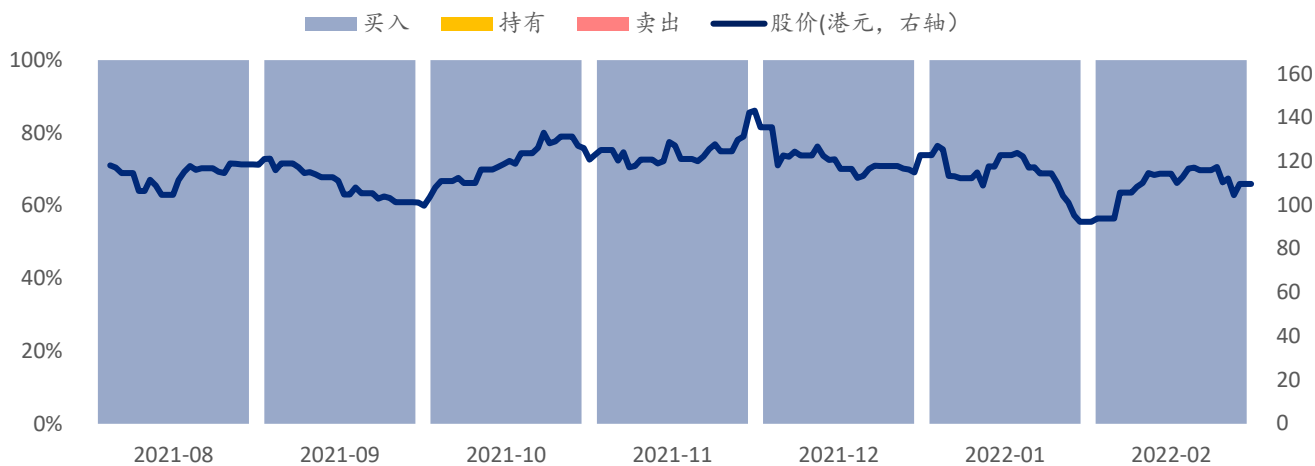
目标价: 17.0 美元

- 新能源汽车行业需求减弱, 拖累理想汽车销售;
- 汽车行业依然受限于半导体行业产能, 导致新能源汽车行业增速不及预期;
- 理想新车型发布、上市时间晚于预期;
- 销售门店扩张没有有效带动汽车销量。

资料来源: 浦银国际

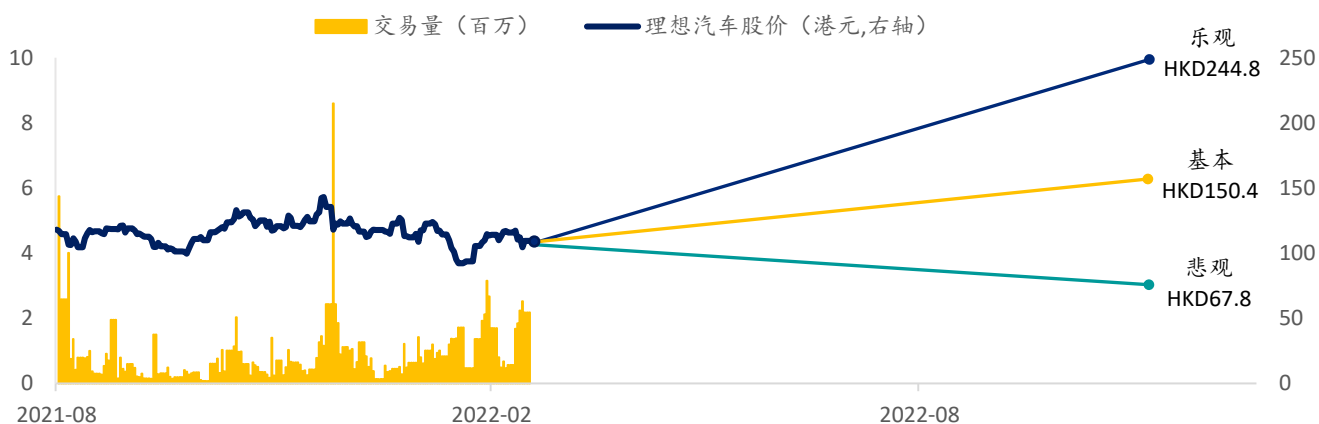
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 20: 理想汽车 (2015.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 21: 理想汽车 (2015.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期 (15%)

目标价: 244.8 港元

- 中国新能源乘用车, 或插电混动, 市场需求增速高于预期, 强力推动理想汽车销量;
- 新车型 X01 销售价格较高, 推动汽车平均售价提升;
- 2023 年的高压纯电车型进展快于预期;
- 自动驾驶研发进展较快。

悲观情景: 公司收入增长不及预期 (20%)

目标价: 67.8 港元

- 新能源汽车行业需求减弱, 拖累理想汽车销售;
- 汽车行业依然受限于半导体行业产能, 导致新能源汽车行业增速不及预期;
- 理想新车型发布、上市时间晚于预期;
- 销售门店扩张没有有效带动汽车销量。

资料来源: 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

