

联发科(2454.TT): 一季度收入指引大幅高于市场预期

我们略微上调 2025 和 2026 年盈利预测, 上调目标价至 1,820.8 新台币, 潜在升幅 19%。重申“买入”评级。

● **重申联发科的“买入”评级:** 联发科 2024 年四季度业绩以及 2025 年一季度收入指引均高于市场预期。天玑系列旗舰智能手机 SoC 表现强劲。从短期来看, 中国的**智能手机补贴政策**以及美国关税政策将带动智能手机需求上扬和提前备货, 有助于出货量上升。从中长期来看, 智能座舱等汽车业务以及 AI 带动的端侧和云侧业务均为公司打开增长天花板。联发科当前远期市盈率为 20.9x, 在 AI 快速发展阶段, 仍然具备上行空间。

● **四季度业绩高于预期, 一季度收入指引大幅市场预期:** 联发科 2024 年四季度收入同比增长 6.5%, 环比增长 4.7%, 高于指引上限, 天玑旗舰芯片表现优异。公司毛利率录得 48.5%, 位于指引区间上限。四季度费用率同环比上升, 因而营业利润略低于市场预期。净利润录得 238 亿新台币, 同比下降 7.3%, 环比下降 6.1%, 高于市场预期。公司 2025 年一季度收入指引中位数 1,463 亿新台币, 同比增长 9.6%, 环比增长 6.0%, 大幅高于我们与市场的预期。智能手机国补和关税政策是主要推动力。公司指引一季度毛利率中位数为 47%, 略低于市场预期。综合来看, 我们略微上调 2025 年和 2026 年的盈利预测。

● **业绩会要点及展望:** 1) 2024 年, 联发科旗舰手机 SoC 贡献约 20 亿美元, 超出管理层预期。2) 天玑 9400 获得 OPPO 和 vivo 采用, 公司预期今年更多机型采用天玑旗舰芯片。3) 今年汽车收入将逐季提升。4) AI 趋势将为公司端侧 AI SoC 系列产品带来更多机会。

● **估值:** 我们采用 DCF (Discounted Cash Flow, 现金流量贴现法) 估值方法。我们假设联发科 2030-2034 的成长率为 18%, 永久增长率为 3%, WACC (Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本) 是 13.1%, 上调联发科目标价至 1,820.8 新台币, 潜在升幅 19%, 对应 2025 年市盈率为 24.1x。

● **投资风险:** 全球经济持续疲软, 智能手机、新能源车等需求不及预期; 地缘冲突导致关税上升, 提前备货透支未来出货量; 中国手机国补带动需求持续性较弱; AI 智能手机渗透率上扬速度较慢, 渗透中低价格段手机速度较慢; 半导体周期下行, 行业竞争加剧, 拖累公司利润; 研发等费用增速过快; AI 芯片迭代慢于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

新台币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	433,446	530,586	606,340	698,505	817,250
营收同比增速	(21%)	22%	14%	15%	17%
毛利率	47.8%	49.6%	48.6%	48.5%	49.0%
净利润	76,979	107,895	120,269	143,188	170,351
净利润增速	(35%)	40%	11%	19%	19%
基本每股收益 (新台币)	48.5	67.8	75.6	90.0	107.1
目标 PE (x)	37.5	26.8	24.1	20.2	17.0

注: E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 2 月 10 日

评级

买入

目标价 (新台币)	1,820.8
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (新台币)	1,525
52 周内股价区间 (新台币)	951-1,570
总市值 (百万新台币)	2,442,574
近 3 月日均成交额 (百万新台币)	8,571

注: 截至 2025 年 2 月 7 日收盘价

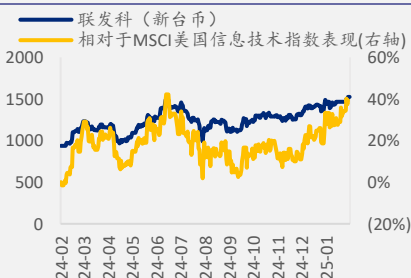
市场预期区间



▲ 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

新台币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	433,446	530,586	606,340	698,505	817,250
营业成本	226,079	267,200	311,390	360,027	417,146
毛利润	207,367	263,386	294,949	338,477	400,105
经营支出	(135,568)	(160,974)	(180,533)	(198,121)	(229,484)
销售管理费用	(24,127)	(29,036)	(32,340)	(35,848)	(41,522)
研发费用	(111,385)	(131,993)	(148,193)	(162,274)	(187,962)
其他	(56)	55	-	-	-
经营利润	71,800	102,412	114,416	140,356	170,620
非经营收入	14,983	17,107	18,761	18,315	18,315
财务费用	6,908	7,828	10,625	10,731	10,731
其他	8,074	9,279	8,136	7,583	7,583
税前利润	86,782	119,519	133,177	158,670	188,935
税务费用	(9,591)	(12,378)	(13,686)	(16,259)	(19,360)
税后利润含少数股东权益	77,191	107,141	119,491	142,411	169,575
少数股东权益	212	754	778	776	776
净利润	76,979	107,895	120,269	143,188	170,351
基本股数 (百万)	1,586	1,591	1,591	1,591	1,591
摊销股数 (百万)	1,586	1,591	1,591	1,591	1,591
基本每股收益 (新台币)	48.5	67.8	75.6	90.0	107.1
摊销每股收益 (新台币)	48.5	67.8	75.6	90.0	107.1

资产负债表

新台币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	165,396	166,903	139,266	93,652	54,668
现金等价物	5,671	6,942	7,933	9,139	10,693
应收账款和应收票据	65,835	80,589	92,095	106,094	124,130
应收账款和应收票据	43,220	51,081	59,529	68,828	79,747
其他流动负债	10,767	13,179	15,061	17,350	20,300
流动资产合计	290,889	318,695	313,885	295,063	289,538
物业、厂房及设备	53,291	46,698	43,963	44,135	46,803
无形资产	89,842	89,842	89,842	89,842	89,842
长期投资收益	72,401	72,401	72,401	72,401	72,401
其他非流动资产	128,616	128,616	128,616	128,616	128,616
总资产	635,038	656,252	648,706	630,056	627,199
短期债务	7,826	14,370	16,422	18,918	22,134
应付账款和应付票据	38,779	47,470	54,247	62,493	73,117
应付税务	15,011	18,375	20,999	24,190	28,303
其他流动负债	170,383	170,383	170,383	170,383	170,383
流动负债合计	231,999	250,598	262,050	275,984	293,936
长期借款	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
其他非流动负债	24,229	29,659	33,894	39,046	45,684
总负债	260,833	284,862	300,549	319,635	344,225
股本	15,996	15,996	15,996	15,996	15,996
储备	56	135	215	294	374
其他综合收益	35,462	32,568	9,255	(28,560)	(56,087)
少数股东损益及其他	5,888	5,888	5,888	5,888	5,888
股东权益总额	374,205	371,390	348,157	310,421	282,974
总负债和股东权益	635,038	656,252	648,706	630,056	627,199

现金流量表

新台币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	166,091	112,929	123,614	143,895	168,096
净利润	76,979	107,895	120,269	143,188	170,351
折旧摊销	18,200	18,007	15,780	14,855	14,913
其他	33,391	3,364	2,623	3,192	4,112
营运资金变动	37,522	(16,338)	(15,058)	(17,340)	(21,281)
应收账款减少 (增加)	(5,030)	(14,754)	(11,506)	(13,999)	(18,036)
库存减少 (增加)	27,483	(7,861)	(8,448)	(9,298)	(10,920)
应付账款增加 (减少)	17,261	8,691	6,777	8,246	10,624
其他经营资金变动	(2,192)	(2,413)	(1,882)	(2,289)	(2,950)
利息收入 (支出)	-	-	-	-	-
投资活动现金流	(28,746)	(12,685)	(14,035)	(16,233)	(19,135)
资本支出	(9,325)	(11,415)	(13,044)	(15,027)	(17,582)
投资	116	(1,271)	(991)	(1,206)	(1,554)
其他	(19,537)	-	-	-	-
融资活动现金流	(118,569)	(98,736)	(137,216)	(173,276)	(187,945)
借款	(2,328)	6,544	2,052	2,496	3,216
发行股份	79	79	79	79	79
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(120,981)	(110,790)	(143,582)	(181,003)	(197,878)
其他	4,660	5,430	4,235	5,152	6,638
外汇损益	-	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	18,776	1,507	(27,637)	(45,614)	(38,984)
期初现金及现金等价物	147,502	165,396	166,903	139,266	93,652
期末现金及现金等价物	165,396	166,903	139,266	93,652	54,668

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	(21.0%)	22.4%	14.3%	15.2%	17.0%
毛利润增速	(23.5%)	27.0%	12.0%	14.8%	18.2%
营业利润增速	(43.4%)	42.6%	11.7%	22.7%	21.6%
净利润增速	(34.8%)	40.2%	11.5%	19.1%	19.0%
盈利能力					
净资产收益率	20.6%	29.1%	34.5%	46.1%	60.2%
总资产报酬率	12.1%	16.4%	18.5%	22.7%	27.2%
投入资本回报率	16.5%	23.5%	27.8%	37.7%	49.4%
利润率					
毛利率	47.8%	49.6%	48.6%	48.5%	49.0%
营业利润率	16.6%	19.3%	18.9%	20.1%	20.9%
净利润率	17.8%	20.3%	19.8%	20.5%	20.8%
营运能力					
现金循环周期	97	56	57	58	57
应收账款周转天数	53	50	52	52	51
存货周转天数	92	64	65	65	65
应付账款周转天数	49	59	60	59	59
净债务 (净现金)	(152,965)	(147,929)	(118,239)	(70,130)	(27,930)
自由现金流	123,376	98,150	107,946	125,676	146,402

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、同花顺、浦银国际预测

图表 2：联发科 4Q24 业绩详情

新台币百万	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比
营业收入	138,043	129,562	6.5%	131,813	4.7%
毛利润	67,001	62,616	7.0%	64,348	4.1%
营业利润	21,412	24,736	(13.4%)	23,864	(10.3%)
净利润	23,789	25,663	(7.3%)	25,346	(6.1%)
基本每股盈利 (台币)	14.95	16.15	(7.4%)	15.94	(6.2%)

利润率	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比
毛利率	48.5%	48.3%	0.2	48.8%	(0.3)
营业费用率	33.0%	29.2%	3.8	30.7%	2.3
营业利润率	15.5%	19.1%	(3.6)	18.1%	(2.6)
净利率	17.2%	19.8%	(2.6)	19.2%	(2.0)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：联发科新预测 vs 前预测

新台币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	606,340	582,094	4%	698,505	681,202	3%	817,250		
毛利润	294,949	284,591	4%	338,477	331,850	2%	400,105		
经营利润	114,416	116,338	(2%)	140,356	143,083	(2%)	170,620		
净利润	120,269	116,599	3%	143,188	140,166	2%	170,351		
基本每股收益 (美元)	75.59	72.16	5%	90.00	86.74	4%	107.07		

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	48.6%	48.9%	(0.2)	48.5%	48.7%	(0.3)	49.0%		
费用率	29.8%	28.9%	0.9	28.4%	27.7%	0.7	28.1%		
经营利润率	18.9%	20.0%	(1.1)	20.1%	21.0%	(0.9)	20.9%		
净利率	19.8%	20.0%	(0.2)	20.5%	20.6%	(0.1)	20.8%		

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

● 估值

图表 4：联发科当前远期市盈率 20.9x，历史均值 16.7x，均值以上一倍标准差 20.9x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 目标价：联发科 (2454.TT)

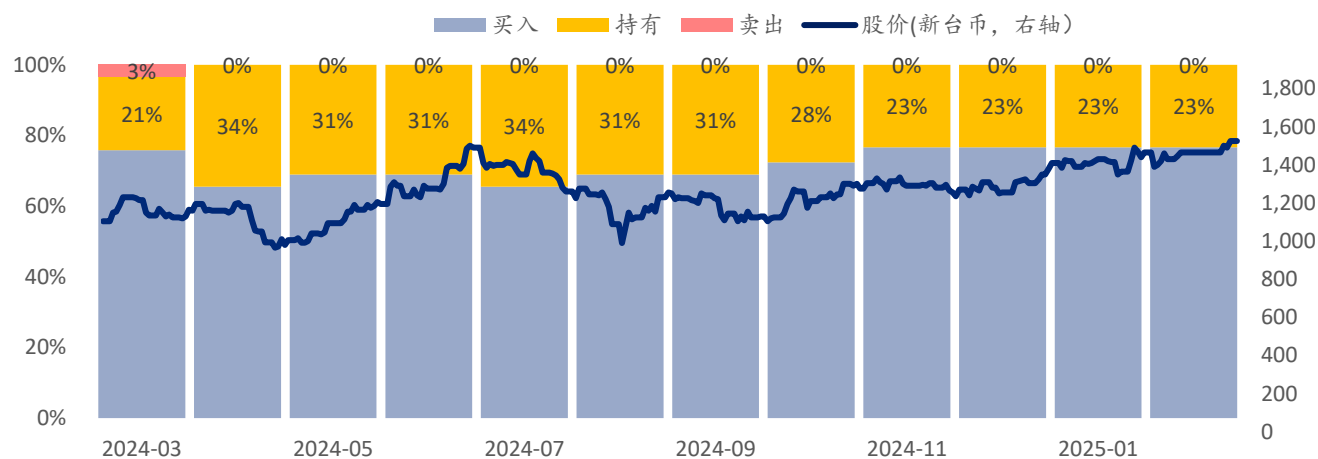


注：截至 2025 年 2 月 7 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

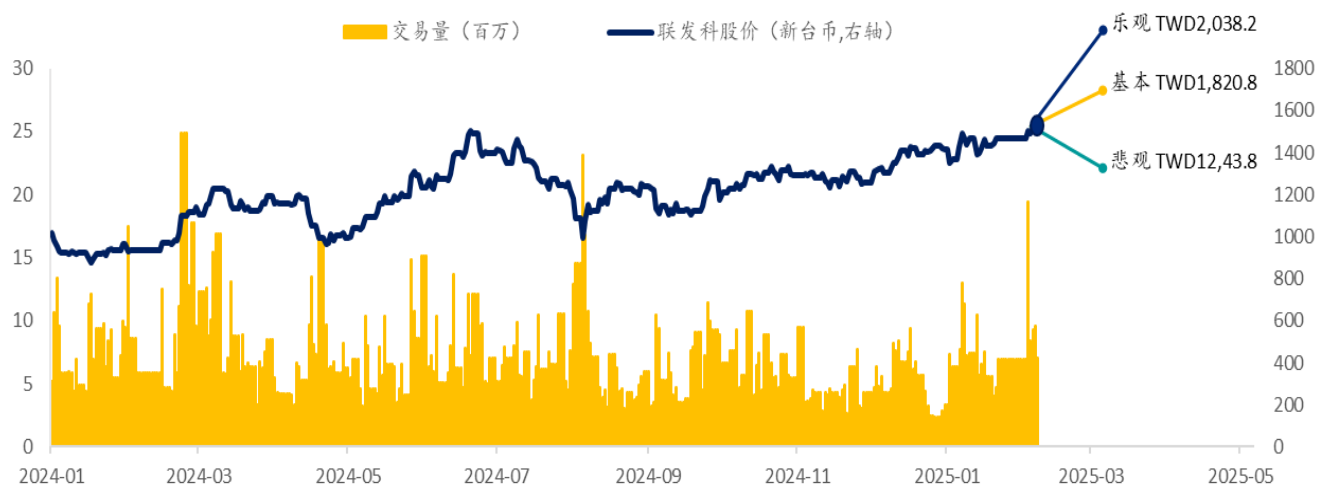
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：联发科（2454.TT）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：联发科（2454.TT）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：2,038.2 新台币（概率：20%）

- AI 手机拉动换机周期，出货量增长强劲；
- 端侧 AI 用户体验改善显著，用户愿意买单，提升平均售价；
- 公司产品性能升级，中高端 SoC 市占率提升；
- 新兴市场经济复苏，中低端手机销量提升。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：1,243.8 新台币（概率：15%）

- 智能手机需求走弱，复苏不及预期；
- 公司产品性能不及预期，中高端 SoC 市占率下滑；
- 新兴市场经济持续低迷，中低端手机销量下降。

资料来源：浦银国际预测

图表 8：SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	42.5	买入	23.6	2024/8/26	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	107.0	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	233.2	买入	264.9	2024/10/10	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	53.8	买入	34.2	2024/9/2	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	36.0	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	42.6	买入	46.1	2024/8/26	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	27.5	买入	27.1	2025/1/7	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	46.0	买入	28.8	2024/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	80.7	买入	57.0	2024/8/26	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	8.0	买入	5.1	2024/8/13	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	117.1	买入	130.8	2024/10/28	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.2	买入	5.5	2024/11/21	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	34.0	买入	42.6	2024/11/21	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	17.1	买入	15.2	2024/11/20	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	68.5	买入	59.3	2024/11/20	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	24.8	买入	30.8	2024/11/4	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	103.2	买入	120.0	2024/11/4	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	34.1	买入	40.6	2025/1/16	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	374.3	持有	210.8	2024/10/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	330.0	买入	335.0	2024/11/4	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	326.9	买入	357.7	2024/11/4	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	16.8	买入	13.1	2024/12/16	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	38.1	买入	32.7	2024/12/16	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	16.5	买入	16.2	2024/11/1	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	46.7	买入	32.6	2024/11/8	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	102.5	买入	117.0	2024/11/8	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	26.5	买入	27.7	2024/11/8	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	49.1	买入	55.2	2024/11/8	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,125.0	买入	1401.1	2025/1/17	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	210.5	买入	256.3	2025/1/17	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	47.4	买入	56.4	2024/10/17	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	26.5	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	44.6	买入	43.4	2024/8/26	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	45.9	买入	53.4	2024/10/31	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.4	买入	38.7	2024/10/31	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	89.5	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	33.6	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	17.5	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	128.7	买入	147.6	2024/8/30	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	110.2	买入	168.7	2024/11/28	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	19.4	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	169.3	买入	205.7	2025/2/7	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,525.0	买入	1820.8	2025/2/10	AI 芯片

注：A 股、港股、台股截至 2025 年 2 月 7 日收盘价；美股截至 2025 年 2 月 6 日收盘价

资料来源：Bloomberg、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联属公司、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关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

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

