



Company Report: VSTECS (00856 HK)

中文版

公司报告：伟仕佳杰 (00856 HK)

Chinese version

Muyang Zhao 赵沐阳

(852) 25095375

muyang.zhao@gtjas.com.hk

22 August 2025

业绩超预期：云计算及东南亚收入扩张持续推进

- 维持“买入”评级，并基于 14.3 倍 2025 年市盈率，上调目标价至 14.00 港元，公司 2025 年上半年业绩强劲，每股盈利超出我们预期 3.7%。收入增长强劲，尤其是云计算业务，收入同比增长 67.9%，超出我们预期 8.2%。由于业绩超预期，我们上调公司 2025-2027 年股东净利润预测至 14.03 亿港元（+16.0%）/ 16.28 亿港元（+19.2%）/ 20.36 亿港元。我们目前的目标价对应 2.0 倍 2025 年市净率和 13.9 倍 2025 年市盈率。鉴于公司已证明其能够以更快速度提升云计算业务收入，我们认为公司能够获得更高的估值。
- 公司 2025 年上半年云计算收入为 26.20 亿港元，同比增长 67.9%。但各云厂商的增速有所不同，华为云、阿里云、亚马逊网络服务和 VMWare 的销售分别增长了 29%、156%、293%和 295%。2025 年上半年，公司中标了鹏城云脑算力调度和运营管理、南通人工智能计算中心、沈阳人工智能计算中心等项目。此外，公司与国内芯片设计公司保持着良好的业务关系，是海光 CPU 的唯一分销商，并覆盖了华为鲲鹏的大部分主要供应商。此外，公司已开始为医疗和教育等行业提供定制化的服务器软件解决方案。
- 公司东南亚扩张持续推进，收入达 167.35 亿港元，同比增长 22.5%。部分东南亚市场贡献了较快的增长，包括泰国、菲律宾、马来西亚和印度尼西亚，同比增长分别达 50.4%、45.4%、31.3%和 29.9%。东南亚收入环比下降的原因是 2024 年下半年新加坡出现了一笔非经常性收入。
- 风险：贸易摩擦扰乱跨境技术的自由流动。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$14.00

Revised from 原目标价:

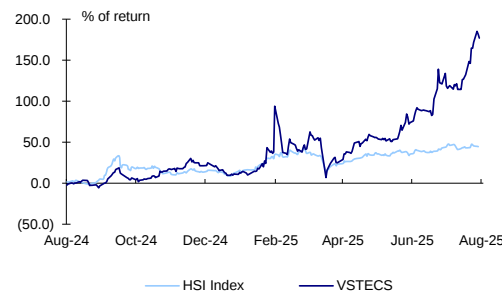
HK\$8.18

Share price 股价:

HK\$11.470

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	19.0	71.4	167.4
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	18.5	66.1	123.0
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	9.9	8.3	5.9

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(HK\$ m)	(HK\$ m)	(HK\$)	($\Delta\%$)	(x)	(HK\$)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
2023A	73,891	922	0.656	12.7	17.5	5.853	2.0	0.263	2.3	11.6
2024A	89,086	1,052	0.757	15.4	15.2	6.215	1.8	0.265	2.3	12.5
2025F	103,922	1,403	1.009	33.3	11.4	6.958	1.6	0.375	3.3	15.3
2026F	121,705	1,628	1.171	16.1	9.8	7.754	1.5	0.435	3.8	15.9
2027F	143,692	2,036	1.464	25.0	7.8	8.784	1.3	0.544	4.7	17.7
Shares in issue (m) 总股数 (m)				1,385.6	Major shareholder 大股东				LI Jialin 41.8%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				15,892.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)				33.8	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				1,430,961.0	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)				55.3	
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				12.220 / 4.010	FY25 Est. NAV (HK\$) FY25 每股估值 (港元)					

Source: the Company, Guotai Junan International.

表-1: 实际与预测比较 (百万港元)

	1H25 实际	同比	比较 1H25 预测
分部收入			
消费电子	17,191	+7.5%	2.3%
企业系统	25,704	+14.1%	-5.8%
云计算	2,620	+67.9%	8.2%
分部经营利润率			
消费电子	1.7%	+0.0 ppts	+0.0 ppts
企业系统	2.0%	-0.0 ppts	-0.0 ppts
云计算	3.2%	-0.3 ppts	-0.7 ppts
关键财务数据 (百万港元)			
收入	45,515	+13.6%	-2.1%
销售成本	(43,351)	+13.2%	-2.5%
毛利	2,164	+21.9%	+4.8%
其他收益净额	59	+363.4%	+349.9%
销售费用	(859)	+30.7%	+9.6%
行政费用	(436)	+22.8%	+29.8%
经营利润	928	+19.7%	-0.5%
财务成本	(192)	-4.6%	-0.6%
分占联营公司利润	40	+55.6%	+72.9%
分占合营公司亏损	0	n.a.	n.a.
税前利润	776	+29.4%	+1.8%
所得税费用	(127)	+3.7%	-6.3%
年内利润/(亏损)	610	+34.7%	+3.3%
基本每股盈利 (港元)	0.441	+35.3%	+3.7%
关键比率			
毛利率			
销售费用率	4.8%	+0.3 ppts	+0.3 ppts
行政费用率	1.9%	+0.2 ppts	+0.2 ppts
研发费用率	1.0%	+0.1 ppts	+0.2 ppts
经营利润率	2.0%	+0.1 ppts	+0.0 ppts
有效税率	16.4%	-4.1 ppts	-1.4 ppts
净利率	1.4%	+0.2 ppts	+0.0 ppts

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-2: 盈利调整

	2025F	新 2026F	2027F	2025F	变动 2026F	2027F
分部收入 (百万港元)						
消费电子	34,969	36,847	37,897	+1.4%	+1.7%	+2.1%
企业系统	63,476	77,548	96,406	-0.8%	-1.1%	-1.4%
云计算	5,477	7,311	9,389	+7.7%	+10.5%	+14.5%
分部经营利润率						
消费电子	1.8%	1.7%	1.8%	+0.1 ppts	+0.0 ppts	+0.0 ppts
企业系统	2.0%	1.9%	2.0%	-	-	-
云计算	3.6%	3.6%	3.6%	-0.3 ppts	-0.3 ppts	-0.3 ppts
关键财务数据 (百万港元)						
收入	103,922	121,705	143,692	+0.3%	+0.4%	+0.4%
毛利	4,821	5,401	6,401	+4.9%	+1.5%	+1.8%
息税前利润	2,166	2,459	2,992	+1.3%	+0.2%	+0.4%
股东净利润	1,403	1,628	2,036	+3.1%	+1.9%	+2.2%
基本每股盈利 (港元)	1.009	1.171	1.464	+3.1%	+1.9%	+2.2%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

请见尾页免责声明

表-3: 主要业绩及最新预测

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
(百万港元)					
消费电子					
收入	30,394	32,813	34,969	36,847	37,897
同比	-8.11%	7.96%	6.57%	5.37%	2.85%
经营利润率	1.76%	1.82%	1.79%	1.70%	1.77%
企业系统					
收入	40,414	52,338	63,476	77,548	96,406
同比	-2.28%	29.51%	21.28%	22.17%	24.32%
经营利润率	2.03%	1.84%	2.02%	1.93%	1.96%
云计算					
收入	3,084	3,934	5,477	7,311	9,389
同比	6.68%	27.58%	39.20%	33.49%	28.42%
经营利润率	3.18%	3.65%	3.60%	3.60%	3.60%
总收入	73,891	89,086	103,922	121,705	143,692
同比	-4.44%	20.56%	16.65%	17.11%	18.07%
经营利润	1,453	1,704	2,080	2,384	2,883
经营利润率	1.94%	1.91%	2.03%	1.96%	2.01%
财务费用净额	-340	-404	-383	-390	-405
占收入%	0.46%	0.45%	0.42%	0.44%	0.44%
税前利润	-1,162	-1,356	-1,783	-2,069	-2,587
	20.67%	17.67%	16.50%	16.50%	16.50%
净利润	922	1,052	1,361	1,597	1,991
净利率	1.20%	1.30%	1.40%	1.40%	1.50%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-4: 同业估值 – 全球上市 IT 产品分销商

公司名称	股票代码	货币	收市价	市值 (百万港元)	市盈率（财年）				市净率（财年）				ROE(%)	D/Y(%)	EV/EBITDA
					24A	25F	26F	27F	24A	25F	26F	27F	25F	25F	25F
全球上市同业															
伟仕佳杰	00856 HK	HKD	11.470	16,411	15.2	13.3	11.9	10.1	1.9	1.7	1.5	1.4	12.8	2.7	n.a.
神州数码	000034 CH	CNY	45.570	35,281	39.1	25.0	21.5	19.9	3.3	3.1	2.8	2.5	11.6	n.a.	n.a.
Synnex Technology Intl	2347 TT	TWD	57.700	24,648	10.5	12.7	10.7	n.a.	1.2	1.2	1.2	n.a.	9.7	5.7	12.1
Avnet Inc	AVT US	USD	53.280	34,745	9.7	19.2	11.9	8.6	1.0	0.9	0.9	n.a.	4.8	2.5	10.9
Arrow Electronics Inc	ARW US	USD	124.930	50,272	17.0	12.1	8.7	6.5	1.1	1.0	0.9	n.a.	9.8	n.a.	8.2
Td Synnex Corp	SNX US	USD	145.290	93,616	18.0	12.0	10.5	9.5	1.5	1.4	1.3	1.2	12.2	1.2	8.1
简单平均					18.2	15.7	12.5	10.9	1.7	1.6	1.4	1.7	10.2	3.0	9.8
加权平均					18.7	14.9	12.0	10.3	1.6	1.5	1.4	1.5	10.4	2.3	9.1

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 以上估值和净资产收益率基于彭博一致预期。市值和收市价截至2025年8月21日。

财务报表及比率

损益表						资产负债表					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	Year end 31 Dec (HK\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total revenue	73,891	89,086	103,922	121,705	143,692	Property, plant and equipment	909	978	905	923	929
Cost of sales	(70,395)	(85,157)	(99,101)	(116,305)	(137,291)	Intangible assets	355	346	351	348	345
Gross profit	3,497	3,929	4,821	5,401	6,401	Interests in associates	724	603	621	640	659
Other gains	9	39	78	82	86	Interest in a joint venture	0	0	0	0	0
S&D expenses	(1,358)	(1,499)	(1,833)	(2,083)	(2,399)	Deferred expenses	2	191	202	214	227
G&A expenses	(712)	(770)	(959)	(1,011)	(1,194)	Deferred tax assets	146	159	168	179	189
Operating profit	1,435	1,699	2,107	2,389	2,894	Total non-current assets	2,135	2,277	2,248	2,304	2,349
Finance income and costs - net	(273)	(344)	(324)	(320)	(307)	Cash & cash equivalents	3,325	3,948	4,626	3,410	2,397
Profit before tax	1,162	1,356	1,783	2,069	2,587	Trade and other receivables	16,823	19,480	22,557	26,182	30,571
Income tax	(240)	(240)	(294)	(341)	(427)	Other financial assets	1,428	1,494	1,583	1,678	1,779
Profit after tax	922	1,116	1,489	1,727	2,160	Inventories	11,309	11,190	11,887	13,020	14,414
Non-controlling interest	0	(64)	(86)	(99)	(124)	Total current assets	32,885	36,111	40,653	44,291	49,161
Shareholders' profit / loss	922	1,052	1,403	1,628	2,036	Total assets	35,020	38,388	42,902	46,595	51,511
Basic EPS (HK\$)	0.656	0.757	1.009	1.171	1.464	Trade and other payables	16,963	18,477	21,518	23,641	26,623
现金流量表						Other financial liabilities	669	655	675	695	716
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	Contract liabilities	559	571	605	641	680
Operating activities						Lease liabilities	129	158	167	177	188
Interest expense	340	404	383	390	405	Borrowings	8,104	7,864	8,100	8,342	8,593
Depreciation of PPE	114	114	144	153	156	Taxation payable	132	101	104	107	110
Amortisation of intangible assets	4	4	4	4	4	Total current liabilities	26,556	27,826	31,169	33,604	36,910
Decrease in working capital	(650)	(1,225)	(700)	(2,602)	(2,764)	Contract liabilities	1	3	3	3	3
Others	832	958	1,344	1,566	1,965	Lease liabilities	209	277	285	294	303
Cash from operating activities	640	255	1,175	(489)	(234)	Borrowings	0	1,380	1,422	1,465	1,508
Investing activities						Deferred tax liabilities	31	31	31	32	33
Purchase of PP&E	(39)	(183)	(71)	(171)	(162)	Total non-current liabilities	241	1,691	1,742	1,794	1,848
Others	177	186	32	51	78	Total liabilities	26,798	29,516	32,911	35,398	38,758
Cash from investing activities	138	3	(40)	(120)	(84)	Share capital	144	144	144	144	144
Financing activities						Reserves and retained earnings	8,079	8,496	9,530	10,637	12,068
Net change in borrowings	(348)	1,140	277	286	294	Total shareholders' equity	8,223	8,640	9,674	10,780	12,212
Dividends paid	(247)	(369)	(369)	(521)	(605)	Minority interest	0	232	318	417	541
Interest paid	(340)	(404)	(383)	(390)	(405)	Total equity	8,223	8,872	9,991	11,197	12,753
Change in bank balances	93	(98)	0	0	0	财务比率					
Others	(439)	97	18	19	19		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash from financing activities	(1,282)	365	(457)	(607)	(696)	Cost to revenue (%)	95.3	95.6	95.4	95.6	95.5
Net changes in cash	(504)	623	678	(1,216)	(1,013)	Selling expense to revenue (%)	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7
Effect of FX rate changes	(1)	0	0	0	0	Admin expense to revenue (%)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
Cash at beginning of year	3,829	3,325	3,948	4,626	3,410	Operating profit margin (%)	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
Cash at end of year	3,325	3,948	4,626	3,410	2,397	Net margin (%)	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8
						ROE (%)	11.6	12.5	15.3	15.9	17.7
						ROA (%)	3.4	3.9	4.4	4.6	5.1

资料来源：公司、国泰君安国际。

22 August 2025

VSTECs 伟仕佳杰 (00856 HK)

Company Report

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有,或将会为本研究报告所评论的阿里巴巴-W进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com