

“出海”与“上云”双轮驱动，拥抱 AI 新纪元

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) ICT 分销龙头地位稳固，企业系统、消费电子、云计算“三驾马车”协同驱动; 2) 东南亚市场深度布局带来增长弹性，与星链合作开辟偏远地区 ICT 需求入口; 3) 云计算转型成效显著，AI 时代全栈服务能力构建差异化优势，预计云计算业务未来三年复合增速 30%。
- **出海东南亚，数字经济红利释放的关键引擎。** 东南亚 ICT 支出持续增长，叠加全球科技巨头重金布局，为公司提供广阔市场空间。公司采取“本地化运营+新兴业务拓展”双轮驱动，在当地增设分支机构，覆盖政府、金融等核心行业; 与星链合作切入偏远地区互联网普及场景，形成“连接入口+ICT 全链条需求”的拉动效应。东南亚市场近六年收入复合增速 16.7%，收入占比从 2019 年 21.4%提升至 2024 年 34.4%，25H1 进一步提升至 36.8%，成为另一个核心增长极。随着 AI 与数字化转型加速，东南亚市场有望持续贡献弹性增长。
- **云计算：从资源分销向高附加值 MSP 转型。** 公司云业务正从传统分销向全栈管理服务 (MSP) 升级，构建“云分销+多云 MSP”双模式。公司是阿里云最大的渠道合作伙伴、华为云海外市场核心合作伙伴，通过子公司佳杰云星的 RightCloud 平台提供上云咨询、迁移实施及运维优化等服务，覆盖云全生命周期。云计算收入近五年 CAGR 达 23.7%，25H1 增速高达 67.9%，阿里云、亚马逊云、华为云相关业务 25H1 营业额分别同比增长 156%、293%、29%。AI 浪潮下，公司同步布局 AI 算力基础设施与 AI 模型管理平台，实现从硬件到软件的闭环。云业务正成为公司第二增长极。
- **全球化渠道网络+多云生态协同+AI 全栈服务构建核心竞争力。** 公司竞争优势在于：全球化渠道网络（亚太 9 国 87 个分支机构）、多云生态协同能力（覆盖阿里云、华为云、AWS 等主流云厂商）、AI 全栈服务能力（硬件分销+多云管理+大模型适配）。AI 时代企业客户对算力部署、多云管理及成本优化需求激增，公司“硬件+平台+服务”模式可无缝对接需求，2024 年 AI 业务毛利率超 60%。随着东南亚数字化渗透与 AI 技术落地加速，公司有望持续受益于区域增长红利与产业智能化升级，长期价值凸显。
- **盈利预测与评级。** 预计未来三年归母净利润年复合增速为 13.8%。考虑到公司在 IT 分销领域的行业地位、以及云计算业务的快速增长，给予公司 2025 年 16 倍 PE 估值，对应目标价为 14.56 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 数字化支出进展或不及预期、消费电子需求或不及预期、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	73891.30	89085.59	101665.16	114612.20	127961.96
增长率	-4.44%	20.56%	14.12%	12.73%	11.65%
归属母公司净利润(百万港元)	922.03	1051.98	1302.67	1461.42	1619.92
增长率	12.02%	14.09%	23.83%	12.19%	10.85%
每股收益 EPS(港元)	0.64	0.73	0.91	1.02	1.13
净资产收益率	11.21%	12.18%	13.10%	12.82%	12.44%
PE	17.09	14.98	12.10	10.78	9.73

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：杨镇宇
执业证号：S1250517090003
电话：023-67563924
邮箱：yzzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	4.04-11.75
3 个月平均成交量(百万)	18.22
流通股数(亿)	14.36
市值(亿)	157.58

相关研究

目 录

1 ICT 分销龙头，“三驾马车”业务结构稳健.....	1
2 出海战略：深耕东南亚，把握数字化浪潮新机遇.....	3
2.1 东南亚——数字经济的下一个增长极.....	3
2.2 布局东南亚，从渠道深耕到新兴业务拓展.....	4
2.3 东南亚市场成为公司关键增长引擎.....	6
3 从云分销到云管理，AI 赋能第二增长曲线.....	7
3.1 AI 驱动云计算市场发展新范式.....	7
3.2“全栈服务+生态协同”战略构建“分销+MSP”核心竞争力.....	8
3.3 云业务占比持续提升，有望受益于 AI 浪潮.....	11
4 盈利预测与投资建议.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 相对估值.....	13
5 风险提示.....	13

图 目 录

图 1: 伟仕佳杰业务网络	1
图 2: 公司营收及增速	2
图 3: 公司归母净利润及增速	2
图 4: 公司利润率水平	2
图 5: 公司分业务收入结构	2
图 6: 公司股权结构	3
图 7: 东南亚八国 GDP 增长率	3
图 8: 东南亚部分国家的实际 GDP 增长率及预测	3
图 9: 公司主要合作伙伴	5
图 10: 星链提供 7x24 小时全球网络连接服务	6
图 11: 公司按区域分收入情况 (亿港元)	7
图 12: 公司不同销售区域收入比例	7
图 13: AI 推动海外 CSP 厂商资本开支大幅增长 (亿美元)	8
图 14: 公司云计算业务涵盖的服务	9
图 15: 佳杰云星提供的解决方案	10
图 16: 公司入选 Forrester 中国云迁移和云管理服务合作伙伴	10
图 17: 伟仕佳杰与神州数码收入体量对比 (亿港元)	11
图 18: 伟仕佳杰与神州数码盈利能力对比	11
图 19: 公司云计算业务收入占比持续提升	11

表 目 录

表 1: 全球科技巨头布局东南亚	4
表 2: 分业务收入	12
表 3: 可比公司估值	13
附: 财务报表	14

1 ICT 分销龙头，“三驾马车”业务结构稳健

伟仕佳杰控股有限公司成立于 1991 年，于 2002 年在香港交易所主板成功上市。经过三十余年的发展，公司已从单一的 IT 产品分销商，战略性地扩展至企业系统和 IT 服务领域，成长为亚太地区领先的科技产品解决方案及供应链服务平台。

作为亚太地区重要的科技产品渠道开发与技术解决方案集成服务商，公司构建了庞大而稳固的商业生态系统。公司与超过 300 家全球顶尖的科技企业（其中多数为世界 500 强）建立了战略合作关系，包括华为、苹果、微软、惠普、戴尔等行业巨头。公司连接着一个超过 50000 个渠道合作伙伴组成的广阔销售网络，涵盖零售商、系统集成商和企业经销商等。遍布亚太九个国家、拥有 87 个分支机构的网络，不仅是公司分销业务的基石，也构筑了强劲的竞争壁垒。

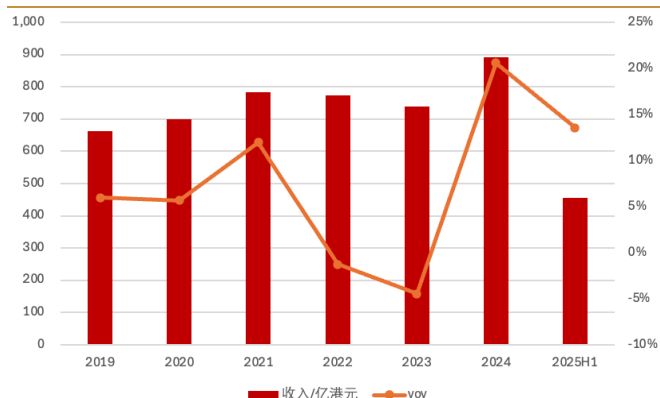
图 1：伟仕佳杰业务网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

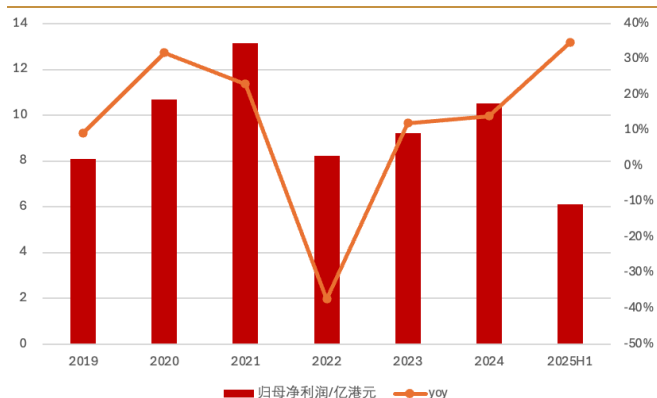
公司近六年营收稳步增长，年复合增速为 6%。疫情期间远程办公、在线娱乐等需求强力拉动，2021 年公司收入增长加速至 12%。随着各国疫情后逐步放开，消费电子需求经历两年透支后有所疲软，行业周期下行，公司 2022-2023 年收入有所下滑。公司持续执行稳健进取的经营策略，2024 年实现收入 890.9 亿港元，同比增长 20.6%，净利润 10.5 亿港元，同比增长 14%，近六年归母净利润年复合增速 5.4%。2025 年上半年，公司实现收入 455.2 亿港元，同比增长 13.6%，归母净利润 6.1 亿港元，同比增长 34.7%。通过不断改善内部运营和财务效率，公司整体毛利率常年稳定在 4.5% 左右，净利率稳定在 1.3% 左右。

图 2：公司营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

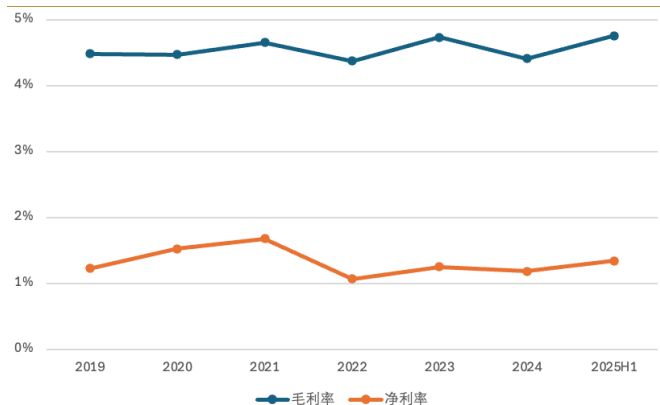
公司的业务版图划分为三大核心板块：企业系统、消费电子和云计算，形成了“三驾马车”并驾齐驱的业务格局。这种多元化的业务结构使公司能够全面覆盖 ICT 产业链的各个环节，捕捉不同市场的增长机遇。

企业系统业务：作为公司最大的收入来源，该业务 2024 年贡献总收入的 58.8%。企业系统业务主要为企业级客户提供全面的 IT 基础设施解决方案，服务内容涵盖中间件、操作系统、服务器、数据库及存储等企业系统工具，并提供 IT 基础设施的设计、执行、培训、维修及支援等一系列增值服务。该业务服务于政府、金融、电信等关键行业，是公司业务的“压舱石”。

消费电子业务：该业务包括分销电脑、手机、无人机、智能手表、3D 打印机等各类消费电子产品整机及配件。近年来，消费电子板块的战略已从追求规模的“做大”转向注重质量和盈利能力的“做强”，通过优选上游有影响力的品牌厂商，并深化与下游核心渠道伙伴的合作，来满足客户的多样化需求，提升业务价值。2024 年消费电子业务贡献了公司总收入的 36.8%。

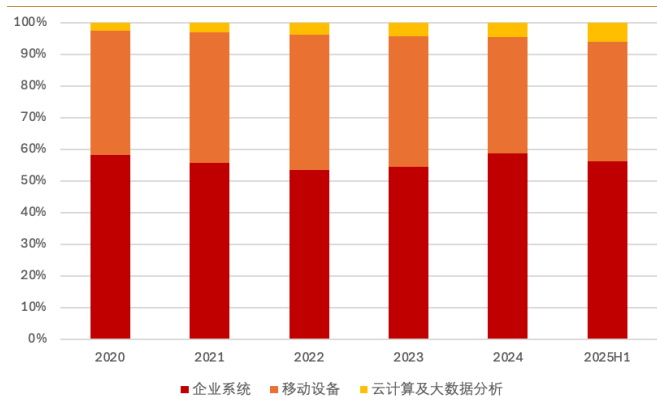
云计算业务：尽管云计算业务目前收入占比较小（2024 年占总收入的 4.4%），但云计算被定位为公司未来发展的核心增长引擎。该业务提供云计算解决方案和服务，通过与全球主流云厂商建立合作，为客户提供从 IaaS、PaaS 到 SaaS 的全栈式云服务和管理。随着 AI 对企业智能化转型的加速，云计算板块正迎来前所未有的发展机遇。

图 4：公司利润率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

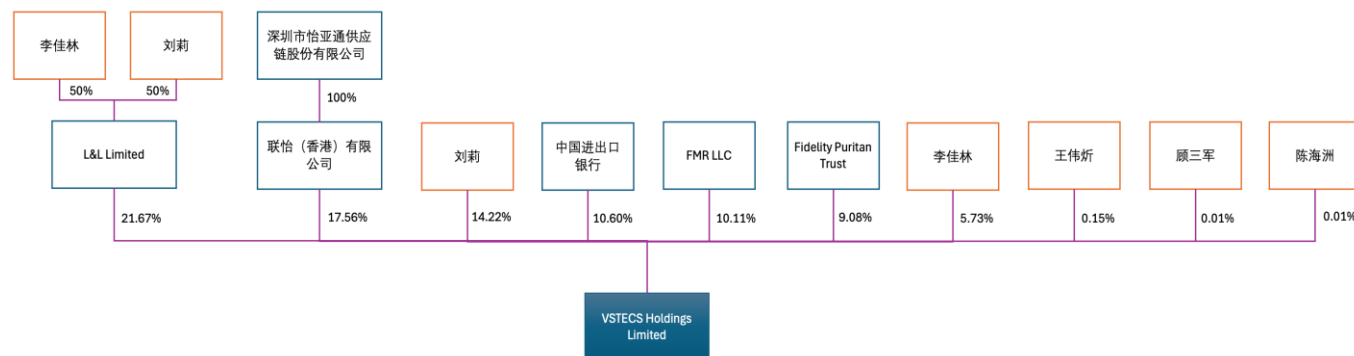
图 5：公司分业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司实控人为李佳林和刘莉夫妇，两人通过直接和间接持股合计拥有公司 41.62% 的股权。此外，中国领先的供应链综合服务商怡亚通间接持股拥有公司 17.56% 的股权。

图 6：公司股权结构



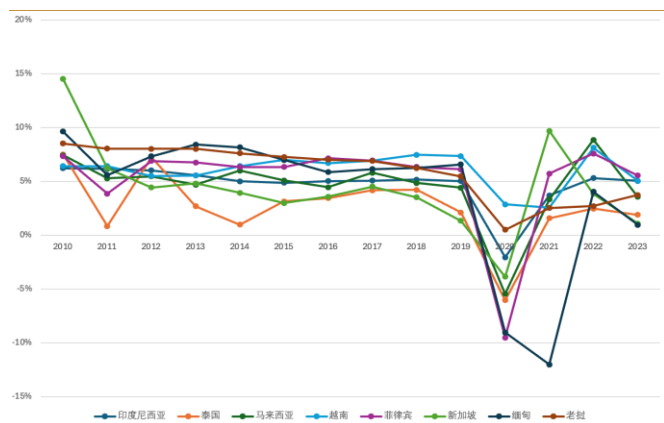
数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

2 出海战略：深耕东南亚，把握数字化浪潮新机遇

2.1 东南亚——数字经济的下一个增长极

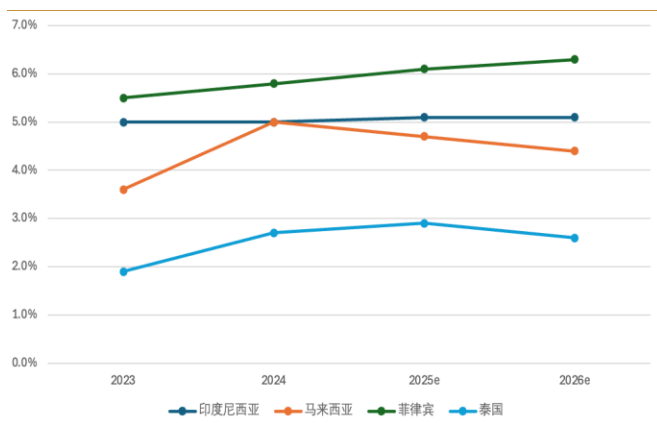
东南亚经济增长动力强劲。东南亚地区以其庞大的人口基数、年轻的人口结构和蓬勃的经济发展，正成为全球数字经济版图中最具吸引力的热土之一。过去十余年，东南亚主要经济体保持了相对高速的 GDP 增长。即便面临全球经济波动，该区域也展现出强大的发展韧性。

图 7：东南亚八国 GDP 增长率



数据来源：世界银行，西南证券整理

图 8：东南亚部分国家的实际 GDP 增长率及预测



数据来源：国际货币基金组织 IMF，西南证券整理

东南亚 ICT 市场潜力巨大。根据 IDC 预测，东盟地区的 ICT 总支出在 2025 年将达到 1710 亿美元，并以 5.8% 的复合年增长率持续增长至 2028 年。Gartner 预测，仅泰国一国的 IT 支出在 2025 年将增长 7.9%。这一高速增长的背后，是东南亚各国政府和企业对数字化转型、云计算、物联网和人工智能的迫切需求和大力投入。

全球科技巨头重金布局东南亚。东南亚的战略重要性吸引了全球顶级科技公司的巨额投资，这些投资不仅直接创造了市场需求，也加速了整个区域技术生态的成熟。全球科技巨头的涌入，为伟仕佳杰这样的分销与服务商创造了前所未有的商业机会。

表 1：全球科技巨头布局东南亚

公司	国家	具体布局
苹果	越南，印尼	自 2019 年以来，已通过其供应链在越南投资了 158 亿美元，创造了超过 20 万个就业岗位，并正考虑在印尼进行高达 10 亿美元的新投资。
微软	马来西亚，印尼	宣布投资 22 亿美元在马来西亚、17 亿美元在印尼建设全新的云和 AI 数据中心区域，旨在满足当地对数据主权、网络安全和 AI 创新的需求。
Google	新加坡，印尼马来西亚，泰国	已在新加坡和雅加达建立了成熟的云区域，并计划在马来西亚和泰国增设新的数据中心，以完善其在东南亚的基础设施网络。
华为	泰国等	深度参与了泰国等国的 5G 网络建设和数字基础设施项目，致力于将泰国打造为东盟的数字枢纽，其影响力已渗透到政府云服务、智慧港口等多个领域。

数据来源：Businesspost, Techrepublic, Northflank, 华为，西南证券整理

2.2 布局东南亚，从渠道深耕到新兴业务拓展

面对东南亚市场的巨大潜力，公司采取了“深耕细作”与“前瞻布局”相结合的策略。

本地化运营与网络扩张：公司在东南亚本地化经营多年，组建本地化管理团队，以更好地理解 and 响应当地市场需求。例如，公司在泰国提供集培训、展示、物流于一体的综合服务，实现对泰国全境的深度覆盖。这种本地化的策略使其能够更有效地服务于政府、金融、教育等各行各业的客户。

核心业务的战略协同：公司充分发挥其桥梁作用：一方面，公司成为华为、联想、小米等中国品牌“出海”的重要合作伙伴，利用其成熟渠道帮助国产品牌开拓东南亚市场；另一方面，公司也与 D-link、创维等国际品牌合作，共同挖掘区域市场潜力。这种双向合作模式极大地丰富了公司的产品组合，增强了其在市场中的议价能力。

图 9：公司主要合作伙伴

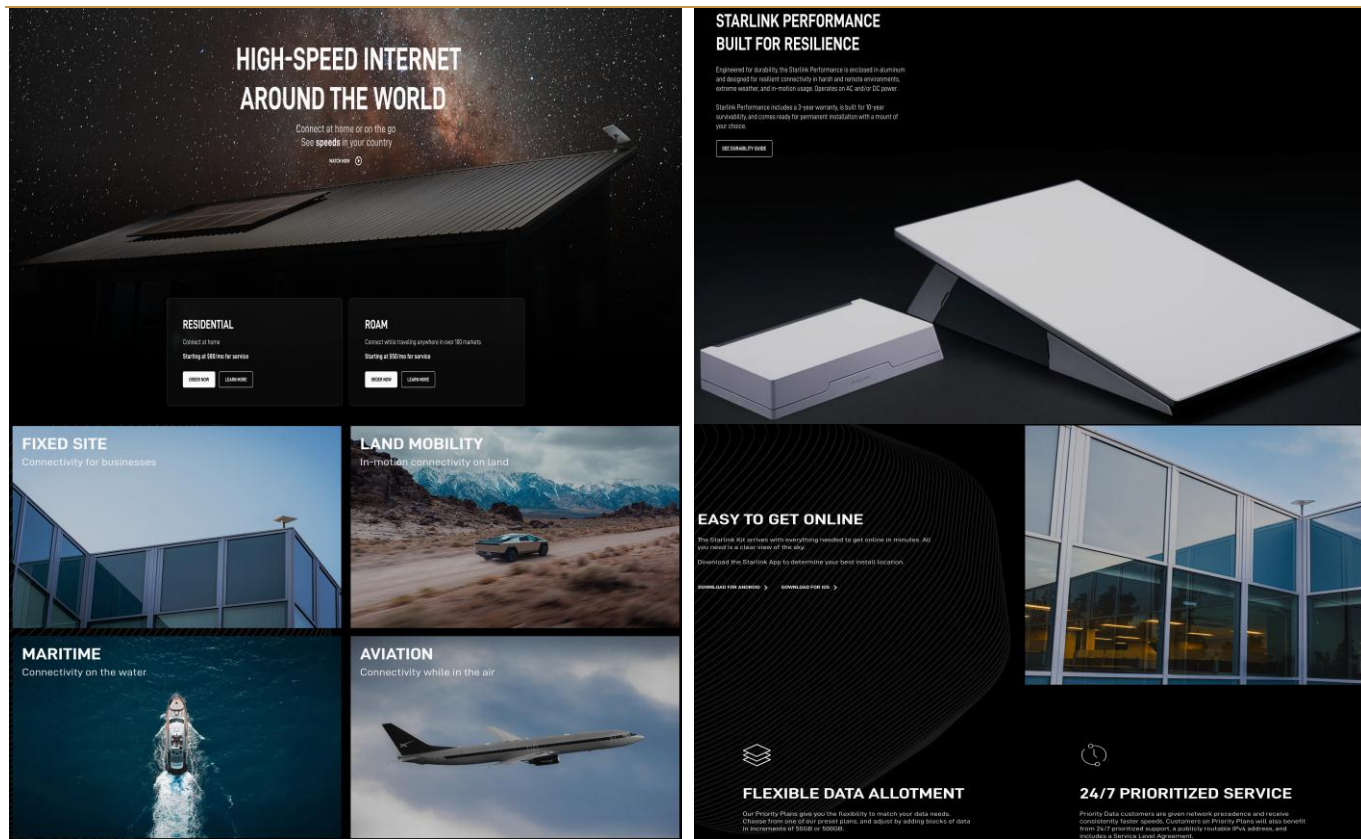


数据来源：公司官网，西南证券整理

新兴业务的前瞻布局——与星链（Starlink）的合作：2024 年 1 月，公司宣布了一项具有里程碑意义的合作，成为 SpaceX 旗下“星链”在马来西亚和印度尼西亚的授权经销商。此次合作的战略意义极为深远，它不仅仅增加了公司新的产品品类，更是对公司商业模式的一次质的提升。

- 1) 切入全新市场：**星链的高速卫星互联网服务能够覆盖传统地面网络难以到达的偏远和农村地区。这与马来西亚、印尼等国政府推动 100% 互联网普及率的国家战略高度契合。公司借此合作机会，或能进入种植园、偏远矿区、海洋渔业、野外勘探以及政府基层机构等全新的客户领域。
- 2) 创造“拉动效应”：**这次合作的真正价值在于其强大的“拉动效应”。一旦公司通过星链解决了某个偏远企业或机构最基础的“连接”问题，相当于打开了一个全新的 ICT 需求入口。这些新接入互联网的客户端，会产生对网络安全、本地服务器、云计算资源、办公电脑、软件等一系列 ICT 产品和服务的需求。
- 3) 构建护城河：**作为这些客户的首要连接服务提供商，公司在满足其后续 ICT 需求方面拥有天然的先发优势和客户信任。这种从“解决连接”到“提供全套 ICT 方案”的业务模式，是传统分销商难以复制的独特竞争力，为公司构建了新的业务护城河。

图 10：星链提供 7×24 小时全球网络连接服务



数据来源：Starlink 官网，西南证券整理

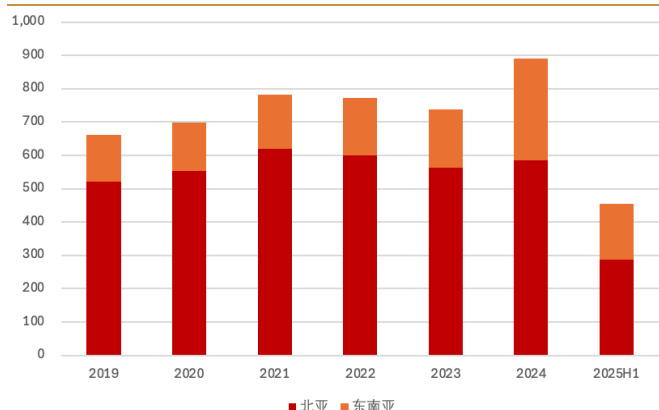
2.3 东南亚市场成为公司关键增长引擎

中国和东南亚是公司的主要销售市场，东南亚市场是未来发展的关键增长引擎。中国市场近六年的收入复合增速 2.3%，在本地市场竞争日趋激烈、增长趋于平稳的背景下，公司将目光投向了充满活力的东南亚市场，并将其定位为集团未来发展的关键增长引擎。东南亚市场近六年的收入复合增速 16.7%，远高于国内市场，东南亚市场的收入占比从 2019 年的 21.4%提升至 2024 年的 34.4%，2025 年上半年进一步提升至 36.8%，显示出强劲的增长动力。

2022 年和 2023 年当相对成熟的北亚市场因宏观环境影响出现收入下滑时，东南亚市场依然保持正增长。这充分体现了公司海外布局的战略价值，起到了有效的风险对冲和业绩稳定器的作用。

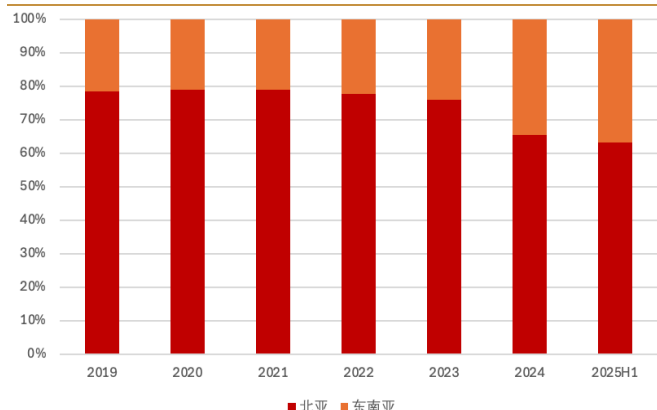
公司管理层已明确将持续推进东南亚业务布局，抓住该地区 IT 基础设施建设的浪潮，为集团开辟新的业务增长点。随着星链等新业务的落地和 AI 需求的渗透，东南亚市场有望为公司贡献更高的成长。

图 11：公司按区域分收入情况（亿港元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司不同销售区域收入比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 从云分销到云管理，AI 赋能第二增长曲线

“出海”战略为公司打开了地理上的新空间，“上云”战略则为其打开了价值链上的新高度。公司的云业务正从传统的资源转售，向高附加值的管理服务和解决方案演进，并有望在 AI 时代迎来爆发式增长。

3.1 AI 驱动云计算市场发展新范式

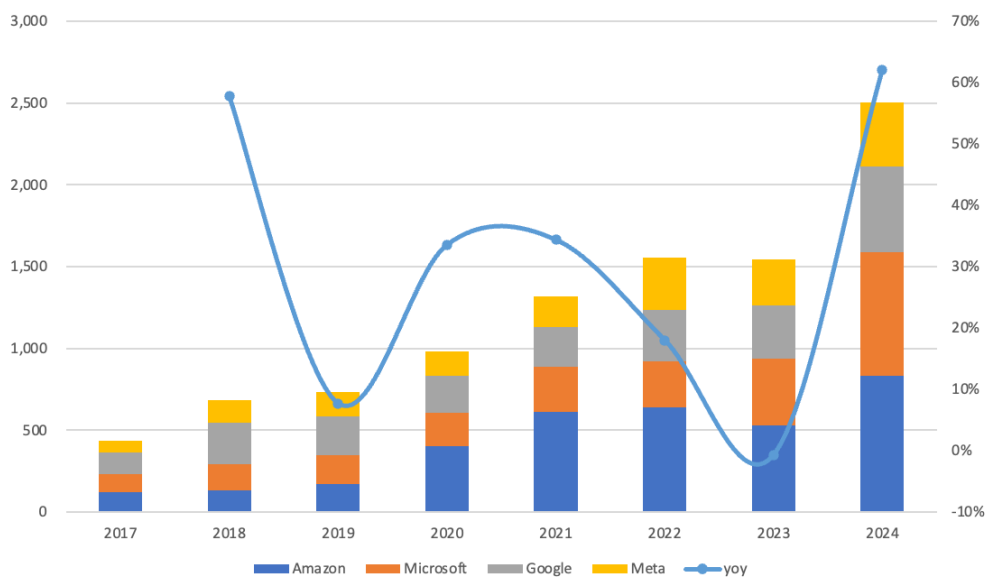
全球云计算市场正在进入由人工智能特别是生成式 AI 所驱动的全新增长阶段。根据 Gartner 的预测，全球最终用户在公有云服务上的支出将在 2025 年达到 7230 亿美元，同比增长 21.5%。其中，与 AI 应用和开发密切相关的 IaaS 和 PaaS 将是增长最快的细分市场。

中国云计算市场本土化特征明显。中国云市场同样增长迅速，Canalys 预测 2025 年中国大陆的云基础设施服务市场将增长 15%。市场格局呈现本土厂商主导的特点，阿里云、华为云和腾讯云三家合计占据了 70% 左右的市场份额。

AI 成为云服务增长的核心驱动力。生成式 AI 及大型语言模型的兴起，从根本上重塑了对云服务的需求。

- **算力需求激增：**训练和运行大型 AI 模型需要海量的、可弹性的计算资源、存储和高速网络，这正是公有云的核心优势所在。
- **IaaS/PaaS 需求爆发：**企业客户为了开发和部署自己的 AI 应用，需要大量调用云厂商提供的底层 IaaS 资源和 PaaS 平台服务（如数据库、AI 模型托管平台等），这直接推动了 IaaS 和 PaaS 市场的增长。
- **价值链重构：**根据 Synergy Research Group 的分析，在过去两年中，由 GenAI 驱动的需求贡献了云市场增长的一半。AI 不再是云计算的附属品，而已成为驱动其发展的核心引擎。

图 13: AI 推动海外 CSP 厂商资本开支大幅增长 (亿美元)



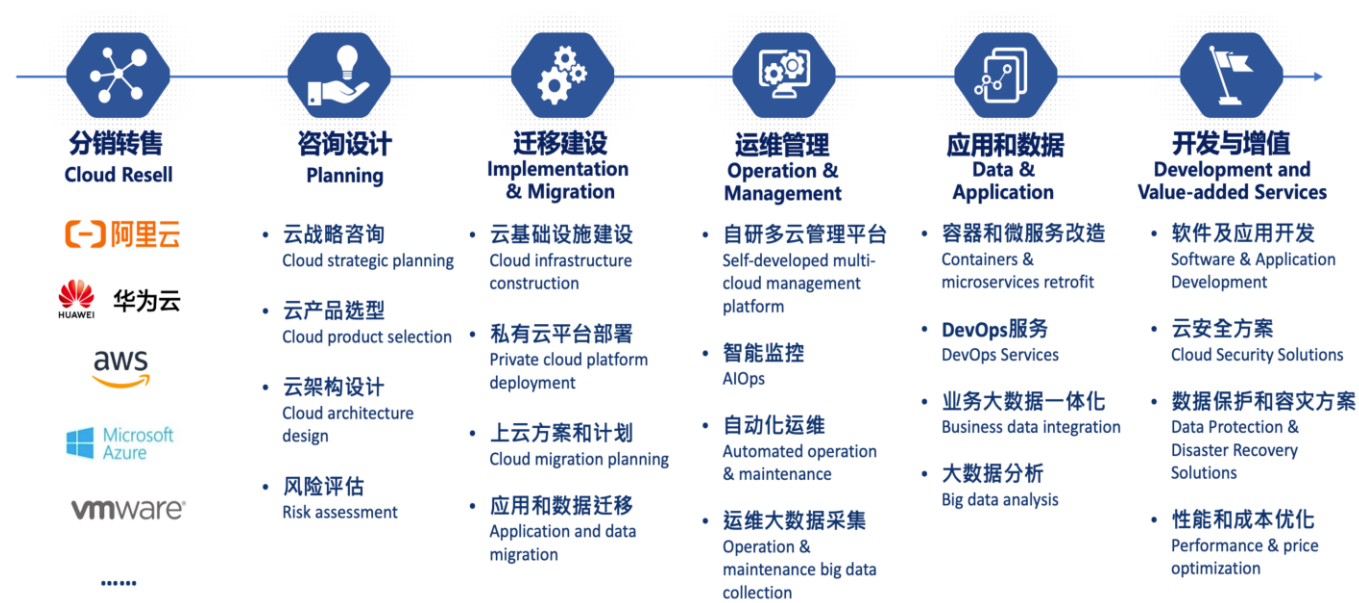
数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

3.2 “全栈服务+生态协同”战略构建“分销+MSP”核心竞争力

公司精准地抓住了云计算市场新趋势, 通过“全栈服务+生态协同”的双轮驱动战略, 构建了一个覆盖云全生命周期、融合多厂商生态的云服务体系, 打造“云分销+云管理服务 (MSP)”的业务模式, 以全方位地服务客户上云和用云的需求。

- **云分销商 (Cloud Distributor):** 作为基础业务, 伟仕佳杰代理并转售全球主流云厂商的资源。凭借其庞大的渠道网络, 将云产品和服务打包, 提供给下游的系统集成商和企业客户。
- **云管理服务提供商 (MSP, Managed Service Provider):** 这是公司云业务价值提升的关键。通过其控股的子公司佳杰云星 (Cloud Star) 及其核心产品 RightCloud 多云管理平台, 公司为客户提供覆盖云全生命周期的专业服务, 包括上云前的咨询规划、迁移实施, 以及上云后的运维管理、成本优化和安全监控。

图 14：公司云计算业务涵盖的服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

广泛的云生态合作：公司的显著优势在于其“多云”能力。公司与几乎所有主流云厂商建立了战略合作关系，包括华为云、阿里云、亚马逊 AWS、微软 Azure、腾讯云、天翼云、浪潮云、以及被博通收购后的 VMware 等。公司是华为云海外市场的核心合作伙伴，同时也是阿里云最大的渠道合作伙伴。这种中立的多云服务商身份，使其能够根据客户的具体需求，提供最优的混合云或多云解决方案。2024 年，公司合作的华为云相关业务年营业额同比增长 23%，亚马逊云相关业务年营业额同比增长 90%；2025H1 公司的阿里云相关业务营业额大幅增长 156%，亚马逊云相关业务营业额增长 293%，华为云相关业务营业额增长 29%。

佳杰云星 AI 算力管理与调度平台、AI 数字名片及南京伟仕佳杰 SAAS OA 系统均已完成对 DeepSeek 全系列大模型的适配与升级。通过这些技术和系统的升级，不仅完善了集团的信息化建设，还极大提高了集团的管理效率和运营水平，实现更加智能化的管理和高效的运营。

根据 IDC 的数据，伟仕佳杰（含云星）2022 年在中国第三方云管理服务市场中排名前五，显示了其市场地位。伟仕佳杰 2022Q2 入选 Forrester 中国云迁移和云管理服务合作伙伴中纯云服务公司的第一梯队。

图 15：佳杰云星提供的解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：公司入选 Forrester 中国云迁移和云管理服务合作伙伴

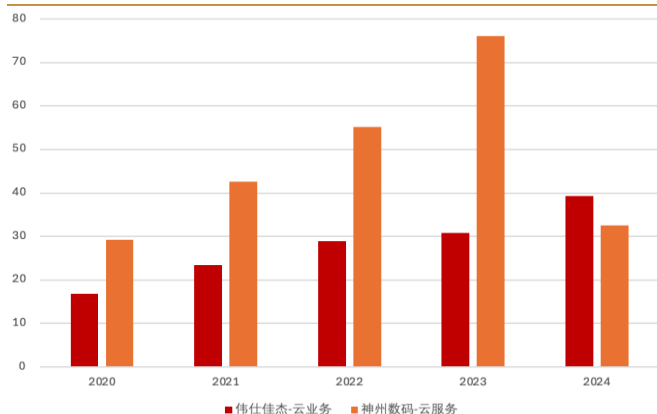


数据来源：公司官网，西南证券整理

神州数码是伟仕佳杰在中国市场的主要竞争对手之一，两者在云业务上既有相似之处，也存在明显差异。

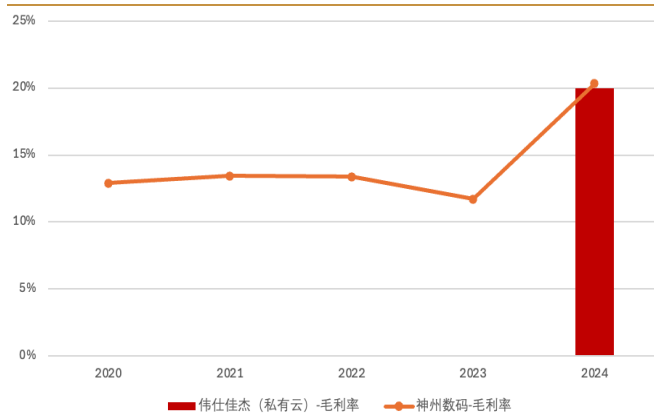
- **与华为云的合作：**两者都是华为云的核心合作伙伴。伟仕佳杰的优势在于其国际化网络，是“华为在海外市场的核心合作伙伴”。神州数码则更侧重于中国国内市场，其“大华为”战略整合了旗下多家上市公司的资源，与华为在智慧城市、智慧农业等行业解决方案上进行深度绑定。
- **MSP 服务能力（云管理服务）：**两者都具备强大的 MSP 能力。伟仕佳杰的核心是其自研的 RightCloud 多云管理平台。神州数码则主推其“MSP+”服务模式，强调云原生架构能力，并在零售、汽车、医药等行业拥有成功的落地案例。
- **客户结构：**神州数码的客户群体更集中于国内大型政企客户，如金融、汽车、政府等。伟仕佳杰的客户基础则更为国际化和多元化，覆盖了整个亚太地区，并通过其庞大的渠道网络触达更广泛的中小企业。
- **AI 布局：**两者都在积极拥抱 AI。伟仕佳杰通过分销英伟达、华为昇腾等 AI 服务器，并使其云平台深度适配 DeepSeek 等大模型，从基础设施和平台层切入。神州数码则以自有的生成式 AI 应用产品“神州问学”为核心和桥梁，实现 AI 驱动的业务流程优化，为企业提供从底层算力优化到上层 Agent 应用部署等各类增值服务。

图 17：伟仕佳杰与神州数码收入体量对比（亿港元）



数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 18：伟仕佳杰与神州数码盈利能力对比



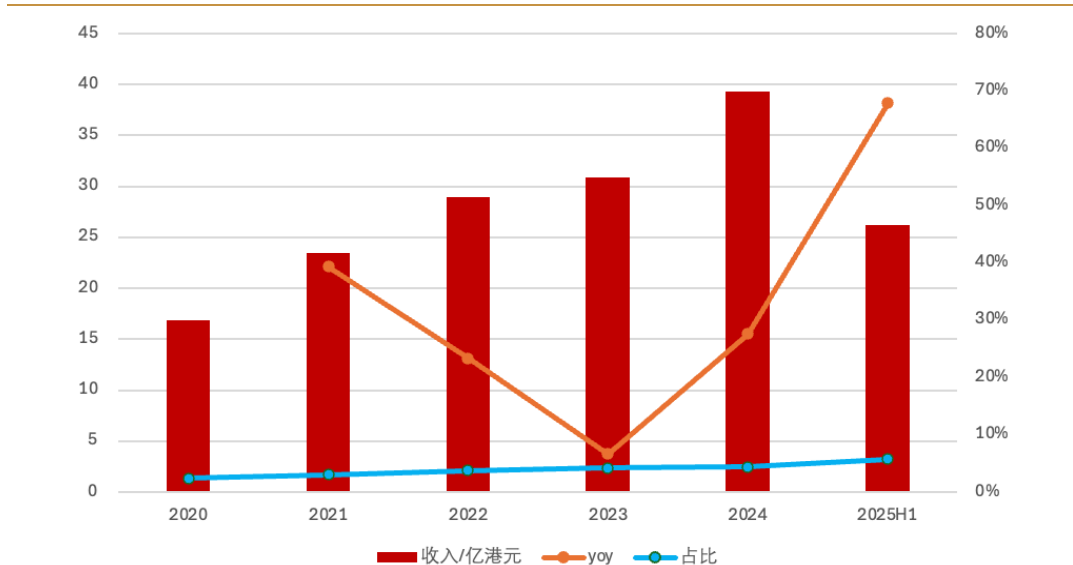
数据来源：各公司公告，西南证券整理

3.3 云业务占比持续提升，有望受益于 AI 浪潮

公司的云业务虽然目前在总收入中占比不高，但由于高速的增长和高价值的业务模式，其在公司未来版图中的核心地位不可替代。公司云业务收入规模从 2020 年的 16.8 亿港元提升至 2024 年的 39.3 亿港元，CAGR 达到 23.7%，高于公司平均水平，并呈现每年持续向上的发展态势。强劲的 AI 算力需求推动公司云业务爆发式增长，2025 年上半年公司云业务实现收入 26.2 亿港元，同比大幅增长 67.9%。

展望未来，云业务将成为公司的“第二增长曲线”。公司既是 AI 硬件（服务器）的核心分销商，又是 AI 平台（多云管理）的服务商的独特定位，形成了强大的业务闭环。企业客户在采购 AI 服务器后，紧接着需要云部署、多云管理、成本优化等一系列 MSP 服务。公司能够提供一站式的“硬件+软件+服务”解决方案，这种协同效应将极大地增强客户粘性，并驱动云业务板块实现价值重估和长期高速增长。

图 19：公司云计算业务收入占比持续提升



数据来源：公司官网，西南证券整理

面对 AI 时代下的新机遇，伟仕佳杰的业务结构或使其从 AI 浪潮中持续受益。2024 年公司人工智能业务收入约 37.8 亿港元，同比增长 42%。佳杰云星在 AI 领域持续投入并不断提升获利水平，2024 年毛利率超 60%，2025H1 收入大幅增长 63%。

- **AI 服务器分销：**作为英伟达在新加坡和泰国的最佳总经销商，以及 H3C、华硕、戴尔等品牌的 AI 服务器合作伙伴，公司直接受益于全球数据中心和企业对 AI 算力基础设施的强劲需求。2024 年上半年，公司海外 AI 项目业绩同比增长 100%，华为及其生态伙伴 AI 收入同比增长高达 415%，2024 全年 AI 收入同比增长 42%，显示出持续的高增长弹性。
- **AI 模型及算力管理服务：**通过佳杰云星的 RightCloud 平台，公司不仅可以帮助客户管理异构的云资源，更可以实现对 GPU、AI 模型等 AI 资产的智能调度和精细化运营。随着企业部署的 AI 模型越来越多，对这种统一、高效的 AI 算力管理平台的需求将日益增长。目前，佳杰云星已为 7 个国家级智算中心提供了相关服务。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：中国与东南亚市场数字化支出的增长为 IT 分销注入成长动力，公司积极拓展合作品牌，企业系统业务未来三年复合增速 11%；

假设 2：在 AI 终端带来的换机需求和消费电子逐步复苏的推动下，公司消费电子业务未来三年复合增速 13%；

假设 3：AI 驱动云服务市场增长，公司深化与头部云厂商的合作，云计算业务未来三年复合增长率 30% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入

单位：百万港元		2024A	2025E	2026E	2027E
企业系统	收入	52,338.20	58,618.78	65,066.85	71,573.54
	增速	29.51%	12.00%	11.00%	10.00%
消费电子	收入	32,812.96	37,734.90	42,640.44	47,757.29
	增速	7.96%	15.00%	13.00%	12.00%
云计算	收入	3,934.42	5,311.47	6,904.91	8,631.13
	增速	27.58%	35.00%	30.00%	25.00%
合计	收入	89,085.58	101,665.16	114,612.20	127,961.96
	增速	20.56%	14.12%	12.73%	11.65%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1016.7 亿港元 (+14.1%)、1146.1 亿港元 (+12.7%) 和 1279.6 亿港元 (+11.7%)，归母净利润分别为 13 亿港元 (+23.8%)、14.6 亿港元 (+12.2%)、16.2 亿港元 (+10.9%)，EPS 分别为 0.91 港元、1.02 港元、1.13 港元，对应动态 PE 分别为 12 倍、11 倍、10 倍。

4.2 相对估值

我们选取了 IT 分销领域的 3 家可比公司，2025 年平均 PE 为 25 倍。考虑到伟仕佳杰在 IT 分销领域的行业地位、以及云计算业务的快速增长，给予伟仕佳杰 2025 年 16 倍 PE 估值，目标市值为 208 亿港元，对应目标价为 14.56 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	EPS (元人民币/港元/美元)			PE (倍)		
		24A	25E	26E	24A	25E	26E
000034.SZ	神州数码	1.12	1.80	2.18	31.18	26.91	22.23
000938.SZ	紫光股份	0.55	0.75	0.94	50.62	37.43	30.20
INGM.N	英迈国际	1.18	1.61	2.80	17.41	12.07	6.94
平均值					33.07	25.47	19.79
0856.HK	伟仕佳杰	0.73	0.91	1.02	14.98	12.10	10.78

数据来源：Wind, Bloomberg, 西南证券整理。注：EPS 货币单位 A 股企业为元人民币，港股企业为港元，美股企业为美元

5 风险提示

- 数字化支出进展或不及预期的风险；
- 消费电子需求或不及预期的风险；
- 行业竞争加剧的风险。

附：财务报表

资产负债表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3705.37	5083.26	5730.61	6398.10	营业额	89085.59	101665.16	114612.20	127961.96
应收账款	17471.18	19091.32	21522.60	24029.50	销售成本	85156.53	96995.41	109208.97	121789.90
预付款项	1991.92	2306.10	2599.78	2902.60	销售费用	1499.20	1775.07	2056.72	2358.34
存货	11189.50	13846.32	15589.83	17385.79	管理费用	769.72	936.84	1111.74	1365.35
其他流动资产	1753.21	3388.84	3820.41	4265.40	财务费用	404.24	314.97	363.04	391.44
流动资产总计	36111.17	43715.83	49263.22	54981.38	营业利润	1316.64	1642.85	1871.73	2056.93
长期股权投资	603.20	603.20	603.20	603.20	其他非经营损益	39.09	21.21	23.17	27.82
固定资产	793.71	838.03	851.01	832.67	税前利润	1355.72	1664.06	1894.91	2084.75
无形资产	203.85	253.21	285.90	301.93	所得税	239.56	322.83	367.61	404.44
其他非流动资产	676.02	676.02	676.02	676.02	税后利润	1116.17	1341.23	1527.30	1680.31
非流动资产合计	2276.78	2370.46	2416.14	2413.81	归属于非控股股东利润	64.19	38.56	65.87	60.39
资产总计	38387.95	46086.29	51679.36	57395.19	归属于母公司股东利润	1051.98	1302.67	1461.42	1619.92
应付账款	16919.99	19311.22	21742.86	24247.65	EBITDA	1881.04	2185.35	2512.27	2778.52
其他流动负债	3042.00	4845.97	5462.09	6099.39	NOPLAT	1481.32	1578.00	1801.23	1973.39
流动负债合计	27825.59	33628.62	37497.90	41382.82	EPS(港元)	0.73	0.91	1.02	1.13
长期债务	1380.44	1934.52	2131.01	2281.60					
其他非流动负债	310.41	310.41	310.41	310.41					
非流动负债合计	1690.85	2244.93	2441.42	2592.01					
负债合计	29516.44	35873.54	39939.32	43974.84	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	8639.58	9942.24	11403.67	13023.58	成长能力				
少数股东权益	231.94	270.50	336.38	396.77	销售收入增长率	20.56%	14.12%	12.73%	11.65%
股东权益合计	8871.52	10212.75	11740.04	13420.35	EBIT 增长率	17.15%	12.45%	14.09%	9.67%
负债和股东权益合计	38387.95	46086.29	51679.36	57395.19	EBITDA 增长率	16.09%	16.18%	14.96%	10.60%
					税后利润增长率	21.05%	20.16%	13.87%	10.02%
					盈利能力				
现金流量表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率	4.41%	4.59%	4.71%	4.82%
税后经营利润	1033.98	1324.14	1508.62	1657.89	净利率	1.25%	1.32%	1.33%	1.31%
折旧与摊销	121.08	206.32	254.32	302.32	ROE	12.18%	13.10%	12.82%	12.44%
财务费用	404.24	314.97	363.04	391.44	ROA	2.74%	2.83%	2.83%	2.82%
其他经营资金	263.10	-2031.58	-1852.28	-1908.57	ROIC	9.07%	8.71%	8.33%	8.17%
经营性现金净流量	1822.40	-186.14	273.70	443.08	估值倍数				
投资性现金净流量	-300.93	-282.91	-281.32	-277.57	P/E	14.98	12.10	10.78	9.73
筹资性现金净流量	-837.14	1846.94	654.97	501.98	P/S	0.18	0.15	0.14	0.12
现金流量净额	684.33	1377.89	647.35	667.49	P/B	1.82	1.58	1.38	1.21

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn