

买入

2025 年 10 月 27 日

深耕亚洲 ICT 分销市场，云/AI 业务快速发展

► **拥有先发优势和强势客户基础的 ICT 服务商：**公司是亚太地区领先的 ICT 解决方案平台，业务横跨企业系统分销、消费电子分销及云计算/AI 服务三大板块，服务网络覆盖中国及东南亚 9 国，渠道伙伴逾 5 万家。公司与 300 余家全球及中国龙头科技厂商保持深度合作关系，包括华为、阿里云、AWS、戴尔、惠普、联想等。

► **业绩稳健增长，覆盖硬件分销到方案解决：**公司从上市至 2024 年底，收入平均增长率达 24%，上市以来连续 23 年 ROE 高于 10%，累计回购及分红派息 33 亿港币。公司三大业务均受益于全球 AI 和数字化转型，企业系统业务 2025H1 收入 257 亿港元，占比 57%，是公司主要现金流业务，在国产信创浪潮下，公司与华为、龙芯等伙伴深化合作，中国区国产品牌收入占比已超 70%，信创相关收入约 90 亿港元；消费电子业务产品矩阵齐全，2025H1 收入 172 亿港元，占比 38%，亦将受益于手机和 PC 市场复苏及 AI 终端换机周期回暖；云计算业务是公司未来第二增长极，2024 年云计算收入 39 亿港元（+28%），AI 相关收入 37.8 亿港元（+42%），2025H1 云计算收入同比增长 67.9%，成为最快增长引擎。

► **完善覆盖亚洲的 IT 分销市场：**IT 分销行业国内市场规模约 1.43 万亿元人民币，呈多元分散格局，伟仕佳杰与神州数码、长虹佳华等并列行业第一梯队。在云管理服务领域，公司位列 IDC 中国第三方云管市场前五。与神州数码相比，公司在毛利率、ROE 等均具优势。北亚（含中国大陆、港澳台及日韩）：2024 收入 584 亿港元，同比增长 4%。东南亚市场 2024 收入 307 亿港元，同比增长 74%；2025H1 增速 22.5%，泰国、菲律宾、马来西亚、印尼增速 30% - 50%。

► **目标价 14.8 港元，首次覆盖给予买入评级：**我们看好公司持续受益于亚太区域的科技转型，未来业绩稳健增长以及具备稳定股东回报，我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 11.9/14.1/16.3 亿元港币，按 2026 年 15xPE 计算，给予公司目标价 14.8 港元，较现价有 43% 的上升空间，首次覆盖，给予买入评级。

► **风险提示：**宏观经济萎靡，客户扩展不及预期，市场竞争加剧。

黄佳杰
+852-25321599
Harr.harry@firstshanghai.com.hk
赵绵璐
+852-25321599
Mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	10.03 港元
目标价	14.8 港元 (+42.5%)
股票代码	00856.HK
已发行股本	14.30 亿股
总市值	143.41 亿港元
52 周高/低	12.22/4.34 港元
每股净资产	6.52 港元
主要股东	李佳林夫妇 41.6%

表：盈利摘要

单位/百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	73,891	89,086	102,952	118,425	134,997
yoy	-4.4%	20.6%	15.6%	15.0%	14.0%
毛利	3,497	3,929	4,581	5,294	6,075
毛利率	4.7%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
归母净利润	922	1,052	1,191	1,413	1,630
yoy	12%	14.1%	13.3%	18.6%	15.3%
EPS (港元)	0.66	0.76	0.83	0.98	1.13
P/E	15.2	13.3	12.1	10.2	8.8
每股股息 (港元)	0.19	0.22	0.24	0.27	0.31
股息率	1.9%	2.2%	2.4%	2.7%	3.1%

资料来源：公司公告，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

公司概况：深耕亚洲的老牌 ICT 分销企业

公司概况与发展史

伟仕佳杰控股有限公司（股份代号：00856.HK）成立于 1991 年，2002 年在香港主板上市，是亚太地区领先的科技产品渠道开发与技术方案集成服务商。公司业务覆盖中国、新加坡、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等九个国家，服务网络高度覆盖“一带一路”区域，通过 50,000 家渠道伙伴触达 19 亿人口，形成全链路商业生态闭环。作为华为、新华三、阿里、腾讯、曙光、联想、惠普、戴尔、微软、苹果、甲骨文、希捷、西数等 300 余家世界 500 强科技企业的关键合作伙伴，公司构建了云计算/大数据、人工智能、数据存储、数据分析、基础设施建设、网络安全、方案交付、移动互联、游戏娱乐、物联应用、可穿戴设备及虚拟现实产品等十二大业务领域。

图表 1: 公司简介



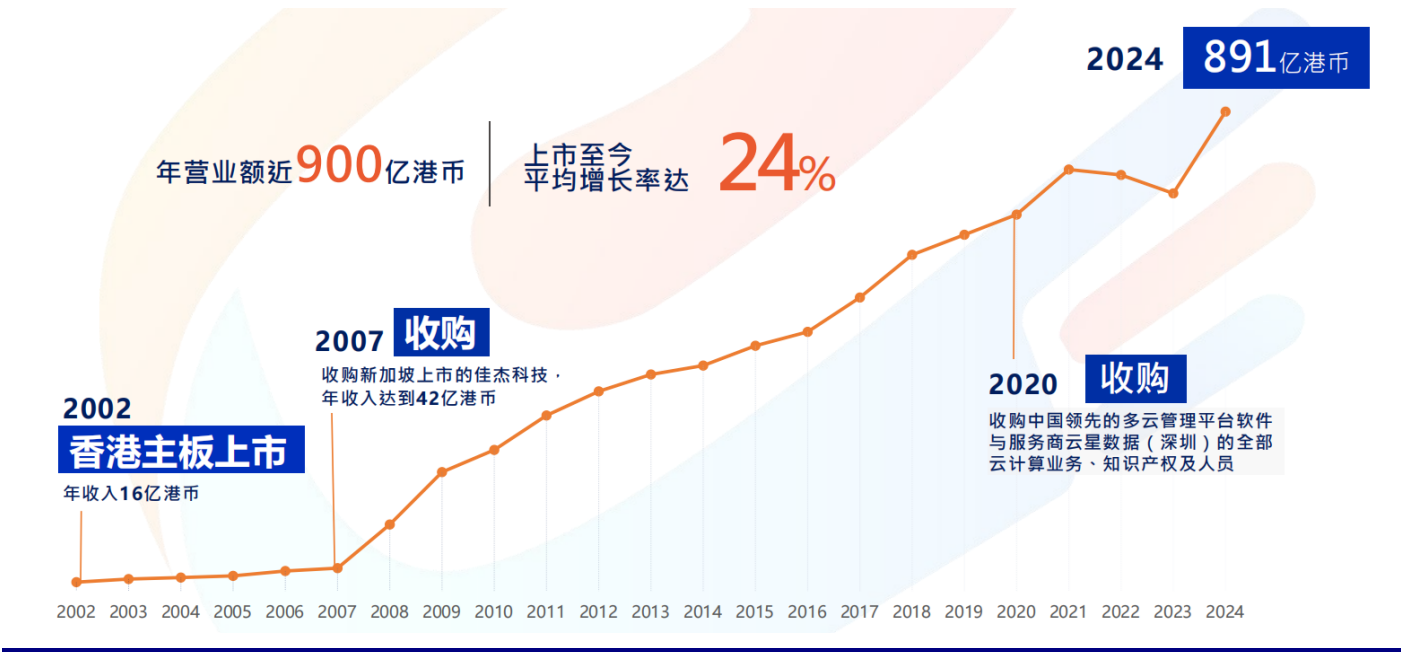
资料来源：公司官网，第一上海整理

发展历程：

伟仕佳杰的发展历程可追溯至 1991 年公司成立初期，其战略演变始终围绕 ICT 分销领域的全球化布局与技术升级展开。2002 年在香港联交所主板上市后，公司通过一系列战略性并购加速区域扩张与业务多元化。2007 年收购新加坡上市公司佳杰科技，不仅巩固了在东南亚市场的渠道网络，更将业务覆盖范围扩展至九个国家 80 多个城市。这一时期形成的“中国+东南亚”双核心市场布局，为后续全球化战略奠定了基础。

2013 年至 2023 年间，东南亚市场收入从 69 亿港元增长至 160 亿港元，年均增速约 10%。公司通过本地化运营策略深化区域渗透：在泰国、马来西亚等国组建本土化管理团队，与 D-link、大华、创维等品牌合作开拓区域市场；同时助力华为、小米等中国品牌出海，2024 年东南亚国产品牌收入达 70 亿港元。这种“双向赋能”模式使其在东南亚 IT 分销市场占据领先地位，2025 年上半年东南亚收入占比提升至 35%，同比增长 22.5%。

图表 2: 伟仕佳杰企业发展历史



资料来源：公司公告，第一上海整理

公司高管与股权结构

在管理团队方面，公司由创始人李佳林先生担任主席及行政总裁，其清华大学电子工程与工商管理复合背景，辅以在科技产业 30 余年的深耕经验，奠定了公司技术导向的战略基调。

在管理团队方面，公司由创始人李佳林先生担任主席及行政总裁，其清华大学电子工程与工商管理复合背景，辅以在科技产业 30 余年的深耕经验，奠定了公司技术导向的战略基调。李佳林同时担任清华五道口香港 EMBA 创会会长等重要社会职务，通过产学研联动持续为公司注入创新动能。首席财务总监王伟忻先生拥有伦敦大学学院经济学学位及伦敦政经学院管理硕士学位，作为英格兰及威尔士特许会计师协会资深会员，其在跨境资本运作与财务管控领域的专业能力，支撑了公司全球化扩张中的资金链安全。

执行董事李玥先生（芝加哥大学经济学学士、CFA 持证人）负责投资与基金管理工作，其在资本市场与价值评估领域的专长，助力公司精准把握东南亚市场投资机遇。技术领域由执行董事陈海洲先生主导，其 20 年半导体与 IT 分销经验（前 AMD 分销总监背景）确保了公司在硬件供应链的深度掌控力。大中华区业务由执行董事顾三军先生统筹，其在 IT 分销领域的 15 年运营经验（曾任职英迈国际、北大方正）与对区域市场的深刻理解，推动中国区业务持续保持行业领先地位。

管理层团队的专业结构呈现显著特点：技术、财务、投资、运营四大核心职能由不同高管专精分管，形成“技术驱动+资本赋能+区域深耕”的三维管理矩阵。这种架构在 2025 年中期业绩中得到验证——ROE 达 13.7% 的高效运营表现，既得益于技术团队对 AI 算力等高毛利业务的拓展，也离不开财务团队对存货周转天数的有效管控（从 2019 年 34 天提升至 2023 年 55 天的精细化运营）。此外，管理层通过持续引入战略合作伙伴（如 2020 年收购云星数据、2024 年与星链合作），展现了对行业趋势的敏锐洞察力，为公司全球化布局提供了持续动能。

图表 3：伟仕佳杰管理层介绍

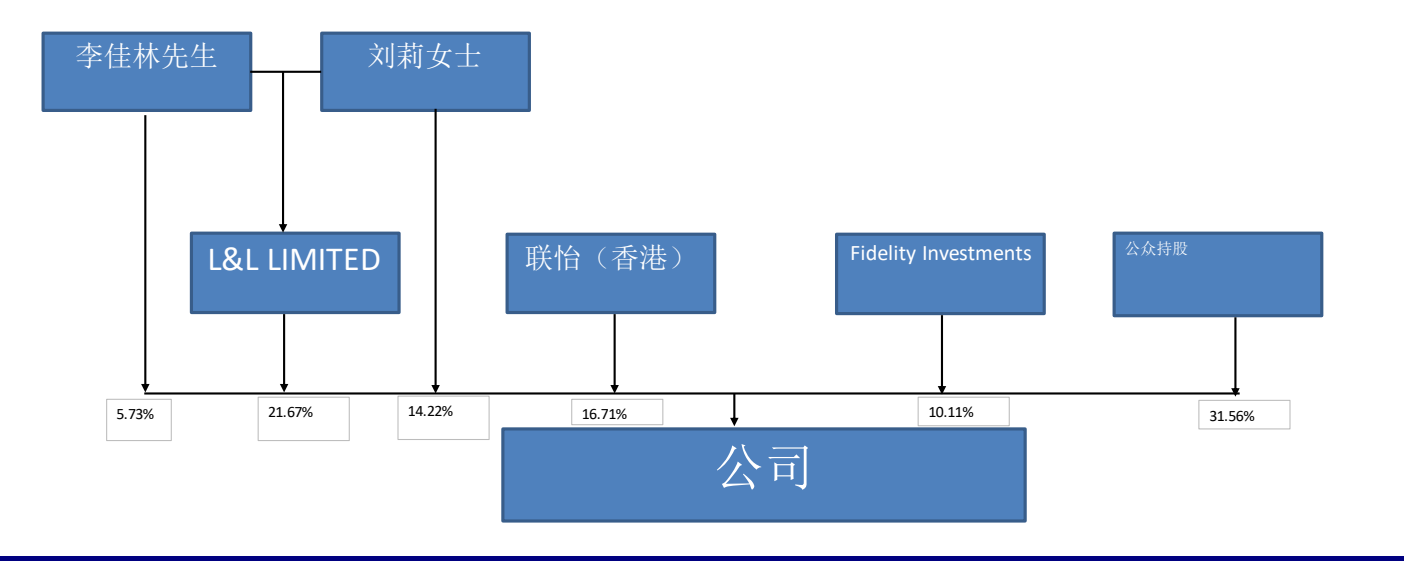


资料来源：公司公告，第一上海整理

伟仕佳杰的股权架构呈现高度集中与稳定特征，为公司长期战略执行提供了坚实保障。

伟仕佳杰的股权架构呈现高度集中与稳定特征，为公司长期战略执行提供了坚实保障。根据 2025 年研报披露，公司股权结构以核心管理层及战略投资者为主，主要股东包括创始人团队及机构投资者，这种架构既保证了决策效率，又通过股权激励机制维系了核心团队的稳定性。董事会成员与高管团队在 ICT 行业平均从业年限超过 20 年，形成了技术、财务、市场等多领域专业能力的互补结构。

图表 4：伟仕佳杰股权结构



资料来源：公司财报，第一上海整理

行业概况：

市场规模：

IT 分销行业发展趋势

IT 分销行业作为连接科技产品供应商与终端用户的中间环节，近年来在数字化转型、云计算普及及新兴技术应用的推动下呈现结构性变革。根据行业研究数据，2022 年中国 IT 分销市场规模达 4424.1 亿元，2019-2022 年复合增长率 5.17%，但受宏观经济波动影响，2022 年增速有所放缓。然而，随着 AI 算力需求爆发、信创政策深化及东南亚市场扩张，行业正迎来新一轮增长机遇。

行业竞争格局呈现显著分化特征。国际分销巨头如英迈国际、联强国际凭借精细化供应链管理占据高端市场，而国内企业如伟仕佳杰、神州数码则通过深化技术服务、绑定本土品牌实现差异化竞争。头部企业依托规模效应和渠道网络构建壁垒，2024 年伟仕佳杰企业系统业务营收占比达 58.75%，消费电子与云计算业务分别贡献 36.83% 和 4.42% 的收入，其中云计算业务以 27.58% 的增速成为增长引擎。行业集中度持续提升，CR5 企业市场份额从 2020 年的 32% 增至 2024 年的 41%，头部企业通过并购整合强化区域覆盖能力，例如伟仕佳杰通过收购云星数据完善云计算布局。

技术驱动因素重塑行业价值链条。AI 技术的普及推动服务器、GPU 等算力硬件需求激增，2024 年中国 AI 基础设施支出同比增长 28%，直接带动分销商相关产品线增长。以伟仕佳杰为例，其 AI 算力管理平台已服务 7 个国家级智算中心，相关业务收入同比激增 444%。同时，信创政策推动国产化替代加速，2025 年中国信创市场规模预计达 1.54 万亿元，伟仕佳杰作为华为、麒麟软件的核心分销商，国产产品占比提升至 70%，深度受益党政、金融等领域的 IT 设备替换。此外，多云管理服务需求爆发，企业对混合云架构的部署推动分销商从单纯硬件销售向云解决方案服务商转型，伟仕佳杰的 RightCloud 云管平台已纳管 20 万+云资源，服务覆盖十多个省市。

区域市场方面，东南亚成为关键增长极。该地区 IT 市场 2024 年规模达 780.67 亿美元，预计 2029 年将突破 1200 亿美元，CAGR 9.1%。伟仕佳杰在东南亚 9 国布局 80 余个分支机构，2020-2024 年东南亚营收 CAGR 达 20.36%，显著高于北亚地区的 1.36%。其通过协助华为、小米等品牌出海，以及成为 Starlink 东盟首选合作伙伴，进一步巩固渠道优势，2024 年东南亚业务利润贡献占比达 46%。

行业商业模式正从“薄利多销”向“技术赋能”升级。传统分销业务毛利率普遍低于 5%，但云计算、AI 解决方案等高附加值服务毛利率可达 60%，推动企业利润率结构性改善。伟仕佳杰 2025 年上半年毛利率同比提升 0.32 个百分点至 4.75%，主要受益于云计算业务占比提升至 5.76%。未来，具备技术整合能力、全球化渠道网络及本土化服务能力的企业将主导行业竞争，头部分销商有望通过“硬件分销+云服务+解决方案”模式实现估值重构。

图表 5: IT 分销市场规模



资料来源：公司财报、第一上海整理

东南亚市场增长潜力

东南亚市场作为伟仕佳杰国际化战略的核心区域，近年来展现出强劲的增长潜力，成为公司业绩增长的重要引擎。根据 2024 年数据，东南亚地区营收达 306.52 亿港元，同比增长 74%，占集团总营收的 34%，而 2025 年上半年这一比例进一步提升至 37%，东南亚收入同比增长 22.5% 至 167 亿港元。其增长动力主要源于以下多维度驱动因素：

(1) 数字化转型与云计算需求爆发

东南亚数字经济规模持续扩张，2024 年数字贸易总额达 2630 亿美元，预计 2025 年突破 3000 亿美元。企业数字化转型加速推动 IT 基础设施投资，尤其是云计算市场呈现爆发式增长。伟仕佳杰抓住这一机遇，深化与阿里云、华为云等头部云厂商合作，2025 年上半年云计算业务收入同比增长 67.9%，其中阿里云业务增长 156%，亚马逊云增长 293%。

在数据中心领域，东南亚各国正加速布局：新加坡已建成超 70 座数据中心，马来西亚规划新增容量达现有 3.7 倍，印尼预计 2030 年数据中心容量将增长超 3 倍。伟仕佳杰通过本地化团队提供定制化服务，例如与阿里云在泰国签署合作协议，成为其拓展东南亚市场的关键伙伴，并参与国家级智算中心建设，如沈阳、南通等人工智能计算中心项目。

(2) 本地化战略与双轮驱动模式

公司采用“为国际品牌提供本地化服务”与“助力中国企业出海”的双轮驱动模式，实现双向增长。在国际品牌合作方面，伟仕佳杰作为苹果东南亚重要合作伙伴，2025 年上半年苹果业务同比增长 104%，其中菲律宾增长 5 倍、泰国增长 90%。同时，公司协助国际品牌满足本地化要求，例如成为马来西亚和印尼 HPITKDN 产品的唯一总经销商，该产品需满足 40% 本地化率要求。在助力中国品牌出海方面，东南亚国产品牌营业额同比增长 35%，华为业务增长 46%，印尼和菲律宾市场分别暴

涨 194%和 171%。此外，公司与星链合作拓展马来西亚及印尼市场，为中资企业提供跨境通信基础设施支持。

(3) 区域市场差异化增长与政策红利，各国市场呈现差异化增长态势：

- 泰国：2025 年上半年营收同比增长 50%，与阿里云合作推动云计算业务，同时存储领域市场份额排名第一；
- 菲律宾：营收增长 45%，苹果业务激增 5 倍，华为业务增长 171%；
- 马来西亚：增长 31%，戴尔、惠普、联想的最大区域合作伙伴，存储市场份额领先；
- 印尼：增长 30%，华为业务增长 194%，数据中心建设加速推动 IT 需求。

政策层面，东南亚多国对稳定币合规化的推进（如美国和香港的立法）为伟仕佳杰探索跨境支付新场景提供了契机。公司计划通过稳定币结算降低汇率风险，提升资金效率，这一创新模式有望进一步增强其在东南亚的竞争力。

(4) 未来增长空间与战略布局：东南亚市场仍处于 IT 分销行业发展的初期阶段，其 6.8 亿人口和 75%的互联网渗透率为长期增长奠定基础。公司计划拓展具身智能领域，结合 AI 算力管理能力，支持中国机器人企业进入东南亚制造业场景，例如通过边缘计算与云端协同优化智能工厂部署。此外，东南亚数据中心市场的持续扩张、AI 算力需求的爆发，以及中国品牌出海的深化，将进一步释放伟仕佳杰的渠道网络与本地化运营优势。研报预测，东南亚 IT 市场 2022-2027 年企业级 ICT 支出复合增长率达 7%，其中新加坡、菲律宾、印尼增速超平均水平，为公司业绩增长提供持续动力。

综上，东南亚市场凭借其庞大的数字经济规模、政策支持、本地化战略深化及新兴技术需求，已成为伟仕佳杰全球化布局的核心增长极，未来有望进一步提升其在集团营收中的占比并贡献更高利润。

图表:6 东南亚区域经济增长良好



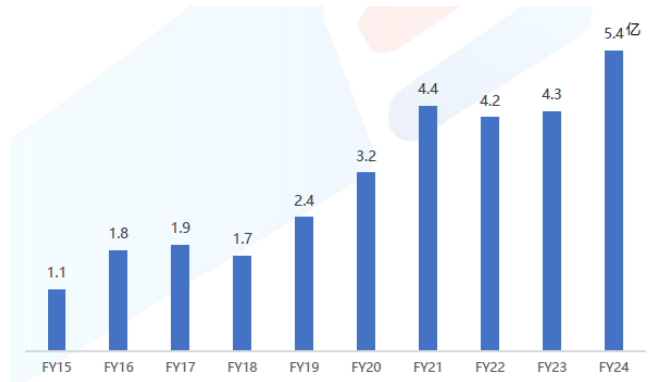
资料来源：公司财报、第一上海整理

图表 7：公司东南亚主要合作品牌方



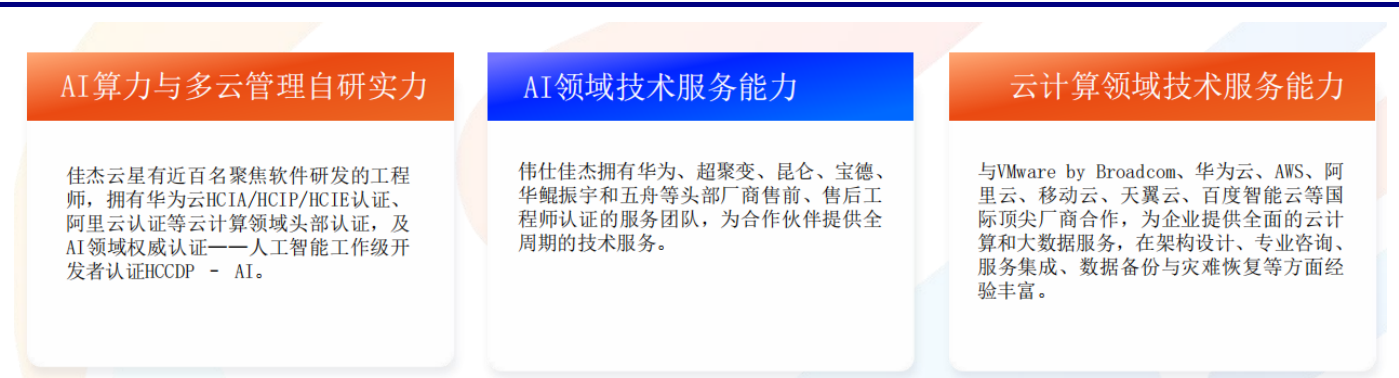
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 8：公司东南亚盈利十年间增长五倍



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 9：公司 AI 和云计算业务框架



资料来源：公司财报、第一上海整理

信创与 AI 驱动的新机遇是伟仕佳杰当前及未来发展的核心战略方向，其业务布局与市场表现充分体现了技术变革与政策红利的双重驱动效应。在信创领域，公司凭借全产业链协同能力与生态资源整合优势，已形成覆盖芯片、服务器、操作系统、应用软件的全栈服务能力。2024 年信创相关业绩突破 90 亿港元，中国区国产品牌占比达 70%，目标 2026 年信创业务收入达 150 亿港元。赛迪顾问预测，2026 年中国信创硬件市场规模将攀升至 7889.5 亿元，年复合增长率超 38%，而伟仕佳杰在党政、金融、电信等关键行业的国产化替代项目中持续中标，如中国一汽网络数字化转型、浦发银行全行国产化办公系统改造等标杆案例，进一步巩固了其在信创领域的领先地位。

AI 业务方面，公司通过自主研发的 AI 算力管理与调度平台（佳杰云星）构建技术壁垒，该平台已为科技部批复的 9 个国家级智算中心中的 7 个提供技术支持，并落地 25 个新一代融合智算中心项目。其智能负载均衡技术实现毫秒级响应速度，资源利用率提升至 85%，较行业平均 60%显著领先[28][30]。该平台适配 DeepSeek 全系列大模型，支持昇腾、海光、英伟达等 90%主流算力资源，2024 年 AI 业务毛利率超 60%，远高于传统分销业务。2025 年第一季度，AI 业务拉动毛利增长 20%-21%，净利润增长 28%-29%，机构预测未来三年 AI 业务增速将超 30%。

市场驱动层面，信创与 AI 的协同效应显著。在政策端，“2+8+N”行业扩展加速党政、金融、电信等领域的国产化替代，伟仕佳杰通过与华为鲲鹏、统信软件等深度

绑定，推动国产操作系统与 AI 技术融合。例如，其为中科院计算机网络信息中心构建的高安全等级云平台，通过云端部署缩短科研响应时间，支持 EB 级数据处理。在技术端，AI 算力需求爆发推动公有云支出增长，Gartner 预测 2025 年全球公有云服务支出将达 7234 亿美元，年增速 21.5%。伟仕佳杰作为阿里云最大总经销商、华为云四重战略合作伙伴，2024 年云计算业务收入同比增长 28%，AWS 业务增速达 90%，进一步强化了其在 AI 基础设施领域的卡位优势。

生态合作方面，公司通过举办“网安筑基、信创护航”生态沙龙等活动，联合超 10 家信创厂商构建本地化生态网络，并被龙芯中科授予“信息技术与自主创新产教融合共同体”副理事长单位。这种生态协同模式不仅提升行业话语权，更通过资源整合构建竞争壁垒。例如，与 Deepseek AI 合作的 SaaS 自动化办公系统已服务超 5800 家企业，覆盖文档审核、客服、决策等场景，形成“技术+场景”的闭环。

风险与挑战方面，信创领域面临政策落地节奏、市场竞争加剧等不确定性，而 AI 技术迭代速度要求持续研发投入。但公司通过“国产替代+全球化”双轮驱动，一方面深化与华为、龙芯等信创龙头的合作，另一方面在东南亚市场推广国产化解决方案，如马来西亚 HPITKDN 产品代理业务同比增长 50%，有效分散风险并拓展增量市场。综合来看，信创与 AI 的双重驱动正推动伟仕佳杰从传统 IT 分销商向“科技生态服务商”升级，其高毛利业务占比提升将加速盈利与估值的双重共振。

业务模式与竞争优势：

全链路 IT 解决方案平台

伟仕佳杰构建的全链路IT解决方案平台以“全品类覆盖、全场景渗透、全周期服务”为核心特征，通过整合技术能力、生态资源与本地化服务网络，形成覆盖ICT产业链上下游的闭环服务体系。

全品类覆盖与场景化解决方案

公司业务覆盖云计算/大数据、人工智能、数据存储、数据分析、基础建设、网络安全、方案交付、移动互联、游戏娱乐、物联应用、可穿戴设备及虚拟现实产品等十二大领域。针对不同行业需求，提供定制化解决方案：

- 企业系统服务：为金融、医疗、教育等行业提供服务器、存储设备、网络设备等基础设施的部署与优化，例如为中国科学院计算机网络信息中心构建高安全等级云平台，缩短科研响应时间。
- 消费电子分销：通过“全品类+全渠道”网络覆盖电脑、手机、无人机等智能终端，2025年上半年消费电子业务同比增长7.49%，苹果业务因服务能力升级实现47%的高速增长。
- 信创与国产化替代：形成从芯片、服务器到操作系统、应用软件的全链条服务能力，国产算力业务同比增长26%，在金融、政务领域频繁中标。

图表 10：公司与头部科技企业合作名录

	英伟达泰国、新加坡 最佳 总经销商	排名	厂商	合作年限
	星链登陆亚洲 首选 合作伙伴	1		 28
	华为海外市场 最大 的合作伙伴	2		 15
亚马逊云科技	授权 培训合作伙伴	3	 H3C 数字化解决方案领导者	 19
	阿里云 最大 的总经销服务商	4		 17
		5	 Dell Technologies 戴尔科技集团	 16
		6	 Western Digital	 16
		7	 SEAGATE	 26
		8	 ASUS 华硕品质·坚若磐石	 15
		9		 28
		10	 中科曙光 Sugon	 9

资料来源：公司财报、第一上海整理

生态协同与技术赋能

通过深度绑定全球头部科技企业，构建“厂商-分销商-客户”的全链路生态：

- 1. 云生态建设：与阿里云、华为云、AWS、微软Azure等合作，提供从云咨询、迁移、运维到优化的一体化服务。例如，作为阿里云最大总经销服务商，2025年上半年阿里云业务同比增长156%；华为云合作覆盖5000+渠道伙伴，触达超1万个终端用户。
- 2. AI算力管理：子公司佳杰云星自主研发的AI算力管理与调度平台，适配DeepSeek全系列大模型，支持昇腾等国产化环境，深度参与7个国家级智算中心建设，并中标鹏城云脑等重大项目。
- 3. IT运维服务：与神州光大合作推出“IT运维大脑”，运用大模型技术实现全时全域IT资产智能管理，服务超过12万名工程师和数千家企业。

全周期服务与本地化能力

平台通过“技术+服务+金融”三位一体模式提升客户粘性：

- 全周期服务：提供从战略咨询、方案设计、实施交付到运维优化的端到端支持。例如，为某咖啡品牌打造“AI+云端算力”解决方案，实现资源利用率提升50%、故障处理时间缩短60%。
- 供应链金融支持：通过“大雁系统”等工具解决经销商资金与技术难题，例如为小微经销商提供贷款支持，同时通过828B2B企业节平台提升其数字化能力。
- 全球化本地化能力：在东南亚市场采用“双轮驱动”模式，既助力国际品牌（如

苹果）本地化运营，又支持中国企业出海。2025年上半年东南亚业务同比增长22.5%，泰国、菲律宾等国增速超30%。

该平台的差异化优势体现在：

- 技术壁垒：自研Right Cloud多云管理平台通过可信云认证，兼容主流云环境，覆盖政务、电信、制造等多行业；
- 渠道网络：通过50,000家渠道伙伴触达19亿终端用户，形成亚太地区最广泛的分销网络；
- 生态协同：与300余家世界500强科技企业深度合作，形成“分销+服务+解决方案”的复合竞争力。

通过持续的技术投入与生态扩展，伟仕佳杰的全链路IT解决方案平台正从传统分销商向综合科技服务商转型，其服务边界已延伸至AI算力运营、信创替代、跨境支付（如稳定币结算探索）等新兴领域，进一步巩固其在亚太ICT市场的领导地位。

图表 11:公司的服务能力涵盖广泛、技术完善

 AliCloud MVP 阿里云工程师最高认证	 AliCloud ACP ACE 阿里云工程师认证	 Huawei Cloud HCIA 云服务工程师认证	 Huawei Cloud HCIP HCIE 华为云专家认证
 VMware VCP VMware工程师认证	 Microsoft 微软数据库工程师认证	 Azure Solutions Architect 解决方案架构专家认证	 REDHAT RHCA 红帽系统架构师认证
 ITIL IT基础架构管理认证	 PMP 项目管理资格认证	 亚马逊云科技 PARTNER Advanced Tier Services Distribution AWS China Promotion Small and Medium Business Services Competency Migration and Modernization Services Competency	 Cisco CCNP 思科网络专业人员认证

资料来源：公司官网，第一上海整理

上游合作与渠道覆盖优势

伟仕佳杰凭借其深耕亚太市场三十多年的行业积淀，构建了覆盖全球头部科技企业的上游合作网络，并形成了覆盖中国及东南亚九国的渠道体系。在上游合作方面，公司已与超过300家世界500强科技企业建立深度绑定关系，包括华为、微软、英伟达、苹果、戴尔、联想、阿里云、AWS等核心品牌。这种合作不仅限于传统分销模式，更延伸至技术协同、联合解决方案开发及生态共建等高附加值领域。例如，作为华为在海外市场的最大合作伙伴，伟仕佳杰同时具备华为云总经销商、解决方案提供商、服务伙伴及学习与赋能合作伙伴四重身份，深度参与其“云+生态+解决方案”战略落地，推动从传统分销向数字化服务转型。

在云计算领域，公司与微软的合作尤为突出。作为微软Azure在中国及东南亚市场的核心渠道伙伴，伟仕佳杰不仅承担云服务分销职能，更通过自研的多云管理平台集成微软技术，提供混合云、行业云解决方案。2024年云计算业务收入达39亿港元，同比增长28%，其中微软相关业务贡献显著。与英伟达的合作则聚焦东南亚市场，公司作为其在泰国、新加坡的最佳总经销商，协助推动GPU算力基础设施落

地，2024年新加坡子公司更凭借在AI网络业务的卓越表现获得英伟达“年度网络业务经销商奖”。苹果业务方面，伟仕佳杰在东南亚市场表现尤为亮眼，2025年上半年区域苹果业务同比增长104%，其中菲律宾市场增幅达500%，泰国增长90%，马来西亚增长42%，印证其本地化渠道渗透能力。

渠道覆盖网络方面，公司通过50,000家渠道伙伴形成覆盖中国、新加坡、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨的亚太区域服务网络，触达19亿人口基数。在东南亚市场，其“双轮驱动”战略成效显著：一方面作为国际品牌本地化服务枢纽，协助苹果、戴尔、惠普等企业实现区域渗透；另一方面助力华为、小米、阿里云、科大讯飞等国产品牌出海，2024年东南亚国产品牌收入达70亿港元，华为业务同比增长46%，印尼、菲律宾市场分别录得194%和171%的爆发式增长。这种双向赋能模式在2025年上半年进一步深化，泰国子公司与阿里云签署战略合作，成为其泰国市场核心伙伴，标志着公司在云计算服务矩阵的持续完善。

渠道运营效率方面，公司通过精细化管理实现存货周转天数仅30天，资金使用效率行业领先。其区域战略事业部架构设计，纵向对接上游厂商与下游渠道，横向强化跨区域协同，确保在东南亚市场实现泰国、菲律宾、马来西亚、印尼子公司分别50%、45%、31%、30%的同比增速，形成多点开花的业务格局。这种深度的生态绑定能力，使得伟仕佳杰能够持续获取头部品牌商的增量业务，同时通过渠道网络规模效应降低运营成本，巩固其在亚太IT分销领域的龙头地位。

云计算与云星布局

伟仕佳杰的云计算业务作为核心增长引擎，通过“云分销+多云管理服务”双轮驱动实现爆发式增长。2025年上半年云计算业务收入达26.20亿港元，同比增长67.9%，其中阿里云业务同比增长156%、华为云增长29%、亚马逊云增长293%。这一增长得益于公司与头部云厂商的深度合作，例如成为VMware中国区唯一授权总代理后，相关业务同比增长295%，同时阿里云全球最大总经销商地位持续巩固，2024年云计算业务收入已达39亿港元。

在技术布局方面，子公司佳杰云星自主研发的AI算力管理与调度平台是核心竞争力。该平台已实现对DeepSeek全系列大模型的适配，支持昇腾等国产化硬件环境的一键部署，资源利用率提升至85%（行业平均60%），动态分配算法可降低企业AI训练成本30%以上。平台已为科技部批复的9个国家级智算中心中的7个提供全链路技术支持，中标鹏城云脑算力调度、南通及沈阳人工智能计算中心等重大项目，2024年落地25个新一代融合智算中心项目。其多云管理平台社区版正在筹备上线，将提供轻量化服务和高性价比产品，进一步扩大市场覆盖。

市场应用方面，佳杰云星解决方案已覆盖政务、航天、制造、金融等多行业。例如，为杭州、宁波等地人工智能计算中心提供算力运营服务，并在中科院计算机网络信息中心构建高安全等级云平台，支持大规模科研数据处理[28][31]。同时，与华为云合作开发的Right Cloud云管平台兼容主流私有云和公有云，获得可信云认证，服务客户超3,500家。在AI模型服务领域，公司推出AI数字名片、自动化办公系统等解决方案，服务企业超5,800家，提升文档审核、客服效率。

财务表现上，云计算业务毛利率显著高于传统分销业务。佳杰云星AI算力管理业

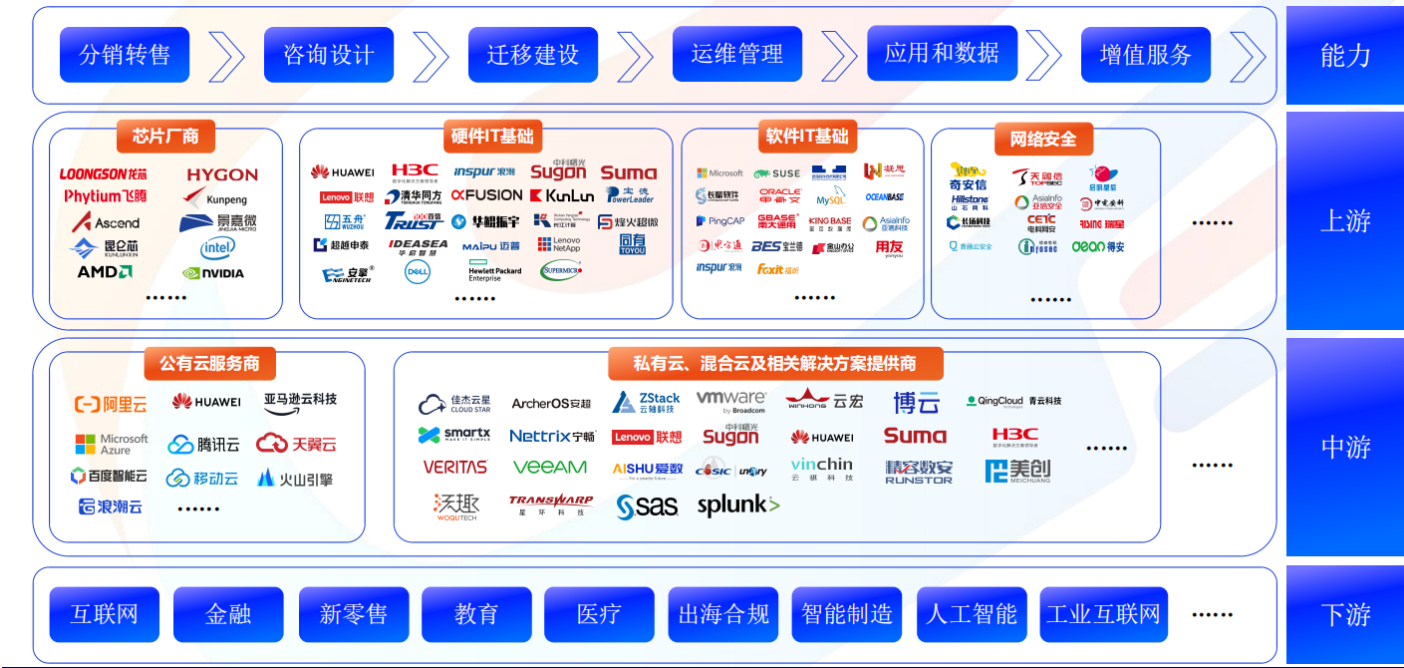
务毛利率超60%，2025年第一季度拉动整体毛利增长20%-21%，净利润增长28%-29%。机构预测AI业务未来三年增速将超30%，2027年收入有望突破60亿港元。公司通过多云管理服务占据中国云管市场前五地位，2024年博通软件业务中VMware贡献超60%收入，订阅制转型带来稳定现金流。

全球化布局方面，东南亚云计算市场成为新增长极。2024年东南亚云计算收入占比达34%（同比增长74%），2025年泰国与阿里云签署合作协议，推动当地云服务拓展。同时，星链合作项目在马来西亚、印尼落地，结合AI算力调度能力开发卫星遥感数据分析服务，覆盖农业、灾害监测等领域。未来计划在东南亚建设3个AI算力中心，深化与因为大、华为鲲鹏生态合作，支持本地化算力需求。

技术生态合作持续深化，佳杰云星平台已与DeepSeek、华为昇腾、商汤科技等形成联合解决方案。例如，与商汤科技合作开发的都市级AI视频监控系统已在杭州、成都落地，联合中控技术推进“信创+工业互联网”项目改造传统制造业IT架构。此外，通过适配NVIDIA DGX系统和阿里云通义千问大模型，支持企业快速接入国产化环境下的大模型应用。

未来战略聚焦三大方向：一是技术升级，计划2025年研发投入增加50%，重点投入AIoT和边缘计算，开发AI模型集市等解决方案；二是市场拓展，多云管理平台社区版将降低中小企业使用门槛，同时推动MaaS（模型即服务）平台商业化；三是生态协同，通过星链与Space X合作探索太空计算市场，整合卫星通信与算力调度能力。这些布局将巩固其在AI算力基础设施领域的技术壁垒，推动云计算业务持续高增长。

图表 12: 佳杰云星合作图谱



资料来源：公司官网，第一上海整理

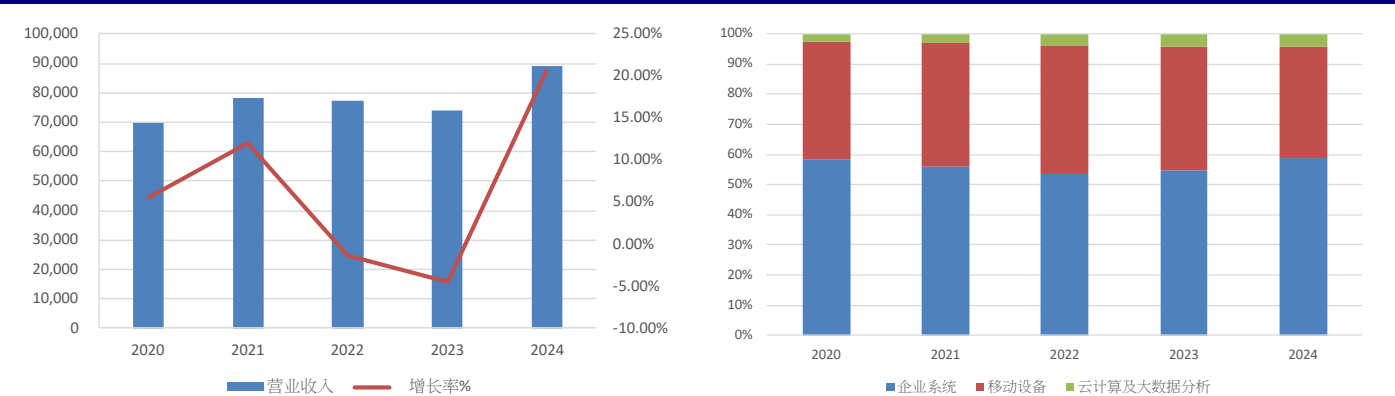
上游合作与渠道覆盖优势

- 通过深度绑定全球头部科技企业，构建“厂商-分销商-客户”的全链路生态：
- 1. 云生态建设：与阿里云、华为云、AWS、微软Azure等合作，提供从云咨询、迁移、运维到优化的一体化服务。例如，作为阿里云最大总经销服务商，2025年上半年阿里云业务同比增长156%；华为云合作覆盖5000+渠道伙伴，触达超1万个终端用户。
 - 2. AI算力管理：子公司佳杰云星自主研发的AI算力管理与调度平台，适配DeepSeek全系列大模型，支持昇腾等国产化环境，深度参与7个国家级智算中心建设，并中标鹏城云脑等重大项目。
 - 3. IT运维服务：与神州光大合作推出“IT运维大脑”，运用大模型技术实现全时全域IT资产智能管理，服务超过12万名工程师和数千家企业。

财务分析

伟仕佳杰2025年上半年财务表现延续了近年来的高质量增长态势，收入与利润均实现显著提升。根据中期业绩报告，集团实现综合收益约455.15亿港元，同比增长13.55%。这一增长主要得益于三大核心业务分部的协同发力：消费电子分部收入171.91亿港元（+7.49%），企业系统分部收入257.04亿港元（+14.09%），而云计算分部则以67.88%的增速贡献26.20亿港元收入。值得注意的是，云计算业务的爆发式增长成为本次财报亮点，其收入占比从2024年的5.4%提升至5.8%，显示出战略转型的显著成效。

图表 13：2020-2024 年公司收入及增速（百万港币） 图表 14：2020-2024 年公司收入结构占比（%）



资料来源：公司公告，第一上海整理

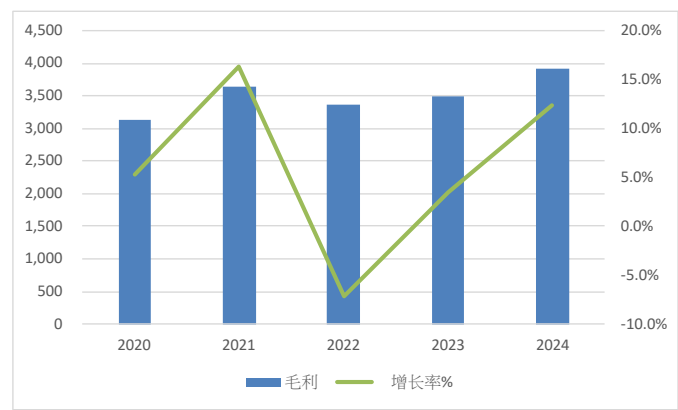
资料来源：公司公告，第一上海整理

从利润端看，集团毛利同比提升21.93%至21.64亿港元，毛利率由2024年的4.43%增至4.75%，主要受益于高毛利的云计算业务占比扩大及运营效率优化。净利润表现更为强劲，权益持有人应占纯利达6.10亿港元，同比增长34.67%，净利润率提升至1.34%，显示盈利能力的结构性改善。分季度来看，若按行业惯例估算，2025年第二季度税后净利润约3.34亿港元，同比增幅可能达40%，表明增长动能在下半

年持续加速。

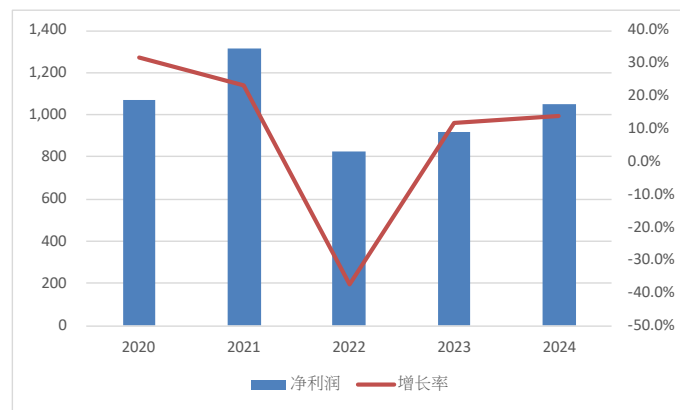
从利润端看，集团毛利同比提升21.93%至21.64亿港元，毛利率由2024年的4.43%增至4.75%，主要受益于高毛利的云计算业务占比扩大及运营效率优化。净利润表现更为强劲，权益持有人应占纯利达6.10亿港元，同比增长34.67%，净利润率提升至1.34%，显示盈利能力的结构性改善。分季度来看，若按行业惯例估算，2025年第二季度税后净利润约3.34亿港元，同比增幅可能达40%，表明增长动能在下半年持续加速。

图表 15: 2020-2024 年毛利润（百万港元）及增速



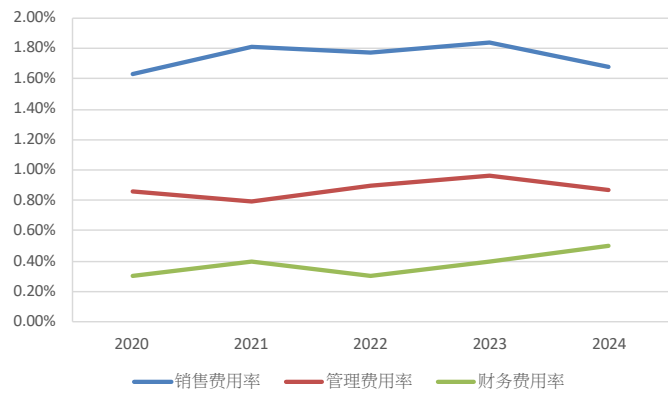
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 16: 2020-2024 年净利润（百万港元）及增速



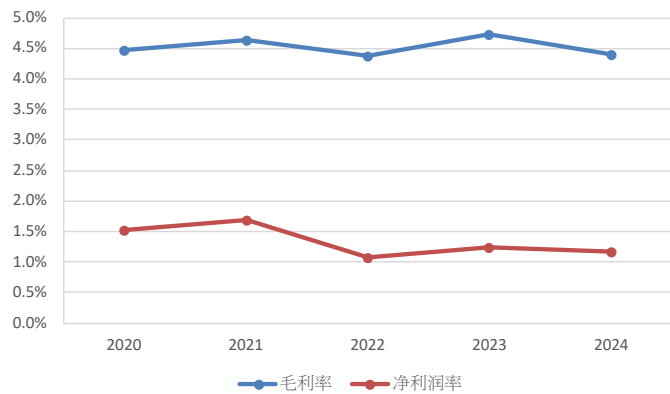
资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 17: 2020-2024 年费用率 (%)



资料来源：公司公告，第一上海整理

图表 18: 2020-2024 年利润率 (%)



资料来源：公司公告，第一上海整理

盈利预测

盈利预测

我们预计，在三个分布业务中，企业系统业务在 2025 年继续保持 20%的高增长，在 2026 年因为基数增速为 18%。而移动设备的分销在未来三年保持在 7%左右的增速，稳定发挥公司在东南亚市场的渠道优势。核心增长的云业务，在未来三年保持 28%左右的加速趋势。

在费用方面，考虑到公司的经营模式、管理团队已经十分成熟，其费用控制能够保持在和历史相当的水平，因此我们预计未来的费用率变化不大。

综合来看，公司作为深耕当地市场多年的企业，已经具备非常稳定的渠道优势和客户基础。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 11.9/14.1/16.3 亿元港币，按 2026 年 15xPE 计算，给予公司目标价 14.8 港元，较现价有 56%的上升空间，首次覆盖，给予买入评级。

图表 19：公司收入拆分预测（港币百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	73891	89086	102952	118425	134997
YoY (%)	-4.4%	20.6%	15.6%	15.0%	14.0%
企业系统	40,414	52,338	62,806	74,111	85,228
YoY (%)	-2.3%	29.5%	20.0%	18.0%	15.0%
占比 (%)	54.7%	58.8%	61.0%	62.6%	63.1%
移动设备	30,394	32,813	35,110	37,919	41,711
YoY (%)	-8.1%	8.0%	7.0%	8.0%	10.0%
占比 (%)	41.1%	36.8%	34.1%	32.0%	30.9%
云计算及大数据分析	3,084	3,934	5,036	6,396	8,059
YoY (%)	6.7%	27.6%	28.0%	27.0%	26.0%
占比 (%)	4.2%	4.4%	4.9%	5.4%	6.0%
毛利	3,497	3,929	4,581	5,294	6,075
YoY (%)	3.5%	12.4%	16.6%	15.5%	14.8%
毛利率	4.7%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：彭博、第一上海整理

图表 20：同业公司估值表

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入(亿元/亿港元)				归母净利润(亿元/亿港元)				PE		
			24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
神州数码	38.92	280	1,282	1,379	1,468	1,562	8	12	15	19	23	19	15
紫光股份	28.05	802	790	891	980	1,071	16	21	26	31	38	31	26
浪潮信息	67.21	989	1,148	1,548	1,866	2,136	23	30	38	46	33	26	22

资料来源：彭博、第一上海整理

风险因素

1、宏观经济不景气 2、客户扩展不及预期

主要财务报表

损益表	单位：港币(百万)				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿港元)	73,891	89,086	102,952	118,425	134,997
增长率	-4.4%	20.6%	15.6%	15.0%	14.0%
营业成本	70,395	85,157	98,370	113,132	128,922
%销售收入	95.3%	95.6%	95.6%	95.5%	95.5%
毛利	3,497	3,929	4,581	5,294	6,075
%销售收入	4.7%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
其他收入	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,358	1,499	1,724	1,983	2,280
%销售收入	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	712	770	870	992	1,150
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
研发费用	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	311	404	440	480	520
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,473	1,760	2,020	2,355	2,682
%销售收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
投资收益	67	61	33	35	38
%税前利润	5.8%	4.5%	2.1%	1.9%	1.7%
除税前利润	1,162	1,356	1,580	1,875	2,162
利润率	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
所得税	240	240	316	375	432
所得税率	20.7%	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润(含少数股东损益)	922	1,116	1,264	1,500	1,730
少数股东损益	0	64	73	86	99
归属于母公司的净利润	922	1,052	1,191	1,413	1,630
增长率	12.0%	14.1%	13.3%	18.6%	15.3%
净利率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

现金流量表	单位：港币(百万)				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	922	1,052	1,191	1,413	1,630
少数股东损益	0	64	73	86	99
营运资金变动	-650	324	-1,145	-1,251	-1,575
其他变动	368	382	407	445	482
经营活动现金流量净额	640	1,822	527	694	637
资本开支	-39	-134	-100	-100	-100
投资	-136	-84	-150	-150	-150
其他	313	-83	33	35	38
投资活动现金流量净额	138	-301	-217	-215	-212
股权募资	-56	-11	0	0	0
债权募资	-459	-18	500	600	700
其他	-858	-808	-800	-840	-880
筹资活动现金流量净额	-1,373	-837	-300	-240	-180
现金净变动	-597	366	-309	-79	-73

资产负债表	单位：港币(百万)				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,649	3,015	2,706	2,626	2,553
应收款项	16,823	19,480	22,020	24,343	26,999
存货	11,309	11,190	12,023	13,199	14,683
其他流动资产	2,105	2,427	2,623	2,878	3,144
流动资产	32,885	36,111	39,372	43,046	47,379
权益性投资	720	603	653	703	753
固定资产	717	794	894	994	1,094
无形资产	547	530	530	530	530
非流动资产	2,135	2,277	2,427	2,577	2,727
资产总计	35,020	38,388	41,799	45,623	50,106
应付款项	15,562	16,920	18,581	20,427	22,561
短期借款	8,104	7,864	8,464	9,264	10,264
其他流动负债	2,890	3,042	3,706	4,263	4,860
流动负债	26,556	27,826	30,751	33,953	37,685
长期债务	0	1,380	1,280	1,080	780
其他长期负债	241	310	310	310	310
非流动负债	241	1,691	1,591	1,391	1,091
负债总计	26,798	29,516	32,342	35,344	38,776
归属母公司股东权益	8,223	8,640	9,153	9,888	10,840
少数股东权益	0	232	305	391	490
负债股东权益合计	35,020	38,388	41,799	45,623	50,106

比率分析	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标					
每股收益	0.66	0.76	0.83	0.98	1.13
每股净资产	5.71	6.01	6.37	6.88	7.55
每股经营现金净流	0.44	1.27	0.37	0.48	0.44
每股股利	0.26	0.26	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	11.21%	12.18%	13.02%	14.29%	15.04%
总资产收益率	2.63%	2.74%	2.85%	3.10%	3.25%
投入资本收益率	7.16%	8.00%	8.42%	9.13%	9.59%
增长率					
营业收入增长率	-4.44%	20.56%	15.57%	15.03%	13.99%
EBIT增长率	11.58%	19.48%	14.78%	16.55%	13.92%
净利润增长率	12.02%	14.09%	13.26%	18.63%	15.35%
总资产增长率	0.73%	9.62%	8.89%	9.15%	9.83%
资产管理能力					
应收账款周转天数	67.5	64.9	64.5	62.1	60.0
存货周转天数	54.7	47.6	42.5	40.1	38.9
应付账款周转天数	73.4	68.7	65.0	62.1	60.0
固定资产周转天数	3.5	3.1	3.0	2.9	2.8
偿债能力					
流动比率	1.24	1.30	1.28	1.27	1.26
速动比率	0.79	0.86	0.86	0.84	0.83
净负债/股东权益	66.34%	70.22%	74.42%	75.08%	74.94%
EBIT利息保障倍数	4.3	4.4	4.6	4.9	5.2
资产负债率	76.52%	76.89%	77.37%	77.47%	77.39%

资料来源：公司公告，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。