

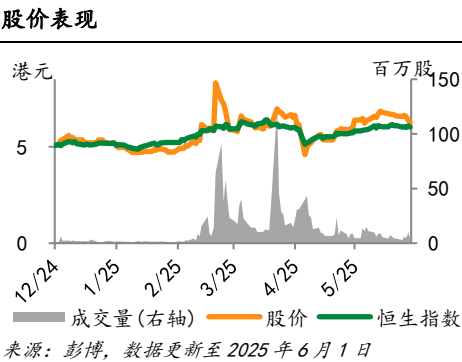
评级
强烈推荐

目标价
9.16 港元

逐浪东南亚，估值坐看云起

分析师
余浩樑
CE No. B01816
852-3762 9662
Albert.hi.yu@pingan.com

基本资料
现价: 6.25 港元
H 股市值: 8,943 百万港元
52 周股价涨幅: 4.01-8.55 港元
近 3 个月日均成交额: 105.7 百万港元
来源: 彭博, 数据更新至 2025 年 6 月 1 日



相关报告

投资亮点

- ▲ **穿越周期稳健增长的 IT 分销龙头。**伟仕佳杰是亚太地区领先的科技产品解决方案及 IT 服务平台。公司作为 IT 分销商处于行业中游，通过对接上游品牌商与下游渠道商，构建 IT 产品通往终端客户的核心通路。由于头部分销商拥有全域终端客户的覆盖能力，使得品牌商仅需直接与分销商对接便可以低成本接触到广泛的客户，大幅降低了库存管理、销售团队扩张、市场需求匹配及售后运维等环节成本，奠定其在产业链中的关键地位。分销行业因天然低毛利率属性，对资金周转效率与精细化运营能力要求严苛，形成较高准入门槛，新晋者与中小企业难以快速突破。行业规模效应显著，头部企业通过规模化运营构筑强竞争壁垒，强者恒强格局日益凸显。公司目前已与超 300 家世界 500 强品牌商建立深度合作，覆盖超 5 万个销售渠道，龙头竞争优势显著。回顾过往业绩，公司运营管理出色，财务指标稳健。
 - ▲ **东南亚市场全速启动增长引擎，释放亚太地区最强发展动能。**随着数字化需求激增、云服务扩张、AI 等技术驱动东南亚数据中心市场呈爆发式增长。公司精准捕捉东南亚发展机会，在分销渠道覆盖方面，除了中国地区以外，还在新加坡、印尼、菲律宾、马来西亚、泰国、缅甸、柬埔寨及老挝 8 个东南亚国家积极扩张。从业绩来看，公司近 6 年来自东南亚的收入及利润屡创新高，利润现已突破 5 亿港元，东南亚收入占比持续提升。此外，公司通过深度赋能华为、小米、阿里巴巴等国产品牌实现出海突破，助力其东南亚市场份额持续提升。
 - ▲ **云计算蓬勃增长，估值提升潜力凸显。**公司已与阿里云、华为云、AWS 等头部云厂商建立深度合作，未来将可受益于整体云计算行业的高速发展。同时，作为中国最大的云服务商之一，公司在云服务市场占有领先地位，旗下云星聚焦 AI 领域持续提升盈利能力。我们对比同属 IT 产品分销领先企业的神州数码，虽然公司整体收入规模尚不及同业，但净利润已赶超神州数码，且盈利能力极具优势。估值方面，公司大幅低于同业，我们认为未来随着公司云计算业务的高速发展，潜在估值提升空间巨大。
- 盈利预测及估值
- ▲ **首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 9.16 港元。**我们预计公司 2025 年/2026 年/2027 年收入将增长至 996.5 亿/1,110.9 亿/1,229.6 亿港元，同期净利润将增长至 11.6 亿/13 亿/15 亿港元。综上所述，我们给予公司 9.16 港元的目标价，对应 11.4 倍/10.1 倍的 25E/26E 市盈率，目标价相对现价仍有 46.6% 升幅，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示
- ▲ 宏观经济风险；市场竞争风险；海外扩张不及预期；云计算业务发展不及预期。

百万港元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	77,324	73,891	89,086	99,649	111,086	122,955
同比增长	-1.3%	-4.4%	20.6%	11.9%	11.5%	10.7%
毛利	3,378	3,497	3,929	4,383	4,865	5,410
毛利率	4.4%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
净利润	823	922	1,052	1,157	1,302	1,498
同比增长	-37.4%	12.0%	14.1%	10.0%	12.5%	15.1%
净利润率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
每股基本盈利 (港仙)	58.15	65.62	75.67	80.57	90.66	104.31
市盈率	10.9	9.7	8.5	7.8	6.9	6.0
每股股息 (港仙)	17.00	19.26	21.98	24.18	27.21	31.30
股息率	3.8%	4.4%	4.2%	3.9%	4.4%	5.0%

来源: 公司资料、平安证券 (香港) 研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

目录

目录2

图表3

穿越周期稳健增长的 IT 分销龙头4

 亚太地区领先的科技产品解决方案及 IT 服务平台4

 行业壁垒高，龙头竞争优势明显5

 上游品牌合作广泛支持产品扩充，充分受惠行业长期发展5

 运营管理出色，业绩稳健增长6

投资亮点二：东南亚市场全速启动增长引擎，释放亚太地区最强发展动能7

 东南亚市场全速启动增长引擎7

 海外分销渠道覆盖广泛，东南亚业绩增长亮眼8

 紧抓东南亚增长势头，助力国产品牌扬帆出海9

投资亮点三：云计算蓬勃增长，估值提升潜力凸显10

 云计算市场增长强劲，与头部厂商的深度合作筑牢增长根基10

 云管服务市场保持领先地位，旗下云星聚焦 AI 领域持续提升盈利能力11

 云计算业务大有可为，潜在估值提升潜力巨大12

财务分析预测13

 总收入健康增长13

 毛利率维持稳定13

 费用开支维持稳定14

 净利润稳健提升14

 营运资金保持稳定健康水平15

估值18

 综合 DCF 及 PE 估值法，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 9.16 港元18

附录20

 股权架构20

 公司发展里程碑21

 管理层简介22

 免责声明24

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表

图表 1. 公司收入拆分 4

图表 2. 公司 2024 年收入贡献前十大品牌 5

图表 3. 公司库存天数变化 6

图表 4. 公司应收天数变化 6

图表 5. 公司应付天数变化 6

图表 6. 公司运营周期天数变化 6

图表 7. 东南亚 ICT 市场支出规模预测 7

图表 8. 2023 年东南亚各国 ICT 市场支出占比 7

图表 9. 部分东南亚五国数据中心项目 8

图表 10. 公司东南亚地区收入及利润 (亿港元) 9

图表 11. 公司收入占比变化 (按照地区) 9

图表 12. 公司助力中企出海成效卓然可见 9

图表 13. 全球云计算市场规模 (亿美元) 10

图表 14. 中国云计算市场规模 (亿元人民币) 10

图表 15. 2023 年全球各地区云计算市场规模占比 10

图表 16. 中国云计算细分领域市场规模 (亿元人民币) 10

图表 17. 24H1 中国 TOP5 公有云 IAAS 厂商市场份额 11

图表 18. 24H1 中国 TOP5 公有云 PAAS 厂商市场份额 11

图表 19. 公司云计算业务 11

图表 20. 中国第三方云管理服务市场份额 12

图表 21. 公司自研产品典型案例 12

图表 22. 中国 IT 分销同业可比 12

图表 23. 公司收入预测 (千港元) 13

图表 24. 公司各业务分部变化 13

图表 25. 公司毛利及毛利率预测 (千港元) 13

图表 26. 公司销售及营销开支预测 (千港元) 14

图表 27. 公司行政开支预测 (千港元) 14

图表 28. 公司净利润及净利润率预测 (千港元) 14

图表 29. 公司存货周转天数、贸易应收款项周转天数、贸易应付款项周转天数预测 15

图表 30. 损益表(百万港元) 年结日 12 月 31 日 16

图表 31. 资产负债表(百万港元) 年结日 12 月 31 日 16

图表 32. 现金流量表(百万港元) 年结日 12 月 31 日 17

图表 33. 重要比率 年结日 12 月 31 日 17

图表 34. 同业可比公司估值 18

图表 35. 公司 PE BAND 19

图表 36. 公司 PRICE BAND 19

图表 37. 公司股权架构图 20

图表 38. 本报告正文中涉及上市公司股票代码一览 23

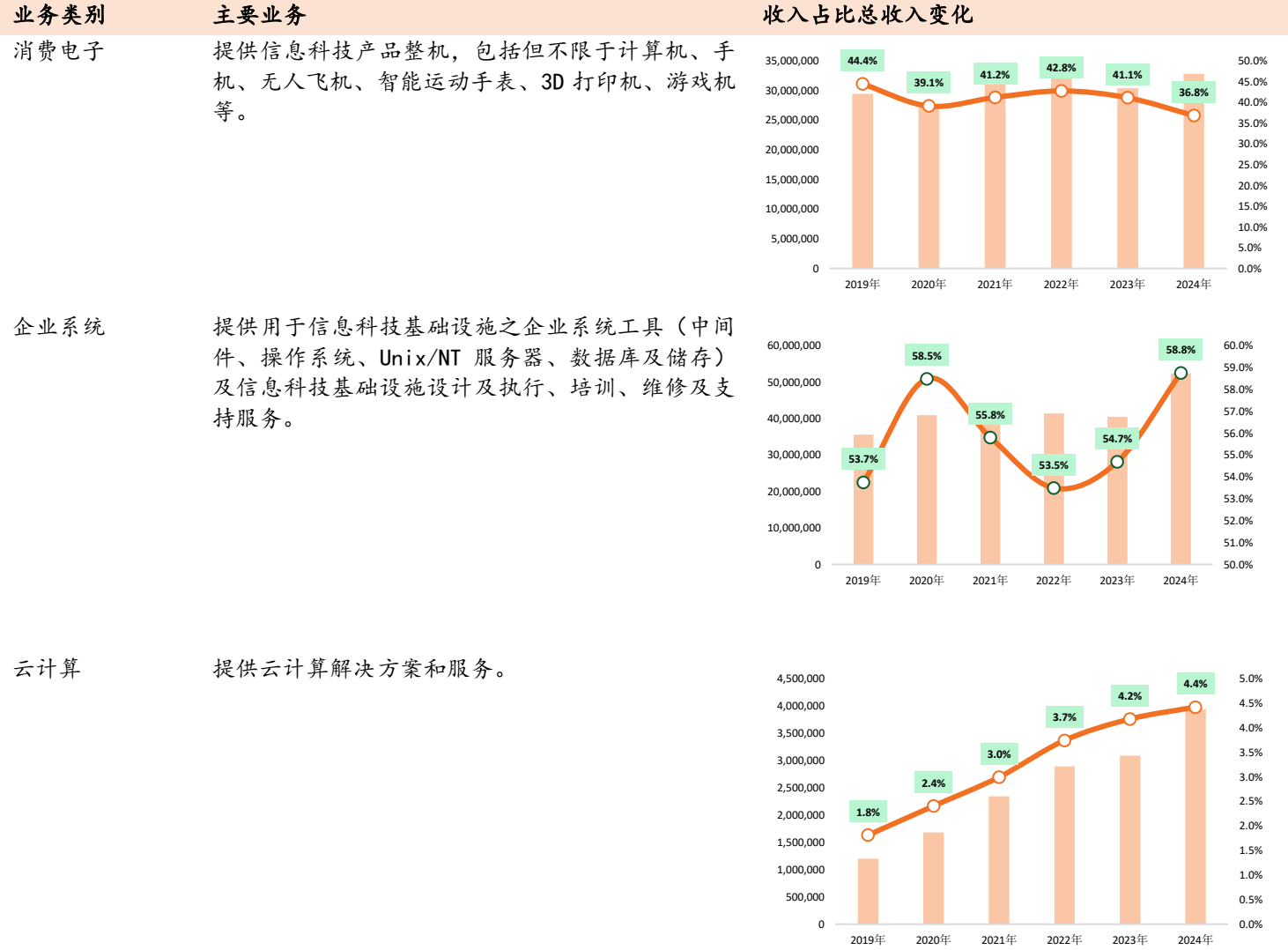
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

穿越周期稳健增长的 IT 分销龙头

亚太地区领先的科技产品解决方案及 IT 服务平台

伟仕佳杰成立于 1991 年，并于 2002 年在香港联交所主板上市，为亚太地区领先的科技产品解决方案及 IT 服务平台。公司核心的三大主要业务分别为企业系统、消费电子及云计算。2024 年公司超过 95%的收入来源于企业系统及消费电子业务，即向企业客户提供用于资讯科技基础设施的中间件、操作系统、Unix/NT 服务器、数据库及储存等企业系统工具及相关运维服务，以及向个人客户提供包括电脑、手机、无人机、智能运动手表、3D 打印机、游戏机等在内的消费电子产品。此外，由于公司较早开始布局云计算领域，目前已与阿里云、华为云、AWS、Microsoft Azure 等头部云厂商深入合作，业务由云转售拓展至云管理服务，已累计为百万企业提供信息化所需的云到端的产品、技术、解决方案及服务，近年来的收入占比逐步提升。

图表 1. 公司收入拆分



来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

行业壁垒高，龙头竞争优势明显

IT 分销商处于行业中游，通过对接上游品牌商与下游渠道商，构建 IT 产品通往终端客户的核心通路。由于头部分销商拥有全域终端客户的覆盖能力，使得品牌商仅需直接与分销商对接便可以低成本接触到广泛的客户，大幅降低了库存管理、销售团队扩张、市场需求匹配及售后运维等环节成本，奠定其在产业链中的关键地位。分销行业因天然低毛利率属性，对资金周转效率与精细化运营能力要求严苛，形成较高准入门槛，新晋者与中小企业难以快速突破。行业规模效应显著，头部企业通过规模化运营构筑强竞争壁垒，强者恒强格局日益凸显。公司目前已与超 300 家世界 500 强品牌商建立深度合作，覆盖超 5 万个销售渠道，龙头竞争优势显著。

图表 2. 公司 2024 年收入贡献前十大品牌

厂商	合作年限	厂商	合作年限
	29 年		29 年
	16 年		20 年
	18 年		16 年
	18 年		31 年
	18 年		6 年

来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

上游品牌合作广泛支持产品扩充，充分受惠行业长期发展

公司分销的产品覆盖面广，包括但不限于个人电脑、智能手机、智能运动设备、3D 打印机、游戏机等在内的消费电子产品，亦包括在信创产业的基础硬件及软件，例如服务器、数据库、中间件、存储、操作系统等。公司已与众多上游知名 IT 品牌厂商建立了长期稳定的合作关系，包括华为、腾讯、新华三、中科曙光、惠普、戴尔、微软、西部数据、苹果、希捷、索尼等超过 300 家的全球 500 强资讯科技企业公司，并为希捷及西部数据在全球市场最大的合作伙伴，为联想及惠普在亚洲市场最大的合作伙伴，为华为在海外最大的合作伙伴，反映其具备较强的合作伙伴扩展能力且分销能力已被高度认可。我们认为 IT 产品种类繁多，并不断有新兴领域或新产品兴起，可支持 IT 分销行业保持稳健增长。公司与现有合作品牌商稳固的关系及较强的发展合作伙伴能力可以帮助其持续扩充产品组合，充分受惠行业增长。

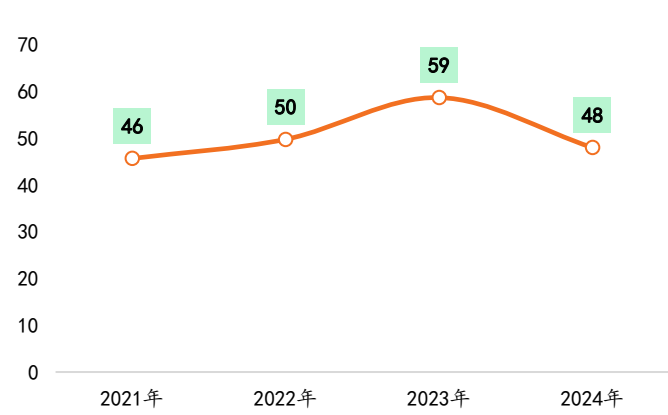
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

运营管理出色，业绩稳健增长

回顾过往业绩，2021 年至 2024 年期间，公司库存天数维持在 50 天左右水平，反映其具备较强的库存管理能力，为公司能够与供应商合作伙伴维持长期良好合作的重要因素；应收天数维持在 69 天左右水平，应付天数维持 73 天水平，运营周转天数维持约 47 天左右水平，资金周转能力出色，反映公司具备较强的龙头议价能力。我们预期公司运营管理数据将保持稳步向好。

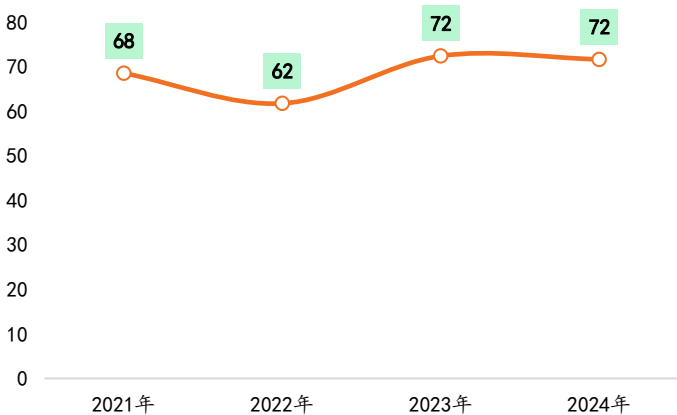
同期，公司净利润整体保持稳健增长，其中 2022 年受新冠疫情拖累，净利润出现下滑，受惠于国内疫情率先得到控制及公司自身高效运营管理，公司随后业绩迅速反弹。公司同期毛利率维持稳定水平，费用端不断优化，净利率稳定约 1.2% 左右水平，财务指标稳健，是公司在低毛利率行业中维持长期稳健增长的基础及重要竞争力。我们预期公司毛利率及主要费用率均可保持当前水平。

图表 3. 公司库存天数变化



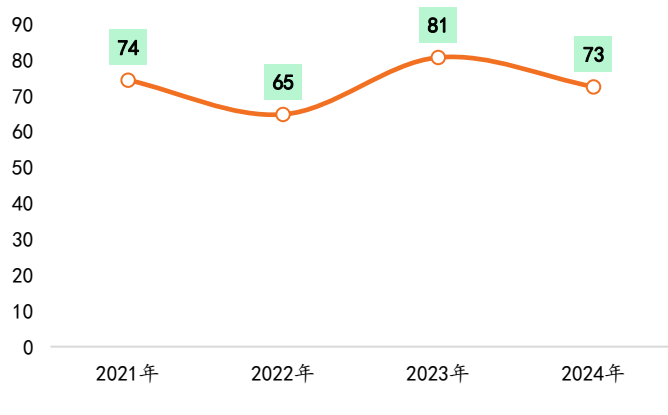
来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

图表 4. 公司应收天数变化



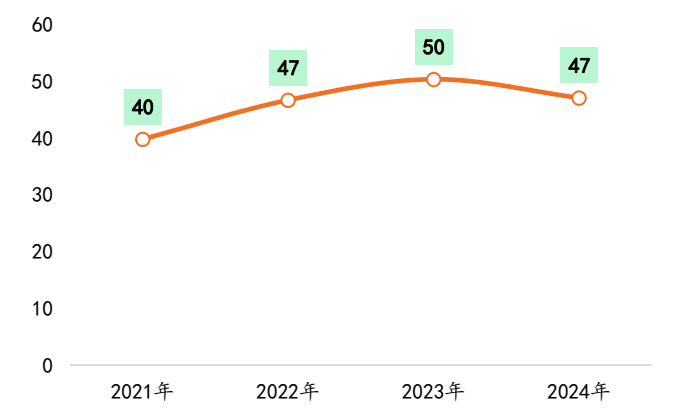
来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

图表 5. 公司应付天数变化



来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

图表 6. 公司运营周期天数变化



来源：公司资料，平安证券（香港）研究部

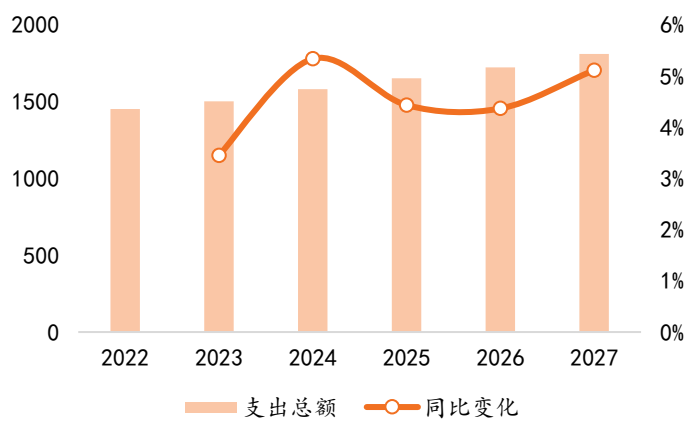
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

投资亮点二：东南亚市场全速启动增长引擎，释放亚太地区最强发展动能

东南亚市场全速启动增长引擎

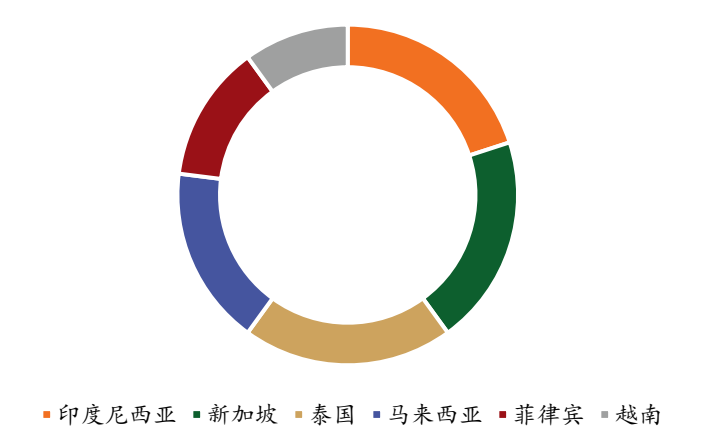
根据 IDC 数据显示，2023 年东南亚地区 ICT 市场总投资规模接近 1500 亿美元，同比增长 3.4%。受疫情及供应链紧张因素影响，越南等国 ICT 支出有所收紧增速放缓，而马来西亚市场逆势增长，增速达 7.5%。随着疫情影响逐渐消退，东南亚各国 ICT 市场支出规模均呈现明显增长态势，2024 年菲律宾、新加坡 ICT 市场增长尤为显著，增长率均超过 8%，高于东南亚六国平均水平。长期来看，2022-2027 年各国企业级 ICT 市场复合年均增长率平均达 7%，其中新加坡、菲律宾和印度尼西亚企业级 ICT 市场复合年均增长率高于平均水平。

图表 7. 东南亚 ICT 市场支出规模预测



来源：IDC，平安证券（香港）研究部

图表 8. 2023 年东南亚各国 ICT 市场支出占比



来源：IDC，平安证券（香港）研究部

随着数字化需求激增、云服务扩张、AI 等技术驱动东南亚数据中心市场呈爆发式增长。根据 BCG 数据显示，东南亚数据中心市场近年步入高速增长轨道，区域数据中心总 IT 负载容量已从 2019 年的约 0.8 吉瓦跃升至 2023 年的约 1.7 吉瓦，四年内实现翻倍式增长。这一增长主要由数字化需求激增叠加云服务扩张共同驱动，预计未来仍将维持高速增长势头。细分五国情况来看，新加坡始终稳居东南亚数据中心核心枢纽地位。截至 2023 年，新加坡已建成超 70 座数据中心，合计容量达 1.4 吉瓦。尽管新加坡在 2019-2022 年间曾暂停新项目审批，但自 2022 年起已有限度恢复审批，近期Equinix、GDS、微软、字节跳动等头部企业合计获批约 80 兆瓦新建容量。马来西亚则快速崛起为区域重要节点，截至 2024 年已投运 32 座数据中心，另有 19 座在建项目推进中。泰国当前运营中的数据中心约 30 座，形成规模化布局。印尼的数据中心建设亦呈加速态势，据 CloudScene 统计，印尼境内已投运数据中心达 79 个，2023 年总容量突破 514 兆瓦。相较之下，越南数据中心产业尚处起步阶段，全国投运设施仅约 22 座，本土供给能力仅能满足约 30% 的国内需求，其余需求需依赖境外设施或云服务支撑。展望未来，各国均在加速数据中心战略布局：马来西亚现有容量约 640MW，在建及规划项目总计将新增超 2.4GW，相当于现有容量约 3.7 倍；印尼预计到 2030 年数据中心容量将增至 2.11GW，较 2023 年增长超 3 倍。总体而言，随着东南亚数字经济快速发展与云计算的深入渗透，区域数据中心的数量与容量将持续呈现高增长态势。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 9. 部分东南亚五国数据中心项目

新加坡	简要信息
Google 第四数据中心 (裕廊)	谷歌在新加坡的第 4 座自有数据中心, 已于 2022 年建成投入运营, 总投资约 8.5 亿美元。
AirTrunk SGP1 超大数据中心	澳大利亚 AirTrunk 在新加坡裕廊的超大规模设施, 提供 80+MW IT 负载 (分期建设), 服务于超大客户。
Microsoft Azure 新加坡区域扩建	微软正在扩建其新加坡数据中心基础, 以增加新的可用区。
马来西亚	简要信息
YTL Green Data Center Park (柔佛)	YTL 电力公司在柔佛州依斯干达特区打造的绿色数据中心园区, 占地 275 英亩, 规划总容量 500MW。已开建一期 72MW 设施, Shopee 母公司 Sea 将作为锚定租户。
Microsoft 柔佛数据中心项目	微软已在柔佛购地约 157 英亩, 计划建设多个数据中心支持其公有云 (规划阶段)。
AWS 马来西亚区域 (多地)	AWS 宣布投资 62 亿美元建设大马云区域。预计在吉隆坡及周边建 3 个可用区的数据中心集群 (规划阶段)。
Google Cloud 马来西亚区	谷歌计划在马来西亚设立新的云区域。可能利用本地新建或合作数据中心 (规划阶段)。
泰国	简要信息
AWS Asia Pacific (Bangkok) 区域	AWS 在曼谷建设的云区域, 包括 3 个数据中心可用区, 投资约 1900 亿泰铢, 预计 2025 年初投入运营。
微软(Microsoft) 泰国数据中心	微软已宣布将在泰国建立本地 Azure 云区域 (规划中), 可能通过第三方设施或自建方式实现。
谷歌云 GCP 泰国节点	谷歌计划扩展在泰国的云基础设施, 可能建设本地“谷歌区域”数据中心 (尚在评估)。
Tencent/Huawei Cloud 泰国	腾讯云和华为云已在泰国租赁本地数据中心提供云服务。如华为在 Amata 园区设有数据中心, 已运营。
印度尼西亚	简要信息
Equinix JK1 雅加达数据中心	Equinix 在印度尼西亚的首个自建数据中心, 投资 7400 万美元选址雅加达市区, 计划 2024 年开业, 提供约 1600 平方米白空间。
贵安数据中心	中国贵安数据集团拟在印度尼西亚投资建设数据中心 (2023 年签署合作框架, 处于早期阶段)。
越南	简要信息
NTT Global Data Center HCMC1	日本 NTT 与越南 QD.Tek 合资在胡志明市高科技园区建设的数据中心, 总 IT 负载 6MW, 预计 2024 年投入运营。越南对外开放后首个大型外资数据中心项目。
Alibaba Cloud 越南数据中心	阿里巴巴计划在越南兴建的数据中心, 选址和规模未公布 (规划阶段)。
CMC Creative Space Data Center	越南科技公司 CMC 在胡志明市建设的新数据中心, 设计容量达可容纳 3000 台服务器, 2023 年投用。

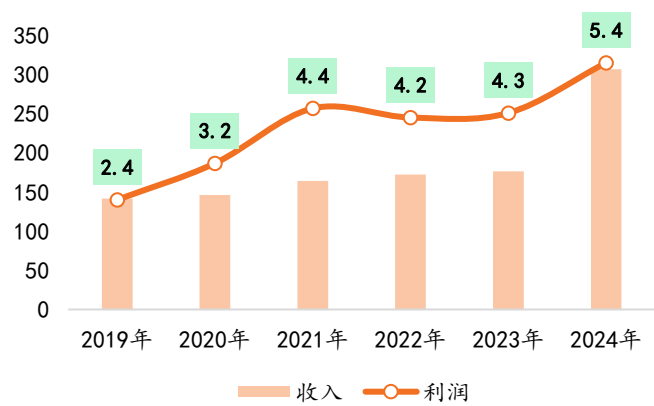
来源: 中国 IDC 圈, 平安证券(香港) 研究部

海外分销渠道覆盖广泛，东南亚业绩增长亮眼

公司精准捕捉东南亚发展机会，在分销渠道覆盖方面，除了中国地区以外，还在新加坡、印尼、菲律宾、马来西亚、泰国、缅甸、柬埔寨及老挝 8 个东南亚国家积极扩张。公司拥有稳定的组织架构及销售管理体系，纵向的品牌事业部长期对接上游厂商及下游渠道商，保证公司在渠道维护与拓展及议价能力方面具备一定优势，横向的区域战略事业部增加产品的复合销售及客户粘性。从业绩来看，公司近 6 年来自东南亚的收入及利润屡创新高，利润由 2019 年 2 亿港元左右水平大幅突破 5 亿港元，收入区域结构占比由原来的 2 成左右大幅提升至 3 成以上；从销售渠道分布来看，东南亚地区的销售人员配置现已超过中国地区。

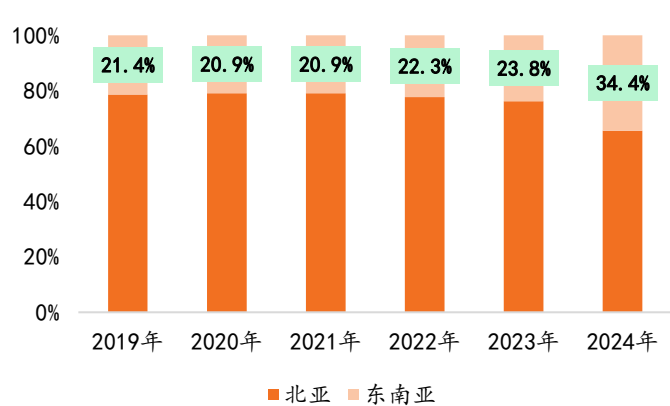
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 10. 公司东南亚地区收入及利润 (亿港元)



来源: 公司资料, 平安证券 (香港) 研究部

图表 11. 公司收入占比变化 (按照地区)



来源: 公司资料, 平安证券 (香港) 研究部

紧抓东南亚增长势头，助力国产品牌扬帆出海

公司通过深度赋能华为、小米、阿里巴巴等国产品牌实现出海突破，助力其东南亚市场份额持续提升。公司作为华为在东南亚的战略合作伙伴，合作日益紧密，已成为华为中国政企业务全产品线授权总经销商。同时，积极开展与华为鲲鹏生态伙伴的合作，加大与超聚变、华鲲振宇、宝德、山西百信等厂商的合作力度，业绩增长迅猛；公司通过区域物流中心与运营商渠道优势，推动小米、OPPO 在东南亚智能手机市场份额持续提升；作为阿里云最大总经销商，助力其在东南亚业务快速增长，覆盖电商、物流等领域客户。此外，公司代理新华三、浪潮等信创品牌，推动国产服务器在东南亚数据中心项目进程，并与联想、科大讯飞等国产品牌深度合作，提升推动、其海外市场份额；公司通过星链在马来西亚及印度尼西亚的独家代理资格，满足当地本地化率要求，为中资企业提供跨境通信基础设施支持。

图表 12. 公司助力中企出海成效卓然可见



来源: 公司资料, 平安证券 (香港) 研究部

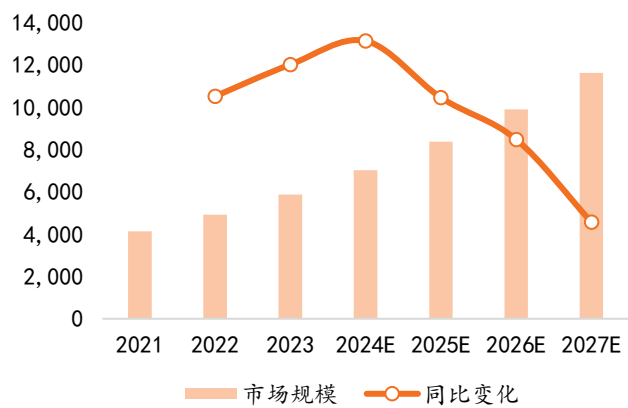
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

投资亮点三：云计算蓬勃增长，估值提升潜力凸显

云计算市场增长强劲，与头部厂商的深度合作筑牢增长根基

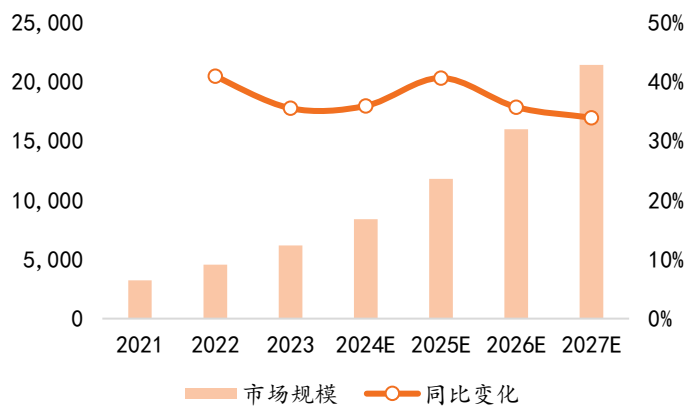
根据 Gartner 数据，2023 年全球云计算市场规模达 5,864 亿美元，同比增长 19.4%，随着云计算与生成式 AI、大模型、算力的深度融合，预计 2024 年至 2027 年复合增长率将达 17.6%，2027 年全球云计算市场将突破万亿美元。根据中国信通院数据，中国云计算市场规模仍处于高速发展阶段，2023 年同比增速高达 35.5%，预期 2024 年至 2027 年复合增长率将达 35.2%，显著高于全球增速。从细分领域来看，AI 推动市场增长点向 PaaS、SaaS 迁移。2023 年中国 IaaS 市场规模达人民币 3,383 亿元，同比增长 38.5%，电信运营商在 IaaS 领域的市场份额稳步上升，为整体市场应收持续提供增长动力；PaaS 市场规模达人民币 598 亿元，同比增长 74.9%，受益于公有云出海业务及 AI 发展的需求，预计该领域产品将持续增加；SaaS 市场渗透率逐年提升，2023 年市场规模达人民币 581 亿元，同比增长 23.1%。未来随着 AI 大模型进入商业化落地阶段，预计大量中小型创业企业将涌入 SaaS 领域，推动商业化应用加速落地。

图表 13. 全球云计算市场规模（亿美元）



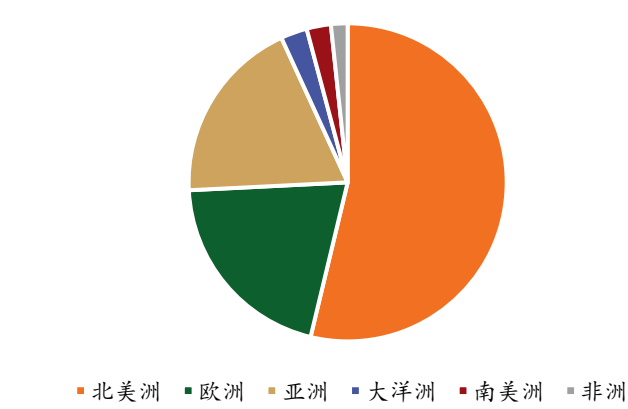
来源: Gartner, 平安证券(香港)研究部

图表 14. 中国云计算市场规模（亿元人民币）



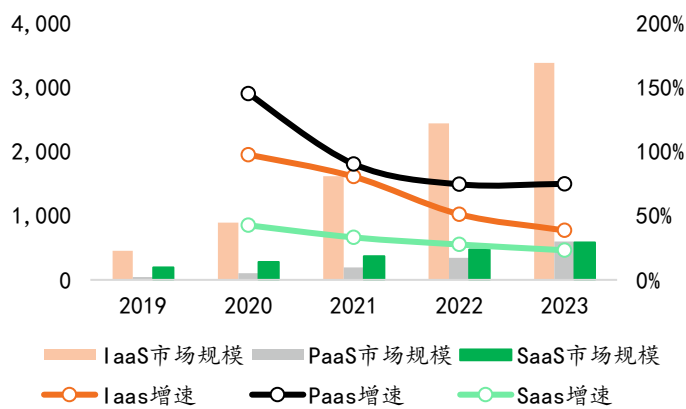
来源: 中国信息通信研究院, 平安证券(香港)研究部

图表 15. 2023 年全球各地区云计算市场规模占比



来源: Gartner, 平安证券(香港)研究部

图表 16. 中国云计算细分领域市场规模（亿元人民币）



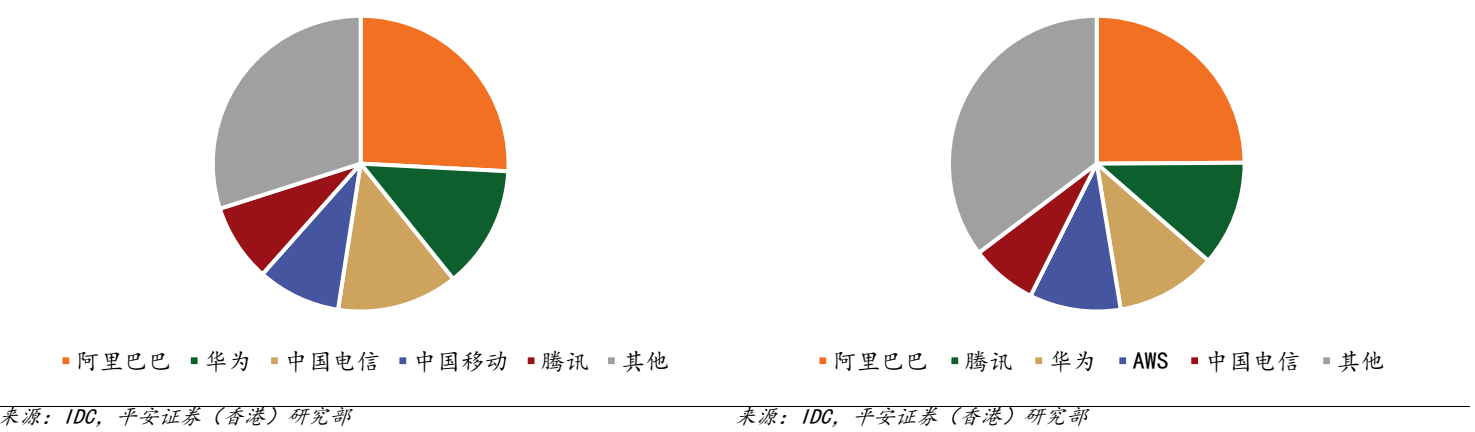
来源: 中国信息通信研究院, 平安证券(香港)研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

公司已与阿里云、华为云、AWS 等头部云厂商建立深度合作，未来将可受益于整体云计算行业的高速发展。从厂商市场份额来看，根据中国信通院数据显示，阿里云、华为云在中国公有云 IaaS、PaaS 市场占据前列份额。公司已成为阿里云、华为云拓展市场的最重要合作伙伴之一，其中与华为制定了“华为优先”战略，开展包括云转售在内的一系列协同业务，并已组建百人团队落地华为云业务规划，相信将可受惠华为云的高速增长。

图表 17. 24H1 中国 TOP5 公有云 IaaS 厂商市场份额

图表 18. 24H1 中国 TOP5 公有云 PaaS 厂商市场份额



云管服务市场保持领先地位，旗下云星聚焦 AI 领域持续提升盈利能力

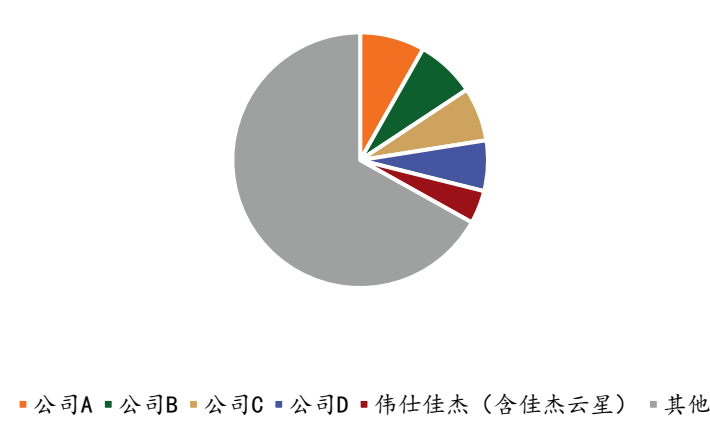
公司作为中国最大的云服务商之一，在云服务市场占有领先地位。根据 IDC 数据，中国第三方云管理服务市场高度分散，前五的市占率仅为 33.1%，公司排名第五。公司构建了覆盖咨询设计、迁移建设、增值开发、运维服务的全云生命周期服务体系，为客户提供一站式云管理解决方案。此外，旗下的佳杰云星融合多元算力，为云原生和 AI 等应用创新提供便捷的开发环境，通过生态开放，服务客户超过 3,500 家。作为华为云核心软件供货商，佳杰云星深度参与国家级新基建布局，携手华为为科技部批复的 9 个国家级智算中心中的 7 个提供关键产品与技术服务，凸显在算力基础设施领域的核心交付能力。在 AI 技术赛道，佳杰云星持续加码研发投入，聚焦 AI 模型集市等核心场景构建解决方案，驱动盈利能力显著提升，当前业务毛利率超 60%，展现出技术壁垒与商业价值的双重优势。

图表 19. 公司云计算业务



如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 20. 中国第三方云管理服务市场份额



来源: IDC, 平安证券(香港) 研究部

图表 21. 公司自研产品典型案例

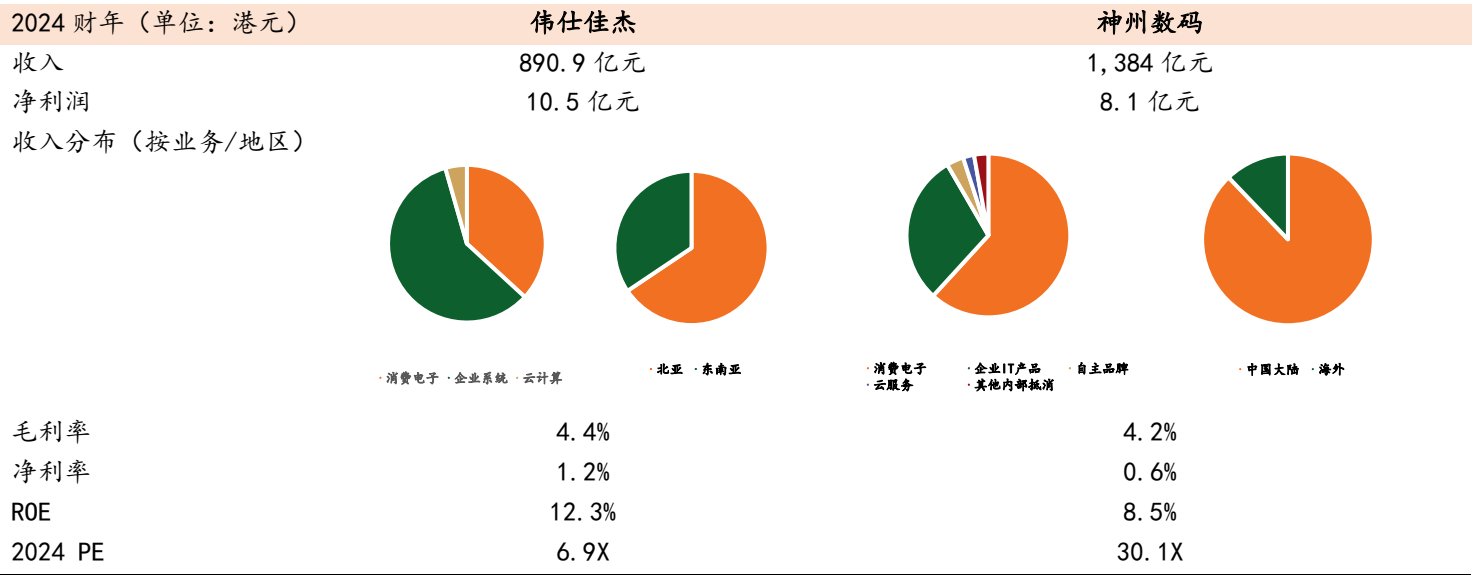


来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部

云计算业务大有可为，潜在估值提升潜力巨大

我们对比同属 IT 产品分销领先企业的神州数码，其早于 2017 年底收购了云管理公司上海云角，开始聚焦发力云管理服务商。虽然公司整体收入规模尚不及神州数码，但净利润已赶超神州数码，且盈利能力极具优势。估值方面，公司大幅低于同业，我们认为未来随着公司云计算业务的高速发展，潜在估值提升空间巨大。

图表 22. 中国 IT 分销同业可比



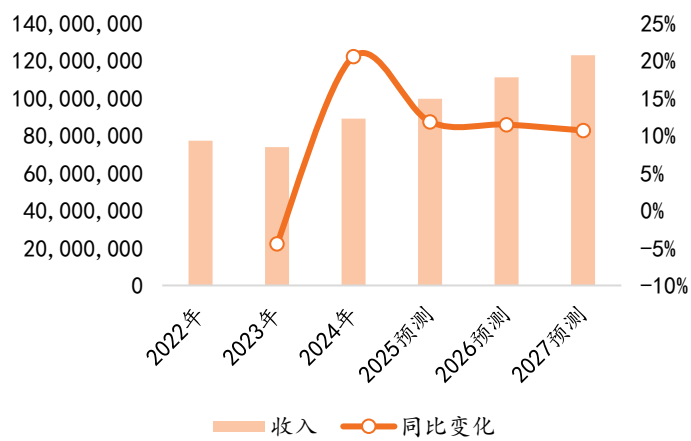
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

财务分析预测

总收入健康增长

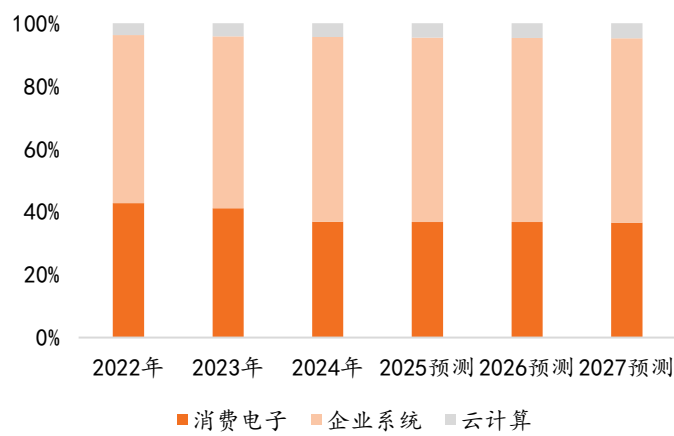
我们预计公司 2025 年/2026 年/2027 年收入将增长至 996.5 亿/1,110.9 亿/1,229.6 亿港元，期间 3 年的年复合增长率约为 11.3%。收入分布占比，消费电子业务及企业系统业务仍贡献公司大部分收入，但云计算业务的收入占比将持续提升，占比接近 5%。

图表 23. 公司收入预测 (千港元)



来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部预测

图表 24. 公司各业务分部变化

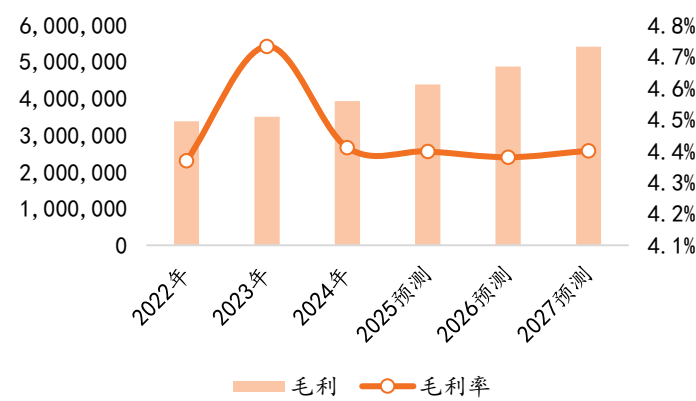


来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部预测

毛利率维持稳定

我们预计公司 2025 年/2026 年/2027 年毛利将增长至 43.8 亿/48.7 亿/54.1 亿港元，对应的毛利率均稳定在 4.4%。

图表 25. 公司毛利及毛利率预测 (千港元)



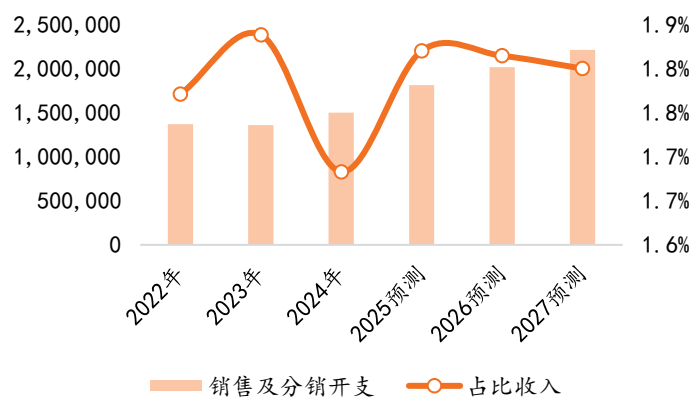
来源: 公司资料, 平安证券(香港)研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

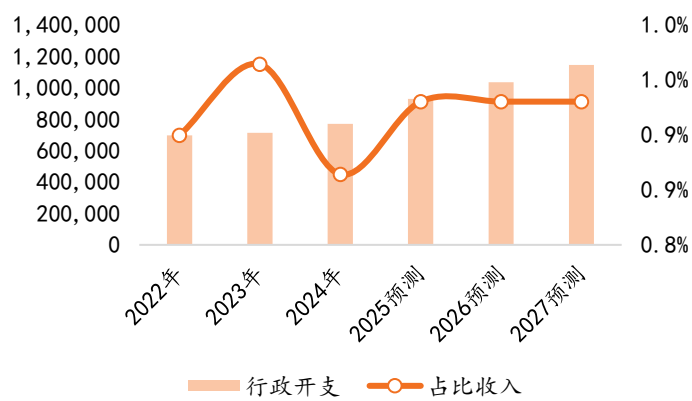
费用开支维持稳定

我们预计未来 3 年公司费用开支保持稳定水平，分别来看，公司 2025 年/2026 年/2027 年的销售及营销开支预计将达到 18.1 亿/20.2 亿/22.1 亿港元，行政开支预计将达到 9.3 亿/10.3 亿/11.4 亿港元。

图表 26. 公司销售及营销开支预测 (千港元)



图表 27. 公司行政开支预测 (千港元)



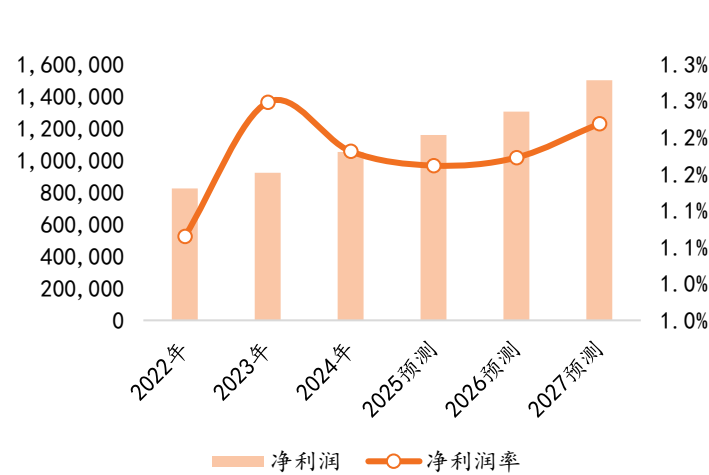
来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

净利润稳健提升

我们预计公司 2025 年/2026 年/2027 年净利润将增长至 11.6 亿/13 亿/15 亿港元，对应的净利润率均维持约 1.2%。

图表 28. 公司净利润及净利润率预测 (千港元)



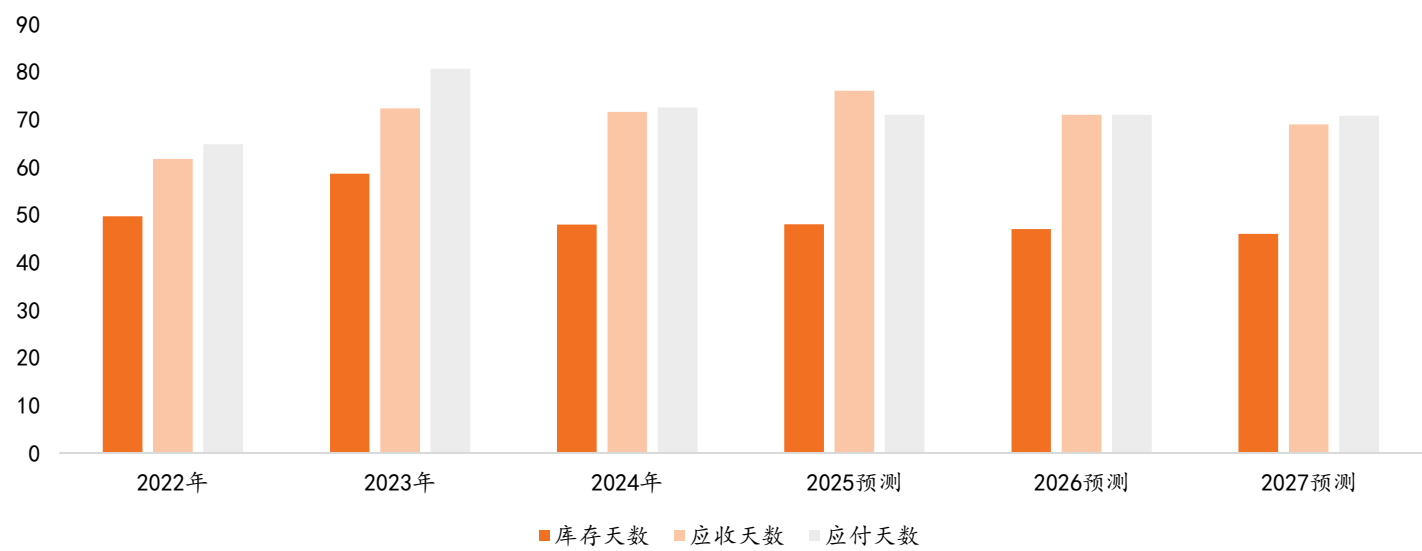
来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

营运资金保持稳定健康水平

我们预计未来 3 年公司存货周转天数、贸易应收款项周转天数、贸易应付款项周转天数均保持稳定水平，2025 年/2026 年/2027 年的存货周转天数将达 48 天/47 天/46 天，贸易应收款项周转天数将达 76 天/71 天/69 天，贸易应付款项周转天数将达 71 天/71 天/71 天。

图表 29. 公司存货周转天数、贸易应收款项周转天数、贸易应付款项周转天数预测



来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 30. 损益表(百万港元) 年结日 12 月 31 日

损益表	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	77,324	73,891	89,086	99,649	111,086	122,955
销售成本	-73,946	-70,395	-85,157	-95,266	-106,220	-117,545
毛利	3,378	3,497	3,929	4,383	4,865	5,410
其他净收入	15	9	39	16	18	20
销售及分销开支	-1,369	-1,358	-1,499	-1,814	-2,016	-2,213
行政开支	-696	-712	-770	-927	-1,033	-1,143
经营溢利	1,328	1,435	1,699	1,658	1,835	2,074
财务费用	-258	-340	-404	-310	-310	-310
分占联营公司溢利	15	75	61	61	61	61
分占合营企业亏损	-3	-8	0	0	0	0
税前溢利	1,082	1,162	1,356	1,409	1,585	1,824
税项	-259	-240	-240	-252	-283	-326
年/期内亏损	823	922	1,116	1,157	1,302	1,498
净利润	823	922	1,052	1,157	1,302	1,498
每股基本盈利 (港仙)	58.15	65.62	75.67	80.57	90.66	104.31
每股股息 (港仙)	17.00	19.26	21.98	24.18	27.21	31.30

来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

图表 31. 资产负债表(百万港元) 年结日 12 月 31 日

资产负债表	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房和设备	918	909	978	994	1,025	1,043
无形资产	356	355	346	346	346	346
递延税项资产	166	146	159	159	159	159
其他	685	725	794	855	915	976
非流动资产总额	2,125	2,135	2,277	2,353	2,445	2,524
贸易及其他应收账款	14,338	15,229	18,312	20,428	22,712	25,071
存货	10,072	11,309	11,190	12,528	13,678	14,814
现金及现金等价物	3,829	3,325	3,948	4,908	5,319	5,701
流动资产总额	32,642	32,885	36,111	39,679	42,099	45,252
股本	145	144	144	144	144	144
储备	7,513	8,079	8,496	9,338	10,293	11,400
权益总额	7,658	8,223	8,872	9,713	10,668	11,776
租赁负债	117	209	277	277	277	277
递延税项负债	36	31	31	31	31	31
其他	1,450	1	1,383	1,383	1,383	1,383
非流动负债总额	1,604	241	1,691	1,691	1,691	1,691
贸易及其他应付款项	14,116	12,934	15,593	17,392	19,332	21,328
合约负债	449	559	571	571	571	571
借贷	6,975	8,104	7,864	7,864	7,864	7,864
其他	3,964	4,959	3,798	4,802	4,420	4,547
流动负债总额	25,505	26,556	27,826	30,628	32,186	34,310

来源：公司资料，平安证券（香港）研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 32. 现金流量表(百万港元) 年结日 12 月 31 日

现金流量表	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年/期内亏损	1,082	1,162	1,356	1,409	1,585	1,824
折旧及摊销	138	114	118	119	122	125
贸易及其他应收款项以及递延开支增加	1,966	-2,344	-1,228	-1,269	-860	-1,635
存货减少/(增加)	-735	-1,236	749	-1,339	-1,150	-1,136
贸易及其他应付款项以及合约负债增加/(减少)	-2,393	2,930	802	2,803	1,558	2,124
其他	10	14	25	-18	-52	-96
经营活动产生的现金净额	67	640	1,822	1,705	1,204	1,206
购买物业、厂房和设备的付款	-22	-39	-131	-123	-141	-131
已收联营公司股息	23	59	25	0	0	0
其他	-1,059	118	-195	16	18	20
投资活动所得现金净值	-1,057	138	-301	-107	-122	-111
已付租赁租金资本部分	-131	-111	-152	-11	-13	-12
其他	1,705	-1,263	-685	-626	-658	-701
融资活动所用之现金净值	1,574	-1,373	-837	-637	-670	-713
现金及现金等价物增加/(减少) 净值	584	-596	684	961	411	382
年/期初的现金及现金等价物	3,247	3,246	2,649	3,015	3,975	4,386
外币汇率变动的影响	-585	-1	-318	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,246	2,649	3,015	3,975	4,386	4,768

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

图表 33. 重要比率 年结日 12 月 31 日

重要比率	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长						
收入	-1.3%	-4.4%	20.6%	11.9%	11.5%	10.7%
毛利	-7.2%	3.5%	12.4%	11.5%	11.0%	11.2%
净利润	-37.4%	12.0%	14.1%	10.0%	12.5%	15.1%
盈利比率						
毛利率	4.4%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
净利率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
ROA	2.4%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.1%
ROE	11.3%	11.7%	12.3%	12.4%	12.6%	13.1%
运营周转天数						
库存天数	50	59	48	48	47	46
应收天数	62	72	72	76	71	69
应付天数	65	81	73	71	71	71
运营周转天数	47	50	47	53	47	44

来源: 公司资料, 平安证券(香港) 研究部预测

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

估值

综合 DCF 及 PE 估值法，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 9.16 港元

我们认为以 DCF 为代表的绝对估值法可以反应公司内在价值，应作为参考基准。假设 WACC 及永续增长率分别为 12.9%及 2%，计算得到公司估值为 131.6 亿港元，对应 11.4 倍/10.1 倍 2025 年/2026 年目标 PE，轻微高于历史均值+1 标准差（9.9 倍），但远低于历史最大值（14.2 倍），给予目标价 9.16 港元，潜在升幅达 46.6%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

同时考虑到 DCF 估值法假设较多，较为长期，受折现率影响较大，所以我们亦采用 PE 相对估值法进行交叉检验。我们选取神州数码及新聚思作为主要可比公司参考，同业平均估值 PE 市盈率 2025E 13.8 倍，2026E 11.9 倍，公司对应估值仍落于合理区间。

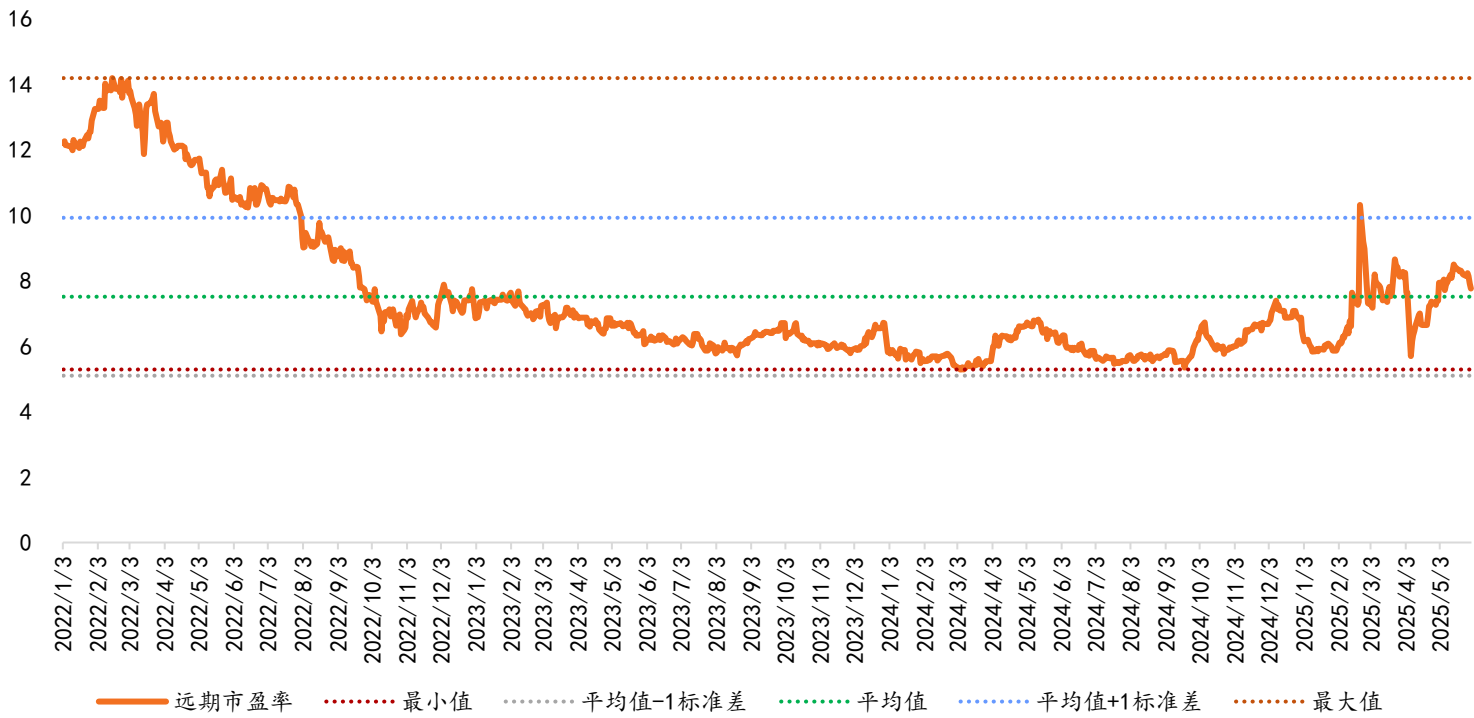
图表 34. 同业可比公司估值

股票代码	公司	市值 亿港元	P/E FY24E	P/E FY25E	P/E FY26E
000034 CH EQUITY	神州数码	287.3	30.1	17.3	14.7
SNX US EQUITY	新聚思	798.5	13.9	10.3	9.1
	平均		22.0	13.8	11.9

来源：彭博一致预期，平安证券（香港）研究部，数据更新至 2025 年 5 月 31 日。

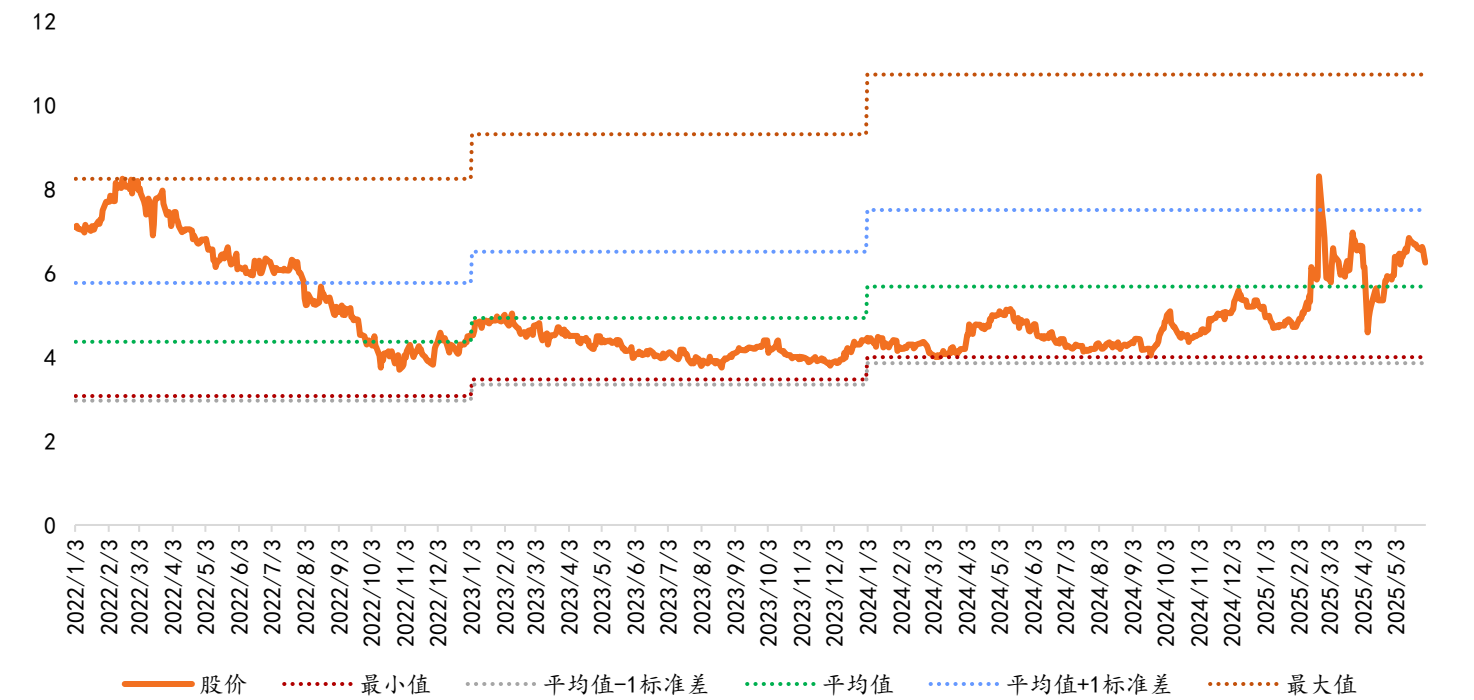
如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

图表 35. 公司 PE BAND



来源: Bloomberg, 平证证券(香港) 研究部

图表 36. 公司 PRICE BAND

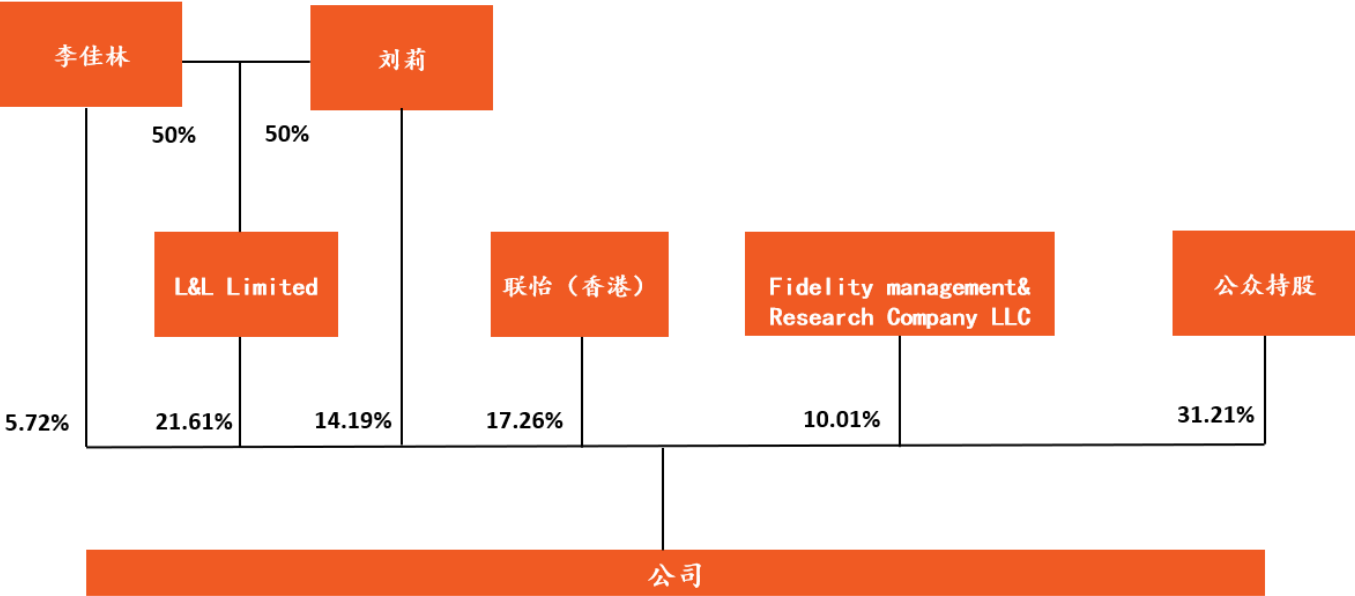


来源: Bloomberg, 平证证券(香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

附录
股权架构

图表 37. 公司股权架构图



来源：公司资料，Wind，平安证券（香港）研究部

公司发展里程碑

年份	里程碑
1991 年	公司成立
2002 年	在香港主板上市
2007 年	通过收购新加坡佳杰科技有限公司，跻身亚太区前三大 IT 产品分销商
2008 年	获日立硬盘产品的中国代理权
2010 年	授权在中国分销苹果 iPad
2014 年	宣布成为索尼 PlayStation 4 及 PlayStation Vita 中国区总代理 与华为再度合作，成为华为最新款家庭消费类产品“荣耀立方”中国总代理 于中移动 2014 年 PC 服务器集采中标，及成为美国 Ubiquiti Networks 产品亚太区代理分销商
2015 年	与阿里巴巴达成 B2B 战略合作 宣布成为华为智能手机中国区行业代理
2016 年	成为亚马逊 Kindle 电子阅读器中国区行业代理合作伙伴
2017 年	与清华控股成立合资公司，深度融合“科技+金融”，打造全新生态
2018 年	集团凭借营业额 625 亿港元荣登《财富》中国 500 强 177 位
2019 年	宣布成为阿里云全国总经销商及 MSP 核心合作伙伴 纳入港股通股票名单
2020 年	收购云星数据核心产品 RightCloud，云计算服务飞跃式发展
2021 年	携手华为云在云计算领域全方位合作，“华为优先”战略扬帆起航
2022 年	伟仕佳杰荣获华为云 CTSP 认证
2023 年	佳杰云星获评北京市“创新型中小企业” 佳杰云星获华为云优秀软件伙伴奖 佳杰云星荣获华为鲲鹏应用创新大赛“应用使能贡献奖”
2024 年	与马斯克的星链 Starlink 服务在印尼正式启动 成为博通 VMware 中国区唯一授权总代理
2025 年	伟仕佳杰 AI 算力管理与调度平台实现与 DeepSeek 适配 伟仕佳杰（新加坡）荣获英伟达“2024 年度网络业务经销商奖”

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

管理层简介

李佳林先生，创办人之一及公司主席、行政总裁兼执行董事，年龄 63 岁，李先生毕业于清华大学，拥有电子工程学士学位和工商管理硕士学位，清华五道口金融学院 EMBA。李先生同时出任清华五道口香港 EMBA 创会会长，香港清华同学会永久会长，中国高等院校香港校友会联合会常务副会长、居港大陆海外学人联合会常务副会长、联合国全球城市信息化论坛专家咨询委员会委员、清华伯克利深圳学院 (TBSI) 产业顾问委员会委员等社会职务。曾获得“国家科技进步三等奖”，并荣膺中国信息产业经济年会颁发的“中国信息产业十年风云人物”。

王伟炘先生，执行董事兼首席财务总监，年龄 53 岁，负责公司整体财务管理。王先生持有伦敦大学学院经济学学士学位及伦敦政治经济学院资讯系统分析、设计和管理学硕士学位。王先生为英格兰及威尔斯特许会计师协会及香港会计师公会资深会员。

李玥先生，执行董事，年龄 36 岁，负责公司投资及基金管理等事宜。李先生持有美利坚合众国芝加哥大学之经济学文学士学位，为 CFA 特许资格认证持有人，特许金融分析师协会及香港财经分析师学会会员。

陈海洲先生，执行董事，年龄 55 岁，陈先生持有美利坚合众国威斯康辛（麦迪逊校区）大学之电机工程学士学位。陈先生于个人电脑及半导体行业积逾 20 年经验。陈先生现为公司附属公司伟仕佳杰（香港）有限公司之产品管理高级副总裁。于 2005 年加入公司前，陈先生担任 Advanced Micro Devices 的分销总监，负责中国及香港区的分销业务。

顾三军先生，执行董事，年龄 54 岁，顾先生于资讯科技领域拥有丰富经验并于公司累计超过 15 年运营经验。顾先生曾于 2000 年至 2008 年间，担任公司软件部总经理，其后，于 2016 年再次加入公司。顾先生目前担任公司大中华区行政总裁，负责中国区的整体业务发展及实现公司的战略目标。此前，顾先生曾任职于广州新太技术、英迈国际（中国）及北大方正集团等多家大型企业。顾先生毕业于中国北京工业大学，持有应用数学学士学位。

图表 38. 本报告正文中涉及上市公司股票代码一览

公司简称/股份名称	股票代码
腾讯	700. HK
中科曙光	603019. CH
惠普	HPQ. US
戴尔	DELL. US
西部数据	WDC. US
微软	MSFT. US
苹果	AAPL. US
索尼	SONY. US
希捷	STX. US
海光信息	688041. HK
易昆尼克斯 Equinix	EQIX. US
万国数据 GDS	9698. HK/GDS. US
华硕	2357. TW
科大讯飞	002230. CH
YTL	4677. KL
创维	751. HK
联想	992. HK
谷歌	GOOGL. US
亚马逊	AMZN. US
小米	1810. HK
阿里巴巴	9988. HK/BABA. US
NTT	9432. JP
英伟达	NVDA. US
神州数码	000034. CH
新聚思	SNX. US
Ubiquiti	UI. US
CMC Corp	CMG. VN
中国移动	941. HK/600941. CH
中国电信	728. HK/601728. CH
英迈科技	INGM. US
Advanced Micro Devices	AMD. US
博通	AVGO. US

来源: Bloomberg, 平安证券(香港) 研究部

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

免责声明

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：1) 所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人(“该公司”)及其证券当时的市场分析的个人意见。2) 其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港证监会持牌人操守准则所适用的范围及相关定义，分析员确认本人及其有联系者均没有(1)在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；(4)持有本研究报告所评论的发行人任何财务权益。

免责声明

本报告由平安证券(香港)有限公司(下称“平安证券(香港)”)提供。平安证券(香港)已获取香港证券及期货事务监察委员会(“SFC”)第 1 类(证券交易)和第 4 类(就证券提供意见)受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平安证券(香港)认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平安证券(香港)并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承担任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。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。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证，此外任何价格并不一定能够反映平安证券(香港)以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由平安证券(香港)研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易(包括涉及金融衍生工具的交易)会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，谨请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问(如需)，以评估投资建议是否合适。

平安证券(香港)有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司(下统称“中国平安证券(香港)集团”)可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等于或高于该公司的市场资本值的 1%或该公司就新上市已发行股本的 1%。一位或多位中国平安证券(香港)集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。中国平安证券(香港)集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等(不包括分析员)，将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具(包括期权和认股权证)；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。中国平安证券(香港)集团成员公司曾任本报告提及的任何机构所公开发售证券的联席保荐人、联席环球协调人和联席账簿管理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。中国平安证券(香港)集团成员公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平安证券(香港)可保留一切相关权利。

投资评级系统公司(由平安证券(香港)建构。其“投资评级指数”及“行业投资评级指数”之百份比数据只反映平安证券(香港)对该评级及指数之自家建议, 只作参考用途。)

股票投资评级	备注
强烈推荐	预计 6 个月内, 股价表现强于恒生指数 20%以上
推 荐	预计 6 个月内, 股价表现强于恒生指数 10%至 20%之间
中 性	预计 6 个月内, 股价表现相对恒生指数在±10%之间
回 避	预计 6 个月内, 股价表现弱于恒生指数 10%以上
行业投资评级	备注
强于大市	预计 6 个月内, 行业指数表现强于恒生指数 5%以上
中 性	预计 6 个月内, 行业指数表现相对恒生指数在±5%之间
弱于大市	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

地址: 香港中环皇后大道中 99 号中环中心 36 楼 3601 室
电话: (852) 37629688
电邮: research.pacshk@pingan.com
平安证券(香港) 2025 版权所有。保留一切权利。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发, 该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料, 应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议, 平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。