

评级  
推荐

目标价  
13.60 港元

1H25 业绩略超预期，  
东南亚及云计算增长动能强劲

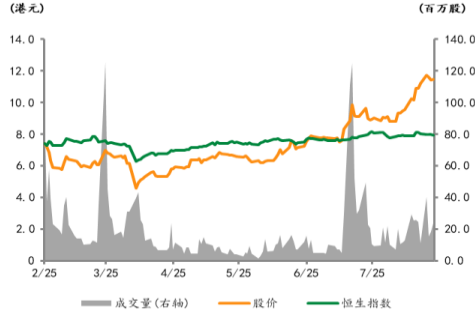
分析师

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

基本资料

现价: 11.51 港元  
H 股市值: 16,469 百万港元  
52 周股价波幅: 4.01-12.22 港元  
近 3 个月日均成交额: 154.7 百万港元  
来源: 彭博, 数据更新至 2025 年 8 月 22 日

股价表现



来源: 彭博, 数据更新至 2025 年 8 月 22 日

相关报告

伟仕佳杰 (856. HK) 首次覆盖: 逐浪东南亚, 估值坐看云起。(评级: 强烈推荐, 目标价: 9.16 港元)

- ▲ **1H25 业绩略超预期。**1H25 公司收入同比增长 13.6%至人民币 455.2 亿元, 略超我们预期; 毛利同比增长 21.9%至 21.6 亿元, 毛利率同比提升 0.4 个百分点至 4.8%; 净利润同比增长 34.7%至 6.1 亿元, 主要由于收入增速加快、毛利率提升, 略优于我们预期。库存天数由去年同期 49 天下降至 48 天; 应收天数维持在 70 天水平, 应付天数由去年同期 66 天下降至 65 天, 运营周转天数维持在 53 天水平, 运营管理水平及资金周转能力持续保持稳健水平。
- ▲ **东南亚业绩加速启动, 多市场增长火力全开。**1H25 公司东南亚业绩表现亮眼, 收入同比增长 22.5%至 167.4 亿元, 分市场来看, 泰国、菲律宾、马来西亚、印尼分别同比增长 50.4%、45.4%、31.3%及 29.9%, 各区域均保持强劲增长势头。公司依托东南亚渠道优势, 持续助力中国企业出海, 同期国产品牌收入同比增长 35%, 其中华为业务表现突出, 整体同比增长 46%, 细分市场中, 印尼、菲律宾同比增长均超两倍, 渠道赋能成效显著。
- ▲ **云计算业务增速亮眼, 多维度布局显增长活力。**1H25 公司云计算收入同比高速增长 67.9%至 26.2 亿元, 其中亚马逊云、阿里云业务表现尤为突出, 同比增幅分别高达 293%、156%。公司自 2024 年 5 月成为 VMware 独家总代理后, 其建立合作伙伴报备系统、优化激励政策并拓展区域覆盖, 业绩同比增长 295%。公司旗下佳杰云星同期业绩同比增长 63%。依托在多云管理、AI 算力管理等领域的技术积累与实践经验, 为客户提供定制化解决方案, 已服务 7 个国家级智算中心, 并成功中标鹏城云脑算力调度等多个重点项目, 市场竞争力持续凸显。目前公司正筹备上线多云管理平台社区版, 计划为客户提供轻量化服务与高性价比产品, 进一步完善服务生态。
- ▲ **上调目标价至 13.60 港元, 给予“推荐”评级。**公司 1H25 整体业绩略超我们预期, 因此轻微上调盈利预测, 25/26 年 EPS 分别为 0.89/1.00 元, 目标价上调至 13.60 港元, 对应 15.2 倍/13.6 倍的 25E/26E 市盈率, 目标价相对现价仍有 18.2%升幅, 给予“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 | 100,439 | 111,996 | 124,007 |
| 同比增长        | -1.3%  | -4.4%  | 20.6%  | 12.7%   | 11.5%   | 10.7%   |
| 毛利          | 3,378  | 3,497  | 3,929  | 4,555   | 5,058   | 5,583   |
| 毛利率         | 4.4%   | 4.7%   | 4.4%   | 4.5%    | 4.5%    | 4.5%    |
| 净利润         | 823    | 922    | 1,052  | 1,281   | 1,440   | 1,617   |
| 同比增长        | -37.4% | 12.0%  | 14.1%  | 21.8%   | 12.4%   | 12.3%   |
| 净利润率        | 1.1%   | 1.2%   | 1.2%   | 1.3%    | 1.3%    | 1.3%    |
| 每股基本盈利 (港仙) | 58.15  | 65.62  | 75.67  | 89.19   | 100.24  | 112.56  |
| 每股股息 (港仙)   | 17.00  | 19.26  | 21.98  | 26.77   | 30.08   | 33.78   |
| 股息率         | 3.8%   | 4.4%   | 4.2%   | 4.3%    | 4.8%    | 5.4%    |

来源: 公司资料、平安证券 (香港) 研究部预测

图表 1. 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  | 100,439 | 111,996  | 124,007  |
| 销售成本        | -73,946 | -70,395 | -85,157 | -95,884 | -106,938 | -118,424 |
| 毛利          | 3,378   | 3,497   | 3,929   | 4,555   | 5,058    | 5,583    |
| 其他净收入       | 15      | 9       | 39      | 16      | 19       | 20       |
| 销售及分销开支     | -1,369  | -1,358  | -1,499  | -1,828  | -2,032   | -2,232   |
| 行政开支        | -696    | -712    | -770    | -934    | -1,042   | -1,153   |
| 经营溢利        | 1,328   | 1,435   | 1,699   | 1,809   | 2,002    | 2,218    |
| 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   | 1,560   | 1,753    | 1,968    |
| 税项          | -259    | -240    | -240    | -279    | -313     | -352     |
| 年/期内亏损      | 823     | 922     | 1,116   | 1,281   | 1,440    | 1,617    |
| 净利润         | 823     | 922     | 1,052   | 1,281   | 1,440    | 1,617    |
| 每股基本盈利 (港仙) | 58.15   | 65.62   | 75.67   | 89.19   | 100.24   | 112.56   |
| 每股股息 (港仙)   | 17.00   | 19.26   | 21.98   | 26.77   | 30.08    | 33.78    |

来源: 公司资料, 平安证券 (香港) 研究部预测

图表 2. 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 | 20,590 | 22,898 | 25,286 |
| 存货        | 10,072 | 11,309 | 11,190 | 12,609 | 13,770 | 14,925 |
| 现金及现金等价物  | 3,829  | 3,325  | 3,948  | 4,928  | 5,431  | 5,882  |
| 流动资产总额    | 32,642 | 32,885 | 36,111 | 39,944 | 42,481 | 45,743 |
| 股本        | 145    | 144    | 144    | 144    | 144    | 144    |
| 储备        | 7,513  | 8,079  | 8,496  | 9,461  | 10,517 | 11,702 |
| 权益总额      | 7,658  | 8,223  | 8,872  | 9,837  | 10,892 | 12,077 |
| 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 | 17,507 | 19,465 | 21,490 |
| 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  | 4,829  | 4,443  | 4,574  |
| 流动负债总额    | 25,505 | 26,556 | 27,826 | 30,770 | 32,343 | 34,498 |

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 3. 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  | 1,560  | 1,753  | 1,968  |
| 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 | -1,433 | -872   | -1,657 |
| 存货减少/(增加)              | -735   | -1,236 | 749    | -1,420 | -1,161 | -1,155 |
| 贸易及其他应付款项以及合约负债增加/(减少) | -2,393 | 2,930  | 802    | 2,944  | 1,573  | 2,156  |
| 其他                     | 10     | 14     | 25     | -45    | -82    | -122   |
| 经营活动产生的现金净额            | 67     | 640    | 1,822  | 1,725  | 1,333  | 1,315  |
| 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     | 19     | 20     |
| 投资活动所得现金净值             | -1,057 | 138    | -301   | -107   | -122   | -110   |
| 已付租赁租金资本部分             | -131   | -111   | -152   | -11    | -13    | -12    |
| 其他                     | 1,705  | -1,263 | -685   | -626   | -695   | -742   |
| 融资活动所用之现金净值            | 1,574  | -1,373 | -837   | -637   | -708   | -754   |
| 现金及现金等价物增加/(减少) 净值     | 584    | -596   | 684    | 980    | 503    | 450    |
| 年/期初的现金及现金等价物          | 3,247  | 3,246  | 2,649  | 3,015  | 3,995  | 4,498  |
| 其他                     | -585   | -1     | -318   | 0      | 0      | 0      |
| 年末现金及现金等价物             | 3,246  | 2,649  | 3,015  | 3,995  | 4,498  | 4,949  |

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。

## 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，敬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。