

买入

2026年1月23日

光纤光缆龙头，景气复苏最为受益

► **业绩上行在即：**公司是全球光纤光缆行业的龙头，光纤预制棒、光纤、光缆份额常年保持全球第一。“PCVD+VAD+OVD”三大主流预制棒制备工艺，棒纤缆一体化程度最高，成本控制能力强。公司2025年上半年业绩承压，但电信市场光纤光缆的量价双降下行趋势已近尾声，公司将充分受益于国内周期筑底回暖、海外扩张对冲、AI算力拉动需求升级，即将进入业绩上行期。

► **受益行业景气复苏，结构升级：**2023-2024年国内运营商普缆低价招标阶段基本结束，电信领域光纤光缆需求触底企稳，AI和数据中心建设催生长距离低衰减光纤 G.654E 和数据中心内连多模光纤需求大增，长飞在这两类光纤品类竞争优势突出，有望充分受益AI/数通领域光纤量价齐升；海外市场需求景气度优于国内，尤其是新兴市场 FTTH 和 4/5G 渗透率低，正处于网络建设加速期，长飞在海外已有八大生产基地（如印尼、波兰、巴西、南非等），海外市场增长动能充分。

► **引领光纤光缆技术升级，转型光电科技平台型企业：**空芯光纤有望成为未来数据超低延时、超低衰减和超大容量传输的首选方案，长飞布局领先，已率先实现空芯光纤商用线路应用，有望最早实现规模量产；此外长飞已形成了光互联组件、第三代半导体、工业激光、海洋工程和高纯石英材料等多元化板块布局，构建了跨越通信、电力、半导体三大万亿级赛道的业务矩阵。

► **目标价 65 港元，买入评级：**在 AI 算力需求驱动的背景下，公司充分受益光纤需求升级以及海外市场高景气度，光纤光缆及光互联组件产品有望持续量价齐升，开始盈利上行周期，我们预计公司 2025-27 年收入为 144/167/193 亿元，净利润为 9.2/16/21.9 亿元，给予未来十二个月目标价 65 港元，对应 2025-27 年 48/28/20 倍预测市盈率，维持买入评级。

*风险提示：国内电信市场光缆价格战持续

黄佳杰
+ 852-25321599
harry.huang@firstshanghai.com.hk1

主要资料

行业	通讯业
股价	52.05 港元
目标价	65.00 港元 (+24.9%)
股票代码	06869.HK
已发行股本	8.28 亿股
总市值	436.31 亿港元
52 周高/低	65.00 港元/12.22 港元
每股净资产	18.61 元
主要股东	中国华信邮电 23.73% 武汉长江通信 15.82%

表 1：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (人民币百万元)	13,353	12,197	14,403	16,721	19,349
变动	-3.5%	-8.7%	18.1%	16.1%	15.7%
股东净利润 (人民币百万元)	1,297	676	924	1,606	2,193
基本每股收益 (人民币元)	1.71	0.89	1.22	2.12	2.89
变动	10.9%	-47.9%	36.7%	73.9%	36.6%
市盈率@52.05港元 (倍)	27.6	53.1	38.8	22.3	16.3
每股派息 (元)	0.514	0.268	0.366	0.636	0.868
息率 (%)	1.12	0.58	0.80	1.39	1.90

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

2025 年全球光纤光缆需求温和复苏，AI/数据中心需求强劲，驱动光纤光缆结构升级，长飞将充分受益景气度回暖。

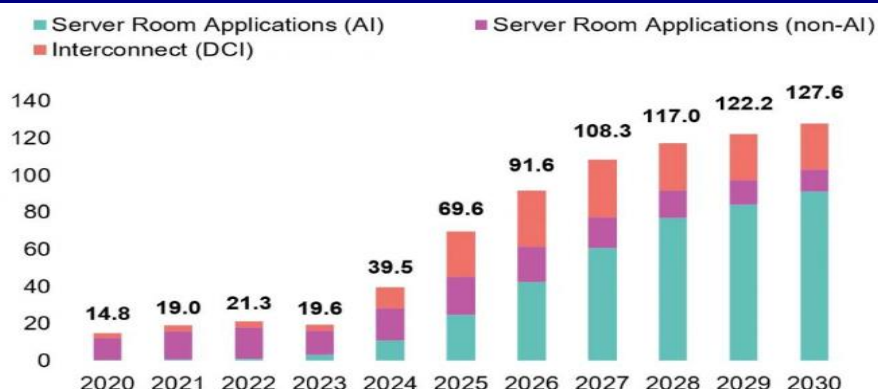
中国市场需求筑底，价格企稳回升

国内光纤光缆市场在 2021-2022 年的 5G 建设高峰后，进入显著的周期性调整阶段，普通光缆需求受制于 FTTH（光纤到户）渗透率饱和与 5G 基站建设放缓，呈现出“量价双降”的局面。2025 年中国光纤光缆市场开始筑底复苏，2025 年上半年的国内光纤光缆产量降幅收窄至 2.9%（2024 年产量降幅高达 18.2%），2025 年前 11 月三大运营商光纤光缆集采规模超过 1.82 亿芯公里，集采规模创近三年新高。光纤价格也从 2025 年开始企稳回升，G.652D 裸光纤散纤市场价年底已回升超过 50%，处于 25 元/芯公里价格区间，2026 年 1 月散纤价格已超过 30 元每芯公里，G.652D 光纤已开始出现结构性短缺现象。

长飞受益中国光纤光缆市场结构升级

在“东数西算”工程与 AI 智算中心建设的双轮驱动下，三大运营商在 2026 年将重点推进骨干网升级与算力网络、AI 智算中心的建设，并持续减少对 5G 基站、FTTH 等传统基建投资，相应的普通光纤产品（G.654D）需求预计持续缓降，而 G.654E、OM5 等新型光纤以及多模光纤需求快速增长。2025 年 6 月，中国移动启动 G.654.E 光缆集采（对应 2025-2027 年需求），采购规模 314 万芯公里，相较于其前次 2023 年 9 月集中采购的需求总量增长约 156%，长飞在该次集中采购中中标份额为 50%；2025 年 10 月，中国电信 224 万芯公里的 G.654E 光缆集采，长飞以最大份额中标；此外由于 AI 大模型的训练依赖于大规模 GPU 集群的并行计算，这对机柜间、服务器间的数据交换速度提出了极高要求，相应带动了数据中心内部服务器之间互联的多模光纤（OM4/OM5）的需求增长，长飞的中高端多模光纤、子公司长芯博创应用于数据中心市场的 MPO 跳线及 AOC 等光互联组件产品均受益于数据中心市场需求。

图表 1：数据中心及 AI 相关光纤光缆需求量变化



资料来源：CRU

图表 2：国内光纤光缆周期变化

年份	产量 (亿芯公里)	同比增速	市场主导逻辑与关键事件
2020	2.89	6.3%	4G建设尾声，疫情初期影响，价格战激烈。
2021	3.22	11.6%	5G大规模建设启动，双千兆战略落地，量价齐升。
2022	3.46	6.6%	周期巅峰，东数西算概念提出，出口需求叠加。
2023	3.23	-6.7%	5G投资退坡，市场进入去库存周期。
2024	2.64	-18.2%	需求断崖，固网投资缩减，市场深度出清。
2025H1	1.25	-2.9%	降幅收窄，进入“L型”底部震荡期，高端需求对冲。

资料来源：国家统计局、三大运营商集采统计、第一上海整理

长飞引领下一代光纤产品—空芯光纤

空芯光纤（HCF）已在 2025 年取得突破性进展，中国电信完成了全球首个百公里级现网试验，预示着超低时延金融专线与量子通信场景的商业化曙光；广东联通在 2025 年底采购了 82 芯公里的空芯光纤，是运营商首次在省级干线层面进行的实质性采购，标志着 HCF 正式进入商用试点阶段。

具备超低时延和超低非线性系数的空芯光纤在以下应用场景优势明显：

1. 金融专线（极致时延）：高频交易（HFT）对时延极其敏感。利用 HCF 构建的证券-交易所专线，每减少 1·微秒时延都意味着巨大的经济价值。这是 HCF 目前最快落地的商业场景；
- 2: 超算中心互联（极致吞吐）：随着智算中心集群化，集群间的互联需要极高的带宽和极低的时延来保证并行计算效率。空芯光纤的高功率承受能力使其成为未来智算集群互联的理想选择。

空芯光纤应用场景需求弹性巨大，但目前其制备工艺复杂，成本依然高昂，短期内不会全面替代实芯光纤，未来随着拉丝工艺的逐步优化（公里级拉丝向几十公里级突破），预计到 2027 年后空芯光纤有望在数据中心内部互联中及城域核心节点实现规模部署。

长飞在空芯光纤已率先实现商业化应用，技术指标和产能全球领先，牵头制定了相关技术标准，并且是少数具备全套原材料制备和拉丝能力的厂商。2025 年 OFC 大会中公布衰减低至 0.05 dB/km、长度突破 20 km 的全球最低衰减光纤，且已经中标多个空芯光纤采购项目。随着制备工艺的完善，我们预计长飞将率先实现空芯光纤的规模销售以及产生明显的业绩贡献。

海外光纤光缆市场高增速

据 CRU，2025 年全球光纤光缆需求总量约为 5.77 亿芯公里，同比增长 5%；其中北美洲市场需求 1.49 亿芯公里，同比增长 17%；亚太市场（不包括中国）需求 0.71 亿芯公里，同比增长 6.6%；西欧市场需求 0.53 亿芯公里，同比增长 2.5%。此外，东欧、中东、中美和南美洲等市场需求也将实现不同程度地增长。2026 年，除中国以外的全球范围内，北美洲、亚太地区（不含中国）及西欧将是最主要的光纤光缆市场之一。

相较国内市场，海外市场仍处于移动通信、固网宽带等基础通信网络的建设和扩容期，同时叠加 AI 智算中心高速互联升级的需求，刺激光纤光缆市场高速增长，中国光纤光缆企业迎来出口机遇期。

长飞已实现全产业链产能出海，把握海外蓝海市场

公司于 2014 年启动国际化战略，目前已在印尼、南非、巴西、波兰、德国、墨西哥等区域建成 8 个生产基地。2025 年上半年，公司实现海外业务收入约人民币 27 亿元，同比增长约 52.8%，且收入结构更为多元化。公司海外业务收入占总收入的比例在 2021 年至 2024 年连续四年稳定在 30% 以上的基础上，进一步提升至 2025 年上半年的 42.3%。

长飞已形成多元化业务矩阵

光互联组件业务核心产品受益 AI 数据中心需求增长，已成为第二增长曲线。长飞旗下长芯博创通过整合长芯盛等子公司，具备了从芯片设计、器件封装到模块制造的全产业链条，形成了覆盖“电信传输 + 数据中心 + 消费电子”的全场景业务版图，其核心产品高速光模块/MPO/AOC/AEC 均受益于 AI 数据中心建设需求。2024 年长芯博创的数据通信、消费及工业互联业务实现销售收入 10.74 亿元，同比增长 87.75%，海外收入占比 44.34%；2025 年上半年，公司光互联组件分部实现收入约人民币 14.4 亿元，同比增长 54.6%；实现毛利率约 40.7%，相较去年同期毛利率增加 18.0 个百分点。其中长芯博创数据通信、消费及工业互联业务实现销售收入 9.76 亿元，同比大增 154.37%，毛利率同比提升 10.4pct 至 45.65%。

工业激光器。长飞子公司长飞光坊专注于高功率光纤激光器，产品涵盖多样化解决方案（如准连续、窄线宽设备）；2025 年收购奔腾激光，扩展产品线至 12kW、20kW、60kW 高功率成套设备，覆盖工程机械、造船及新能源汽车等领域，长飞有望持续受益光纤激光器国产化进程加速。

第三代半导体。据 Yole 报告，2030 年全球碳化硅 SiC 器件市场规模有望达 103 亿美金，2024-30 年有望保持 20% 的复合增长。长飞通过联营公司长飞先进半导体聚焦碳化硅器件，旗下有芜湖和武汉两大基地，其中武汉基地为全国最大碳化硅晶圆厂之一，于 2025 年 5 月正式投产，可年产 36 万片 6 英寸晶圆，满足 144 万辆新能源汽车的制造需求。

石英材料。长飞光学石英元器件研发及产业化项目建设进展顺利，将利用自主研发的技术和设备，通过光纤级高纯合成石英制造平台的延伸，拓展高端石英材料在光学等领域的应用。2025 年 8 月，长飞光学与半导体石英材料研发及产业化配套气体项目正式试产，一期项目主体工程进入试生产阶段。

海缆与海洋工程。根据 GWEC 数据，2024 年全球海风累计装机容量为 83GW，

2024年有望达441GW，25-34年CAGR为21%，其中高压大容量海缆用量需求有望增长，公司于2024年11月完成对长飞海洋科技（原名宝胜海洋工程海缆有限公司）的收购，增强海缆制造与敷设能力，有望受益于国内海上风电高景气。

图表3：公司非光纤光缆业务布局

业务板块	核心战略	运营载体	核心产品与技术	典型应用场景
1. 光器件与光模块	产业链延伸：从芯片设计、器件封装到模块制造的全产业链条能力，覆盖“电信传输+数据中心+消费电子”的全场景业务版图	长芯博创	硅光模块	数据中心
		四川光恒	400G/800G高速数通模块	云计算数据中心
		长飞光系统	PON光模块	5G/F5G通信网络
			PLC光分路器	光纤到户(FTTH)
2. 第三代半导体和新材料	材料协同与跨界：利用在高温工艺和石英材料上的技术积累，切入高景气度的功率半导体赛道。	长飞先进半导体(联营)	碳化硅(SiC)外延片	新能源汽车(800V平台)
			SiC晶圆 SiC功率器件	光伏与储能系统 超级充电桩
		长飞石英技术	高端石英材料	光学部件
3. 工业激光	技术同源扩展：光纤技术的自然延伸，从“通信光纤”转向高功率“能量传输光纤”及激光器。	长飞光坊(收购意大利Ei.En旗下激光业务)	工业级光纤激光器	高端装备制造
			特种增益光纤	金属切割与焊接
			光栅、合束器	增材制造(3D打印)
			激光切割/焊接解决方案	精密加工
4. 海洋工程	高壁垒蓝海：利用光缆制造优势，进军技术门槛高、毛利高的海洋通信与能源传输市场。	长飞宝胜	海底光缆	海上风电井网
			海底电缆	跨洋洲际通信
			光电复合缆	海上石油平台通信
			跨洋通信EPC总包服务	岛屿互联

资料来源：公司资料、第一上海整理

盈利预测与假设

光传输产品。长飞主要业务为光棒-光纤-光缆销售，全球市场正面临需求结构转型，主要需求基本盘仍为电信市场，其中中国触底企稳，海外稳定增长，我们预计全球光纤光缆整体需求增速仍将保持中个位数，AI和数据中心相关产品未来三年复合增速则有望达到19%，而长飞受益于G.654E、多模光纤和空芯光纤等高增长品类的份额优势，以及受益于海外市场需求增长，“棒-纤-缆”出货增速预计将跑赢行业整体，我们预计公司该业务2025-2027年收入分别为88/97/107亿元，同比增速分别为12%/10%/10%，利润率方面，当前主流光纤光缆G.654D光纤均价企稳回升，而长飞深耕主流的光棒光纤制备方式，一体化程度高，规模效益和成本控制能力领先行业，预期其毛利率将逐步提升至30%/32%/34%

光互联组件业务。主要产品为光器件、铜连接等电信和数据中心领域相关产品，相关产品如 MPO 和 AEC 等细分市场均受益于全球 AI 建设而呈现高增长趋势，长飞子公司长芯博创通过绑定海外大客户实现光互联产品的持续高增。我们预计公司光互联组件收入分别 30/41/53 亿元，同比增速分别为 44%/35%/30%，毛利率稳步提升至 40% 区间。

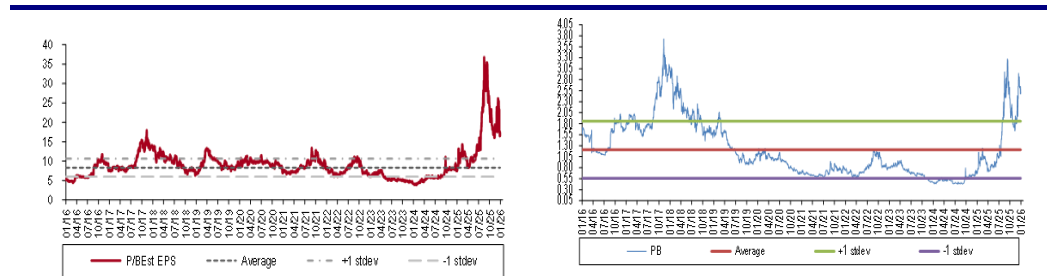
其他业务。长飞多元化业务矩阵各细分业务均处于上行周期，三代半半导体和海洋工程中长期复合增速均有望达到 20%，我们预计其 2025-2027 年收入分别为 24/27/31 亿元，同比增速分别为 22%/15%/15%。

图表 4： 盈利摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
光传输产品	7,867,135	8,824,722	9,707,195	10,677,914
同比	-13%	12%	10%	10%
光互联组件	2,115,990	3,039,884	4,103,843	5,334,996
同比	4%	44%	35%	30%
主营其他	1,933,629	2,357,056	2,710,614	3,117,206
同比	-5%	22%	15%	15%
其他营业收入（材料）	280,655	181,264	199,390	219,329
总收入	12,197,410	14,402,925	16,721,042	19,349,446
同比	-9%	18%	16%	16%
光传输产品毛利	2,492,309	2,631,116	3,063,987	3,597,631
光互联组件毛利	619,382	1,241,621	1,641,537	2,133,998
主营其他毛利	199,440	180,634	216,849	230,753
其他业务毛利	19,273	9,220	9,970	10,444
整体毛利	3,330,000	4,062,591	4,932,343	5,991,972
光传输毛利率	32%	30%	32%	34%
光互联毛利率	29%	41%	40%	40%
主营其他业务毛利率	10.3%	7.7%	8.0%	7.4%
其他营业收入毛利率	6.9%	5.1%	5.0%	4.8%
整体毛利率	27.3%	28.2%	29.5%	31.0%

资料来源：公司资料，第一上海整理，

图表 5： PE-band 和 PB-band (20260122)



资料来源：彭博，第一上海整理

主要财务报表

损益表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	13,353	12,197	14,403	16,721	19,349
毛利	3,272	3,330	4,063	4,932	5,992
销售费用	-502	-489	-576	-669	-735
管理费用	-1,048	-1,042	-1,152	-1,338	-1,509
财务费用	-127	-191	-187	-217	-252
税金及附加	-94	-83	-98	-113	-131
资产减值及处置损失	-240	-295	-199	0	0
投资收益	534	-172	-94	0	0
营业利润	1,219	393	920	1,618	2,223
营业外收入	30	227	156	156	156
营业外支出	-32	-27	-1	-1	-1
税前盈利	1,216	593	1,075	1,773	2,378
所得税	-39	-12	-50	-66	-83
税后净利润	1,177	581	1,025	1,707	2,295
少数股东应占利润	-120	-95	101	101	101
属于股东净利润	1,297	676	924	1,606	2,193
每股净收益 (元)	1.71	0.89	1.22	2.12	2.89
增长					
总收入 (%)	-3.5%	-8.7%	18.1%	16.1%	15.7%
净利润 (%)	11.2%	-47.9%	36.7%	73.9%	36.6%

资产负债表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金	3,896	3,293	3,486	4,928	5,649
应收账款	5,923	5,960	7,062	8,056	9,438
存货	2,941	3,176	3,958	4,175	5,040
总流动资产	14,556	14,617	16,694	19,347	22,315
固定资产	6,732	8,458	9,783	9,774	9,668
无形资产	1,611	1,707	1,459	1,368	1,277
总资产	29,142	31,727	33,746	36,038	38,614
短期银行贷款	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
应付帐款及票据	3,156	3,134	3,495	4,062	4,501
其他短期负债	5,926	7,211	7,211	7,211	7,211
总流动负债	9,082	10,345	10,707	11,274	11,712
长期银行贷款	4,855	4,791	5,791	6,291	6,791
其他负债	0	0	0	0	0
总负债	14,745	16,145	16,879	17,946	18,885
少数股东权益	3,090	3,952	4,054	4,155	4,256
股东权益	11,307	11,629	12,276	13,400	14,935
每股净资产	19.05	20.56	22.25	23.87	26.03

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析					
<人民币百万元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	24.5%	27.3%	28.2%	29.5%	31.0%
净利率 (%)	9.7%	5.5%	6.4%	9.6%	11.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-12.6%	-14.1%	-13.3%	-13.3%	-12.9%
实际税率 (%)	-3.2%	-2.0%	-4.7%	-3.7%	-3.5%
派息率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	110.4	125.9	125.9	125.9	125.9
应付账款天数	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
应收账款天数	165.0	165.0	165.0	165.0	165.0
财务状况					
净负债/权益	18.81%	22.45%	26.36%	19.16%	16.37%
收入/总资产	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
总资产/权益	2.6	2.7	2.7	2.7	2.6
ROE	11.5%	5.8%	7.5%	12.0%	14.7%

现金流量表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
税前利润	1,216	593	1,075	1,773	2,378
折旧及摊销	-817	-797	-827	-861	-892
营运现金流	1,514	1,783	815	2,141	1,631
资产购置投资	-2,263	-1,386	-1,000	-500	-500
其他投资活动	-351	-913	-94	0	0
投资活动现金流	-2,614	-2,299	-1,094	-500	-500
负债变化	1,403	581	1,000	500	500
股本变化	-354,918	-520,350	0	0	0
股息	-389	-203	-277	-482	-658
其他融资活动	354,548	519,946	-187	-217	-252
融资活动现金流	643	-25	536	-199	-410
现金变化	-456	-541	257	1,442	721
汇率影响	19	-4	0	0	0
期初持有现金	4,211	3,775	3,230	3,486	4,928
期末持有现金	3,775	3,230	3,486	4,928	5,649

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。