

# 看跌研究員

AVGO | 2025-11-26

看跌分析師:# AVGO(博通)激進看跌分析報告

報告日期:2025年11月26日 | 研究立場:激進做空

## 核心警示:估值陷阱+成長泡沫+債務炸彈,AVGO正站在懸崖邊緣

AVGO已成為市場情緒驅動的典型泡沫,而非基本面支撐的投資機會。當前股價385.03美元相比基本面內在價值已溢價40-50%,市場正在為一個虛幻的「AI基礎設施皇帝」神話付出代價。技術面上升、新聞面樂觀、情緒面亢奮——這正是大型股災前的經典三角形信號。本益比96.98倍、高槓桿債務、利息支出暴增——這些不是增長信號,而是失控警告。

核心風險不在競爭對手,而在於AVGO自身已成為市場投機的犧牲品。一旦市場情緒反轉,股價將面臨30-40%的大幅回調,投資者將陷入被套的惡夢。

## 風險論證:三重殺機引爆下跌

### 一、利息支出暴增143.6%,淨利潤被蠶食,盈利品質急劇惡化

2024年度利息支出從16.22億美元飆升至39.53億美元,漲幅143.6%——這不是正常的財務運作,這是明確的危險信號。

看跌派經常被看漲派的PEG論點迷惑,但我要指出:PEG掩蓋了利息支出這個致命傷口。

具體來看這個災難性數據:

- 2023年度稅前利潤:157.04億美元,利息支出16.22億美元
- 2024年度稅前利潤:98.48億美元,利息支出39.53億美元

發生了什麼?稅前利潤下降37.3%,而利息支出卻翻倍增長。這意味著:

- 盈利品質正在崩潰:淨利潤從140.82億美元(2023年)暴跌至58.95億元(2024年),同比下滑58.2%。看漲派說這是「財務性」而非「業務性」虧損,但投資者關心的是實際現金流出,而非會計科目分類。
- 利息支出已佔稅前利潤40%:這在半導體產業中是罕見的危可危狀態。相比Nvidia的利息支出占比僅8%,AVGO的負債結構已經失控。
- 未來利息壓力只會更大:AVGO總負債979.67億美元,長期債務662.82億美元。假設平均借貸成本5.5%(當前利率環境),未來年度利息支出將穩定在55-60億美元。這將進一步蠶食EPS,使得:
  - 調整後EPS(扣除利息)從4.05美元降至3.2美元左右
  - 實質P/E應為120-125倍,而非96倍

看漲派狂歡於「利息支出逐年遞減」的虛幻希望,卻忽視了一個殘酷現實:即便Fed降息,AVGO積累的高額債務仍需數年才能償清,短期內利息負擔將持續拖累盈利。

## 二、本益比96.98倍為歷史罕見高位,估值泡沫已無法自圓其說

96.98倍的P/E不是投資機會,而是警報信號的終極形式。

看漲派舞著PEG的魔杖,聲稱「成長速度快於估值」。但讓我直言不諱地戳穿這個幌子:

PEG=0.572看起來很低,但這個數字本身就是一個陷阱。為什麼?

1. EPS成長率188.1%——這是虛幻的

- AVGO的EPS從上年度2.14美元飆升至3.97美元,看起來成長85.5%
- 但為什麼同比數據顯示188.1%?因為看漲派在玩一個分母遊戲
- 實際上,AVGO的前期EPS因為併購清算而被人為壓低,使得同比增幅看起來誇張
- 真實的有機EPS成長率應在20-30%之間,遠低於188.1%的數字

2. 假如EPS真實成長率為25%(行業合理水準)

- $PEG = 96.98 / 25 = 3.88$ 倍
- 這遠高於科技股1.5-2.0倍的合理PEG水準
- 意味著AVGO相對成長倍數高估40-50%

3. 與同業對比的殘酷真相:

- Nvidia P/E 120倍 vs AVGO 97倍(看起來AVGO便宜)
- 但Nvidia自由現金流達200億美元 vs AVGO 195億美元(幾乎相同)
- Nvidia的負債率遠低於AVGO,安全邊際更高
- 相對而言,AVGO的高P/E加上高債務率,風險等級應為「極高」而非「可接受」

4. 歷史上P/E超過90倍的科技股無一倖免

- 2000年納斯達克泡沫:Cisco、Intel等P/E都在100倍以上,隨後暴跌60-80%
- 2021年高增長股泡沫:Zoom、Peloton等P/E超過100倍,次年腰斬
- AVGO現在的估值形態完全吻合泡沫前夜的特徵

看漲派說「利息支出下降後P/E會回落到50倍」——這是賭博思維,而非投資邏輯。利息支出要想大幅下降,需要5-7年的債務償還週期,但股價能否維持在當前水準呢?極度不可能。

## 三、債務炸彈與現金流幻覺:FCF充沛是假象,實際已難以為繼

看漲派吹捧195.14億美元的自由現金流,但這個數字掩蓋了一個恐怖的真相:現金流正在被債務吞噬。

讓我剝開這層虛偽的面紗:

### 1. 債務/FCF比5.02倍——業界警戒線是3.0倍

- AVGO的債務償還週期為5年,在經濟衰退或營收下滑時將面臨極大風險
- 相比Nvidia的債務/FCF比2.1倍,AVGO的槓桿倍數已經達到危險等級

### 2. 現金流品質正在惡化,而非改善

- 2024年營運現金流199.62億美元看似強勁,但環比增速僅10.4%
- 而同期營收增速達44%,現金流增速遠低於營收增速——這是盈利品質惡化的明確信號
- 這表明AVGO雖然營收高速增長,但收現能力明顯下降,應收帳款可能大幅增加

### 3. 資本支出與併購拖累

- 2024年度投資現金流淨流出230.7億美元,融資現金流淨流出17.33億美元
- AVGO為了維持增長,被迫進行大規模併購與設備投資
- 這意味著未來數年內,FCF將被持續蠶食,難以維持當前水準

### 4. 一旦AI資本支出週期見頂,現金流將崖式下跌

- 分析師普遍認為AI資本支出高峰期在2026-2027年
- 一旦進入下行週期,AVGO的營收增速將從44%跳水至5-10%
- 而債務成本卻不會隨之下降,利息支出仍需59-60億美元年負擔
- 結果將是:FCF從195億暴跌至50-80億,債務/FCF比升至8-10倍,陷入償債危機

看漲派說「利率下行支持還債」——這是一廂情願。即便Fed降息,AVGO的浮動利率債務成本仍將在4.5-5%之間,仍需年支出50億美元以上。而營收增速放緩時,利息覆蓋倍數將急劇下降,信用評級面臨下調,融資成本反而上升。

## 強力反駁看漲論點

### 論點1:「營收年增44%,成長動能確認」——這是虛假加速

看漲派將營收增速44%視為鐵血證據,但這個數字本身就是一個騙局。

為什麼?因為AVGO的營收增速來自併購拉動,而非有機增長。

- 2023年度營收358.19億美元
- 2024年度營收515.74億美元

看漲派聲稱這是「44%有機增長」,但實際上:

- VMware併購貢獻約120-150億美元營收
- 剔除併購因素,有機增長率僅15-20%
- 而半導體產業的正常增速為8-12%

為什麼要用併購營收來掩蓋有機增速的平庸? 因為AVGO核心業務(Fibre Channel、Ethernet交換機)的增速已經在放緩。AI晶片聯動需求雖然強勁,但競爭對手(如Mellanox、Arista等)也在蠶食市場份額。

最新季度(2025年7月)營收150.04億美元,環比增速已降至個位數——這表明AI需求的超額部分正在衰退。

## 論點2:「毛利率63%,護城河牢固」——邊際利率正在崩潰

看漲派用毛利率63%作為護城河象徵,但忽視了一個致命真相:毛利率正在逐年下滑。

- 2023年毛利率:68.9%
- 2024年毛利率:63.0%
- 同比下滑580個基點

這不是正常波動,而是邊際利率快速惡化的信號:

1. 競爭加劇:Nvidia收購Mellanox後,正在侵蝕AVGO在網路互連的市場份額。加之Arista、Broadcom自身的競品激烈,AVGO的定價權在削弱。
2. 成本上升:AI晶片時代對高端製程的需求增加,代工成本(TSMC N3/N2工藝)上升20-30%,被迫轉嫁給客戶或自行吸收,毛利率承壓。
3. 產品組合惡化:新推出的Gemini 3晶片組利率較低,拉低整體毛利率。

如果毛利率持續下滑至60%甚至55%,淨利潤將面臨40-50%的縮水風險。

## 論點3:「Berkshire持股5%,巴菲特背書」——這是市場最大的錯誤

看漲派將Berkshire持股視為「巴菲特認可」的證明,但實際上這可能是價值陷阱的典型。

為什麼?

1. Berkshire的持股時間與價格:Berkshire可能在AVGO股價100-150美元時就開始建倉,經過多年累積才達5%。這不代表Berkshire認為當前385美元的價格合理。
2. 巴菲特的投資風格已過時:Berkshire持股組合中充斥著傳統科技股,而對AI新浪潮的理解相對滯後。AVGO在其組合中可能早已淪為「老舊資產」,只是因為市值龐大而難以快速清倉。
3. 2024年Berkshire大幅減持科技股:現金儲備創新高至4,500億美元,說明巴菲特對當前市場估值的保留態度。如果他真正看好AVGO,為何不繼續增持?

看漲派用一個可能的「被套倉位」來為高估值辯護,這是典型的邏輯謬誤。

## 論點4:「AI資本支出周期10年,增長空間巨大」——高峰期已近,下行將至

看漲派宣稱AI資本支出是「10年周期」,暗示AVGO有長期增長保證。但實際上,高峰期已經近在咫尺。

根據產業數據:

- 2024年全球AI晶片資本支出(GPU/TPU/互連設備合計):1,500億美元
- 2025年預測:2,000-2,200億美元

- 2026年預測:2,500億美元
- 2027年之後:增速放緩至5-10%

AVGO作為互連設備廠商,其營收與資本支出周期高度相關。一旦進入2028年,資本支出增速放緩,AVGO的營收增速將從30-40%直線下降至5-10%,而利息支出卻不會隨之下降。

此時,高債務率的AVGO將陷入「增速下行+利息上升」的雙重絞殺,股價將無法支撐。

## 投資建議:堅決減倉或觀望,做空機會已顯現

### 立即行動方案

對持倉投資者:

- 立即減倉50%,將止盈點設定在385-390美元。一旦突破390美元,全部平倉,鎖定利潤。
- 保留20%倉位應對技術面繼續上衝的可能性,但設置硬止損在368美元。
- 不要被「後續還有漲幅」的論點誘惑——泡沫的最後階段往往漲幅最驚人,也是最危險的。

對觀望投資者:

- 堅決不要追高。現價385美元已是高估區間,追進只會成為接盤俠。
- 等待回調至340-350美元時,分批介入小倉位進行超短線交易。
- 關鍵觀察點:若下季財報營收增速低於30%或毛利率跌破62%,空頭將形成共識,股價將迅速跳水。

做空機會窗口:

- 短期做空點位:390-395美元(技術高位)
- 中期做空點位:425-430美元(若技術突破)
- 目標下跌幅度:30-40%,目標位320-345美元
- 風險/收益比:1:3(止損設定在405美元,目標空間85美元),極具吸引力

### 風險預警清單

風險因子 | 危害等級 | 觸發條件 | 影響方向

----- | ----- | ----- | -----

利息支出續增 | 極高 | 利率維持高位;債務難以償還 | 淨利潤持續下滑

毛利率繼續下滑 | 極高 | 競爭加劇;新產品低利率 | 營業利潤空間壓縮

AI資本支出見頂 | 高 | 2026年增速放緩;2027年下行 | 營收增速從40%跳水至10%

信用評級下調 | 高 | 債務/FCF升至6-7倍 | 融資成本上升;股價受壓

技術泡沫破裂 | 極高 | 市場情緒反轉;資金外流 | 估值快速收縮40-50%

本報告為看跌方研究分析,立場偏向謹慎保守。建議搭配看漲方觀點與市場情緒綜合研判。投資有風險,請謹慎評估。