



低 PE 不是便宜：周期股的估值要反着读

文 / 0pm.AI · 2026-07-21

思科、北电、康宁到超微电脑，倍数为什么总在盈利顶点骗人

1995 年秋天，美国几家领先的半导体公司交出创纪录的财报，盈利大幅超过市场一致预期。股价没涨。

接下来的三到六个月，其中一些个股跌掉了 50%。盈利预测还在被上调，估值却在坍塌。一份 1997 年初的卖方研究复盘这一幕时写得毫不客气：这种时候，「仅基于市盈率倍数的估值毫无帮助」。

为什么会这样？因为那年所有人都看见了同一件事——新增产能将在 1996 年下半年集中释放。市场提前把这个行业未来的回报率调低了，哪怕眼前的每一份财报都还在创新高。

这就是本篇要讲的那条反直觉的规律：周期股的估值比率，含义和常规股票是反的。**低 PE 往往对应贵，高 PE 往往对应便宜。**

前三篇我们在回答“谁不可替代”。从这一篇开始换问题：不可替代，值多少钱。破法要走在立法前面——先讲清楚 PE 为什么在这类公司身上系统性地骗人，下一篇再谈该拿什么去量。

毒不在价格，在分母

PE 的分子是价格，分母是盈利。麻烦几乎全在分母。

看美光科技(Micron)一组来自监管申报文件的数字。2018 到 2019 两个财年（其财年截至每年 8 月末前后，与自然年不同步），营收从 303.9 亿美元降到 234.1 亿美元，跌 23.0%。

同期 GAAP 净利润从 141.4 亿美元降到 63.1 亿美元，跌 55.4%；摊薄每股收益从 11.51 美元降到 5.51 美元。

营收只跌两成，每股收益跌掉一半还多。

固定成本摆在那里，价格一松动，利润的降幅被放大好几倍。

放大器在上行期给你惊人盈利，下行期一样忠实地反着来。

于是有了一个算术上的后果。

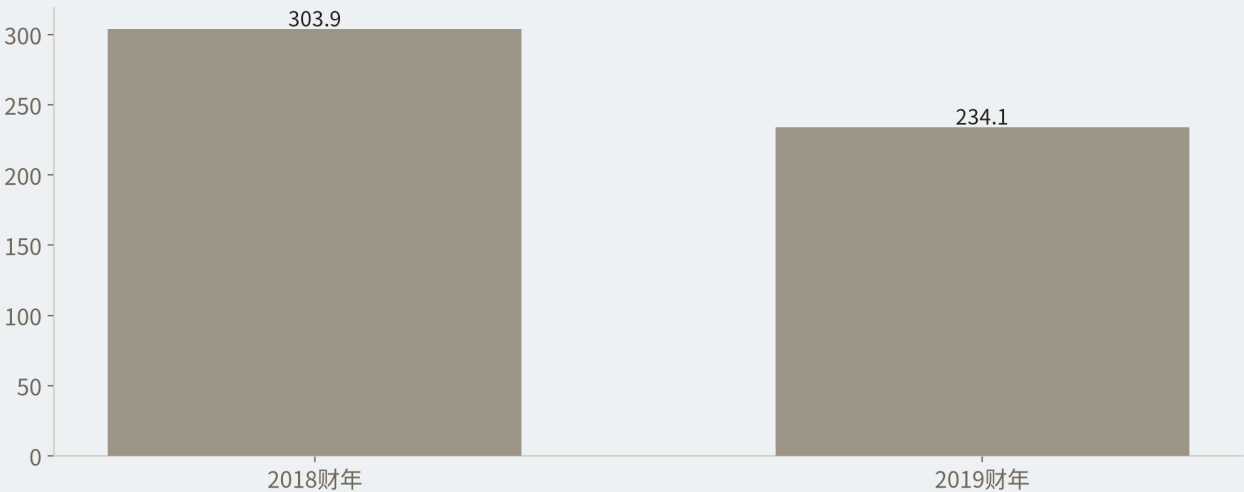
假设你在 2018 财年的峰值每股收益上按 8 倍 PE 买入，此后股价一动不动，一年后拿 2019 财年的实际每股收益重算，这笔买入对应的 PE 已经升到约 16.7 倍。（这是基于已公布每股收益做的算术演示，不是历史上真实的市场 PE。）

你以为你买的是 8 倍。你买的是 16.7 倍，而且是在一个刚刚亲自证明"我的盈利能跌一半"的行业里。

市场当然知道这件事。所以周期股在盈利绝对顶点上呈现个位数 PE，从来不是市场犯傻，那是市场在提前给分母打折。**PE 看着最低的那一刻，恰恰是最危险的那一刻。**

盈利顶点那年，PE 看起来最便宜

美光科技营业收入：2018财年到2019财年（亿美元）



数据来源：美国证券交易委员会(SEC)公开披露文件

Opm.AI 出品

盈利顶点上的低 PE，是市场提前给分母打的折

三家真有技术壁垒的公司

如果这家公司确实有壁垒呢？确实卡着别人脖子呢？

2000 年 3 月 27 日，思科(Cisco)股价触及 80 美元，市值 5690 亿美元，成为当时全球市值最高的公司，估值超过 150 倍远期盈利。不同口径给出的倍数还要更高，这里取最保守的一档。

思科没有失败。它此后一直盈利，现金流强劲，经营稳健，今天仍是网络设备的核心供应商。

但公司强大救不了在估值高点买入的人：此后一年市值蒸发 85%，股价直到 2025 年 12 月才重新收于历史新高——距那个 3 月的下午，约二十五年。

北电网络(Nortel Networks)当年是全球市值第九大的公司，2000 年 9 月市值 3980 亿加元。营收从 2000 年的 303 亿美元掉到 2001 年底约 109 亿美元，一年降幅超过 64%；市值到 2002 年 8 月不足 50 亿加元。

康宁(Corning)是光纤领域公认的技术领导者。那是真正的材料工艺壁垒，不是叙事。

股价从 1995 年的约 12 美元涨到 2000 年 10 月峰值突破 100 美元，2002 年 10 月跌到约 2 美元。

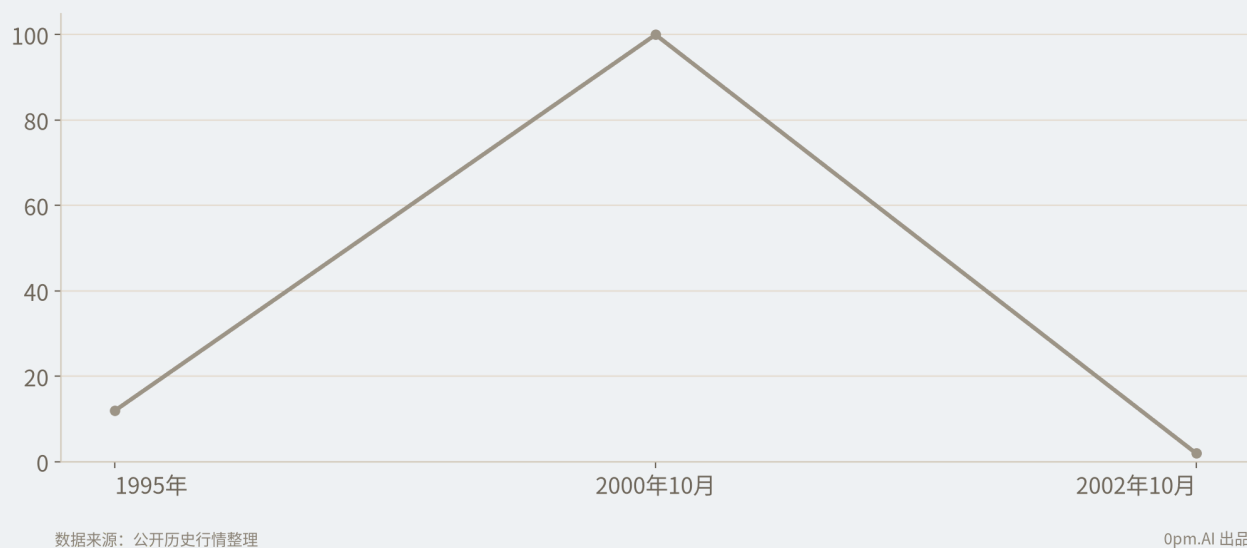
同期光纤销量下滑约六到七成，裁员约 1.6 万人，一度关停光纤产线。

技术领先没能豁免它。

这三家公司在当时的研究报告里，都被写成"不可替代"。这个判断在产业层面并没有错——错的是把产业判断直接当成了买入价格的许可证。

技术领先没能豁免它：康宁的三个价位

光纤技术领导者康宁(Corning)股价路径（美元·约数）



三家“不可替代”的公司，和它们的估值坍塌路径

这一轮已经发生过一次

不必回溯二十五年。

本轮 AI 周期内部，同一件事已经完整演过一遍。

超微电脑(Super Micro)在 2023 至 2024 年被视作 AI 服务器一体化液冷的关键供应商。它 2024 财年末的 PE 是 42.68 倍；到 2026 年 7 月，PE 降到 12.68 倍，压缩了 70%。

倍数腰斩再腰斩，是不是变便宜了？同期它的市值从 481.88 亿美元降到 156.41 亿美元，蒸发 67.5%。

不是价格变便宜了，是市场对它未来盈利的看法换了一套。

反方向的样本同样刺眼。美国光器件商 Lumentum 的市销率(PS)在 2.13 与 22.91 之间往返，幅度约十倍，中间隔的时间不过三年。这一家公司的商业模式并没有在三年里变化十倍。

同为光器件商的 Coherent 更极端：当前市销率 8.23 倍，而它 2021 至 2025 五个财年的区间是 1.38 到 2.47 倍。现价是那个区间上沿的 3.33 倍。

这意味着什么？意味着“历史分位”这把尺子在这里已经先失效了——当前定价不在区间的高位，而在区间之外。你没有历史可以参照，你参照的是一套关于未来的假设。

换 PEG 就安全了吗

PE 不能用，很多人下一步换 PEG：用市盈率除以预期增速，看着像是把成长性中和掉了。

问题在于，它中和掉的不是你以为的那样东西。

第一个缺陷最要命：**风险没有被中和**。在同样的预期增速下，高风险公司的 PEG 会显著低于低风险公司。分红少、再投资多的公司，PEG 也更低。

顺着这条推下去，结论是反直觉的：在一个行业里 PEG 看起来最"便宜"的那家公司，往往只是风险最大的那家。

一份广为流传的估值讲义里有个课堂案例：饮料行业平均 PEG 是 2.00，组内最低的一家只有 0.57。讲义作者的设问是——它究竟是全组里最便宜的那家，还是最危险的那家？

第二个缺陷藏在宏观里。

"PE 低于预期增速就是划算"这句流传极广的简化判断，只在特定的利率环境下成立。同一个 PE 与增速的组合，在利率高企或公司高风险时，完全可能对应一家定价合理甚至偏贵的公司。

利率下行时，筛出来的"便宜货"变多；利率上行时变少。

筛子的孔径随国债收益率浮动，用的人却以为它固定。

那 EV/EBITDA 呢

这是资本密集行业最常用的替代品，绕开了折旧政策和资本结构的差异，看起来更适合重资产制造。

它有一条限定条件，写在教科书里，却常被跳过：**当资本开支不等于折旧时，EBITDA 就不是技术上正确的现金流代理**。

这条限定最狠的地方在于它的作用对象——它对资本密集型行业的影响最大，而资本密集型行业正是 EV/EBITDA 最常被应用的地方。

什么时候资本开支会远远大于折旧？扩产期。

你最需要它的时刻，恰好是它最不准的时刻。

方法本身也是周期的函数

应用材料(Applied Materials)的三十年提供了一个完整样本。

1992 年之前，它处在成长初期，净利润波动太大，市场用市销率给它定价，因为那样更稳定。

1992 年它成为全球第一大半导体设备企业之后，市场长期改用 PE。

2000 年互联网泡沫破裂、半导体行业遭重创、公司业绩低迷时，海外投行的报告里又换成了 EV/Sales 与 EV/EBITDA。

同一家公司，同一门生意，三十年里被换了三四套尺子。

这说明的不是分析师善变，而是：**对周期性硬科技公司，估值方法不是一个可以一劳永逸选定的工具，它本身是公司所处阶段的函数。** 拿一个固定倍数横跨整轮周期，方法论上就已经错了。

所以下次看到那个数字

当你看到一家正在扩产的公司报出个位数 PE，先别急着算它比行业平均低多少。先问三句：

这个分母，是不是周期峰值上的盈利？

这一轮扩出来的产能，什么时候投产、什么时候变成价格压力？

这个倍数落在它历史区间的哪一档，还是已经在区间之外？

三句问完，你会发现 PE 这个数字本身几乎没告诉你什么。它只是把一堆关于未来的假设压缩成了一个数，而压缩的过程把最重要的信息挤掉了。

那该用什么？不可替代性该翻译成什么可计算的东西？

下一篇讲这个。

先说结论的方向：它不该被换算成一个估值溢价倍数。

风险提示：本文所引案例均为已发生的历史事实与公开财务数据，历史表现不代表未来，任何估值方法都存在失效可能。文中涉及的公司仅用于说明估值方法的适用边界，不构成对任何证券的评价。

免责声明：本文仅为方法论研究与信息分享，不构成任何投资建议，不设目标价、不作买卖推荐。据此操作，风险自担。

数据来源：Mauboussin & Johnson 《Competitive Advantage Period "CAP"》(CSFB, 1997–01–14, 1995–96 年半导体案例)；美光科技向美国证券交易委员会提交的 8-K 业绩新闻稿

(FY2018 Q4、FY2019 Q4)；CNBC 关于思科股价创新高的报道（2025-12-10）及 Creative Planning 科技泡沫复盘；Nortel 公开资料整理；Forbes 《Corning, Shattered》（2002-06-19）；StockAnalysis.com 个股财务比率页（超微电脑、Lumentum、Coherent，数据截至 2026-07-20）；Aswath Damodaran 《PEG Ratios》教学讲义；CFA Institute 《Market-Based Valuation: Price and Enterprise Value Multiples》；中信证券研究部《科创板估值方法全景透视》（应用材料估值方法演变）。

◆ Opm.AI 出品

用一把严苛的尺子把「中国离不开」和「世界离不开」分开，再把价格翻译成可验算的假设

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得 Wind 金融数据服务（取数 2026-07-20）、公司2025年年度报告、USGS 美国地质调查局 Mineral Commodity Summaries 2026、TrendForce 集邦咨询、LightCounting、Prismark、Dell'Oro Group、CINNO Research、晨星 Morningstar 经济护城河评级方法、Damodaran 公开讲义与数据、麦肯锡《Valuation》、第一财经

🔄 更新：2026-07-21

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。