



凱基睿策系列

Space X: 歷經坎坷，星辰大海

股權策略諮詢部

Equity Advisory, IPS, IWM

2026.7.13



壟斷商業火箭發射，衛星通訊，以AI為長期增長引擎

三大業務 — 怎麼賺錢，潛在市場規模(TAM)

SPACE (\$370B)

- 衛星發射 + 載人去空間站
- Starship重複使用，載重高，成本低
- 高進入壁壘，唯TAM有限
- 2025虧損，2026開始盈利
- 支持自己衛星通訊業務為主



\$370 B

Space-Enabled
Solutions

SPACE: \$370B

CONNECTIVITY (\$1.6T)

- Starlink為全球1000萬用戶接入互聯網，並轉型為面向大眾市場的服務(1億以上用戶)
- 預計消費者、企業、政府支持3年3倍收入增長
- 現時唯一EBIT盈利現金牛板塊
- 目前貢獻集團92% EBITDA



\$740 B

\$870 B

Starlink
Broadband

Starlink Mobile

CONNECTIVITY: \$1.6T

AI (\$3.8T)

- 提供AI算力租借、大語言模型、社交媒體運營
- 收取算力租借費、Grok及X平臺訂閱費及廣告費
- AI 是 Space X 最大的成長引擎，2031年將貢獻集團收入的73%和EBITDA的80%

\$2.4 T

\$760 B

\$600 B

AI
Infrastructure

Consumer
Subscriptions

Digital
Advertising

AI: \$3.8T

未來潛在市場規模

\$28.5T

- ✓ 太空數據中心
- ✓ 半導體計劃Terafab
- ✓ Colossus III
- ✓ Grok v5



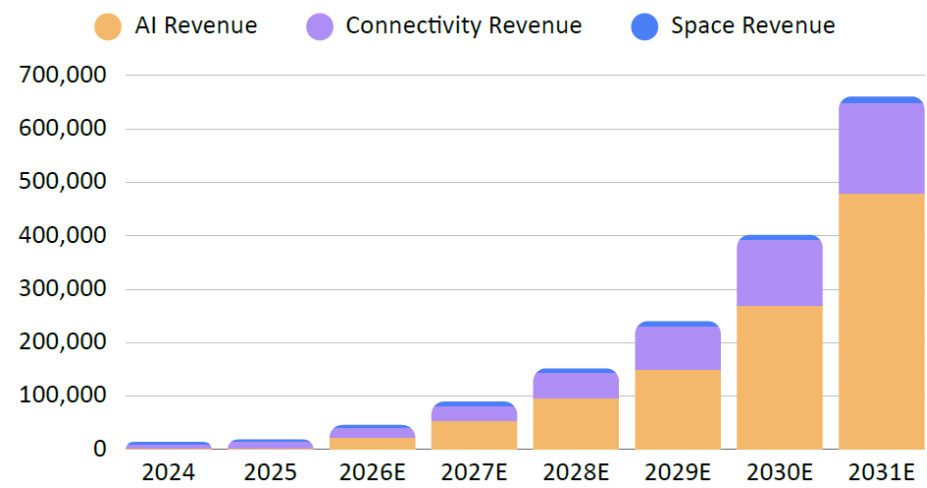
\$5.7 T

Near-Term Total
Addressable
Market

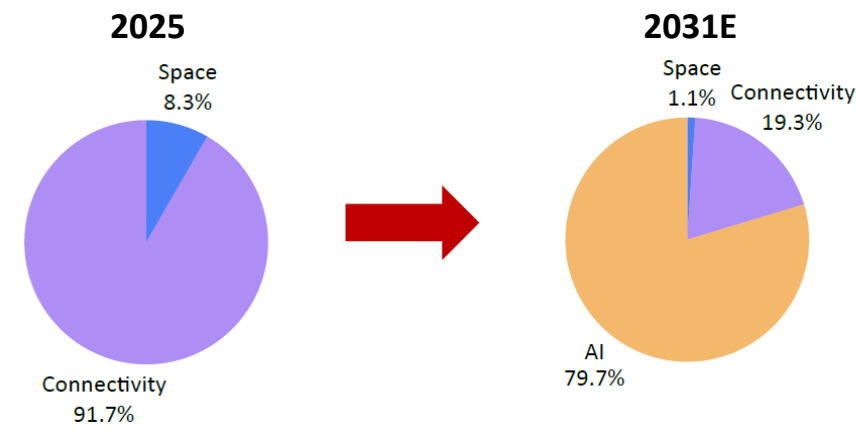
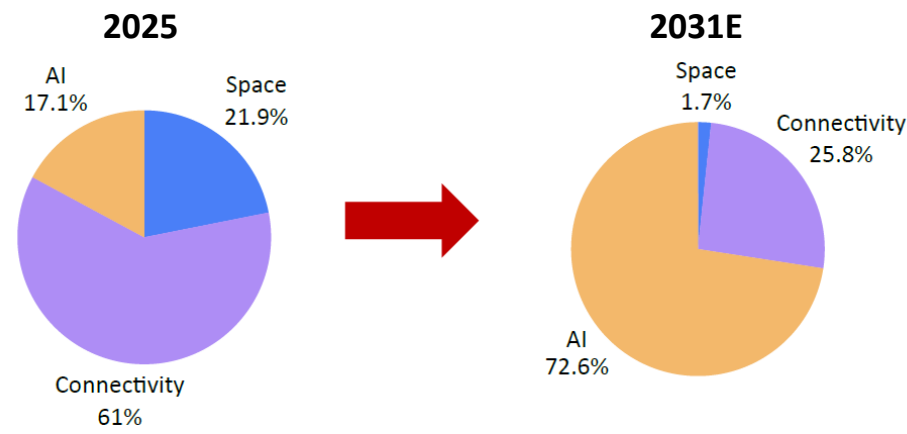
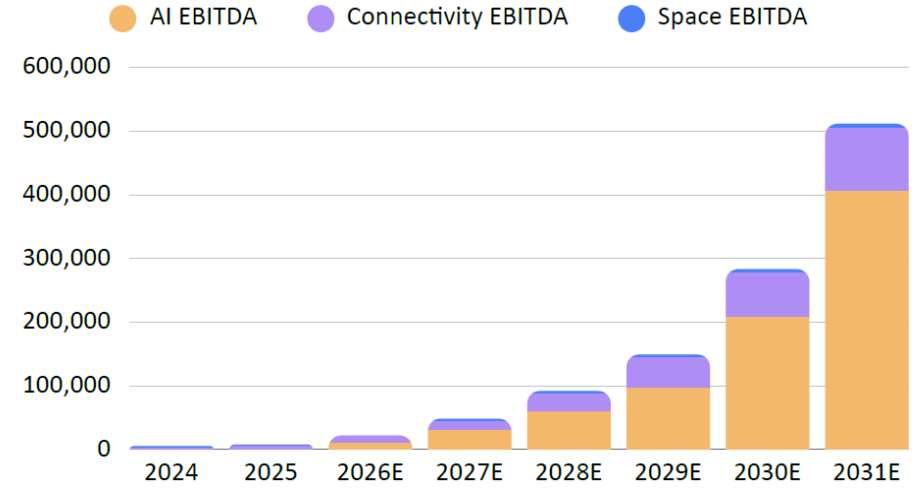
SPCX 收入及盈利結構轉變

由 Connectivity 主導邁向 AI 主導

Revenue Breakdown



EBITDA Breakdown



SPCX 三大業務怎麼賺錢

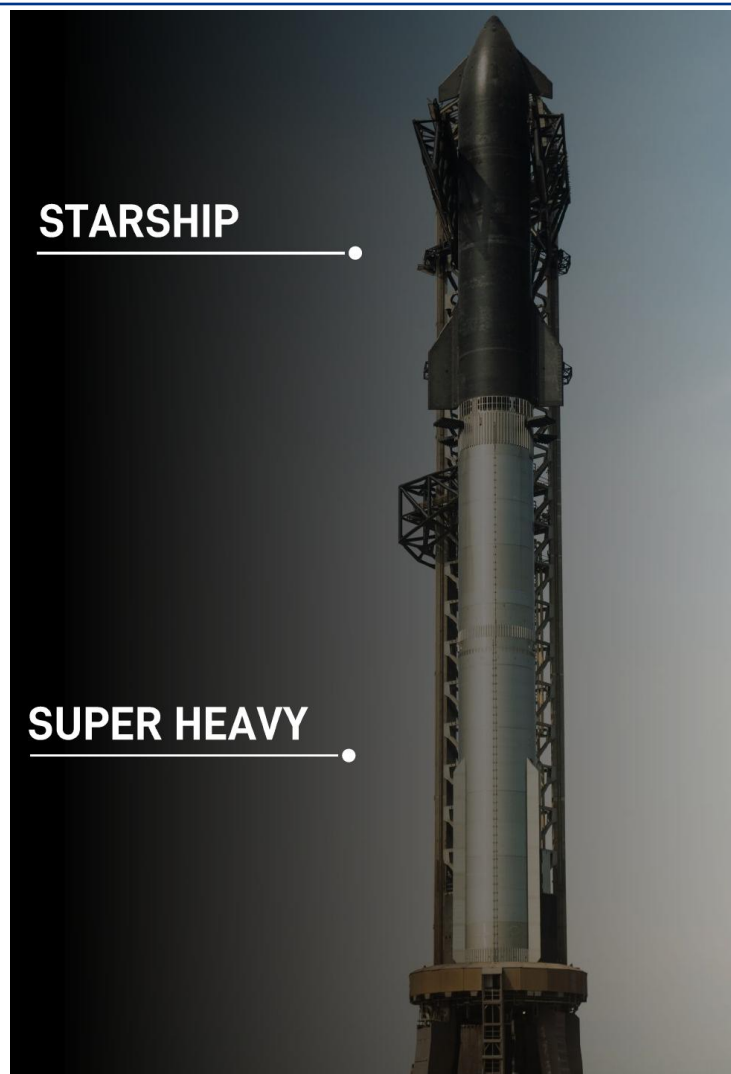
1/3 SPACE: “低成本+高承載” 的衛星發射是未來所有可能的基礎



SPACE太空服務(衛星發射+載人去空間站):

- Starship重複使用，載重高，成本低
- 高進入壁壘，唯TAM有限
- 2025虧損，2027開始EBIT及EBITDA均盈利
- 支持自己衛星通訊業務為主

- **發射次數**：2025 年165次 (承擔美國 85% 的入軌有效載荷，占全球火箭發射次數的51%)。=> 2031 年1,500 次 (結合 1,000+ 台航天器的建造和額外的發射台)
- **入軌載荷量**：2025 年3,000 噸 => 2031 年200,000 噸 (其中 21%的發射將專門用於 Connectivity連接, 75% 為AI人工智慧)。
- **Starship(星艦)**：是解鎖商業機遇的關鍵技術 (迄今已進行 12 次測試，預計在 2H26 進行商業發射)。世界上第一款可“重複使用” (指助推器著陸、加注燃料並重新發射；幾乎不需要翻新) 的“重型” (體積大 5 倍) 航天器。
- **發射成本大幅降低**：民航US\$50,000/kg -> Falcon 9 現在US\$1,000/kg -> Starship 未來US\$200-300/kg)。
- **關鍵催化劑**：2H26測試飛行Starship, 助推器捕獲以及軌道間燃料加注。
- **進入壁壘**：SPCX比其最接近的競爭對手領先了大約十年，並且繼續進行反覆運算，從而創造了在可預見的未來內應該會持續存在的准入壁壘。



SPCX 三大業務怎麼賺錢

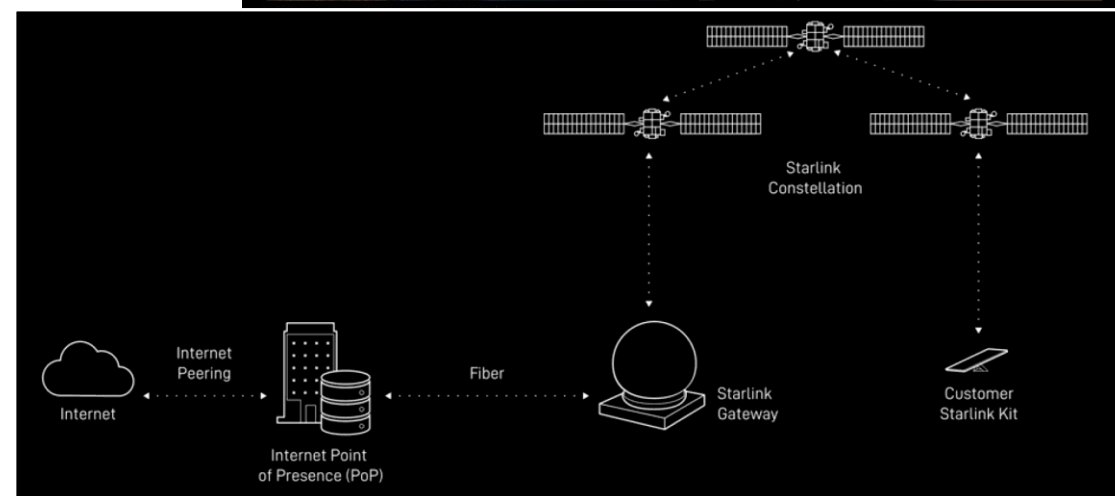
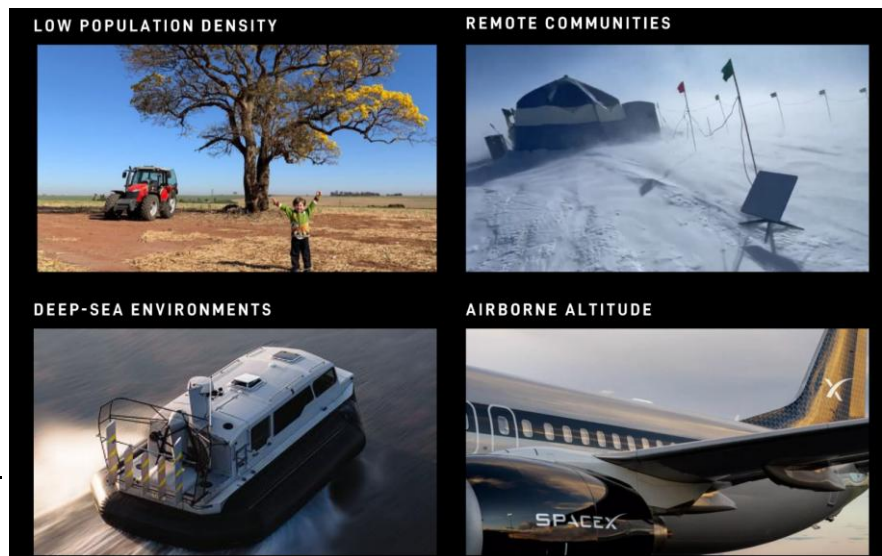
2/3 CONNECTIVITY: 現時唯一盈利現金牛，從填補型產品到大眾化服務



CONNECTIVITY 連接互聯網

- Starlink為全球1000萬用戶接入互聯網，並轉型為面向大眾市場的服務(1億以上用戶)
- 預計消費者、企業、政府支持3年3倍收入增長
- 現時唯一EBIT盈利業務，2025貢獻集團92%EBITDA

- 現時唯一EBIT盈利現金牛板塊：貢獻集團2025收入61%，EBITDA 92%；
- **Starlink 收入將3年增長3倍以至500億美元**：這主要由消費者寬頻和企業/政府業務引領。Starship (上游)將於2027年推動寬頻網路容量提升3倍，到2031年提升70+倍。
- **用戶提升**：Starlink 將從今天的填補型產品(目前為1,000萬全球消費者用戶提供固定互聯網接入)，轉型為面向大眾市場的服務(1億以上用戶)。
- **關鍵催化劑**：2H26年將發射V3衛星，商業合同的簽署，C頻段(C-Band)高段頻譜拍賣，以及2H27年V2移動衛星星座的首次發射。



SPCX 三大業務怎麼賺錢

3/3 AI: 巨大的垂直整合體，最重要的成長引擎



提供AI算力租借、大語言模型、社交媒體運營

- Space X 最大的成長引擎；大規模垂直整合
- 收取算力租借費、Grok及X平臺訂閱費及廣告費
- 2025虧損，2026開始EBIT及EBITDA均盈利
- 2031年將貢獻集團收入的73%和EBITDA的80%

- AI 是Space X最大的成長引擎：2031年貢獻集團收入的73% (vs 2025 17%) 以及EBITDA的80% (vs 2025虧損)。
- 業務本質上是一個巨大的垂直整合體：

Space X

1. 用 Terafab 生產超便宜的晶片
2. 裝在 Starship 裡發射到太空, 建立 Starmind 軌道數據中心
3. 然後用這些算力來訓練大模型Grok並驅動AI程式碼編輯器/開發平台 Cursor 與人型機器人 Optimus
4. 將X蛻變成為「Everything App」

同業

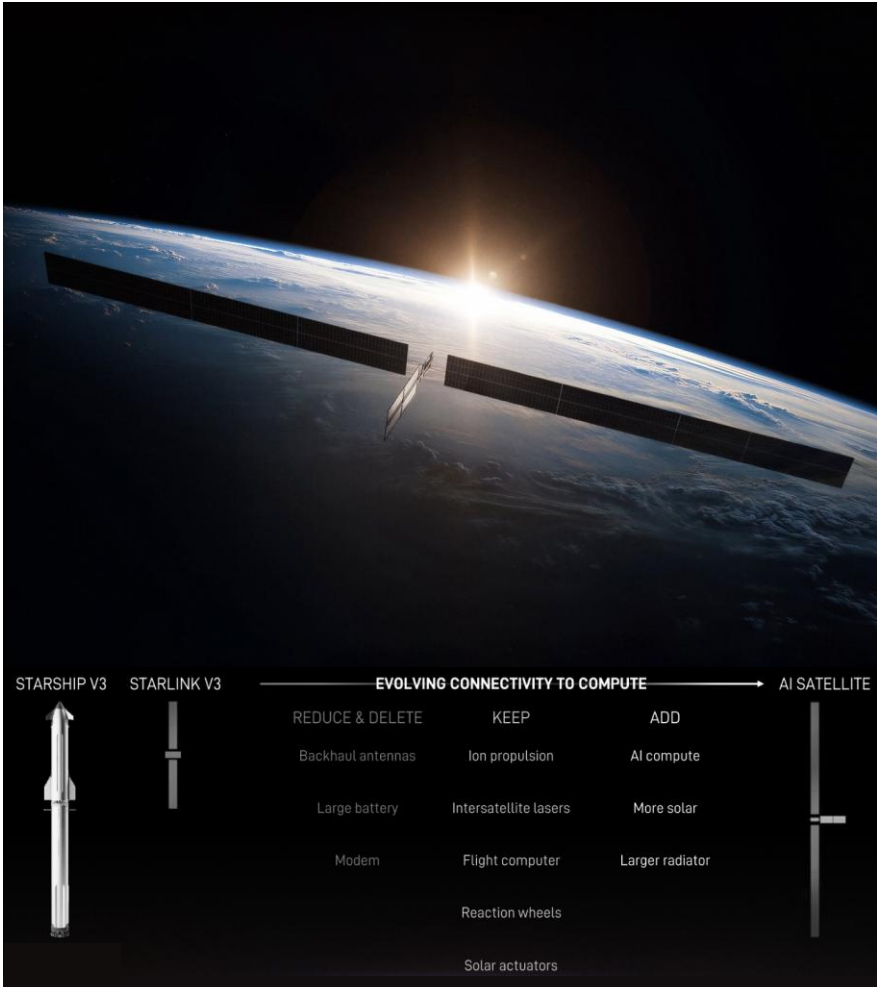
谷歌 TPU, 亞馬遜 Trainium /Inferentia, 微軟 Maia

微軟Azure，亞馬遜AWS

OpenAI ChatGPT, Anthropic Claude

Figure AI, Unitree Robotics

Tencent Wechat



財務報表 1/2 – P&L

SpaceX - Income Statement (\$ in millions)		2023	Contr.	2024	Contr.	2025	Contr.	2026E	Contr.	2027E	Contr.	2028E	Contr.	2029E	Contr.	2030E	Contr.	2031E	Contr.	CAGR
Revenues		10,387	100%	14,015	100%	18,674	100%	45,781	100%	89,636	100%	151,683	100%	240,094	100%	401,769	100%	660,702	100%	68.1%
yoy				34.9%		33.2%		145.2%		95.8%		69.2%		58.3%		67.3%		64.4%		
Space		3,557	34%	3,796	27%	4,086	22%	4,835	11%	7,186	8%	7,716	5%	8,238	3%	8,400	2%	11,050	2%	15.2%
yoy				6.7%		7.6%		18.3%		48.6%		7.4%		6.8%		2.0%		31.5%		
Connectivity		3,869	37%	7,599	54%	11,387	61%	17,990	39%	27,487	31%	47,959	32%	82,313	34%	123,528	31%	170,227	26%	60.5%
yoy				96.4%		49.8%		58.0%		52.8%		74.5%		71.6%		50.1%		37.8%		
AI		2,961	29%	2,620	19%	3,201	17%	22,956	50%	54,964	61%	96,008	63%	149,542	62%	269,840	67%	479,425	73%	88.9%
yoy				-11.5%		22.2%		617.2%		139.4%		74.7%		55.8%		80.4%		77.7%		
Adj. EBITDA		3,821	100%	5,350	100%	6,584	100%	21,519	100%	48,305	100%	91,800	100%	149,054	100%	283,257	100%	511,508	100%	84.4%
yoy				40.0%		23.1%		226.8%		124.5%		90.0%		62.4%		90.0%		80.6%		
Space		997	26%	1,154	22%	653	10%	(490)	-2%	2,814	6%	3,334	4%	3,319	2%	3,894	1%	5,434	1%	23.6%
yoy				15.7%		-43.4%		/		/		18.5%		-0.5%		17.3%		39.5%		
Connectivity		1,602	42%	3,849	72%	7,168	109%	10,364	48%	14,467	30%	27,402	30%	47,552	32%	70,781	25%	98,636	19%	67.4%
yoy				140.3%		86.2%		44.6%		39.6%		89.4%		73.5%		48.8%		39.4%		
AI		1,222	32%	347	6%	(1,237)	-19%	11,645	54%	31,025	64%	61,063	67%	98,183	66%	208,582	74%	407,437	80%	106.7%
yoy				-71.6%		/		/		166.4%		96.8%		60.8%		112.4%		95.3%		
Adj. EBITDA Margin		36.8%		38.2%		35.3%		47.0%		53.9%		60.5%		62.1%		70.5%		77.4%		
Space		28.0%		30.4%		16.0%		(10.1%)		39.2%		43.2%		40.3%		46.4%		49.2%		
Connectivity		41.4%		50.7%		62.9%		57.6%		52.6%		57.1%		57.8%		57.3%		57.9%		
AI		41.3%		13.2%		(38.6%)		50.7%		56.4%		63.6%		65.7%		77.3%		85.0%		
EBIT		(3,505)		466	100%	(2,589)		5,738	100%	22,365	100%	51,993	100%	85,785	100%	188,391	100%	373,148	100%	
yoy				/		/		/		289.8%		132.5%		65.0%		119.6%		98.1%		
Space		(1)		21	5%	(657)		(1,956)	-34%	1,211	5%	1,063	2%	247	0%	630	0%	1,271	0%	
yoy				/		/		197.7%		/		-12.2%		-76.7%		154.9%		101.7%		
Connectivity		469		2,006	430%	4,423		6,425	112%	9,630	43%	21,854	42%	39,517	46%	59,678	32%	83,511	22%	
yoy				327.7%		120.5%		45.3%		49.9%		126.9%		80.8%		51.0%		39.9%		
AI		(3,973)		(1,561)	-335%	(6,355)		1,269	22%	11,524	52%	29,077	56%	46,021	54%	128,083	68%	288,366	77%	
yoy				-60.7%		307.1%		/		808.3%		152.3%		58.3%		178.3%		125.1%		
EBIT Margin		(33.7%)		3.3%		(13.9%)		12.5%		25.0%		34.3%		35.7%		46.9%		56.5%		
Space		(0.0%)		0.6%		(16.1%)		(40.5%)		16.8%		13.8%		3.0%		7.5%		11.5%		
Connectivity		12.1%		26.4%		38.8%		35.7%		35.0%		45.6%		48.0%		48.3%		49.1%		
AI		(134.2%)		(59.6%)		(198.5%)		5.5%		21.0%		30.3%		30.8%		47.5%		60.1%		
Net Income		(4,628)		791		(4,937)		1,188		16,654		34,980		57,948		134,504		276,181		
yoy				/		/		/		1301.8%		110.0%		65.7%		132.1%		105.3%		

資料來源: UBS, KGI

最大預測風險點:

Space

- Starship證明回收重用技術成熟
- 監管容許大幅提升發射額
- Starship如期量產

Connectivity

- Starlink用戶量提升足以抵銷ARPU下跌
- 增長重心轉向EMEA，國際擴張成功
- 業務通過監管審批

AI

- Anthropic, Google及Reflection AI未有行使互相終止條款，提前退出合約
- 2028算力供應不足，價格維持穩定；2029開始算力定價承壓
- 2H27首顆AI-1 發射成功
- 2029軌道算力基建量產
- Terafab量產，SpaceX垂直整合優勢擴大

財務報表 2/2 – BS and CFS

Balance Sheet (\$ in millions)		2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Key Metrix	Net debt	77	(3,088)	(79,660)	(13,441)	69,367	176,811	204,240	163,035
	Net Debt to Equity	0%	(7%)	(59%)	(9%)	35%	68%	51%	24%
	CAPEX	(11,163)	(20,619)	(49,487)	(128,558)	(185,630)	(251,807)	(281,481)	(406,694)
	Depreciation	2,977	5,915	11,998	21,404	34,149	59,301	90,564	132,956
Asset (Key Element)	Cash	11,385	24,747	104,410	88,166	105,358	87,914	60,483	101,688
	PP&E, gross	29,804	57,035	109,774	238,332	423,962	675,769	957,250	1,363,944
	Accumulated Depreciation	8,657	14,433	26,184	47,588	81,736	141,038	231,601	364,558
	PP&E, net	21,147	42,602	83,590	190,744	342,226	534,731	725,649	999,386
	Total Asset	56,366	91,938	230,028	323,530	506,334	698,367	881,265	1,229,641
Liability (Key Element)	Debt	12,262	21,659	32,573	82,548	182,548	272,548	272,546	272,546
	Total Liability	30,562	50,613	94,615	167,348	309,769	440,029	484,264	551,130
Equity (Key Element)	Additional paid in capital	35,868	37,710	169,505	173,620	179,022	182,848	187,008	192,336
	Retained earnings	(31,005)	(35,137)	(34,092)	(17,438)	17,542	75,490	209,994	486,175
	Shareholder's equity	25,804	41,325	135,413	156,182	196,564	258,338	397,002	678,511
Cash Flow (\$ in millions)		2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Key Metrics	Operating CF	5,776	6,785	38,321	62,339	102,823	144,363	254,052	447,900
	CAPEX	(11,163)	(20,619)	(49,487)	(128,558)	(185,630)	(251,807)	(281,481)	(406,694)
	Free Cash Flow	(5,387)	(13,834)	(11,166)	(66,219)	(82,807)	(107,444)	(27,430)	41,205
Operating CF (Key Element)	Net income	791	(4,937)	1,188	16,654	34,980	57,948	134,504	276,181
	D&A	3,824	6,701	12,450	21,825	34,405	59,444	90,706	133,031
	Operating CF	5,776	6,785	38,321	62,339	102,823	144,363	254,052	447,900
Investing CF (Key Element)	CAPEX	(11,163)	(20,619)	(49,487)	(128,558)	(185,630)	(251,807)	(281,481)	(406,694)
	Investing CF	(10,796)	(19,575)	(56,104)	(128,558)	(185,630)	(251,807)	(281,481)	(406,694)
Financing CF (Key Element)	Debt Issuance	(77)	9,131	8,223	49,975	100,000	90,000	(2)	0
	Equity issuance	12,061	17,514	89,647	0	0	0	0	0
	Financing CF	11,830	26,350	97,788	49,975	100,000	90,000	(2)	0
End of year cash balance		11,385	24,747	104,410	88,166	105,358	87,914	60,483	101,688

現金缺口 – 2028年需要繼續大額集資？

- 2026.6 募集US\$115bn :
 - IPO 4.5% 新股：US\$89.6bn
 - 債券：US\$25bn (Bridge Loan)
- IPO 募資+ 已有現金可支持2026-27 Capex 約US\$180bn
- 龐大的資本支出計劃:
 - US\$186bn (2028)
 - US\$252bn (2029)
 - US\$281bn (2030)
 - US\$407bn (2031)
- 假如OpCF沒能在2028年如期而至，公司將面臨顯著集資壓力

Simplified Cash Flow (US\$ mn)	2026E	2027E	2028E
Beginning of the year	24,747	111,452	45,233
OCF	38,321	62,339	102,823
Financing (Debt + Equity)	97,870	-	?
Capex	(49,487)	(128,558)	(185,630)
Cash end of year	111,452	45,233	

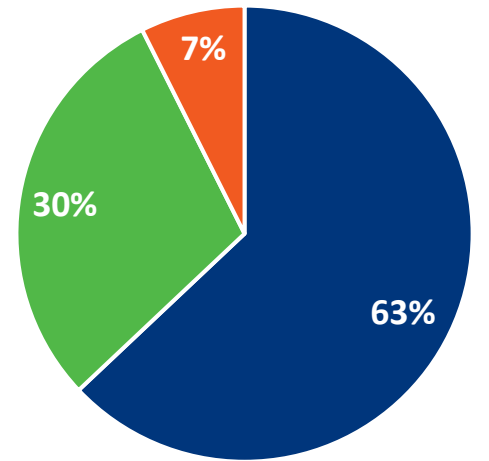
Valuations 1/2

估值方法 – SOTP的依據，蘊含的估值倍數

業務分部	Fair Value		Valuation Methodology			Fair Value Implied Multiple		
	US\$/Share	As % of Total	估值方式	Benchmark Multiple (2028E)	Benchmark Rationale	2029E	2030E	2031E
Group	210	100%	(P/E)	78.2x		47.2	20.4	9.9
- Space	15	7%	(EV/Sales)	24x	50%源自 Rocket Lab + 50% 其他同業的均值	22.5	22	16.8
- Connectivity	63	30%	(EV/EBITDA)	30x	根據11家固網及衛星企業，並取其PEG作估值預算	17.3	11.6	8.3
- AI	132	63%	(EV/EBITDA)	28x	以谷歌, 微軟, 亞馬遜, Meta 的PEG作為參照	17.4	8.2	4.2

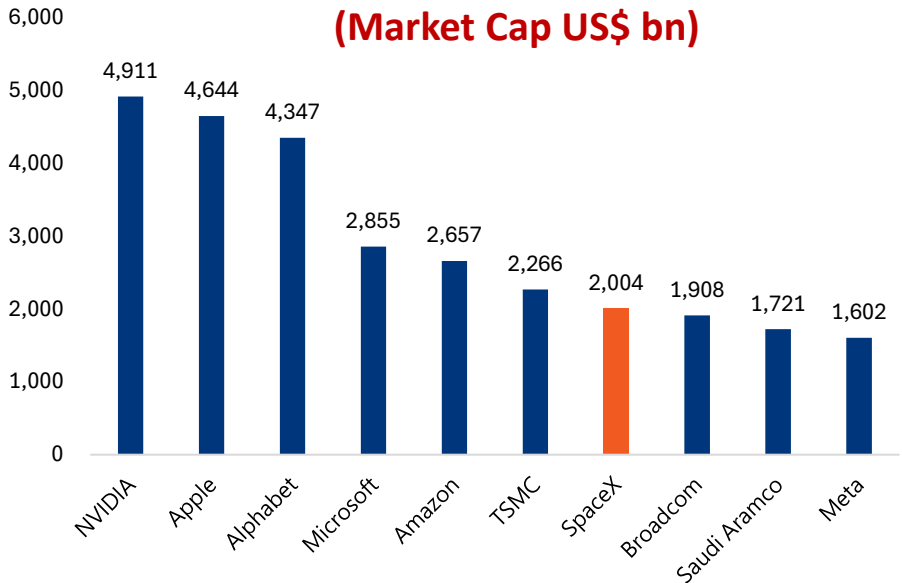
賣方機構		目標價
Morgan Stanley		300
Deutsche Bank		255
Macquarie		250
Wells Fargo		230
KGI Securities		227
JP Morgan		225
UBS		210
Goldman Sachs		205
Citi		200
Mizuho Securities		200
Guotai Haitong Securities		178
Daiwa Securities		175
Morningstar		62
買入	持有	沽售
29	5	1

Fair Value Breakdown



■ A.I. ■ Connectivity ■ Space

SPCX is World's 7th Largest Company (Market Cap US\$ bn)



Valuations 2/2

場景分析：在不同FV的場景下，市場期待哪些主要KPI必須要達成

場景分析	2028 Space		2028 Connectivity		2028 AI
	Falcon 9 商業用 (launch #)	Starship (launch #)	Starlink 固網訂閱數 (mn)	來源自政府收入 (US\$ mn)	算力 (GW)
Bull Case (US\$275/shr)	125	200	51.1	10,350	10
Base Case (US\$210/shr)	114	141	44.4	9,000	8
Bear Case (US\$120/shr)	103	100	37.8	8,100	5
2025 status	52	5	8.9	875	0.7

Implied CAGR (2026-28)					
Bull Case (US\$275/shr)	34%	242%	79%	128%	143%
Base Case (US\$210/shr)	30%	204%	71%	117%	125%
Bear Case (US\$120/shr)	26%	171%	62%	110%	93%

驅動股價波動的因素 1/2

主要投資風險， IPO後股權解禁時間表

	解禁日	解禁股數 (百萬)	佔A類比例
第二季創投/早期投資者批次	2026 7-8月	912	12%
紅利價格批次	2026 7-8月	456	6%
IPO + 70 天	2026-8-20	319	4%
IPO + 90 天	2026-9-09	319	4%
IPO + 91 天	2026-9-10	59	1%
IPO + 105 天	2026-9-24	328	4%
IPO + 120 天	2026-10-09	328	4%
IPO + 135 天	2026-10-24	328	4%
第三季業績發布日 + 2 天	2026 10-11月	1,300	18%
IPO + 180 天	2026-12-08	342	5%
總計		4,691	63%

紅利價格批次釋放條件：
若收盤價連續10個交易日中至少5天比IPO價高出30%則觸發

沒有包括在3年財務預測中，但可能部分在估值中反映：

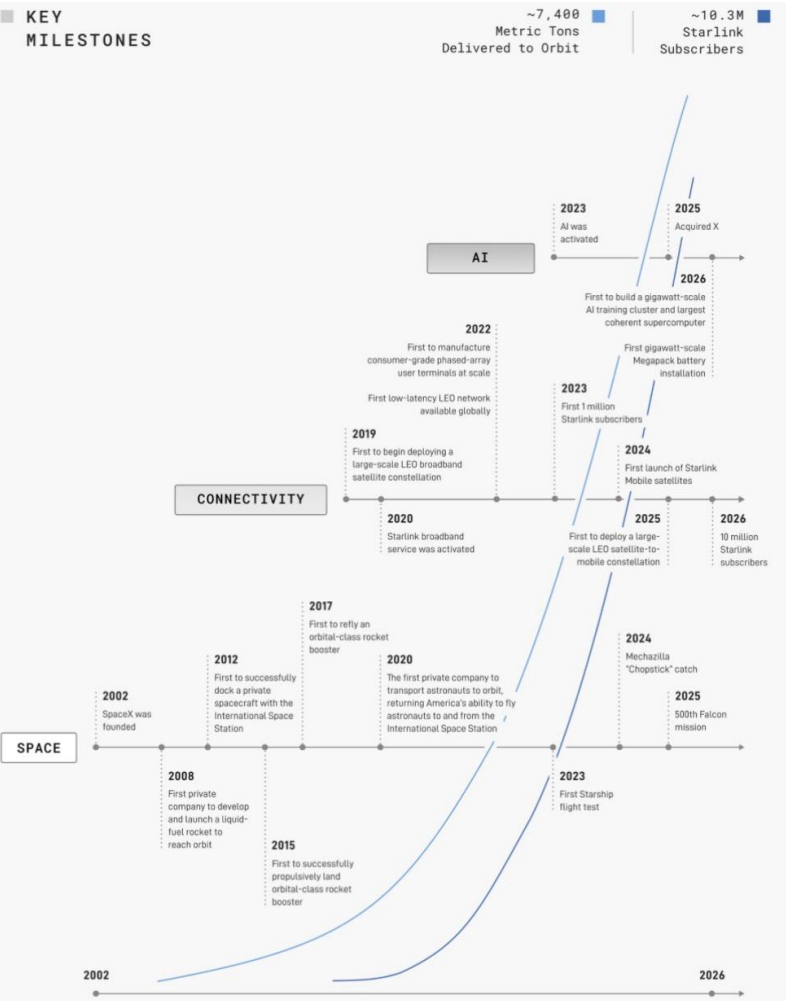
- 軌道算力，軌道製造，
- 旅遊，月球/行星探測，
- 馬斯克致力於實現讓生命成為多行星居住的願景，等等。

主要投資風險

- **關鍵人物風險**：高度依賴Elon Musk作為其創始人和主要戰略驅動者
- **Starship**：快速可重複使用性尚未得到證實
- **太空 AI**：軌道數據中心在商業規模上很大程度上仍未經過測試
- **現有企業的競爭**：LEO低軌衛星新進入者、成熟的telecom電信運營商、前沿模型提供商、Hyperscalers
- **複雜的全球監管**：涵蓋發射，頻譜分配和市場准入等方面的監管

驅動股價波動的因素 2/2

未來大事件是否如期發生.....



大事件	重要性
3Q26 Starship試飛 (證明技術成熟與可重複使用性)	第 13-15 次飛行，包括第 14 次飛行將首次用發射塔捕獲 Block 3 助推器，以及有史以來首次用發射塔捕獲 Starship 上級火箭。
3Q26 Cursor 收購交割	開啟企業端的 AI 戰略佈局：Cursor 的整合有助於提升編碼智能 coding intelligence 的效率與質量，這對於爭奪企業級工作負載至關重要。
2H26 第三方算力交易 (證明規模化算力變現能力)	與 Anthropic, Google 和 Reflection AI 達成的第三方 AI 計算協議應在 2H26 達到滿載收入運行率 full revenue run-rate。在持續擴產運作的支撐下，新交易的宣布可能會為財務預測帶來上行空間。
2H26 Grok 5	縮小與頂尖前沿模型的差距：縮小與領先的前沿 AI 實驗室 (OpenAI、Anthropic、Google 等) 的差距，部分將取決於最新版本 Grok (目前正在進行強化學習 RL 的 v5) 的性能提升。Grok v4.5 已於 2026 年 6 月發布 Beta 測試版，管理層已表示今年內每月都將發布一款新模型。
2H26 V3 Starlink 規模化	產能提升支撐更強的客戶採用率/市佔率增長：隨著產能的擴大，Starlink 的 V3 星座將在非城市區域提供更強的競爭力，並從固定無線 fixed wireless 和有線電視網絡手中搶奪份額。與此同時，隨著 Starlink 的可靠性/容量提升、商業航空/航海市場機遇的規模化，以及該公司成為美國 Golden Dome 金盾計劃的首選供應商，企業和政府業務的收入在未來五年內將增長 10 倍。
1H27 C 頻段拍賣	為獨立的移動端覆蓋奠定基礎：SpaceX 未來將參與頻譜拍賣。這包括 2027 年上半年的 C 頻段高段 (upper C-Band) 拍賣，這將是 SpaceX 首次有機會從美國政府手中大規模購買全國連續的無線電波，從而更清晰地展示其在移動領域的長期戰略。

大事件	重要性
2H27 首顆 AI 1 衛星發射 (證明軌道算力的可行性)	SpaceX 近期提供了其首顆專用計算衛星 AI1 的設計規範，並表示軌道計算衛星的發射可能會在 2027 年開始。投資者衡量該公司每年向軌道部署 ~100GW 算力的長期目標是否可行時，將計算模塊化為衛星形態的持續進展證據將是關鍵所在。
2027.11 Echostar 交易完成交割	獲取全球頻譜權益：SpaceX 先前宣布了以 220 億美元收購 Echostar 在美國的 AWS-4、非成對 AWS-3 以及 H-Block 許可證的交易。這使 SpaceX 在 2 GHz MSS (移動衛星服務) 頻譜上擁有了優先追溯權和優先權，該公司目前正尋求在 100 多個國家獲取市場准入。一旦其 V2 移動星座規模化，獲取該頻譜 (及手機兼容性) 將是關鍵。
2027 Colossus III	釋放額外算力產能：孟菲斯 (Memphis) 計算集群內下一重大擴建項目是 Colossus III，Data Center Hawk 估計，該項目支持 ~500MW IT 負載。斗山能源 (Doosan Enerbility) 在 2026 至 2028 年間交付的 H 級燃氣輪機，為擴建提供跑道。
2H27-28 V2 移動衛星發射	推動手機直連衛星 direct to device 容量的顯著擴張。該公司已獲得監管批准，可將 7,500 顆 V2 移動衛星發射到軌道上；在其懸而未決的頻譜交易完成後，這些衛星將在 2027 年和 2028 年規模化量產。每顆 V2 衛星的每個波束可支持 ~500 名用戶。V2 星座還將促進星間路由 by inter-satellite routing、覆蓋沒地面基礎設施的地區並改善延遲。
持續進行 獲取地面移動網絡資產	併購/鐵塔協議/頻譜交易：一旦鎖定頻譜，規模化網絡將需要鐵塔准入、天線和回傳 backhaul，所涉及成本可能取決於所建網絡的穩健程度。基礎預測假設自主網絡建設，並預計未來五年連接業務資本支出將達近 2,000 億美元，而過去三年的累計支出僅為 100 億美元。
持續進行 Terafab 量產 (證明垂直整合至晶片的能力)	Terafab 代表了 SpaceX 更廣泛的垂直整合戰略的延伸，瞄準了 AI 價值鏈中的另一個瓶頸：半導體供應。更多合作夥伴關係的宣布、供應鏈的協調以及德克薩斯州基地的建設，將提供該項目進展的解讀指標。

資料來源: SpaceX (Metrics are as of 31 Mar 2026), UBS, KGI

投資人如何賺錢？

需要達成數百個里程碑而實現中長期財務目標；短期股價波動無法避免

SpaceX 是一家致力於解決世界上最複雜工程問題的先進技術公司。要實現其近期和長期目標，公司需要達成**大大小小數百個里程碑**。這意味著：

- 它有機會發現新的機遇，創造額外的價值，從而帶來**股價驚喜**。
- 但也可能經歷項目延誤，發射失敗，技術開發及反覆運算停滯，財報未達預期，市場信仰崩塌，因而導致**股價下挫**。
- **特斯拉及其他高科技公司**都曾經出現過類似的短期股價波動。我們預計 **SpaceX** 也無法避免類似的延誤。

我們的建議

- 對於具有風險承受能力較高的長期投資者：SpaceX 是一組獨特的，稀缺的資產，具備多個上行驅動因素。
- 對於不願意承擔較高商業風險，但又希望參與**Space + AI**行業發展的投資者，可善用各種期權交易策式，制定買入、賣出價、或把握波幅。

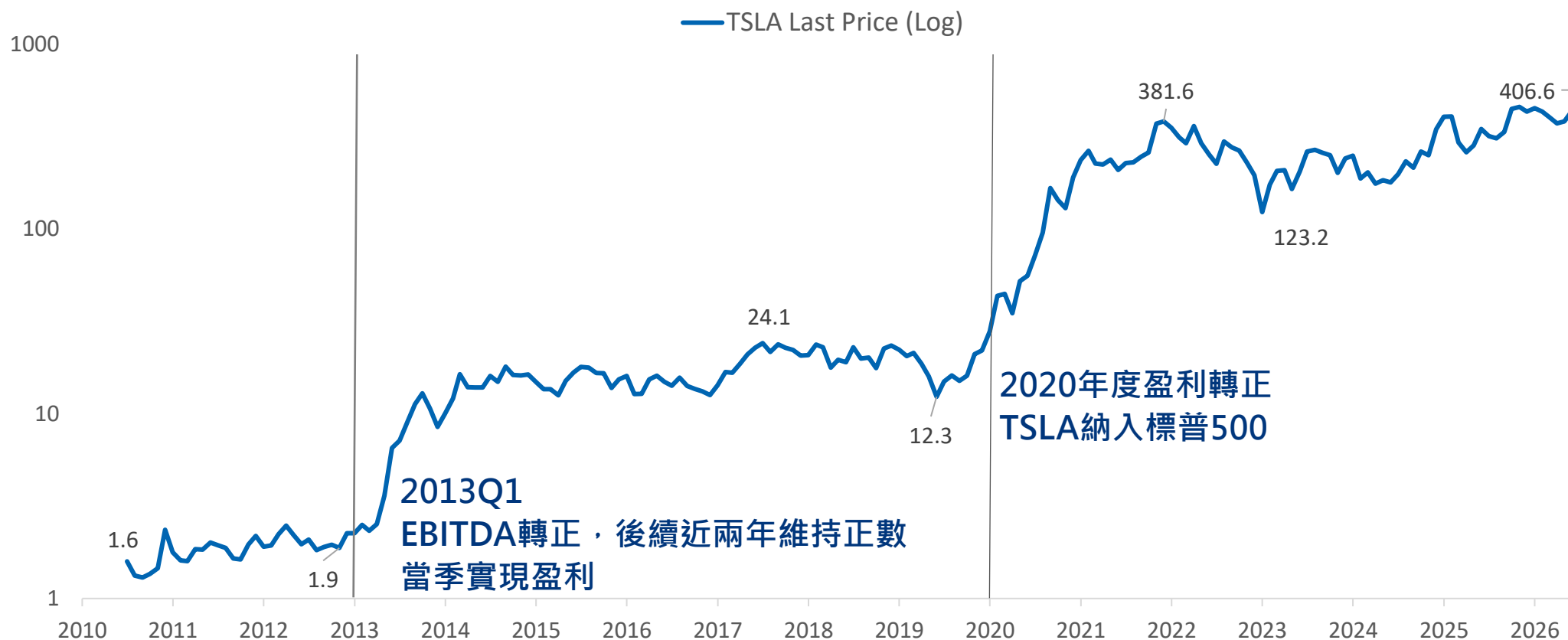
	Market Cap (USD Trillion)	3M Put/Call Implied Vol (%)
SPCX	2.00	80.50
AVGO	1.91	53.27
TSM	2.27	52.14
META	1.60	44.27
NVDA	4.91	42.17
AMZN	2.66	37.40
MSFT	2.86	36.65
GOOGL	4.35	34.90
AAPL	4.64	26.23

Case Study: Read-through from Tesla

股價走勢：科技企業「非線性回報」背後的故事

主要觀察

真正的價值兌現是公司透過持續的超預期財報，
證明其卓越的前瞻願景，技術創新，執行管理能力



附件

公司歷史，火箭發射成敗史

- **2002: SpaceX 成立**，總部位於德克薩斯州的 **Starbase**
- **2023.11: xAI 發佈 Grok**，是第一款面嚮用戶的核心 AI 產品
- **2025: 佔據了全球 80% 以上的入軌載荷量份額**
2025.3: 將 Twitter (馬斯克於 2022 年收購) 與強大人工智能企業 xAI 合併，從而將社交媒體分發的廣泛數據與 AI 開發相槓桿化結合。
- **2026.2: 將 SpaceX 和 xAI 合併**，打造出一個垂直整合的平台，橫跨航空航天、通信、人工智能和其他先進技術。
- **2026.6:**
 - **IPO**
 - **SpaceX 宣布以 US\$60bn 收購 Cursor**，將 AI coding tool 與 Grok / xAI 生態整合，強化企業 AI 應用層變現。

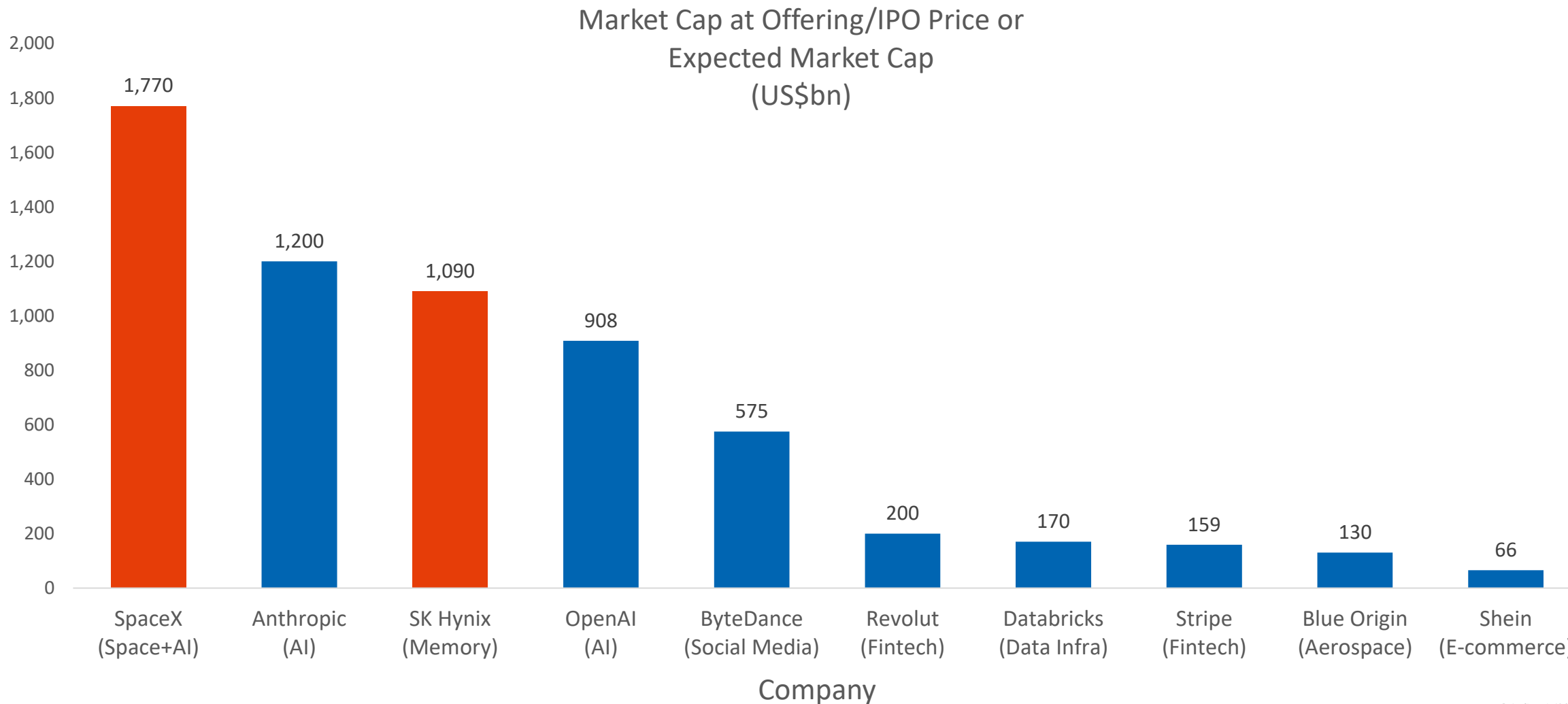
Launch Statistics (as of 2026 Jul)

	Total =	Starship	+ Falcon 9 Family	+ Falcon 1
1st Launch time		2023.4.20	2010.6.4	2006.3.24
Total launch #	691	12	674	5
- Success	680	7	671	2
- Failure	11	5	3 *	3

Note: Falcon9 Family = Falcon 9 v1.0, Falcon 9 v1.1, Falcon 9 v1.2 "Full Thrust", Falcon Heavy, etc

*部分失敗指的是：第二級火箭沒有足夠的剩餘燃料將這顆次要衛星送入原本協議的「安全高軌道」

Upcoming Mega IPOs



投資產品與服務部



尹賀

Kevin Yin

Equity Advisory

kevin.h.yin@kgi.com

+852 2878 6798

SFC CE: AJM689



莫偉民

Raymond Mok, CFA

Equity Advisory

raymond.mok@kgi.com

+852 2878 4663

SFC CE: BHJ465



葉晉宜

Derek Yip, CFA

Equity Advisory

derek.yip@kgi.com

+852 2878 4263

SFC CE: BSQ196



梁啟棠

Cusson Leung, CFA

CIO

cusson.kt.leung@kgi.com

+852 2878 6998

SFC CE: ADU276

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失(如適用)。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應就該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。