

## Rocket Lab (RKL.B.O/RKL.B.US)

### SpaceX 轉移重心下的受惠者，拓展中型火箭市場商機

#### 持有・首次評等

收盤價 June 10 (US\$)	105.05
3 個月目標價 (US\$)	105.0
12 個月目標價 (US\$)	105.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	(0.0)

#### 焦點內容

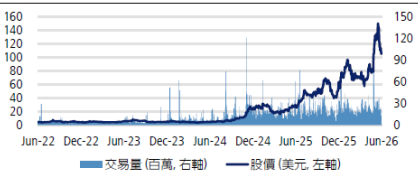
1. Neutron 火箭每公斤發射成本將較 Electron 火箭降低約 94%。
2. Rocket Lab 當前累積火箭發射訂單預估已達 70 次，後續更可望有商業訂單挹注。
3. Rocket Lab 營收可望維持高速成長並於 2028 年轉盈。

#### 交易資料表

市值: (US\$bn)	65.6
流通在外股數 (百萬股):	579
機構持有比例 (%):	63.4
3M 平均成交量 (百萬股):	25.5
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	25.2-151.0

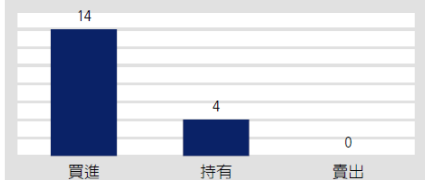
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	46.0	65.4	284.0
相對表現 (%)	38.7	60.1	263.3

#### 股價圖



#### 市場綜合評等

機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	60	109	150
潛在報酬 (%)	(42.9)	4.1	42.8

資料來源: Bloomberg

#### 重要訊息

在 Starship 轉向商用下，預期 SpaceX 將逐步降低 Falcon 9 火箭發射頻率，而規劃推出中型火箭 Neutron 之 Rocket Lab 可望成為主要受惠者。

#### 評論及分析

**Neutron 火箭每公斤發射成本將較 Electron 火箭降低約 94%。** Rocket Lab 2025 年火箭發射次數達 21 次，僅次於 SpaceX，公司是全球小型火箭任務的主要發射服務商。Rocket Lab Electron 火箭載重能力約 300 公斤，單次發射報價約 800 萬美元，換算每公斤發射成本約 2.7 萬美元。公司規劃 2026 年推出載重能力達 13 公噸的中型火箭 Neutron，預期透過回收第一節推進器技術，將每公斤發射成本降至約 1,692 美元，低於 Electron 火箭 94%。

**Rocket Lab 當前累積火箭發射訂單預估已達 70 次，後續更可望有商業訂單挹注。** Rocket Lab 目前客戶多以美國政府相關單位為主，以其合約金額推估尚有約 70 次 Election 和 HASTE 火箭發射的積壓訂單。後續在 Neutron 火箭開始用於正式執行任務下，預期商業衛星營運商之訂單量將逐步提升，有助於 Rocket Lab 整體營運加速轉盈。

**Rocket Lab 營收可望維持高速成長並於 2028 年轉盈。** 凱基預估 Rocket Lab 2026/2027/2028 年營收為 9.7/14.5/20.1 億美元，並預期隨 Neutron 火箭成功發射，公司研發費用增幅將有所收斂，有助於整體營運則預期在 2028 年轉盈，2026/2027/2028 年 EPS 預估為 -0.36/-0.10/0.83 美元。

#### 投資建議

考量 Rocket Lab 獲利轉正時點預期須待 2028 年 Neutron 火箭逐步放量，短期在研發費用維持相對高、且當前 P/S 達 31 倍、評價未偏低，首評給予「持有」評等，目標價 105 美元 (30 X 2028F RPS)。

#### 投資風險

Neutron 火箭發射進度不如預期；短期財報獲利低於市場預期。

#### 主要財務數據

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US\$百萬元)	211	245	436	602	949	1,449	2,013
營業毛利 (US\$百萬元)	45	69	140	239	417	723	1,080
營業利益 (US\$百萬元)	(56)	(108)	(118)	(127)	(72)	36	286
EBITDA (US\$百萬元)	(26)	(78)	(85)	(84)	(32)	79	328
稅後淨利 (US\$百萬元)	(73)	(117)	(128)	(114)	(222)	(63)	522
每股盈餘 (US\$)	(0.16)	(0.24)	(0.26)	(0.22)	(0.36)	(0.10)	0.83
營收增長率 (%)	239.0	15.9	78.3	38.0	57.7	52.7	38.9
每股盈餘增長率 (%)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
毛利率 (%)	21.2	28.1	32.0	39.7	43.9	49.9	53.7
營業利益率 (%)	(26.6)	(44.2)	(27.1)	(21.2)	(7.6)	2.5	14.2
EBITDA margin (%)	(12.4)	(32.0)	(19.4)	(13.9)	(3.4)	5.5	16.3
淨負債比 (%)	Net Cash	Net Cash	34.0	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	(10.6)	(19.1)	(27.3)	(10.9)	(13.7)	(4.3)	34.0

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

**Rocket Lab 提供各式太空衛星零組件與火箭發射服務。**Rocket Lab 主要提供小型火箭發射服務和太空系統解決方案，2025 年約 67% 營收來自太空系統解決方案，33% 來自火箭發射服務，太空系統解決方案的毛利率約 31%，而火箭發射服務毛利率則約 41%，主要客戶包括美國與歐洲政府、商業衛星營運商以及研究機構，如美國太空發展局 (SDA)、美國國防部 (DoD)、美國國家航空暨太空總署 (NASA)、美國太空軍 (USSF)、行星實驗室 (Planet Labs)、Amazon Leo 等。Rocket Lab 提供的太空系統解決方案涵蓋衛星設計與製造、太空船零組件、提供在軌解決方案等，公司掌握垂直整合與量產能力，且近年來透過併購與內部研發，逐步掌握影像觀測、雷射通訊與電力推進系統等關鍵技術，使公司提升對關鍵零組件的掌握度與成本控制能力，並可深度參與客戶整個部署衛星的計劃，提升其服務的附加價值。

Rocket Lab 於 2025 年一共發射 21 次火箭，數量僅次於 SpaceX，公司目前提供 Electron 火箭與 HASTE (Hypersonic Accelerator Suborbital Test Electron) 火箭的發射服務。Electron 火箭的載重能力約 300 公斤，可將小型衛星送入 LEO 軌道進行部署，單次發射報價約 800 萬美元，換算每公斤發射成本約 2.7 萬美元。

HASTE 火箭是一種次軌道火箭，於 2023 年開始發射，其載重能力雖提升至約 700 公斤，並可客製化整流罩設計、容納體積更大的引擎與飛行器，但因發射速度僅達極音速 (1.7 公里/秒)，低於軌道級火箭約 7.9 公里/秒的速度，無法用於衛星部署，主要用於國防訂單測試，可檢視飛彈在此速度下是否會損毀、訊號是否被屏蔽等；HASTE 火箭報價約 950 萬美元，換算每公斤發射成本約 1.4 萬美元。Rocket Lab Electron 火箭與 HASTE 火箭雖可回收第一節推進器，但因回收的成本效益不如中大型火箭，因此公司當前發射火箭以一次性任務為主。

**Neutron 火箭載重能力自 Electron 火箭之 300 公斤提升至 13 公噸。**公司規劃 2026 年推出中型火箭 Neutron 後將能回收第一節推進器與整流罩，其報價預計達 5,000 萬美元，而相關硬體成本約 2,200 萬美元，有助於 Rocket Lab 火箭發射業務的獲利性轉佳。Neutron 火箭的特色在於其第一節推進器與整流罩結合為一體，完成發射任務並返回地球後可於陸地上回收，減少後續復用所需時間並降低維修成本；且 Neutron 火箭採用碳纖維複合材料，可有效降低火箭重量並使其更堅固。Neutron 火箭載重能力可達約 13 公噸，換算每公斤發射成本約 1,692 美元，與當前 SpaceX Falcon 9 水準相當，並較其 Electron 火箭降低約 94%。

**圖 1: Rocket Lab Neutron 火箭之載重能力大幅提升，並可望使每公斤發射成本相較 Electron 降低 94%**

火箭名稱	火箭類型	載重能力	單次發射報價	每公斤發射成本	主要用途	回收機制
Electron	小型軌道級火箭	約 300 公斤	約 800 萬美元	約 2.7 萬美元	小型衛星部署	以一次性任務為主
HASTE	小型次軌道級測試火箭	約 700 公斤	約 950 萬美元	約 1.4 萬美元	國防測試	以一次性任務為主
Neutron	中型軌道級火箭	約 13 公噸	約 5,000 萬美元	約 1,692 美元	中大型星座部署與商業發射	規劃第一節推進器與整流罩將重複使用

資料來源：公司資料；凱基預估

**圖 2: Rocket Lab Neutron 火箭回收再使用與一次性使用之成本結構**

	成本(百萬美元)
第一節推進器	8
第二節太空船	4
燃料與推進劑	2
地面設備、維護與折舊	5
其他（保險、物流、發射場費用）	3
總成本	22
對外報價	50

資料來源：公司資料；凱基預估

對衛星營運商而言，因 SpaceX 屬於競爭者，在市場上鮮有其他性價比相當、且具量產火箭能力的供應商下，已然有部分衛星營運商選擇將 SpaceX 以外的火箭發射商作為主要採購來源；而若在 Neutron 火箭與 Falcon 9 性價比接近的情況下，則有助於其他衛星營運商加速將訂單轉移至 Rocket Lab。在營運規模提升以及獲利性較佳的 Neutron 火箭貢獻下，Rocket Lab 可望逐步降低目前高額研發費用對公司的壓力，並帶動整體營運逐步轉盈。

**Neutron 火箭預計於 2026 年底試射，並於 2027 年開始貢獻營收。** Neutron 火箭自原預定於 2024 年底發射之時程遞延至 2026 年底，主因包含：(1) 引擎在燃燒富氧混合物(含氧量超過 23.5%)時，金屬易發生劇烈氧化或直接燒毀，且因 Rocket Lab 規劃 Archimedes 引擎須回收並重複使用，其渦輪幫浦對耐熱的要求也相對較高；目前 Archimedes 引擎已完成研發並通過多次全壽命週期的靜態點火測試，可依照公司規劃的火箭發射時程進行實測。(2) 大型軌道級發射設施 (LC-3) 與地面支援設備 (GSE) 之間的整合較原預期複雜，自動化作業使設備對接與軟硬體整合的難度提高，其發射架須在引擎點火後的短時間內脫離火箭主體，此牽涉機械結構的設計與感測器同步問題，方可確保火箭發射時不會與地面設備碰撞。公司提及目前大多數硬體設備皆已完成安裝，進入系統整合測試的階段，約須 3-6 個月完成。整體而言，Neutron 火箭在正式發射前的多數準備皆已完成，預期 2026 年底可進入試射階段；公司規劃首次試射成功後，隔年將進行 3 次正式發射，並在第二年進行 5 次發射，公司目前已累積 5 次 Neutron 火箭發射的訂單。

Rocket Lab 1Q26 已發射 8 次 Election 和 HASTE 火箭，並預計 2026 年將至少發射 31 次 Election 和 HASTE 火箭，推估公司目前一共尚有約 70 次 Election 和 HASTE 火箭發射的積壓訂單，其中 HASTE 訂單約佔 33%；1Q26 公司積壓訂單總額約 22 億美元，其中太空系統解決方案約佔 58.5%、火箭發射約佔 41.5%，公司預期目前的積壓訂單約有 36% 將在未來 1 年內轉化

為營收。Rocket Lab 目前發射 Election 火箭的頻率最高可達到每週一次，評估未來三年內足以滿足當前訂單；而若客戶需求進一步成長，公司亦可在短時間內完成新廠建造並擴充產能。

圖 3: 多家國防客戶訂單有助於 Rocket Lab 營收規模逐年提升

客戶 / 計畫名稱	合約金額	業務項目	簽約時間	預計營收貢獻期間
SDA (美國太空發展局)	5.15 億美元	18 顆衛星製造與維運、用於軍事通訊	2023/12	2025-2027
Synspective	未揭露(推估約1.6億美元)	發射Electron火箭21次	2024/06	2025-2027
SDA (美國太空發展局)	8.16 億美元	18 顆衛星製造與維運、用於追蹤飛彈與預警	2025/12	2027-2029
BlackSky	未揭露(推估約3,000-4,000萬美元)	發射Electron火箭4次	2026/02	2026-2027
Leidos (美國國防部)	1.9 億美元	發射HASTE火箭20次	2026/03	2026-2030
Anduril Industries	3,000 萬美元	發射HASTE火箭3次	2026/05	2027-2028
未揭露	未揭露(推估應達2.5億美元以上)	發射Neutron火箭5次與Electron火箭3次	2026/05	2027-2029

資料來源：公司資料；凱基預估

**Neutron 火箭發射可望帶動 Rocket Lab 營收加速成長與 2028 年轉盈。**受惠於美國國防對高速飛彈測試需求升溫，以及衛星產業逐步邁向商業化、對衛星部署需求增加，帶動 Rocket Lab 在小型火箭、中型火箭與衛星製造等項目的接單都維持高成長性；其中對公司營運貢獻最大的動能預期將是 Neutron 火箭，Rocket Lab 可望憑藉其與 SpaceX Falcon 9 性價比接近、且未與客戶處於競爭關係的優勢，在中型火箭市場取得相當份額。凱基預估 Rocket Lab 2026/2027/2028 年發射火箭次數分別達 38/50/67 次，其中 Neutron 火箭發射次數預估為 1/3/6 次，預期在 2026 年底完成試射後，將於 2027 年開始貢獻營收。

圖 4: 預期 Rocket Lab 2026-2028 年 Neutron 與整體火箭發射量逐步提升

百萬美元	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F
<b>Electron</b>												
發射次數	7	7	8	9	8	10	10	12	12	12	14	14
報價	8.5	8.5	8.5	8.5	8.3	8.3	8.3	8.3	8	8	8	8
營收貢獻	66	66	76	85	74	93	93	111	107	107	125	125
毛利率(%)	35	35	40	50	45	50	50	55	50	55	55	55
毛利貢獻	23	23	30	43	33	46	46	61	54	59	69	69
<b>HASTE</b>												
發射次數	1	1	2	1	1	2	2	2	2	2	3	2
報價	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
營收貢獻	11	11	21	11	11	21	21	21	21	21	32	21
毛利率(%)	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
毛利貢獻	6	6	13	6	6	13	13	13	13	13	19	13
<b>Neutron</b>												
發射次數				1		1	1	1	1	2	1	2
報價						50	50	50	48	48	48	48
營收貢獻				0		56	56	56	54	107	54	107
毛利率(%)						56	56	56	60	65	60	65
毛利貢獻				0		31	31	31	32	70	32	70

資料來源：Bloomberg；凱基預估

給予 Rocket Lab 「持有」評等，目標價為 105 美元。凱基預估 Rocket Lab 2026/2027/2028 年營收為 9.7/14.5/20.1 億美元，並預期隨 Neutron 火箭成功發射，公司研發費用增幅將有所收斂，毛利金額可望於 2027 年超越研發費用，公司整體營運則預期在 2028 年轉盈，2026/2027/2028 年 EPS 預估為 -0.36/-0.10/0.83 美元。

評價面考量 Rocket Lab 整體獲利受到高額研發費用稀釋，且公司屬性非重資產，以 P/E 或 P/B 評價方法無法完全反應公司價值，故以 P/S 作為評價方法。以 2028 年預估營收達 20.1 億美元以及在外流通股數約 5.79 億股計算，RPS (Revenue per share) 約 3.48 美元，目前 P/S 比率達到約 31 倍，處於過往五年多落於 10-40 倍區間之中上緣。考量 Rocket Lab 獲利轉正時點預期須待 2028 年 Neutron 火箭逐步放量，在當前評價位階未明顯偏低的情況下，首評給予「持有」之評等，目標價 105 美元(30 X 2028F RPS)。

圖 5: FY2Q26 財務預估暨市場共識比較

Non-GAAP	2Q26F					
	公司財測 (中位數)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
百萬美元						
營收		226	13.0	56.7	224	1.1
毛利		94	8.7	75.4	88	5.8
營業費用		(125)	-	-	(119)	-
營業利益		(31)	-	-	(31)	-
稅前利益		(93)	-	-	(52)	-
稅後淨利		(95)	-	-	(46)	-
EPS (US\$)		(0.15)	-	-	(0.07)	-
毛利率 (%)		41.4	0.0 ppts	4.4 ppts	39.5	1.9 ppts
營業利益率 (%)		(13.6)	(13.6)ppts	9.6 ppts	(13.8)	0.2 ppts
淨利率 (%)		(42.0)	(42.0)ppts	(13.0)ppts	(20.7)	(21.3)ppts

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6: FY2026 與 FY2027 預估暨市場共識比較

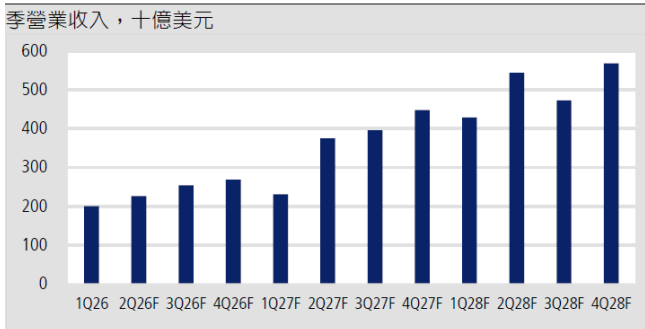
Non-GAAP	2026F					2027F				
	公司財測 (中位數)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	
百萬美元										
營收		949	57.7	899	5.6	1,449	52.7	1,261	14.9	
毛利		417	74.5	357	16.8	723	73.4	507	42.6	
營業費用		(489)	-	(472)	-	687	-	(493)	-	
營業利益		(72)	-	(115)	-	36	-	14	154.0	
稅前利益		(220)	-	(157)	-	(62)	-	(10)	-	
稅後淨利		(222)	-	(149)	-	(63)	-	(8)	-	
EPS (US\$)		(0.36)	-	(0.24)	-	(0.10)	-	(0.01)	-	
毛利率 (%)		43.9	4.2 ppts	39.7	4.2 ppts	49.9	6.0 ppts	40.2	9.7 ppts	
營業利益率 (%)		(7.6)	13.5 ppts	(12.7)	5.1 ppts	2.5	10.1 ppts	1.1	1.4 ppts	
淨利率 (%)		(23.4)	(4.4)ppts	(16.6)	(6.8)ppts	(4.4)	19.0 ppts	-0.7	(3.7)ppts	

資料來源：Bloomberg；凱基預估

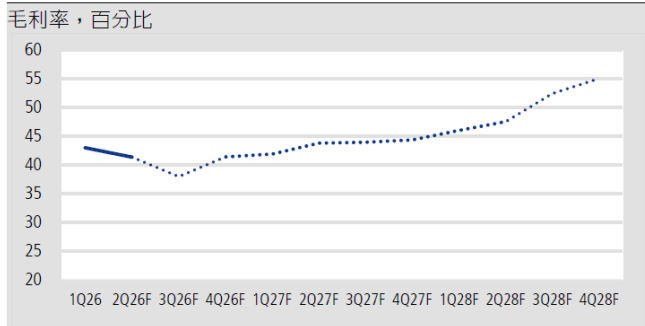
**圖 7: 公司概況**

Rocket Lab 主要業務分為發射服務和太空板塊，2025 年分別占 67/33%，主力產品 Electron 針對小型火箭發射服務，Neutron 則為公司研發的中大型可重複使用火箭。

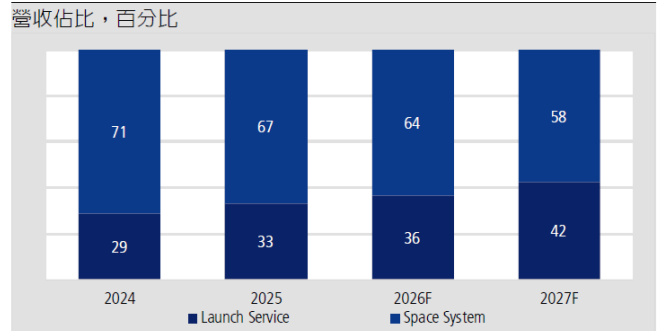
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營收**


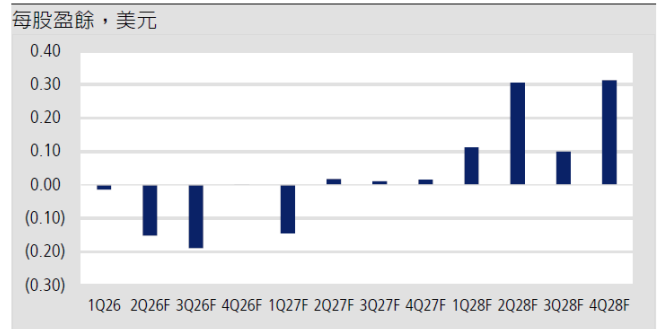
資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**


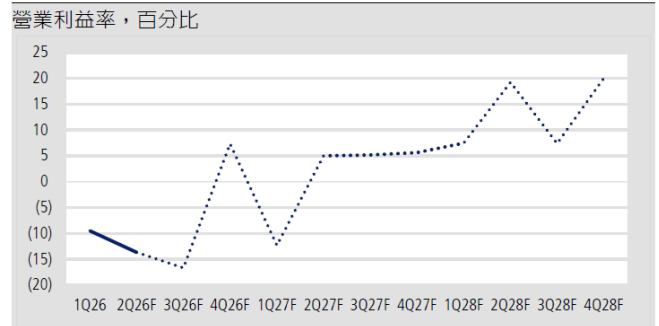
資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: FY2025 火箭發射業務營收比重提升至 33%**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 營業利益率**


資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明**

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。