

SpaceX (SPCX.OQ/SPCX US)

加速 Starship 商用化

增加持股・維持

收盤價 June 30 (US\$)	170.86
3 個月目標價 (US\$)	184.9
12 個月目標價 (US\$)	227
前次目標價 (US\$)	227
維持 (%)	0
上漲空間 (%)	32.9

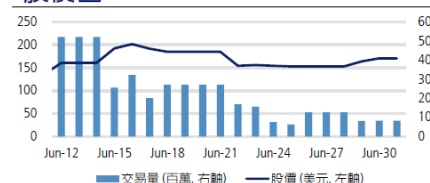
焦點內容

1. SpaceX 2Q26 火箭對外任務增加至 8 次，有助火箭業務營收季增。
2. SpaceX 已完成引擎靜態點火測試，並規劃建造天然氣管道以加速 Starship 商用化。

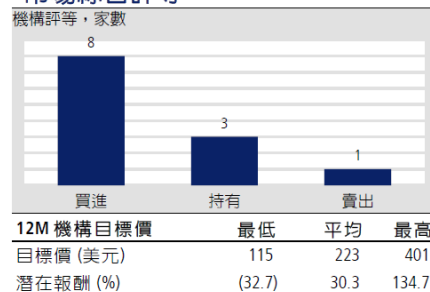
交易資料表

市值: (US\$bn)	2,248.4		
流通在外股數 (百萬股):	7,464		
機構持有比例 (%):	81.7		
3M 平均成交量 (百萬股):	N/A		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	147.1-225.6		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	N/A	N/A	N/A
相對表現 (%)	N/A	N/A	N/A

股價圖



市場綜合評等



資料來源: Bloomberg

重要訊息

SpaceX 2Q26 一共發射 37 次火箭，凱基更新其營運近況。

評論及分析

SpaceX 2Q26 火箭對外任務增加至 8 次，有助火箭業務營收季增。 SpaceX 2Q26 一共發射 37 次火箭，其中包含 1 次 Starship 試射；整體發射次數雖較 1Q26 之 39 次下滑，但對外任務(執行國防與商用訂單) 的次數自 1Q26 之 6 次提升至 2Q26 之 8 次，故仍有助於 SpaceX 火箭發射業務之營收較 1Q26 成長。凱基預估 SpaceX 2Q26 火箭業務營收季增 33%至 8.3 億美元，但因下一代火箭 Starship V3 的研發費用仍處於高水準，預期火箭業務仍將產生約 6.6 億美元之虧損、與 1Q26 大致持平。

SpaceX 已完成引擎靜態點火測試，並規劃建造天然氣管道以加速 Starship 商用化。 在上一次 Starship 試射中，部分 Raptor 3 引擎因熄火而導致火箭降落時燃燒，SpaceX 已在 6/26 完成引擎的靜態點火測試，有助於 Starship 下次試射達成軟著陸的目標。另外，SpaceX 也在近期宣布將於 7 月開始建造一條長度達 13 公里的天然氣管道，預計將在 2027/1 啟用，用於提供火箭發射所需使用的液態甲烷燃料。Starship 的燃料改為液態甲烷，每次發射須消耗約 240 萬公升，目前仰賴油罐車載運，燃料運輸與填充較為耗時；公司規劃此管道將能支應每年至少達 25 次 Starship 火箭發射的需求，對 Starship 加速商用化有正面幫助。Starship 後續商用化的觀察指標應在於第二節太空船回收與復用，SpaceX 迄今為止尚未對此進行測試；考量 SpaceX 在第一節推進器與整流罩的復用技術較成熟，公司有可能先採取只回收第一節與整流罩的方式發射 Starship 並部署 V3 衛星；對外任務則考量在沒有回收第二節的情況下，Starship 對外任務的毛利率將低於 Falcon 9，故評估 SpaceX 應待第二節太空船掌握復用能力後才會提升 Starship 的使用頻率。

投資建議

維持「增加持股」評等，目標價 227 美元(20 X FY2032 EPS 11.34 美元)。

投資風險

Starship 進度遞延；火箭發射業務持續虧損；短期財報不如預期。

主要財務數據

	Sep-23A	Sep-24A	Sep-25A	Sep-26F	Sep-27F	Sep-28F
營業收入 (US\$百萬元)	10,387	14,015	18,674	34,585	55,827	62,878
營業毛利 (US\$百萬元)	4,277	6,019	9,223	11,036	22,638	25,124
營業利益 (US\$百萬元)	(3,505)	466	(2,589)	(5,475)	(4,458)	(1,041)
EBITDA (US\$百萬元)	(4,991)	242	(4,219)	(9,662)	(7,201)	(4,128)
稅後淨利 (US\$百萬元)	(4,628)	791	(4,937)	(8,957)	(5,761)	(3,302)
每股盈餘 (US\$)	(1.68)	0.01	(1.69)	(1.90)	(0.78)	(0.45)
營收增長率 (%)	7.8	34.9	33.2	85.2	61.4	12.6
毛利率 (%)	41.2	42.9	49.4	31.9	40.6	40.0
營業利益率 (%)	(33.7)	3.3	(13.9)	(15.8)	(8.0)	(1.7)
EBITDA margin (%)	(48.1)	1.7	(22.6)	(27.9)	(12.9)	(6.6)
淨負債比 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：SpaceX 2Q26 火箭發射次數自 1Q26 之 39 次降至 37 次，對外任務則自 6 次增加至 8 次

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
發射次數	11	17	16	18	21	23	26	28	32	37	27	42	39	45	44	42	39	37
自用	8	7	14	5	11	12	21	21	21	28	17	27	26	37	29	35	33	29
對外任務	3	10	2	13	10	11	5	7	11	9	10	15	13	8	15	7	6	8

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：SpaceX 已完成對 Raptor 3 火箭引擎的靜態點火測試



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3：因 Starship 定價僅 9,000 萬美元，在沒有復用第二節太空船的情況下，對外任務的毛利率或將低於 Falcon 9

百萬美元	Falcon9		Starship		
	一次性使用	回收再使用 (復用第一節與整流罩)	一次性使用	回收再使用 (復用第一節與整流罩)	回收再使用 (復用第一節、第二節與整流罩)
第一節推進器	60	6	120	12	12
第二節太空船	12	12	20	20	2
整流罩	6	2	10	3	3
燃料與其他設備	4	4	10	10	10
總成本	82	24	160	45	27
對外報價	100	70	-	90	90
毛利率 (%)	18	66		50	70

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：Starship 在沒有復用第二節太空船的情況下，用於部署 V3 衛星仍對 SpaceX 自身在衛星通訊業務的毛利率有正向幫助

百萬美元	使用 Falcon 9 火箭	使用 Starship 火箭， 但第二節不復用	使用 Starship 火箭， 第一節、第二節與整流罩皆復用
一顆衛星製造成本	2	2	2
發射成本	3.50	0.82	0.49
部署衛星總成本	5.50	2.82	2.49
下載頻寬 (Gbps)	1,024	1,024	1,024
上傳頻寬 (Gbps)	160	160	160
每 1 Gbps 下載頻寬成本 (美元)	5,369	2,752	2,433
每 1 Gbps 上傳頻寬成本 (美元)	34,359	17,614	15,568
衛星平均使用壽命 (年)	6	6	6
部署一顆衛星每個月平均成本 (美元)	76,353	39,141	34,596
可簽約用戶數 (以 200Mbps 方案計算)	19,200	19,200	19,200
總月費收入 (美元)	576,000	576,000	576,000
毛利率	73.5%	86.4%	88.0%

註：V2 Mini 衛星收取之月費以現行 80 美元計算，V3 衛星則以 30 美元計算
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 5：SpaceX 目前尚有營收貢獻之國防訂單金額合計超過 100 億美元

合約計畫	訂單金額 (百萬美元)	簽約時間	預計營收 貢獻時點	業務範疇與重點
NASA 阿提米絲 (Artemis) 計畫	4,040	2021 年 4 月與 2022 年 11 月	2021-2028 年	打造星艦人類登陸系統 (Starship HLS)，將太空人從月球軌道轉移到月球表面並返回
NASA 商業載人 (Commercial Crew) 計畫	3,136	2022 年 8 月與 2026 年 5 月	2023-2030 年	提供火箭與太空船等設備以供載人使用，協助太空人往返地球與國際太空站
星盾計畫 (Starshield)	1,800	2023 年 12 月	2023-2027 年	為美國國家偵察局 (NRO) 建造並部署數百顆低軌道間諜衛星，執行即時監控
國家安全太空發射 (NSSL) 第三階段第二軌道計畫	5,900	2025 年 4 月	2025-2029 年	執行 28 次國家安全發射任務，發射載具需要完全認證，安全級別高於第一軌道任務
太空軍太空發展局 (SDA) 飛彈預警衛星發射合約	739	2026 年 1 月	2026-2028 年	部署 44 枚具有飛彈預警、追蹤與射控功能的低軌道衛星
國家安全太空發射 (NSSL) 第三階段第一軌道計畫	917	2026 年 1 月與 4 月	2025-2026 年	執行 9 次國家安全相關的火箭發射與衛星部署，預計到 2029 年前還會再有新的採購計畫、總金額達 56 億美元
金穹計畫	2,000	2026 年 4 月	2026-2030 年	負責為該系統開發與發射數百顆低軌衛星，用於在太空中追蹤導彈軌跡並進行數據處理，從而即時進行攔截

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 6：SpaceX 2026-2028 年可望隨 Starship 商用，帶動火箭業務虧損逐步收斂

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F	2026F	2027F	2028F
營收 (百萬美元)	619	825	929	1,032	929	1,032	1,267	1,238	1,577	1,680	1,754	1,886	3,405	4,466	6,897
營收季增率 (%)		33.3	12.5	11.1	-10.0	11.1	22.9	-2.3	27.4	6.5	4.4	7.6			
營收年增率 (%)					50.0	25.0	36.5	20.0	69.8	62.9	38.4	52.4	-16.7	31.2	54.5
毛利 (百萬美元)	276	368	414	460	414	460	569	552	707	753	782	845	1,518	1,995	3,087
營利 (百萬美元)	-662	-664	-721	-732	-837	-854	-784	-842	-408	-251	-252	-85	-2,779	-3,317	-996
營利率 (%)	-107	-80	-78	-71	-90	-83	-62	-68	-26	-15	-14	-5	-82	-74	-14

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 7：火箭發射成本降低的貢獻亦將體現於衛星通訊業務，預期衛星通訊為 SpaceX 近 3 年主要獲利支撐

		1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	1Q28F	2Q28F	3Q28F	4Q28F	2026F	2027F	2028F
營收 (百萬美元)	衛星通訊	3,260	3,656	3,934	4,259	4,464	4,663	4,855	5,180	5,360	5,534	5,801	6,171	15,109	19,162	22,865
	火箭發射	619	825	929	1,032	929	1,032	1,267	1,238	1,577	1,680	1,754	1,886	3,405	4,466	6,897
	xAI	815	2,138	5,137	7,981	7,945	8,011	8,072	8,171	8,149	8,231	8,309	8,427	16,071	32,200	33,116
	合計	4,694	6,619	9,999	13,272	13,338	13,705	14,195	14,589	15,085	15,445	15,864	16,484	34,585	55,827	62,878
營收季增率 (%)	衛星通訊		12.1	7.6	8.3	4.8	4.4	4.1	6.7	3.5	3.3	4.8	6.4			
	火箭發射		33.3	12.5	11.1	-10.0	11.1	22.9	-2.3	27.4	6.5	4.4	7.6			
	xAI		162.4	140.2	55.4	-0.4	0.8	0.8	1.2	-0.3	1.0	1.0	1.4			
	合計		41.0	51.1	32.7	0.5	2.8	3.6	2.8	3.4	2.4	2.7	3.9			
營收年增率 (%)	衛星通訊					36.9	27.5	23.4	21.6	20.1	18.7	19.5	19.1	32.7	26.8	19.3
	火箭發射					50.0	25.0	36.5	20.0	69.8	62.9	38.4	52.4	-16.7	31.2	54.5
	xAI					874.9	274.6	57.1	2.4	2.6	2.7	2.9	3.1	402.1	100.4	2.8
	合計					184.1	107.1	42.0	9.9	13.1	12.7	11.8	13.0	85.2	61.4	12.6
毛利 (百萬美元)	衛星通訊	1,815	2,028	2,182	2,361	2,519	2,631	2,741	2,924	3,079	3,180	3,334	3,547	8,386	10,816	13,140
	火箭發射	276	368	414	460	414	460	569	552	707	753	782	845	1,518	1,995	3,087
	xAI	-1,980	-681	1,123	2,793	2,740	2,615	2,559	2,522	2,627	2,577	2,519	2,479	1,255	10,436	10,201
	合計	111	1,706	3,699	5,581	5,625	5,642	5,784	5,891	6,285	6,361	6,460	6,670	11,036	22,638	25,124
營利 (百萬美元)	衛星通訊	1,188	1,382	1,517	1,676	1,813	1,905	1,993	2,153	2,285	2,363	2,492	2,679	5,763	7,864	9,818
	火箭發射	-662	-664	-721	-732	-837	-854	-784	-842	-408	-251	-252	-85	-2,779	-3,317	-996
	xAI	-2,469	-1,971	-1,960	-1,999	-1,992	-2,149	-2,232	-2,327	-2,166	-2,254	-2,344	-2,447	-8,398	-8,701	-9,211
	合計	-1,943	-1,261	-1,183	-1,087	-1,063	-1,163	-1,110	-1,123	-417	-290	-279	-54	-5,475	-4,458	-1,041
營利率 (%)	衛星通訊	36	38	39	39	41	41	41	42	43	43	43	43	38	41	43
	火箭發射	-107	-80	-78	-71	-90	-83	-62	-68	-26	-15	-14	-5	-82	-74	-14
	xAI	-303	-92	-38	-25	-25	-27	-28	-28	-27	-27	-28	-29	-52	-27	-28
	合計	-41	-19	-12	-8	-8	-8	-8	-8	-3	-2	-2	0	-16	-8	-2
EPS (US\$)	-	-1.27	-0.25	-0.20	-0.19	-0.19	-0.20	-0.20	-0.20	-0.13	-0.11	-0.12	-0.09	-1.90	-0.78	-0.45

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 8：SpaceX 2026-2032 年各產品線的年度營收、營利、EPS 預估

(百萬美元)		2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
營收	衛星通訊	15,109	19,162	22,865	27,503	38,439	81,208	154,995
	火箭發射	3,405	4,466	6,897	8,150	10,564	10,180	10,318
	xAI	16,071	32,200	33,116	20,245	8,352	10,658	13,777
	合計	34,585	55,827	62,878	55,898	57,355	102,045	179,090
營收年增率 (%)	衛星通訊		26.8%	19.3%	20.3%	39.8%	111.3%	90.9%
	火箭發射		31.2%	54.5%	18.2%	29.6%	-3.6%	1.4%
	xAI		100.4%	2.8%	-38.9%	-58.7%	27.6%	29.3%
	合計		61.4%	12.6%	-11.1%	2.6%	77.9%	75.5%
毛利	衛星通訊	8,386	10,816	13,140	19,350	30,346	70,373	137,003
	火箭發射	1,518	1,995	3,087	3,535	4,402	4,136	4,219
	xAI	1,255	10,436	10,201	-1,052	-9,243	-5,646	-1,338
	合計	11,036	22,638	25,124	21,833	25,505	68,863	139,884
營利	衛星通訊	5,763	7,864	9,818	15,224	24,580	58,192	113,754
	火箭發射	-2,779	-3,317	-996	-415	85	-417	82
	xAI	-8,398	-8,701	-9,211	-12,445	-13,040	-10,206	-6,920
	合計	-5,475	-4,458	-1,041	2,364	11,625	47,569	106,916
營利率 (%)	衛星通訊	38	41	43	55	64	72	73
	火箭發射	-82	-74	-14	-5	1	-4	1
	xAI	-52	-27	-28	-61	-156	-96	-50
	合計	-16	-8	-2	4	20	47	60
EPS (美元)	-	-1.90	-0.78	-0.45	0.14	1.10	4.95	11.34

資料來源：公司資料；凱基預估

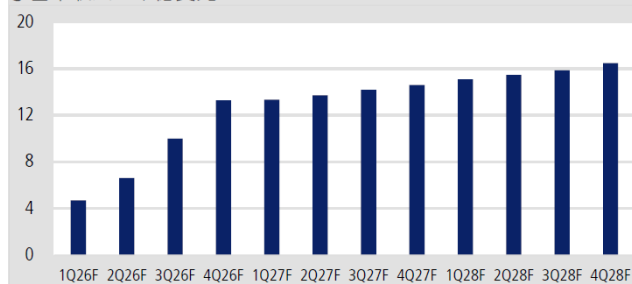
圖 9: 公司概况

Space X 是由企業家 Elon Musk 於 2002 年創立，主要業務包含衛星通訊、火箭發射與人工智慧，其願景是降低衛星部署以及在太空中的移動成本，並最終實現人類移民火星的目標，預計於 2026 年進行 IPO。

資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 季營收

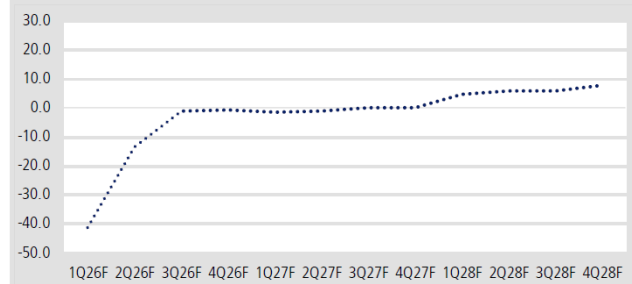
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 毛利率

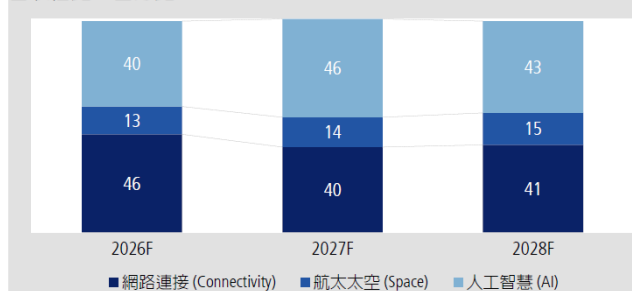
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: SpaceX 營收主要來自網路連接與人工智慧

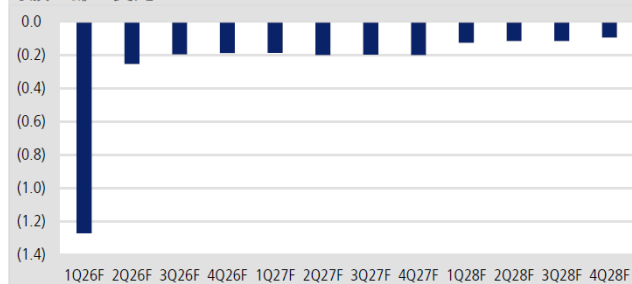
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 每股盈餘

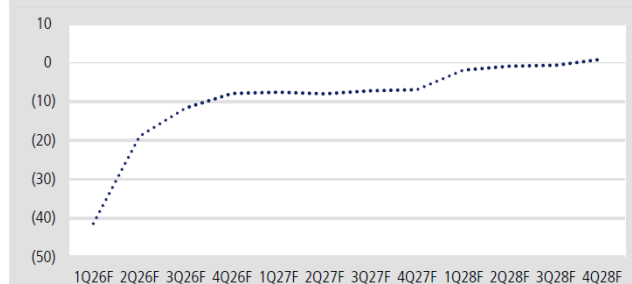
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 營業利益率

營業利益率，百分比



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 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。