美國衛星產業

近況更新

焦點內容

1. Starship 火箭試射有成，Rocket Lab 也加速 Neutron 火箭進展。
2. Rocket Lab 收購 Iridium 對雙方預期皆可形成綜效並提升獲利。

Nasdaq 指數

資料來源：Bloomberg

火箭市場競爭白熱化，Rocket Lab 加速拓展版圖

重要訊息

SpaceX 完成第 13 次 Starship 火箭試射，Rocket Lab 也完成火箭引擎的點火測試，並將收購衛星營運商 Iridium，凱基更新兩家公司營運近況。

評論及分析

Starship 火箭試射有成，Rocket Lab 也加速 Neutron 火箭進展。SpaceX 近期完成第 13 次 Starship 火箭試射，此次進展包含: (1) 成功部署 20 顆 V3 衛星並可進行光學衛星間鏈路(OISL)通訊以及與地面間的 RF 通訊，但由於 Starship 僅達次軌道級高度，因此衛星無法停留在軌道上運行；(2) 在到達預定高度後，完成 Raptor 引擎重新點火測試，代表未來試射可開始測試軌道路徑調整與實際衛星部署能力；(3) 修正第二節太空船從火箭分離時姿態傾斜的問題，並達成軟著陸目標。然而，Starship 在返回地面時，第一節推進器仍有 5 台引擎故障，在減速不足的狀況下未能達成軟著陸目標。整體而言，Starship 目前已接近回收與復用的測試階段，可望於 2H26-2027 年達成正式部署 V3 衛星與商用化的目標。另外，Rocket Lab 也在 7 月完成對 Neutron 火箭阿基米德引擎的點火測試，預計 3-6 個月後可如期進行第一次 Neutron 火箭試射；公司規劃首次試射成功後，隔年將進行 3 次正式發射。

Rocket Lab 收購 Iridium，預期對雙方皆可形成綜效並提升獲利。Rocket Lab 日前宣布收購衛星營運商 Iridium，評估此收購案之綜效在於 Iridium 後續可降低衛星部署成本，而 Rocket Lab 亦可憑藉更穩固之營運現金流，加速在火箭研發的進展。Iridium 2025 年營收約 8.7 億美元、淨利約 1.1 億美元，營收主要來自: (1) 商業語音與訊息傳送；(2) 商業 IoT 資料傳輸；(3) 美國政府與軍隊衛星通訊等。Iridium 的衛星通訊是透過 L-band 傳輸，速度僅數百 Kbps，主要應用於需要穩定傳輸少量資料的場景，需求較穩定，與 SpaceX 切入家用寬頻市場的定位不同；故預期 Rocket Lab 在收購 Iridium 後，初期在衛星通訊領域的營運成長性仍將維持相對平穩。Iridium 先前每顆衛星部署成本平均約 4,000 萬美元，其中發射成本約 660 萬美元；後續若使用 Neutron 火箭部署，預估發射成本可降低約 78%。此收購案預計於 2027 年中完成，交易條款是每股 Iridium 取得 27 美元現金與 Rocket Lab 股票，交換比率會因 Rocket Lab 股價波動而異，預計 Rocket Lab 將支出約 28 億美元現金並使 Rocket Lab 股本膨脹約 5-7%。預估 Iridium 將在 2028 年貢獻 Rocket Lab 營收約 9.9 億美元、占比約 33%；獲利貢獻預估為 1.2 億美元、占比約 19%。基於上述，上調 Rocket Lab 2028 年 EPS 預估自前次之 0.83 美元至 0.97 美元，可望較 2027 年預估損益兩平之水準明顯改善。

投資建議

SpaceX 評等維持「增加持股」，目標價為 227 美元 (20 X 2032F EPS)；Rocket Lab 評等調升至「增加持股」，目標價 107 美元 (23 X 2028F RPS)。

投資風險

下一代火箭研發進度不如預期；市場需求不如預期。

圖 1：SpaceX 火箭在每公斤平均發射成本掌握絕對優勢

	SpaceX		聯合發射聯盟 (ULA)		歐洲太空總署 (ELA)	Blue Origin	Rocket Lab		
火箭型號	Falcon 9	Starship	Atlas V 551	Vulcan Centaur	Ariane 64	New Glenn	Electron	HASTE	Neutron
LEO載重能力(公噸)	17	100-150	18.85	27.2	21.9	45	0.3	0.7	13
成本(百萬美元)	24	27	-	-	90	-	5	4	22
售價(百萬美元)	70	90	140-150	110	115-130	60-90	8.5	9.5	50
平均每公斤發射成本(自用、美元)	1,439	258	-		4,110		16,667	5,714	1,692
平均每公斤發射成本(對外報價、美元)	4,198	861	7,692	4,044	5,594	1,667	28,333	13,571	3,846
回收能力	可回收第一節推進器	可回收第一節推進器與第二節太空船	完全消耗型	完全消耗型	完全消耗型	可回收第一節推進器	可回收第一節推進器，但實務上不回收	完全消耗型	可回收第一節推進器與整流罩

資料來源：公司資料；凱基

圖 2：SpaceX 以 Starship 火箭部署 V3 衛星後，SpaceX 衛星通訊毛利率預估提升至 88.0%

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%

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 3：預期衛星通訊業務為 SpaceX 26-32 年主要獲利成長動能

(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

Rocket Lab 評等調升至「增加持股」，目標價 107 美元。凱基預期 Rocket Lab 將在 3Q27 完成對 Iridium 的合併並開始認列損益表，故在模型中納入 Iridium 之貢獻，預估 Iridium 將在 2028 年貢獻 Rocket Lab 營收約 9.9 億美元、占比約 33%；獲利貢獻預估為 1.2 億美元、占比約 19%。Rocket Lab 2028 年營收預估自前次之 20.1 億美元上調至 30.0 億美元、年增 56%；2028 年 EPS 預估自前次之 0.83 美元上調至 0.97 美元，相較 2027 年預估損益兩平之水準可望明顯改善。

Rocket Lab 評價面仍以 P/S 作為評價方法，以 2028 年預估營收達 30.0 億美元、以及合併 Iridium 後預估使在外流通股數膨脹至約 6.40 億股計算，RPS (Revenue per share)約 4.69 美元，目前 P/S 比率達到約 14 倍，處於過往五年多落於 10-40 倍區間之中下緣。考量: (1) Rocket Lab 目前已掌握約 20 億美元的火箭發射國防訂單，相較於 2025 年火箭業務營收貢獻僅約 2 億美元，預期公司在 2026-2028 年火箭發射頻率將逐年提升並帶動營收高速成長；(2) Rocket Lab Neutron 火箭可望於 2026 年開始試射，並在 2027 年後逐步轉向商用，有助於公司拓展中型火箭市場；(3) Rocket Lab 收購 Iridium 後，對公司現金流與獲利具正面貢獻，並有助於 Iridium 降低衛星部署成本、提升後續爭取企業與國防衛星通訊訂單的競爭力。基於 Rocket Lab 近期股價回落，在當前評價位階已偏低的情況下，將評等調升至「增加持股」，目標價 107 美元(23 X 2028F RPS)。

圖 4: 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 5: 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

圖 6: 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
Electron												
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
HASTE												
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
Neutron												
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

圖 7: Rocket Lab FY2027 與 FY2028 預估暨市場共識比較

Non-GAAP	2027F						2028F					
百萬美元	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	凱基預估	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	1,923	2,400	(19.8)	102.7	1,287	49.5	3,002	2,013	49.2	56.1	1,662	80.6
毛利	1,113	947	17.5	166.9	514	116.7	1,894	1,080	75.3	70.2	738	156.7
營業費用	1,019	839	21.4	-	(516)	-	1,490	795	87.6	46.3	(561)	-
營業利益	94	108	(13.2)	-	(2)	-	404	286	41.2	329.4	177	128.0
稅前利益	5	46	(88.4)	-	(25)	-	710	576	23.4	13,232.7	151	369.4
稅後淨利	5	37	(85.2)	-	(28)	-	644	522	23.4	11,751.9	114	463.1
EPS (US$)	0.01	0.06	(86.9)	-	(0.04)	-	0.97	0.83	16.9	11,436.7	0.17	463.1
毛利率 (%)	57.9	39.5	18.4 ppts	13.9 ppts	39.9	17.9 ppts	63.1	53.7	9.4 ppts	5.2 ppts	44.4	18.7 ppts
營業利益率 (%)	4.9	4.5	0.4 ppts	12.5 ppts	(0.2)	5.1 ppts	13.4	14.2	(0.8)ppts	8.6 ppts	10.6	2.8 ppts
淨利率 (%)	0.3	1.5	(1.2)ppts	23.7 ppts	(2.2)	2.5 ppts	21.4	25.9	(4.5)ppts	21.2 ppts	6.9	14.6 ppts

資料來源： Bloomberg；凱基預估

圖 8: Rocket Lab FY2028 預估各產品線營收占比以及給予之 P/S 倍數

	FY2028營收占比 (%)	P/S倍數
Launch service	29	40
Space System	38	25
Iridium	33	5
合計	100	23

資料來源：公司資料；凱基預估

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	**定義**
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。。