

K RESEARCH ◆ GOLD

GOLD · No.007 | 2026年6月14日

史上最大 IPO 之后 解剖 **SpaceX** 与 “太空链”

\$1.77 万亿市值的三段式真相 · 我该买 SPCX 吗 · 若不买，链上买什么

BEAR

公允下限

\$291B

BASE

自建中枢

\$782B

BULL

乐观上限

\$1636B

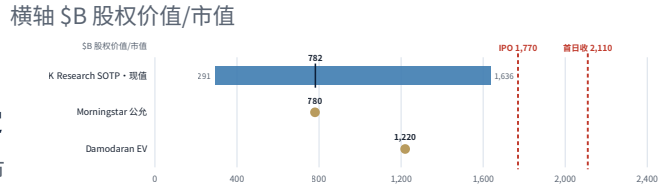
01 核心观点 · 七条 Key Calls

总纲

一句话总纲：SpaceX 是发射垄断 × Starlink 现金牛 × xAI/轨道算力合体的稀世复合体。自建公允中枢已升至 \$782B、牛市 \$1,636B 已逼近 \$1.77T 市价——这是为确定性卡位 + 一组真实实物期权付的溢价，而非泡沫。长期信徒可借上市后波动分批建仓；与此同时，“太空链”提供赔率更优的卡位入口，两条路径并行不悖。

01 买的是马斯克复合体：发射 × Starlink × xAI 三体合一。自建估值 vs 市场价：市价高于一切独立公允区间

SPCX 经 2026 · 2 并入 xAI(含 X)，2025 三段收入 连接 \$11.4B/发射 \$4.0B/AI \$3.2B；这是稀世卡位资产，而非单一火箭股。



来源：K Research 自建 SOTP；Morningstar/Damodaran 公开口径；数据截至 2026年6月12日

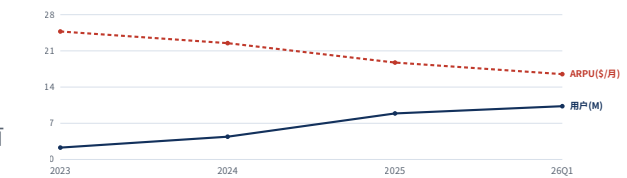
02 \$1.77T 隐含的是 base→bull 之间的可达预期，非完美定价。

自建 SOTP 现值中枢已升至 \$782B、牛市 \$1,636B 逼近市价；市价仅隐含 2030 收入 \$125B (base 的 1.5 倍)。

03 Starlink 是被低估的现金牛——已止跌提价。连接段

EBITDA 率 63%；ARPU 三年 \$99→\$66 后，2026 · 5 首次提价 +\$10，量价拐点临近。

Starlink: 用户四年 4.5 倍，ARPU 同期 -33%



来源：SpaceX S-1 (一手)；K Research 整理

04 Starship 既是头号风险，更是看涨总扳机。V3 卫星(1

Tbps/颗)、直连手机、轨道 AI 算力全部由它解锁；IFT-12(V3 首飞)已上演，2026H2 入轨复用是关键节点。

05 护城河真实且加深：发射垄断 + 频谱 + 轨道频率。2025

占全球上行质量 >80%、卫星 85%；\$17B 收购 EchoStar 65MHz 频谱(FCC 2026 · 5 批)锁定直连手机。

06 被市场漏掉的实物期权：轨道 AI 数据中心。SpaceX 1 · 30

向 FCC 申报百万星算力星座；Starship 廉价上行 + Starlink 激光骨干 + xAI 租户，是仅其独有的天基算力闭环。

07 太空链虽薄，A 股“国产星链”卡位最厚、赔率更优。千

帆+国网 >2.8 万颗规划，T/R 芯片(铖昌 星载>70%)、相控阵天线(雷电微力)、商业火箭(蓝箭冲科创板)是确定性映射。

02 产业链全景 · 七层卡位

Q1 · Q4

SpaceX 的产业链与特斯拉链形态截然不同：特斯拉是“整车厂 + 庞大外部供应商”，催生了完整的 A 股“特斯拉链”；SpaceX 则把发动机、航电、飞控、甚至 Starlink 用户终端的核心硅片高度内化（约 80-85% 自制），外部仅依赖 3,000 余家供应商提供特种材料、专用芯片与代工。这意味着——“太空链”天然比特斯拉链薄，可外溢给二级市场的环节集中在少数卡位点。

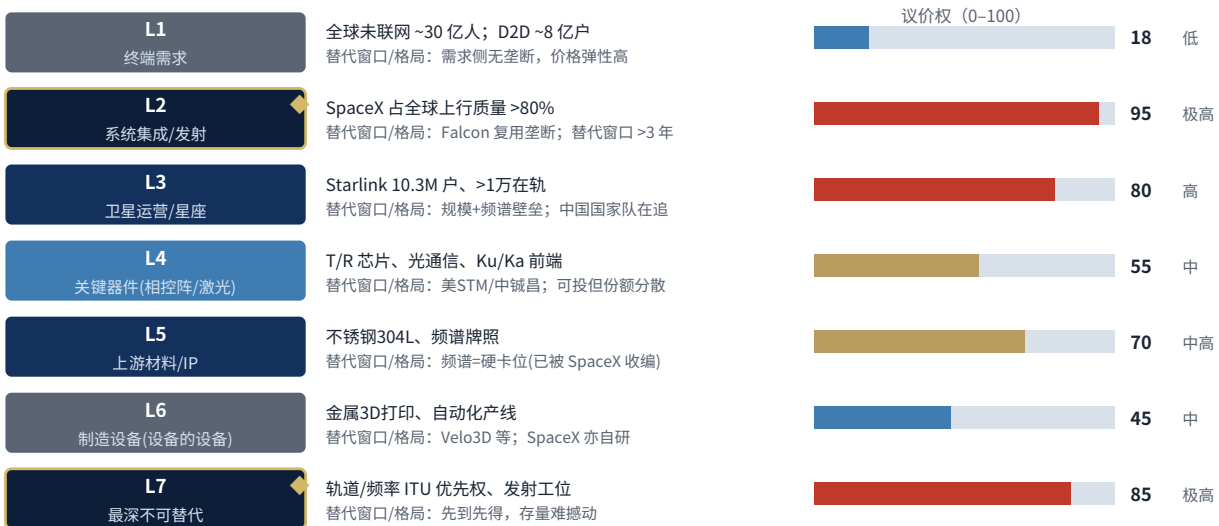
图1 · 太空价值链全景：自制带吞噬了多数环节

◆ 金描边=最强卡位节点（频谱）



来源：SpaceX S-1、公司公开资料；K Research 整理

图2 · 七层 Choke-point 穿透：卡位集中在发射(L2)与轨道频率(L7)



来源：BryceTech 《State of Launch 2025》、FCC、公司资料；K Research 量化

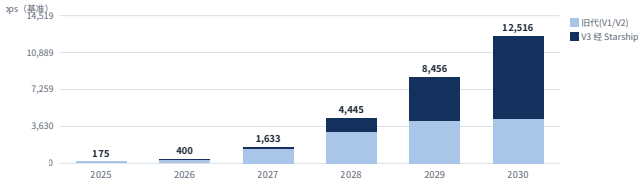
五段链 · 数据 发射 L2 议价权 95：2025 SpaceX 占全球上行质量 >80%、卫星 85%；自制率 80-85% → **机制** 复用火箭把边际成本压到对手 1/4-1/3，形成成本-规模飞轮 → **结论** 发射端是真护城河，但护城河不等于可投资的链 → **反驳** 若 Starship 反复延期，运力优势被 V3 部署反噬（见 P4）；中国/Blue Origin 在补位 → **再结论** 发射垄断稳固，但投资者买不到“纯发射”——只能买被它牵引的器件与材料环节

03 供需与价格 · 自建缺口模型

Q2

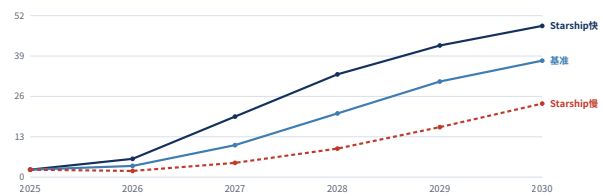
把“供需缺口模型”用在卫星宽带上，真正的约束不是聚合带宽（绝大多数波束扫过海洋与无人区），而是有付费需求小区内的“户均可售头寸”。这把供给与需求一起锁死在同一个变量上：Starship 的投产节奏——因为唯一能 10 倍扩容的 V3 卫星（1 Tbps/颗）只能由 Starship 部署。

图3 · 容量构成：增量几乎全部来自 V3（Starship 依赖）



来源：K Research 测算（E）；单星等效下行旧≈25Gbps / V3=1000Gbps

图4 · 户均可售头寸：2025-26 是拥塞低谷，决定 ARPU 走向



来源：K Research 自建容量模型（E）；util=12%

K Research 自建测算 · 缺口结论：户均有效头寸 2025 约 2.4 Mbps，基准/慢情景 2026 进一步降至 3.6 / 2.0 Mbps——这正是 ARPU 跌至 \$66、且 SpaceX 被迫在 2026 · 5 提价 +\$10 的物理根源。**V3 经 Starship 放量后头寸回升**（基准 2027 升至 10 Mbps）；但在“Starship 慢”情景下，头寸到 2027 仍仅 4.6 Mbps，**拥塞与价格战将延续，直接打穿连接段 63% 的利润率假设。**

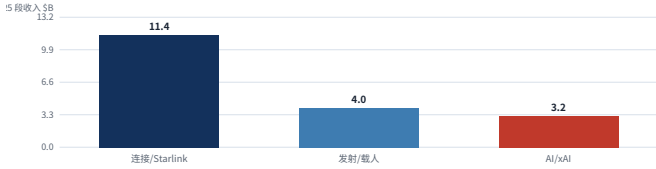
五段链 · 数据 ARPU \$99→\$66 (-33%) 与单星头寸 2.4Mbps 同步 → **机制** 供给(小区容量)增速一度落后于用户增速→拥塞→降速→降价 → **结论** 定价权拐点取决于 V3 何时规模化 → **反驳** 若 Starship 顺利，2027 后供给过剩反而压价(需求侧弹性) → **再结论** 价格底部在 2026，但向上弹性被 Starship 时间表与需求弹性双向夹住

04 财务透视 · 自建单位经济

Q3

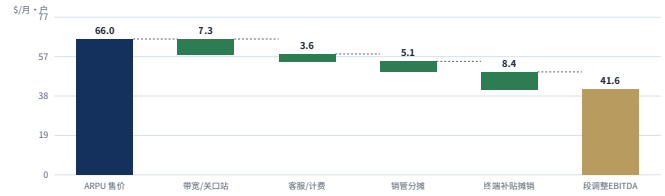
合并报表是一张“现金牛 + 烧钱机”拼接的脸：2025 收入 \$18.7B、调整 EBITDA \$6.6B（看似健康），但净亏 \$4.9B、经营亏损 \$2.6B，差额主要来自 Starship 折旧/研发(~\$3B)与 xAI >\$6B 亏损。长期负债 \$29.1B。

图5 · 三段收入：连接占 61%，是唯一规模化现金来源



来源：SpaceX S-1（一手）2025 合并口径

图6 · Starlink 单位经济：每户每月 \$66 → 段 EBITDA \$41.6



来源：ARPU/段EBITDA率为S-1事实(F)；成本拆解为K Research估计(E)

K Research 自建测算 · 单位经济：连接段调整 EBITDA 率 63%（\$41.6/户·月）是真实优秀的订阅经济；终端按售价 \$349、估算成本 \$500 计，单户补贴约 \$151，仅需 3.6 个月段 EBITDA 即回收——硬件补贴不是问题，问题是 ARPU 的趋势与 xAI 的吞金。把连接段单独看，它配得上溢价；但你买的是被 xAI 拖累、合并仍亏损的整体。

五段链 · 数据 连接段 63% EBITDA 率，合并却净亏 \$4.9B → **机制** 高毛利被 Starship 资本开支与 xAI 经营性亏损吞没 → **结论** SPCX 的盈利质量被 AI 段绑架 → **反驳** 若 AI 兑现，亏损转为投资；若不兑现，则是无底洞 → **再结论** 盈利拐点不在 Starlink，而在 xAI 何时止血——这是不可控变量

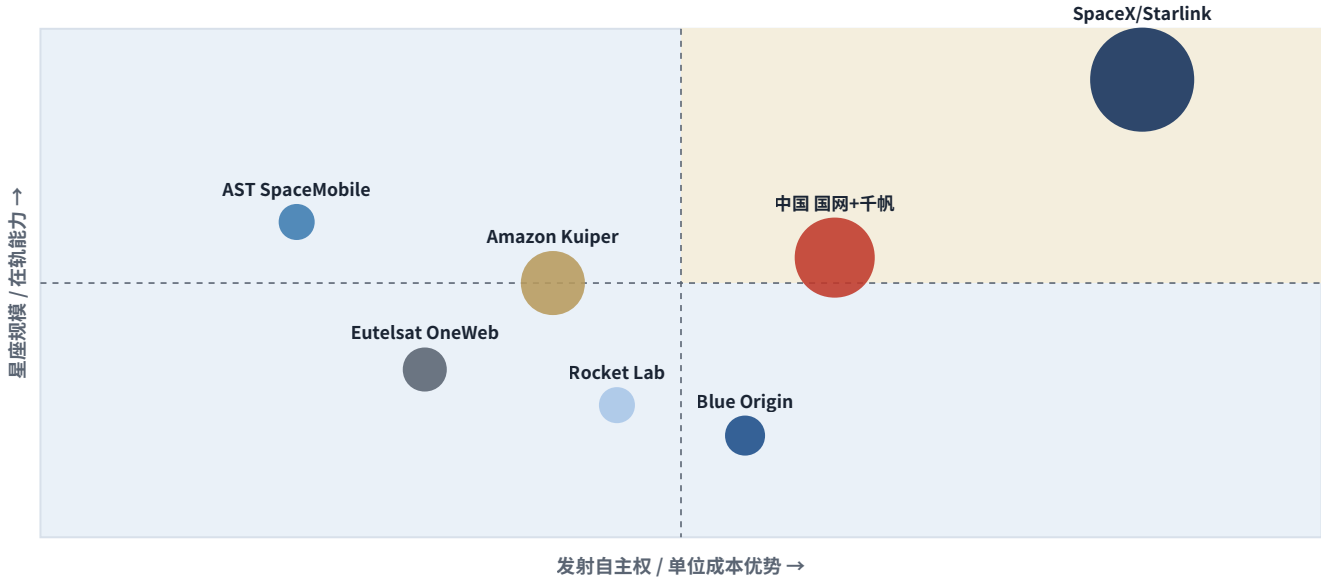
05 竞争格局

Q4

竞争格局是“一个霸主 + 一个国家队 + 一群利基挑战者”。SpaceX 在“发射自主权×星座规模”双轴均居右上角孤峰；真正能改变格局的不是任何单一西方对手，而是**中国国网+千帆的举国体制**——它在本土市场对 Starlink 形成制度性封锁，并向“全球南方”输出更便宜的替代方案。

图7 · 竞争 2×2：右上角孤峰，唯一系统性追赶者是中国国家队

右上金色象限=可持续垄断区



来源：公司公告、SpaceNews、BryceTech；K Research 定位（气泡面积≈相对规模）

玩家	定位	在轨/进度(2026年中)	对 SpaceX 的威胁
Starlink	LEO宽带霸主	>1万颗 / 10.3M户	— (基准)
国网+千帆(中国)	国家队双星座	>350颗 / 规划>2.8万	本土市场封锁 + 全球南方替代
Amazon Kuiper	云捆绑挑战者	~182颗 / FCC 50%豁免	资本雄厚，但自有运力弱
Eutelsat OneWeb	欧洲主权方案	一代在轨，二代升级	政府/企业专网分流
AST SpaceMobile	直连手机纯玩家	~45颗(年底)/60家运营商	D2D 或领先 ~2 年
Blue Origin/Rocket Lab	发射替代	New Glenn 复飞/Neutron 首飞	打破发射垄断的边际力量

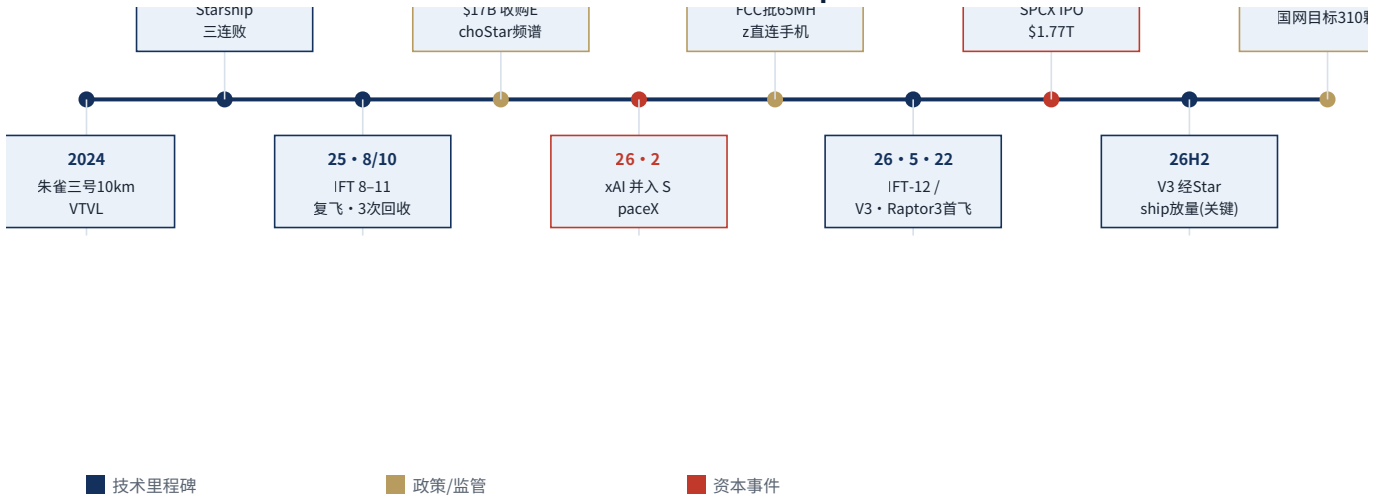
五段链 · 数据 SpaceX 占 2025 全球卫星发射 85%、上行质量 >80% → **机制** 复用+自有星座的成本-规模飞轮，对手难复制 → **结论** 西方对手 5 年内无法撼动其全球份额 → **反驳** 但中国双星座 + 各国“主权星座”诉求会切走本土与南方市场 → **再结论** SpaceX 全球霸主地位稳固，但‘全球通吃’的隐含假设在政治上不成立——这是估值的隐性折价点

06 技术路线 · 政策与催化

Q5

技术 S 曲线的位置决定一切。Starship 仍处**陡峭爬坡段的前半程**：2025 年初三连败后于 8/10 月复飞并完成 3 次助推器回收，2026 · 5 · 22 IFT-12 首飞 V3/Raptor 3 但仍以**溅落收场**——**尚未实现“入轨级载荷部署 + 双级复用”的闭环**。S-1 把 Starship 列为**头号风险因子**绝非套话。

图8 · 技术×政策×资本三线拐点：未来 12 个月看 V3 经 Starship 能否放量



来源：公司公告、FCC、SpaceNews、Spaceflight Now；K Research 整理

政策博弈：频谱即制空权，出口管制即护栏

SpaceX 以 \$17B (\$8.5B 现金+\$8.5B 股票) 收购 EchoStar 的 65MHz 频谱、FCC 于 2026 · 5 · 12 放行，等于把直连手机的“制空权”收编为独占；这是比火箭更难复制的卡位 (L5/L7)。另一面，**ITAR 出口管制**把美国卫星/发射技术与中国市场切割，客观上为中国国网/千帆圈出**受保护的试验场**——政策同时是 SpaceX 的护城河与其全球份额的天花板。

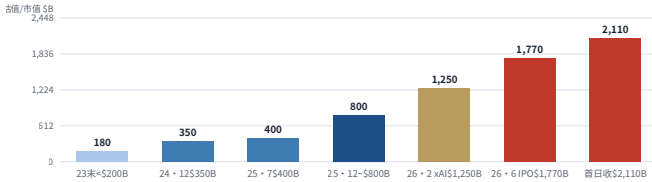
五段链 · 数据 S-1 自列 Starship 为头号风险；IFT-12 仍溅落 → **机制** 入轨复用未闭环→V3/直连/轨道AI算力全部悬空 → **结论** 技术拐点窗口=2026H2 至 2027 → **反驳** 若再延期，估值最贵的 AI 与 V3 叙事顺延，折现受损 → **再结论** 未来 12 个月 Starship 能否‘从溅落到入轨复用’，是全篇最关键的**可证伪节点**

07 资金与持仓 · 自建估值模型

Q6

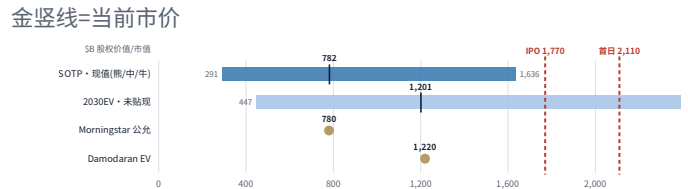
资金面是一部30个月估值14倍的拥挤交易史：从 ARK 2023 年 <\$200B 建仓，到 \$350B→\$400B→~\$800B→xAI 合并 \$1,250B→IPO \$1,770B→首日收 **\$2,110B**，马斯克成为账面首位万亿富翁。ARK 首日加仓约 **\$443M (330 万股)**，使其成为 ARK 风投基金第一大持仓——**机构信念强烈，亦提示需关注拥挤度。**

图9 · 私募估值阶梯：30个月~14x，一级机构持续加注



来源：Reuters/FT/CNBC/Bloomberg、ARK 披露；K Research 整理

图10 · 估值足球场：牛市公允逼近市价，base与Morningstar共振



来源：K Research 自建 SOTP；Morningstar/Damodaran 公开口径

K Research 自建测算：三段式 SOTP (假设表 + 数学链)

段	2025收入 \$B F	25-30 CAGR E	退出 EV/S E	2030E EV\$B
连接/Starlink	11.4	30%	12x	508
发射/载人	4.0	26%	8x	102
AI/xAI	3.2	56%	20x	591
合计(base)	18.7	—	14.2x	1201

数学链 (可复现)：

- ① 段2030E收入 = 段2025 × (1+CAGR)⁵
- ② 段EV = 段2030收入 × 退出EV/S
- ③ 2030EV = Σ段EV = **\$1201B**
- ④ 现值 = 2030EV ÷ (1+10%)⁴ · 5 = **\$782B**
- ⑤ 隐含反推：市价 \$1,770B ÷ base 14.2x = 2030收入须达 **\$125B** (base \$85B)

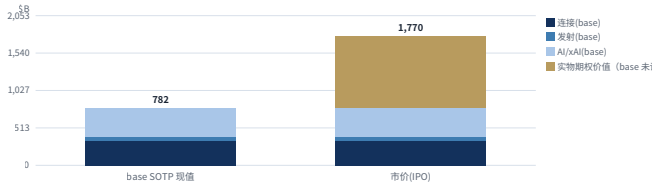
最值钱的输出——隐含预期已回落到可达区间：当前价仅隐含 2030 合并收入 **\$125B** (base 的 1.5 倍，介于 base 与 bull 之间)，或在 base 收入下给 **21x** 退出倍数。P/S 静态高 (**95x**) 属超高速增长股常态。**市价为“可兑现的 base→bull”定价，而非不可能的完美。**

08 反共识深论

Q7

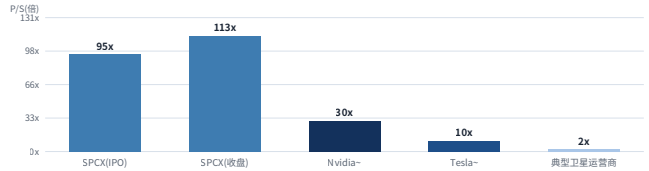
市场共识（卖空方版本）：Morningstar 称“高估近半”、Damodaran 给 \$1.22T、Chanos 称“五年内任何合理假设都不值 \$1.77T”，核心论据是 **xAI 年烧 >\$6B、是拖累**。K Research 反这条共识——**空头把 xAI 当一家独立烧钱实验室估值，却给“天基 AI 算力”这一独家协同标价为零**。

图11 · 市值拆解：market 高出 base \$988B，是一组真实期权而非泡沫



来源：K Research 自建 SOTP (base, 折现现值)；市价为 IPO 口径

图12 · P/S 95-113x：超高速增长 + 期权组合的常态，而非异常



来源：S-1 收入；各公司公开口径；K Research 整理

base 三段折现现值 **\$782B**，市价高出的 **\$988B (约 56%)** 对应一篮子**实物期权**：直连手机(Mobile TAM \$740B)、火星/月球经济、以及最被低估的一项——**轨道 AI 数据中心**。空头把它当“贵”，我们把它当“尚未被定价的看涨”。

深度 idea · 轨道 AI 算力：只有 SpaceX 能搭的三体闭环。SpaceX 已于 2026 · 1 · 30 向 FCC 申报百万级算力卫星星座，并在得州 Bastrop 建 **Gigaset 工厂 (>1,000 英亩)+10GW 太阳能厂**；官方测算每年 100 万吨入轨 × 100kW/吨 ≈ **100GW 新增 AI 算力**。地面数据中心的瓶颈是**电力、散热、并网与审批**；天上则有**免费太阳能、辐射散热、无电网排队**。而把算力搬上天需要三样东西同时具备——**廉价重型上行(Starship)+激光骨干(Starlink V3, 1Tbps)+自有 AI 租户(xAI/Grok)**——**全球只有 SpaceX 三者齐备** (Starcloud 等已融 \$170M 验证赛道，但缺自有运力)。这正是空头模型里标价为零、却可能最值钱的一项。

五段链 · 数据 base 现值 \$782B；FCC 百万星算力申报(1 · 30)+Gigaset 工厂落地 → **机制** 天基算力绕开地面电力/散热/审批瓶颈；上行 × 骨干 × 租户仅 SpaceX 齐备 → **结论** 空头把这组独家期权标价为零，是当前最脆弱的共识 → **反驳** 若 Starship 入轨复用与在轨散热/抗辐射不达标，期权可归零 → **再结论 非共识结论**：SPCX 的溢价不是泡沫，而是一张‘别人造不出’的天基算力看涨期权——**风险在执行，赔率偏上行**

09 二阶与三阶效应

延伸

把 SpaceX 上市当作一次行业地震，二阶、三阶震波比一阶更决定“链上买什么”。

图13 · 传导链：一阶垄断 → 二阶重构 → 三阶举国与监管反身



来源：K Research 推演（机制图）

二阶：谁被重构

① **电信运营商**：直连手机(EchoStar/Boost、T-Mobile >3M 用户)把卫星从“补盲”变成“补网”，运营商既是渠道又被分流；② **器件/材料商**：SpaceX 自制挤压通用供应，但把需求逼向**特种材料(不锈钢304L/铝锂)、相控阵 T/R、光通信、3D 打印**等少数高壁垒环节——这正是美股“太空链”的可投点；③ **传统 GEO 卫星与 Viasat/SES**被 LEO 颠覆，估值长期承压。

三阶：举国反身与监管反噬

① **主权星座军备竞赛**：中国国网+千帆(>2.8 万颗规划)、欧盟 IRIS²、各国“数字主权”诉求被 SpaceX 的成功直接点燃——对 A 股而言，这才是**确定性最高、可持续的“国产星链链”**；② **发射价格地板**：Falcon 复用把全球发射价钉死在低位，Blue Origin/Rocket Lab/中国民营箭被迫在亏损区竞争；③ **轨道与频谱圈地 + 债务/碎片监管**：先到先得的 ITU 频率/轨位被加速锁定，催生反垄断与太空交通管理新规——这是 SpaceX 估值的长尾政策风险。

五段链 · 数据 直连手机 >3M 用户、中国双星座 >350 颗在轨 → **机制** 一阶垄断逼出二阶供应重构与三阶举国应对 → **结论** “链上机会”主要在二阶器件/材料与三阶国产星座 → **反驳** 若各国转向自建，SpaceX 全球 TAM 被政治性切割 → **再结论** **买链优于买 SPCX：二阶高壁垒器件 + 三阶国产星座，风险收益比更优**

10 情景与风险

收束

三情景与自建模型三组假设——**对齐**；概率加权现值 **\$956B** (约为市价 54%)，牛市 **\$1636B** 已逼近 **\$1,770B** 市价。敏感性矩阵显示：**多个可信的“高增速 × 高倍数”情景即可达到甚至超过市价**——上行并非天方夜谭，关键是兑现节奏。

图14 · 7×7 敏感性矩阵：现值(\$B)对 2030收入×退出倍数；金框=base中枢

多个可信上区情景(如 145×20、170×17)即达/超市价

		2030E 合并收入 (\$B) →						
		55	70	84	100	120	145	170
↑ 退出 EV/Sales (x)	28x	1,003	1,276	1,532	1,823	2,188	2,644	3,100
	24x	860	1,094	1,313	1,563	1,876	2,266	2,657
	20x	716	912	1,094	1,302	1,563	1,889	2,214
	17x	609	775	930	1,107	1,329	1,605	1,882
	14x	501	638	766	912	1,094	1,322	1,550
	11x	394	501	602	716	860	1,039	1,218
	8x	287	365	438	521	625	755	886

来源：K Research 自建测算；折现率 10%、贴现 4.5 年

情景	概率	2030E收入\$B	退出EV/S	现值\$B	触发条件
BEAR	22%	53	8.5x	291	Starship 再延期 + xAI 持续失血 + 中国分流加剧
BASE	45%	85	14.2x	782	V3 2027 放量、Starlink 稳价、xAI 收窄亏损
BULL	33%	124	20.2x	1636	Starship 全面复用 + 直连手机爆发 + Grok 商业化

验证信号清单 (什么出现说明我们错了 / 对了)： ① **看多证伪：** Starship 在 2026H2 实现入轨级 V3 部署 + 双级复用 (→ 上调发射与连接)； ② Starlink ARPU 企稳回升至 \$70+ 且净增提速 (→ 定价权恢复)； ③ xAI 季度经营亏损连续收窄、Grok 出现规模化付费 (→ AI 段从期权变内在价值)。 ④ **看空确认：** IFT 再现连败 / V3 部署滑入 2027 后； ⑤ ARPU 跌破 \$60； ⑥ 解禁期(lock-up)后内部人大额减持。

五段链 · 数据 加权现值 \$956B、牛市 \$1636B vs 市价 \$1,770B → **机制** 上行(轨道算力/直连/复用)与下行(Starship 延期)并存 → **结论** 估值偏贵但非泡沫，赔率趋于均衡 → **反驳** 若 Starship/xAI 延期则回落 base \${0} → **再结论** **结论：长期信徒分批建仓、借回撤加仓；并以‘太空链’提升组合赔率**

11 结论与行动 · 太空链清单

行动

我该买 SPCX 吗？K Research 结论：在 \$1.77T(IPO)/\$2.11T(首日) 价位，SPCX 是值得长期持有的稀世卡位资产——自建公允中枢 \$782B（与 Morningstar 共振）、牛市 \$1636B 逼近市价，溢价对应一组真实期权（直连手机、轨道算力）。**操作上：**① 长期信徒可分批建仓、并借上市初期波动与解禁回撤加仓，仓位与 Starship 兑现挂钩；② 同时配置“太空链”确定性环节以提升组合赔率——两条路径互补，而非二选一。

太空链 · 美股映射（薄而精）

环节	标的(代码)	卡位逻辑	提示
特种材料	Carpenter Tech (CRS) / Howmet (HWM)	Starship 不锈钢/高温合金、紧固件	受益确定，非纯太空
射频/芯片	STMicro (STM)	Starlink 终端 RF/MCU 十年供应商	占比小，分散
航空部件	HEICO (HEI) / Amphenol (APH)	任务级部件、连接器	估值已高
增材制造	Velo3D (VLD)	发动机金属 3D 打印	高弹性高风险
纯太空(comps)	Rocket Lab (RKLB) / AST (ASTS) / Redwire (RDW) / Intuitive (LUNR)	发射/直连/在轨服务替代	多数未盈利，情绪驱动
卫星运营(被颠覆)	Viasat / Iridium (IRDM) / Globalstar (GSAT)	GEO 承压 / 利基 D2D	偏防御或被并购博弈

太空链 · A 股“国产星链”映射（更厚、更确定）

环节	标的(代码)	卡位逻辑	提示
星载 T/R 芯片	铖昌科技 (001270)	星载 T/R 绝对龙头；国网>80%、千帆>60% 份额	最纯卡位，业绩兑现期
T/R 组件/前端	国博电子 / 臻镭科技	有源相控阵组件、数字波束成形	军民两用
相控阵天线	雷电微力	为国网配套，成本仅美同类 1/3；商业航天为第一大业务	价格优势强
卫星制造/总体	中国卫星(600118) / 航天环宇	卫星平台、结构、总装	国家队体系内
运营/通信	中国卫通(601698) / 上海瀚讯 / 信科移动	卫星运营、地面/基带	政策驱动
姿控/导航/载荷	天银机电(星敏) / 北斗星通 / 航天电子	星敏传感器、导航、配套电子	细分卡位
商业火箭(运力)	蓝箭航天(拟科创板) / 星河动力·天兵(未上市)	朱雀三号可回收，2026 冲“商业航天第一股”	关注 IPO 节奏

为什么 A 股链比美股链更值得挖：SpaceX 自制率 80–85% 使美股“太空链”天然单薄、且多为非纯标的；而三阶效应催生的**中国举国星座（国网+千帆 >2.8 万颗）**，把需求确定性地外溢给一条**完整、可投、估值仍在早期**的本土产业链——这正是“特斯拉链”剧本在太空的重演。**卡位最硬的是上游 T/R 芯片与相控阵（铖昌、雷电微力），其次是运力端的可回收火箭（蓝箭）。**

12 方法论与数据附录

附录

模型搭建逻辑

核心采用分部加总(SOTP)而非单一 DCF: SPCX 三段(连接/发射/AI)风险与成长性差异极大, 混算会掩盖结构。各段以 2025 实际收入为锚(事实级), 按情景化 CAGR 推至 2030E, 乘以反映各段质量的退出 EV/Sales, 加总得 2030 企业价值, 再以 10% 折现 4.5 年至现值。本次相对初版上调了各段 CAGR、退出倍数并将 WACC 由 11% 降至 10% (反映上市后流动性溢价与一手机构定价), 三情景现值整体上修约 80%。关键简化: ①净现金/负债因 IPO 募资 \$75B 与 capex 大致对冲, 近似 EV≈股权值; ②不单独建 xAI 的算力 capex 与轨道数据中心 capex 曲线, 以高增速+高倍数概括其期权属性; ③容量模型以“有效可售头寸”近似小区级拥塞, 规避聚合带宽的海洋虚高。

变量	取值	单位	来源	级别
2025 合并收入	18,674	\$M	SpaceX S-1	事实
连接/发射/AI 段收入	11.4 / 4.0 / 3.2	\$B	S-1	事实
2025 净亏 / 调整 EBITDA	-4.9 / 6.58	\$B	S-1	事实
连接段 EBITDA 率	63	%	S-1/媒体	事实
Starlink ARPU(26Q1)	66	\$/月	S-1	事实
IPO 价/首日收	135 / 160.95	\$	Reuters / CNBC	事实
各段 25-30 CAGR(连/射/AI)	22-37 / 15-33 / 34-75	%	K Research	估计
退出 EV/Sales(连/射/AI)	8-14 / 6-10 / 11-30	x	K Research	估计
折现率 WACC	10	%	K Research	估计
单星等效下行(旧/V3)	25 / 1,000	Gbps	公司/媒体 +估	估计
容量可售利用率	12	%	K Research	估计

关键一手/准一手信源(≥3)

- ① SpaceX S-1 招股书(SEC, 2026-05-20)——段收入、净亏、ARPU、风险因子原文(“Starship 列为头号风险”“受控公司”“高度依赖马斯克”)。
- ② FCC EchoStar 频谱裁定(2026-05-12)+ EchoStar IR 公告——65MHz/\$17B 直连手机卡位。
- ③ BryceTech 《State of Launch 2025》——2025 发射 165 次、占全球上行质量 >80%、卫星 85%。
- ④ SpaceX 轨道数据中心 FCC 申报(2026-01-30, 百万级算力星座)+ Gigasat 工厂(Bastrop, TX)。
- ⑤ Rocket Lab/AST SpaceMobile 8-K、蓝箭航天科创板 IPO 受理文件(竞争与中国链)。

已知局限(诚实声明)

本篇为约 25 次高密度检索下的快速深评, 未及法典理想的百次量级; xAI 的算力成本曲线、Starlink 分地区 ARPU、卫星单颗制造成本均为估计级, 相应结论置信度下调。退出倍数与 CAGR 为情景假设而非预测, 敏感性矩阵即为其不确定性的显式表达。凡未知处宁标未知, 不写大概。

◆ 结语 • K RESEARCH ♦ GOLD

一句话期刊摘要：\$1.77T 的 SpaceX 是“发射垄断 × Starlink 现金牛 × xAI/轨道算力”的稀世复合体；自建公允中枢已升至 \$782B、牛市 \$1636B 逼近市价，溢价对应一组真实期权而非泡沫——长期信徒可分批建仓、借回撤加仓；同时沿‘太空链’提升赔率：美股取特种材料与相控阵芯片，A 股取国产星座 T/R 芯片(铖昌)、相控阵天线(雷电微力)与可回收火箭(蓝箭)。最被低估的看涨期权，是仅 SpaceX 能搭的轨道 AI 数据中心。

关注时间表

- 2026 H2: Starship 能否实现 V3 入轨级部署 + 双级复用 (全篇头号可证伪点)
- 2026 Q3-Q4: Starlink ARPU 是否在提价后企稳回升
- 季度: xAI 经营亏损是否收窄、Grok 付费化进展
- 解禁期: 内部人减持与指数纳入带来的供需
- 中国: 国网年底 310 颗目标、蓝箭科创板进程

思维武器索引 (本篇显性调用)

供需缺口模型 · 单位经济拆解 · 7 层 choke-point 穿透 · 技术 S 曲线 · 反共识扫描 · 政策博弈 · 资金结构透视 · 认知时间差 · 二/三阶效应 · 可证伪纪律



扫码进入口罩哥知识星球
解锁全部 K Research 独家
研报

免责声明：本报告由 K Research 独立制作，仅供口罩哥知识星球会员内部研究交流，不构成任何证券、基金或其他金融产品的投资建议、要约或要约邀请。报告基于公开信息与自建模型，K Research 力求但不保证信息之准确、完整与及时；所载观点、预测与估值反映报告发布当日判断，可能随时变更而不另行通知。自建模型中的估计级变量与情景假设不代表实际结果，敏感性分析不构成业绩承诺。SPCX 等标的价格波动剧烈，过往表现不预示未来。投资者应独立判断并自担风险，K Research 及作者不对任何依据本报告所作决策之盈亏承担责任。本报告版权归 K Research 所有，未经许可不得转载、摘编或用于商业用途。