

Day1Global Research Team

ROCKET LAB CORPORATION (RKLB)

深度研究报告 — Deep-Dive Research Report

基于 Q4 2025 & FY2025 财报数据 | 发布日期: 2026 年 2 月 28 日

“The Disruptive New Space Prime: 当“卖铲人”变成“卖铲+ 金矿”的双重叙事”

执行摘要 (Executive Summary)

推荐动作: **PASS，等待更优建仓价格。** Rocket Lab 在 FY2025 交出了一份“报表很亮的财报”: 全年收入\$602M (+38% YoY)、创纪录的季度收入\$180M、Backlog 增长 73% 至 \$1.85B、Non-GAAP 毛利率从 32% 跳升至 39.7%。但在当前~\$67 股价 (市值~\$36B) 下, 估值已充分反映了乐观预期, 并未提供足够的安全边际。

Rocket Lab 正在从一家“小型火箭发射公司”转型为“端到端太空系统集成商”, 这是一个极其稀缺且有价值的转型。\$816M 的 SDA 合同证明它已经能够与传统国防巨头竞争大型合同。然而, Neutron 火箭又一次延期 (现在目标 Q4 2026 首飞)、公司仍然亏损 (FY2025 净亏损 \$198M)、以及~60x 前瞻收入倍数意味着市场已经对很多好消息提前定价了。

TL;DR:

- ▶ PASS / 等待更优建仓价 — 当前股价未提供足够安全边际, 需要回调至\$45-55 区间才具备吸引力
- ▶ Key Force #1: Space Systems 业务迅速崛起, 正在重塑收入结构和利润率轨迹
- ▶ Key Force #2: Neutron 火箭延期风险 — 每次延期都在侵蚀市场信任
- ▶ 估值: P/S ~60x (基于 FY2026E 收入), 比行业同你贵数倍, 需要多年高增长来消化

Key Forces (决定性力量)

Key Force #1: Space Systems 业务的崛起 — 从“卖铲人”到“卖铲+金矿”

Rocket Lab 正在完成太空行业最重要的竖跳之一：从纯粹的发射服务商转型为全链条太空系统集成商。这就像从“电信运营商”变成“电信+设备+解决方案”的综合体。FY2025 的数据清晰地展示了这一转型：

- Service revenues (主要来自发射服务) : FY2025 \$230M, YoY +57%
- Product revenues (主要来自 Space Systems 卫星组件/航天器) : FY2025 \$372M, YoY +28%
- \$816M SDA Tracking Layer Tranche 3 合同 — 这是公司历史上最大的单一合同，证明了 Rocket Lab 已能与 Lockheed Martin、Northrop Grumman 等传统巨头竞争大型国防合同
- Backlog 增加 73% YoY 至 \$1.85B, 为未来 2-3 年的收入提供了强劲的背书

这个转型的深层含义是：Rocket Lab 不再只是“把东西送上太空”的“快递员”，而是变成了“设计+制造+发射+运营”的一站式服务商。这大幅提高了客户粘性和每个客户的平均收入 (ARPU)。举个通俗的例子：以前 Rocket Lab 只是“开卡车帮你拉货”，现在是“帮你制造货物+开卡车拉货+帮你运营仓库”。

Key Force #2: Neutron 火箭的双刃剑

Neutron 是 Rocket Lab 叙事的核心 — 它是公司从“小型火箭玩家”升级为“中型火箭竞争者”的关键。Neutron 计划将多达 13 吨的有效载荷送入近地轨道，并具备第一级可重复使用能力。这直接竞争的是 SpaceX Falcon 9 的市场。

但 Neutron 的开发时间表一再滑坠：

- 最初计划 2024 年首飞，后推迟到 2025 年
- 再推迟到 Q1 2026
- 2026 年 1 月 21 日，第一级燃料罐在水压测试中破裂
- 现在目标推迟至 Q4 2026

对于非技术背景的读者解释一下：“水压测试”就是往火箭的燃料罐里灌水然后加压，看它能承受多大的压力才会破裂。这是火箭开发中最基础的结构测试之一。CEO Peter Beck 表示这是一个制造缺陷 (manufacturing fault)，而非设计问题。

重要性：Neutron 的成功与否直接决定了 Rocket Lab 能否从“小型发射的王者”跳到“中型发射的挑战者”。中型火箭市场的 TAM 远大于小型火箭，但目前几乎被 SpaceX 垄断。每一次延期都在侵蚀市场对这个叙事的信心。

Key Force #3: SpaceX IPO 可能重塑行业格局

SpaceX 正在筹备可能在 2026 年中期进行的 IPO，估值可能高达 \$1.5 万亿。这对 Rocket Lab 是一把双刃剑：一方面，SpaceX 上市会吸引更多资金流入太空赛道，提升整个板块的关注度和估值；另一方面，投资者可能更倾向于直接买 SpaceX 而非“替代品”，这可能导致 Rocket Lab 等较小的太空股失去“稀缺性溢价”。

A. 收入规模与质量分析

A1. 收入构成拆解

指标	Q4 2025	Q4 2024	YoY	FY2025	FY2024	YoY
产品收入	\$94.0M	\$84.0M	+12%	\$371.6M	\$289.9M	+28%
服务收入	\$85.6M	\$48.4M	+77%	\$230.2M	\$146.4M	+57%
总收入	\$179.7M	\$132.4M	+36%	\$601.8M	\$436.2M	+38%

服务收入（主要是发射服务）在 Q4 爆发式增长 77% YoY，反映了 Q4 创纪录的七次发射任务。产品收入增速较慢（12% YoY），但这主要是因为卫星项目的收入确认节奏不同。全年看，产品收入仍然是收入的大头，占总收入的 62%。

A2. 增速趋势分析

FY2025 收入 \$602M，YoY +38%，连续多个季度保持强劲增长。Q1 2026 指引为 \$185M-\$200M，中值代表约 57% YoY 增长 — 这是一个明确的加速信号。Q4 2025 收入 \$179.7M 在公司指引范围之内。

\$1.85B 的 Backlog 相当于 FY2025 收入的约 3 倍，提供了强劲的未来收入可见性。这意味着即使不再获得任何新合同，现有订单也能支撑 3 年的业务。

A3. 收入质量维度

- 客户集中度：美国政府/国防客户占比很高，\$816M SDA 合同是单一最大合同。美国收入占绝对主导地位
- 经常性收入占比：发射服务是“项目制”的，但 Backlog 提供了类似订阅的可预测性
- 有机增长：2025 年进行了多笔收购（Optical Support Inc、Precision Components 等），部分增长来自并购而非纯有机

B. 盈利能力与利润率趋势

B1. 利润率追踪

指标	Q4 2025	Q4 2024	变化	FY2025	FY2024
GAAP 毛利率	38.0%	27.8%	+10.2pp	34.4%	26.6%
Non-GAAP 毛利率	44.3%	34.0%	+10.3pp	39.7%	32.0%
GAAP 营业亏损率	-28.4%	-38.9%	+10.5pp	-38.0%	-43.5%
Non-GAAP 营业亏损率	-13.9%	-22.3%	+8.4pp	-21.2%	-27.1%
Adjusted EBITDA 亏损	-\$17.4M	-\$23.2M	改善	-\$101.2M	-\$96.9M

毛利率改善是本季最亮的信号。Non-GAAP 毛利率从 34.0% 跳升至 44.3%，反映了高利润率 Space Systems 业务占比的提升。这个趋势如果能延续，意味着公司正在向盈利迈进。

B2. GAAP vs Non-GAAP 差异审计

FY2025 的股票期权费用 (SBC) 为 \$71.1M，占收入的 11.8%。这个比例在科技公司中算比较合理，没有触发“过度稀释”的警报。但值得注意的是，公司在 2025 年通过 ATM 股权融资募集了 \$1.15B，导致显著的股权稀释。

简单解释：ATM (At-the-Market) 融资就是公司直接在市场上按当前股价卖出新股票来募集资金。这意味着现有股东的每股价值被稀释了，就像一碗豆浆里加了水，虽然总量多了但浓度降了。加权平均股数从 501M 增加到 531M (+6%)。

C. 现金流与资本配置

C1. 现金流质量

指标	FY2025	FY2024	变化
经营性现金流(OCF)	-\$165.5M	-\$48.9M	恶化
资本支出(CapEx)	\$156.3M	\$67.1M	+133%
自由现金流(FCF)	-\$321.8M	-\$116.0M	恶化
现金及短期投资	\$1,099M	\$480M	+129%
净亏损	-\$198.2M	-\$190.2M	略恶化

现金流表现是一个需要关注的“黄旗”。FY2025 经营性现金流为-\$165.5M，比净亏损-\$198.2M 更糟——这主要是因为库存增加了\$40M 以及收入前期投入的影响。但好消息是，公司通过\$1.15B 的 ATM 融资，现金储备大幅增加到\$1.1B 以上，为 Neutron 的继续开发提供了充足的“弹药”。

C4. 资产负债表健康度

截至 2025 年底，公司拥有现金\$829M + 有价证券\$270M = 约\$1.1B 的流动性储备。债务方面，可转换债券从\$345M 降至\$152M（部分已被提前偿还或转换），加上少量贷款，总负债约 \$603M。净现金头寸约\$500M，财务状况健康。

D. 前瞻指引与管理层信号

D1. Q1 2026 指引

维度	Q1 2026 指引	Q1 2025 实际	YoY 增速
收入	\$185M-\$200M	\$123M	~57%
GAAP 毛利率	34%-36%	~30%	改善
Non-GAAP 毛利率	39%-41%	~35%	改善
Adjusted EBITDA 亏损	-\$21M 至-\$27M		改善
SBC	\$16M-\$18M		

Q1 2026 指引非常强劲，收入中值代表约 57% 的同比增长。但值得注意的是，GAAP 毛利率指引（34-36%）比 Q4 2025 的实际值（38.0%）有所回调，这意味着利润率的改善不是线性的，会随业务 mix 而波动。

D3. 管理层语气与行为分析

CEO Peter Beck 在财报中用了“record-breaking”“disruptive preferred new prime”等强烈的正面词汇。对于 Neutron 的延期，Beck 的表态是“安全第一，即使多花几个月也值得”。CFO Adam Spice 则表示延期实际上给了其他子系统团队更多时间来“驱除所有的“小鬼””。

“安全第一”的说法在太空行业是合理的 — 火箭发射失败的代价远远高于延期几个月。但投资者需要注意的是，这已经是 Neutron 第四次延期了。

E. 竞争格局与行业位置

E1. 行业赛道全貌

Rocket Lab 跨两个紧密相关的赛道：轨道发射服务和航天器/卫星系统。全球轨道发射服务市呈 TAM 预计到数百亿美元，而太空系统/卫星市呈 TAM 更是千亿级别。行业正处于高速增长期，驱动因素包括：卫星星座部署、国防太空支出增加、商业太空活动扩张。

E2. 竞争对手对比

公司	市值	FY 收入	主要业务	优势
SpaceX	~\$350B(私人)	~\$15B+	发射+Starlink	绝对领导者
Rocket Lab	~\$36B	\$602M	发射+航天器	第二名—小型火箭的王者
Planet Labs	~\$5B	~\$240M	地球观测数据	数据服务
Redwire (RDW)	~\$1.5B	~\$300M	太空基础设施	太空制造
Firefly (FLY)	~\$4B	<\$100M	发射服务	新进入者

Rocket Lab 的独特位置在于：它是除 SpaceX 外唯一同时提供轨道发射和端到端航天器解决方案的公司。这种“双能力”是其核心竞争优势。但 SpaceX 的绝对规模优势（收入是 Rocket Lab 的 25 倍以上）仍然是巨大的“房间里的大象”。

F. 核心观察指标 (KPI Dashboard)

对于 Rocket Lab 这样的火箭+航天器公司，核心 KPI 包括：

KPI	当前值	趋势	警报线
Backlog 总额	\$1.85B (+73% YoY)	↑ 强劲改善	Backlog 连续 2 个季度下降
年发射次数	21 次 (100% 成功率)	↑ 新纪录	发射失败 > 1 次/年
Non-GAAP 毛利率	44.3% (Q4)	↑ 大幅改善	连续 2Q 低于 35%
现金储备	~\$1.1B	↑ 充足	低于 \$500M
Neutron 开发里程碑	Q4 2026 目标首飞	✗ 再次延期	再次延期到 2027

K. 估值矩阵

K1. 多方法估值对照

方法	估值/信号	判断	关键假设
P/S (TTM)	~60x	极度昂贵	市值\$36B / 收入\$602M
P/S (FY2026E)	~40x	仍然很贵	假设 2026 收入\$900M
EV/Backlog	~19x	偏高	说明 Backlog 已被充分定价
Morningstar 公允价值	\$69.59	当前略贵	股价~\$67
分析师平均目标价	\$84	小幅上行空间	范围\$55-\$120

简单解释为什么说“贵”：P/S（市销率） = 市值 ÷ 年收入。Rocket Lab 的 P/S 约 60x，意味着你买这家公司的“每 1 元收入”要付 60 元。作为对比，大多数软件公司的 P/S 在 5-20x，即使是最热门的高增长股也很少超过 30x。这说明市场对 Rocket Lab 的未来有极高的增长预期。

K5. 概率加权情景

情景	概率	目标价	回报	关键假设
牛市	25%	\$120	+79%	Neutron 2026 首飞成功, 2028 年收入>\$2B
基准	50%	\$75	+12%	收入保持 40% 增长, Neutron 2027 上半年首飞
熊市	25%	\$35	-48%	Neutron 再次延期到 2027+, 竞争加剧

概率加权预期价格: \$76.25 (+14% vs 当前\$67)，隐含 IRR 约 14%，未达到 15% 门槛。

Action Price: 建仓价 \$50 以下 (割打基准情景) | 加仓价 \$45 以下 | 清仓线: Neutron 2027 年底仍未首飞且 Backlog 连续两季下降

六大投资哲学视角

视角	结论	核心理由	最大风险
质量复利(巴菲特)	PASS	护城河在建中但未稳固，无利润无现金流	Neutron 失败则护城河崩塌
想象力成长(ARK)	Long	如果 Neutron 成功 → 将打开数百亿市场	拉长时间看，竞争可能加剧
基本面多空(Tiger)	PASS	当前估值已充分反映乐观预期，无明确 Variant View	非线性赛道难以精确建模
深度价值(Klarman)	PASS	P/B ~29.5x，无安全边际	不适用于这类高增长未盈利股
催化剂驱动(Tepper)	Long (Conditional)	Neutron 首飞 = 明确催化剂	延期风险使催化剂时间线不确定
宏观战术 (Druckenmiller)	Neutral	美国国防开支顺风，但高利率压制未盈利股估值	美联储政策转向

投票结果：2个 Long (4个 PASS/Neutral。对于“想象力成长”型投资者，Rocket Lab 是极其稀缺的标的——这是公开市场上为数不多的“纯太空经济”投资机会。但对于追求安全边际的价值投资者，当前价位完全不具备吸引力。

Variant View (变异视角)

市场共识认为: Rocket Lab 是“SpaceX 的最佳替代品”，是太空赛道的“第二名”，Neutron 将在未来两年内开始产生收入。

我们的观点: Rocket Lab 的真正价值不在“成为 SpaceX 第二”，而在“成为太空版的垂直整合集成商”。Space Systems 业务的迅猛增长和\$816M SDA 合同证明，Rocket Lab 已经不只是一家火箭公司——它是一家端到端的太空解决方案提供商。市场过度关注 Neutron 而低估了 Space Systems 业务的结构性转变。

为什么市场可能错了: 市场把 Rocket Lab 定价为“火箭公司”，但实际上它正在变成“太空系统集成商”。如果以“国防承包商”的视角来估值（类似年轻 Lockheed Martin），其估值逻辑会完全不同。但这个转型需要时间来验证，当前的估值已经反映了很多乐观预期。

Pre-Mortem: 如果 2 年后亏了钱

失败路径 A: Neutron 反复延期/首飞失败

场景：Neutron 又一次延期到 2027 年，或者首飞失败。市场对“中型火箭”叙事完全丧失信心。股价可能回调至 \$25-35 元。概率评估：中低（30%）。早期信号：开发里程碑再次延迟、R&D 支出超预算。

失败路径 B: SpaceX IPO 抽取资金

场景：SpaceX 成功上市，成为太空赛道的“绝对王者股”。投资者将资金从 Rocket Lab 等较小公司转向 SpaceX。Rocket Lab 失去“稀缺性溢价”，估值收缩。概率评估：中低（25%）。

失败路径 C: 美国国防预算削减

场景：美国政府大幅削减太空和国防预算，导致新合同减少、Backlog 执行放缓。结合 Rocket Lab 对政府客户的高依赖，收入增速可能断崖式下降。概率评估：低（15%）。

L. 筹码分布与持仓结构

- 总流通股: ~544M 股 (加上~46M 系列 A 可转换优先股 = ~590M 等效股份)
- 空头仓位: ~60M 股, 占流通股约 14%, 较高 — 说明有不少投资者在做空这只股
- 分析师评级: Buy 共识, 平均目标价\$84, 范围\$55-\$120。B of A 最乐观 (\$120), Needham 较保守 (\$55)
- Beta = 2.18, 说明波动性远高于市场平均——简单说, 如果大盘跌 1%, RKLB 可能跌 2.2%, 反之亦然

M. 长期监控变量清单

增量 Driver

#	驱动因素	跟踪指标	当前基准值	检查频率
1	Space Systems 合同赢取能力	新合同金额/季度	2025 年得到 \$816M SDA 合同	每季度
2	发射频率和成功率	年发射次数	21 次/年、100% 成功率	每季度
3	Neutron 开发进度	关键里程碑完成时间	Q4 2026 目标首飞	每月
4	毛利率趋势	Non-GAAP 毛利率	44.3% (Q4 2025)	每季度
5	Backlog 增长	Backlog 总额及 YOY 增速	\$1.85B (+73% YoY)	每季度

Action Trigger

信号	动作	幅度
股价回调至\$45-50	建仓	科技股配置的 3-5%
Neutron Q4 2026 成功首飞且股价未大幅反映	加仓	2-3%
连续 2 季度收入增速低于 20%	减仓	50%
Neutron 2027 年底仍未首飞 + Backlog 连续两季下降	清仓	全部

反偏见检查结果

● 红旗警报

- 估值极高: P/S ~60x, P/B ~29.5x, 留给误判的空间极小
- Neutron 反复延期: 第四次推迟首飞时间表, 执行风险真实存在
- 自由现金流深度为负: FFY2025 FCF -\$322M, 依赖融资支撑运营

● 黄旗提醒

- ATM 融资导致股权稀释: 2025 年募集\$1.15B, 股份增加 6%+
- Q1 毛利率指引回调: 从 44.3% 回落至 39-41%, 利润率改善非线性
- SpaceX IPO 可能吸走“稀缺性溢价”

✓ 绿灯确认

- Backlog 强劲: \$1.85B (+73% YoY), 收入可见性高
- 发射成功率: 2025 年 21 次任务全部成功, 运营能力可靠
- 财务安全: 现金储备\$1.1B, 足以支撑多年运营和 Neutron 开发
- 竞争壁垒: 除 SpaceX 外唯一提供发射+航天器一体化服务的公司

决策框架

持仓分类: PASS / Watchlist — 等待更优建仓价格或 Neutron 催化剂兑现

Action Price: 建仓 \$50 以下 | 加仓 \$45 以下 | 减仓: Neutron 再延期+股价>\$100

建仓节奏: 如果触发建仓位，分三批进入，每批占科技股配置的 1-2%

理由: Rocket Lab 是极优质的太空赛道标的，但“好公司 ≠ 好股价”。当前的价格需要一切顺利才能产生正回报，安全边际不足。等待起风时候再上车。

证据来源

#	来源	类型	摘要
1	Rocket Lab Q4/FY2025 财报新闻稿 (GlobeNewswire 2026.2.26)	事实(一手)	Q4 及 FY2025 全部财务数据、指引
2	Rocket Lab SEC 8-K Filing (2026.2.26)	事实	官方财报披露
3	SpaceNews - Neutron 延期报道 (2026.2.26)	事实	Neutron 推迟至 Q4 2026
4	Space.com - Neutron 测试失败报道 (2026.1.23)	事实	第一级燃料罐破裂细节
5	Morningstar RKLB Quote (2026.2.26)	观点	公允价值 \$69.59、454%溢价
6	TipRanks RKLB Forecast	观点	5 Buy / 4 Hold / 0 Sell，平均目标\$92
7	StockAnalysis.com RKLB Statistics	事实	空头仓位、Beta、P/S 等统计数据
8	MacroTrends RKLB Stock Price History	事实	历史股价、52 周高低点
9	Yahoo Finance RKLB Earnings Release	事实(一手)	完整财务报表、对账
10	Benzinga RKLB Analyst Ratings	观点	各大行评级和目标价变化
11	24/7 Wall St RKLB Earnings Coverage	观点	GAAP EPS miss 分析、毛利率前瞻

⚠ 免责声明: 此报告基于公开信息和模型推算, 仅供研究参考。不构成投资建议。所有估值和预测均包含不确定性, 投资者应独立判断。