

从 SpaceX 上市看科技股定价新范式

——策略配置点评

证券分析师

薛威

S0820526030001

021-32229888-25535

xuewei@ajzq.com

投资要点:

- **事件:** 2026年6月12日, SpaceX上市交易, 这项举世瞩目的超级IPO成为全球市场的焦点, 其IPO的创新设计和估值范式对于科技股定价也有指引意义。
- **三成发行针对散户, 融资规模刷新记录。** 2026年5月2日公开了其IPO申报信息, 并于5月20日公布了S-1注册声明。SpaceX完全跳过了常规IPO的价格区间询价流程, 直接确定发行价为每股135美元。路演于6月4日启动, 首个交易日则定于2026年6月12日。SpaceX计划发行约5.556亿股股票, 募资目标为750亿美元, 成为史上规模最大的IPO。与以往任何IPO项目不同, SpaceX此次发行中30%的份额预留给了散户投资者, 这一比例约为行业惯例(约10%)的三倍。

- **三大业务盈亏各异, 马斯克独揽管理权。** 按135美元的固定股价计算, SpaceX估值将达到1.77万亿美元左右, 是其2025年营收规模187亿美元的95倍, 市值将超过特斯拉, 成为美国市值第七大上市公司。SpaceX运营着三项截然不同的业务: 星链(Starlink)卫星互联网业务、太空业务板块、xAI。Starlink是目前唯一取得盈利的业务, 2025年创造超过110亿美元的营收, 营业利润率超过30%; 太空业务板块目前以“猎鹰9号”(Falcon9)火箭发射业务为主, 2025年营收约为41亿美元, 保持小幅亏损, 但随着“星舰”(Starship)的开发旨在未来取代Falcon9, 太空业务板块未来将承担更多资本开支; xAI业务在2025年营收32亿美元, 但录得亏损63.6亿美元, 2026年第一季度的营业亏损也达到24.7亿美元。2025年SpaceX营收为186.7亿美元, 营业亏损为25.9亿美元, 净亏损录得49.4亿美元。

管理权上, 埃隆·马斯克(Elon Musk)通过超级投票权股份类别保留了85.1%的投票控制权, 这意味着SPCX股东实际上买入的只是经济权益。董事会构成、资本配置及战略转型决策均由马斯克一人主导。

- **SpaceX (代码: SPCX) IPO 三大特别之处。** 1) 固定价格发行: 由于采用固定价格发行, 市场无法像过往一样通过“定价高于或低于询价区间”的信号来解读市场情绪, 只能完全依赖SPCX首日表现。2) 延长的内部人士锁定期: 包括马斯克在内的现有股东面临远超常规的366天(1年+1天)锁定期, 这既限制了内部人士的早期抛售, 也压缩了自由流通股规模, 这可能会加剧SPCX上市首年的股价波动。3) 纳斯达克“快速纳入”指数机制: 纳斯达克于2026年3月通过了新的“快速纳入”规则, 将上市后的等待期从三个月缩短至仅15个交易日, 自5月1日起生效), 从上市时点看, 这一机制似乎专为SpaceX量身定制。

- **科技股定价新范式: 叙事逻辑+精英掌控+流动性支持=高估值。** SPCX定价的确依赖于Starlink的盈利能力以及Starship带来的长期发展潜力。但在探索星辰大海的未知领域, 风险与机遇并存; 加上SPCX三大业务的差异, 高估值需要更强的理由。SPCX给出了理由: 第一, IPO发行流通盘仅占4.25%, 散户配售比例较高, 加上超常规的内部人士锁定期, 保证了市场热度和较高溢价。第二, 在纳斯达克闪电纳入新规下, 由于巨额被动资金等待被动买入, SPCX在上市前15个交易日难以出现估值的大幅下杀。第三, 太空AI数据中心的叙事给投资人创造了伟大远景的叙事逻辑, 并通过马斯克个人对公司的绝对掌控给投资人夯实了信心, 造就了SPCX高达95倍PS的估值。

- **投资建议:** SPCX创新式构建了围绕强有力的精英个人或小队来实现人类社会远景叙事的IPO架构, 这一科技股估值新范式在当前AI与商业航天新时代有着引领意义, 这也将助力科技公司在IPO后取得更持久快速的突破发展。在经历短暂颠簸之后, 美股科技还将再次上行。

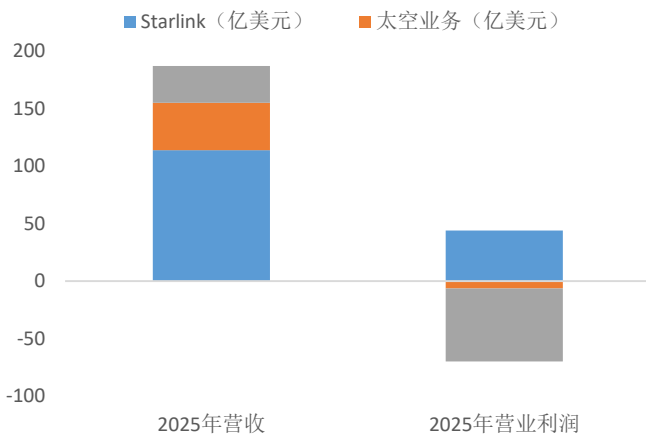
- **风险提示:** 美股整体出现流动性风险, 油价飙升冲击高估值, SPCX出现监管风险。

图表 1: SPCX 在 IPO 的特别之处

	SPCX	过往惯例	影响
发行价格	固定价格	询价区间	市场无法像过往一样通过“定价高于或低于询价区间”的信号来解读SPCX的市场情绪。
锁定期	366天（1年+1天）锁定期	180天，部分知名公司只有90天	既限制了内部人士的早期抛售，也压缩了自由流通股规模，这可能会加剧SPCX上市首年的股价波动。
指数纳入新规	纳斯达克“快速纳入”指数机制通过后，15个交易日后可纳入纳指100成分股	上市交易满三个月方可纳入指数成分股	巨额被动资金等待被动买入期限大幅缩窄，保证SPCX在上市前15天可维持热度，提升市场表现稳定性。

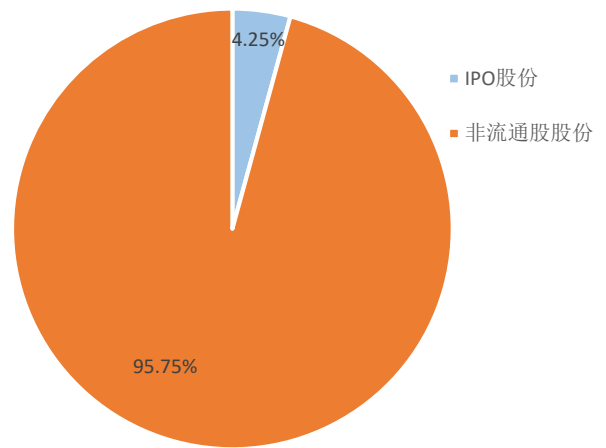
资料来源：爱建证券研究所

图表 2: 2025 年 SPCX 三大业务营收与营业利润情况



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3: SPCX 本次 IPO 与非流通股比重



资料来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

1) 美股整体出现流动性风险

未来一周是超级央行周，凯文·沃什首秀 FOMC 放鹰，加上日央行加息，美元流动性趋紧会冲击美股整体流动性，给 SPCX 股价表现带来负面影响。

2) 地缘问题变动引发油价巨震冲击高估值

美以伊地缘局势仍在谈判僵局中，若霍尔木兹海峡航运持续中断，各需求大国战略库存趋紧，油价可能突破新高，将引发全球经济陷入“滞胀”，给包括 SPCX 在内的美股科技股带来负面影响。

3) SPCX 出现监管风险

由于 SPCX 经营的三大业务均有极高敏感度，且涉及军工、跨国业务，可能面临意外的监管和法律风险，这对公司经营可能形成负面影响，进而冲击美股科技板块。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：<http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。