

Boeing Co. (BA.N/BA US)

2026 起獲利加速回升

增加持股·維持

收盤價 October 29 (US\$)	213.6
3 個月目標價 (US\$)	226.7
12 個月目標價 (US\$)	266.0
前次目標價 (US\$)	266.0
調升 (%)	0.0
上漲空間 (%)	24.5

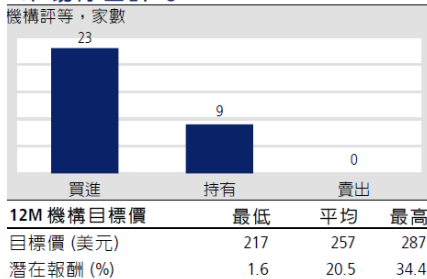
焦點內容

- 2025 財務結構轉好中。
- 商用飛機及國防部門展望正向。
- 波音商用及國防業務營運向上趨勢不變，2026 年獲利將加速增長。

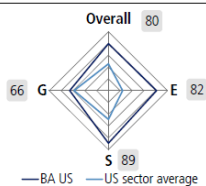
交易資料表

市值: (US\$bn)	162.3		
流通在外股數 (百萬股):	760		
機構持有比例 (%):	71.0		
3M 平均成交量 (百萬股):	7.5		
52 週股價 (低\高) (US\$):	128.9-242.7		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(5.4)	16.6	38.4
相對表現 (%)	(13.7)	(7.2)	19.9

市場綜合評等



ESG 分數評等



重要訊息

波音(Boeing) 公告 3Q25 財報·營收達 233 億美元·年增 30%·優於市場預估。但由於 777X 客機認列 49 億美元非現金沖銷·使 Non-GAAP 單季 EPS 為-7.47 元·虧損高於市場預期。

評論及分析

2025 財務結構轉好中。波音 3Q25 營收年增 30%至 233 億美元·其中商用飛機部門營收年增近 50%至 111 億元·商用飛機交付數於 3Q25 達到 160 架·高於 1Q 的 130 架及 2Q 的 150 架;國防部門營收年增 25%至 69 億元·且營業利率達 1.7%·持續維持獲利情況。3Q25 虧損擴大主因 777X 一次性認列 49 億非現金損失·主要是認證時程延遲與生產成本重新評估。但由於 2025 年營運表現優於預期·公司上調 2025 年自由現金流預測·預期淨流出由 30 億元降至 25 億美元。

商用飛機及國防部門展望正向。波音在商用飛機於 2025 年前三季交付量達 440 架·而 737 MAX 月產量已穩定提升至 38 架。已與 FAA 達成共識·將產量提升至每月 42 架·未來每次產能提升將以每月 5 架為增幅·且兩次調整間隔不會少於 6 個月·符合預期·產量提升為 2026 年營收成長主要來源。國防部門在 3Q25 保持穩定交付·並新增 KC-135 加油機穩定器訂單。但位於聖路易斯廠區的國防部門員工持續罷工·公司已啟動應變計畫·維持與罷工前相同的生產速度。

2026 年獲利將加速成長。因 3Q25 的 777X 認列一次性損失·我們下調 2025 年 EPS 至 -4.12 元。但預期 2026 年起·波音在商用飛機交付量提升將帶動商用機營收成長及營業利率提升·加上國防業務也因業務結構轉好使營業利率提升。我們維持 2026-2027 年稅後盈餘分別為 45.4 億元及 73.6 億元·EPS 分別為 6.34 元、9.5 元。

投資建議

波音商用及國防業務營運向上趨勢不變·且 2026 年起獲利將加速增加。我們維持投資評等為「增加持股」·一年目標價為 266 元(隱含 2027 年 EPS 的本益比 28 倍)。

投資風險

商用飛機產量提升不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	66,608	77,794	66,517	89,545	102,350	115,548
營業毛利 (US\$百萬)	3,530	7,724	(1,991)	6,298	15,498	19,242
營業利益 (US\$百萬)	(3,519)	(773)	(10,707)	(3,779)	6,341	9,856
EBITDA (US\$百萬)	(1,194)	1,469	(8,416)	(1,750)	8,479	10,915
稅後淨利 (US\$百萬)	(4,935)	(2,222)	(11,875)	(2,665)	4,540	7,358
每股盈餘 (US\$)	(8.29)	(3.67)	(18.35)	(4.12)	6.34	9.50
營業收入成長率(%)	6.9	16.8	(14.5)	34.6	14.3	12.9
每股盈餘成長率(%)	16.0	(55.8)	400.5	N.M.	N.M.	49.8
毛利率(%)	5.3	9.9	(3.0)	7.0	15.1	16.7
營業利率(%)	(5.3)	(1.0)	(16.1)	(4.2)	6.2	8.5
EBITDA margin(%)	(1.8)	1.9	(12.7)	(2.0)	8.3	9.4
淨負債比率(%)	(261.0)	(221.5)	(758.2)	(388.8)	(356.8)	290.2
股東權益報酬率(%)	31.1	12.9	303.4	38.8	(70.4)	142.0

資料來源: 公司資料; Bloomberg; 凱基預估

波音 10 月 29 日法說會重點摘要

財務面概況

- 營收達 233 億美元，年增 30%，優於市場預估。但由於 777X 客機認列 49 億美元非現金沖銷，使 Non-GAAP 單季 EPS 為-7.47 元，虧損高於市場預期。
- 777X 一次性認列 49 億美元的非現金損失，主要源於認證時程延遲與生產成本重新評估，包含客戶讓利、追加返工成本、學習曲線調整以及營運持有成本。
- 截至 3Q25 季末，公司持有的現金與可流動性證券合計達 230 億美元，總負債為 534 億美元。
- 本季營運現金流自 2023 年以來首次轉為正值。自由現金流為正 2.38 億美元，這是自 4Q23 以來首度實現正自由現金流，被視為公司復甦的重要里程碑。
- 由於 2025 年營運表現優於預期，公司上調 2025 年自由現金流預測，預期淨流出約 25 億美元（原預期為 30 億美元流出）。

各業務部門概況

- 波音商用飛機（BCA），本季交付 160 架飛機，為 2018 年以來最高季度交付量。訂單 backlog 達 5,350 億美元，涵蓋超過 5,900 架飛機。
- 737 MAX 月產量已穩定提升至 38 架。已與 FAA 達成共識，將產量提升至每月 42 架，未來每次產能提升將以每月 5 架 為增幅，且兩次調整間隔不會少於 6 個月，符合預期。
- 787 朝月產 7 架 的穩定水準邁進，目標是在 2025 年底前達到每月 8 架 的生產速度。
- FAA 允許波音重新獲得部分 737 MAX 與 787 機型的適航證書簽發，在 FAA 監督下生產安全且高品質的商用飛機。
- 波音國防部門營收年增 25% 至 69 億美元。營業利益率達 1.7%，較去年同期明顯提升。而在國際機械工人協會(IAM)工會罷工期間，公司啟動應變計畫，維持與罷工前相同的生產速度。

重要 Q&A

- 77X 遞延原因，飛機本身、引擎或試飛計畫沒有新問題。問題在於認證流程的完成進度。公司嚴重低估了獲得 TIA（型式檢驗授權）批准所需的工作量，且 FAA 審核所需時間比預期長。
- 737 產能提升何時達到每月 42 架，目前已在以 42 架月產能運作，年底前能穩定維持。且 42 架提升至 47 架較容易達成，因有庫存為緩衝。
- 787 產能與瓶頸，目標是在今年年底前達到每月 8 架，接下來計畫明年提升至每月 10 架 44。主要的限制因素仍在於座椅認證。

圖 1: 修正 2025 財務預估

百萬美元	2025F				2026F		2027F	
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	89,545	86,280	3.8	34.6	102,350	14.3	115,548	12.9
毛利	6,298	10,677	(41.0)	N.A.	15,498	146.1	19,242	24.2
營業利益	(3,779)	1,699		N.A.	6,341	N.A.	9,856	55.4
稅前獲利	(5,329)	449		N.A.	5,341	N.A.	8,656	62.1
稅後淨利	(2,665)	225		N.A.	4,540	N.A.	7,358	62.1
每股盈餘 (元)	(4.12)	0.35		N.A.	6.34	N.A.	9.50	49.8
毛利率 (%)	7.0	12.4	(5.3)ppts	N.A.	15.1	8.1 ppts	16.7	1.5 ppts
營利率 (%)	(4.2)	2.0	(6.2)ppts	N.A.	6.2	10.4 ppts	8.5	2.3 ppts
淨利率 (%)	(3.0)	0.3	(3.2)ppts	N.A.	4.4	7.4 ppts	6.4	1.9 ppts

資料來源：凱基預估

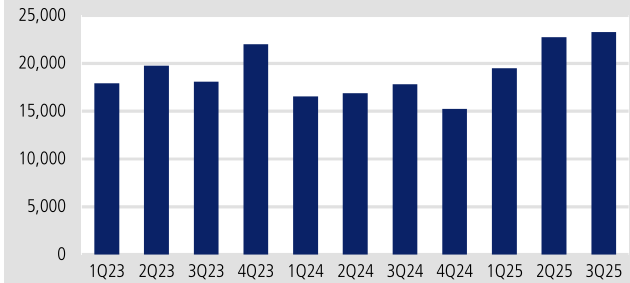
圖 2：公司概況

波音公司是美國最大的航空航太與國防承包商之一，總部位於維吉尼亞州阿靈頓，成立於 1916 年。其主要業務涵蓋民用飛機製造、軍用飛機與國防系統、太空與衛星技術以及全球售後維修與支援服務。波音是全球兩大民用飛機製造商之一，與空中巴士並駕齊驅，旗下著名機型包括波音 737、777 及 787 夢幻客機等。除了商用航空領域，波音亦是美國太空總署及五角大廈的重要合作夥伴，積極參與太空計畫與軍事研發。

資料來源：公司資料；凱基

圖 4：季營業收入

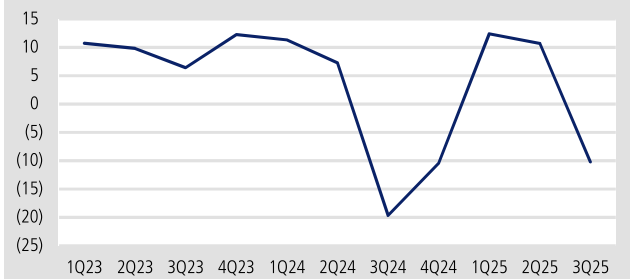
季營業收入，百萬美元



資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 6：毛利率

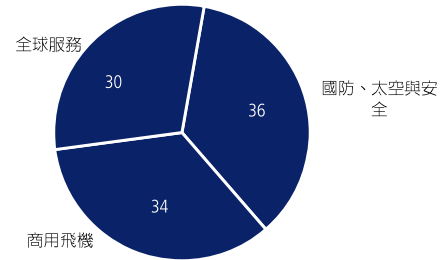
毛利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：商用飛機營收為波音最主要營收來源

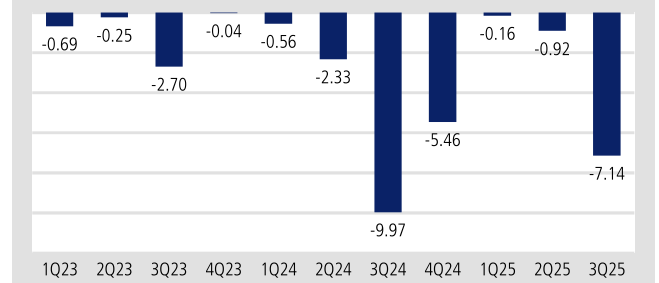
部門營收別比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：每股盈餘

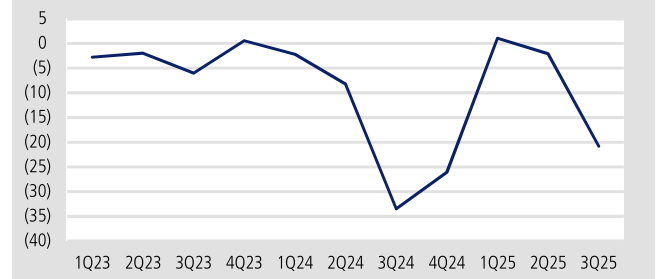
每股盈餘，美元



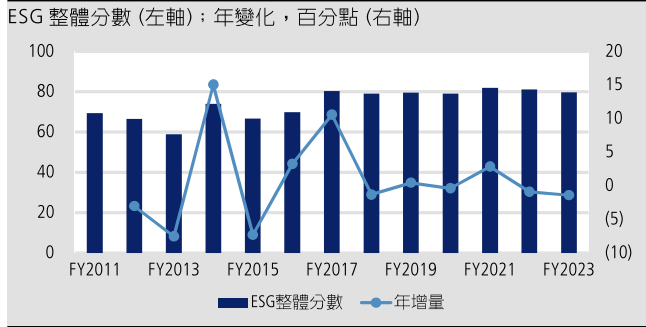
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 7：營業利潤率

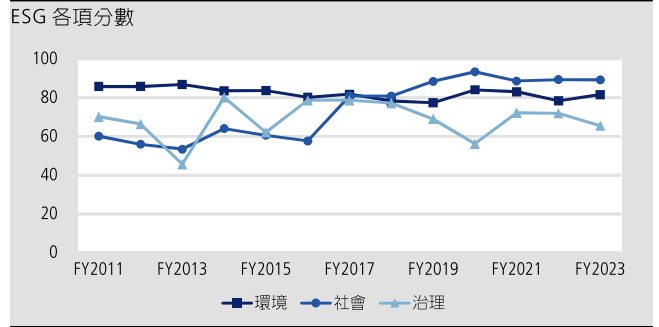
營業利潤率，百分比



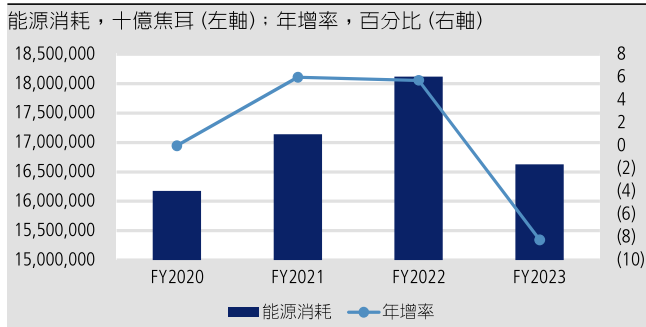
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 8 : ESG 整體分數


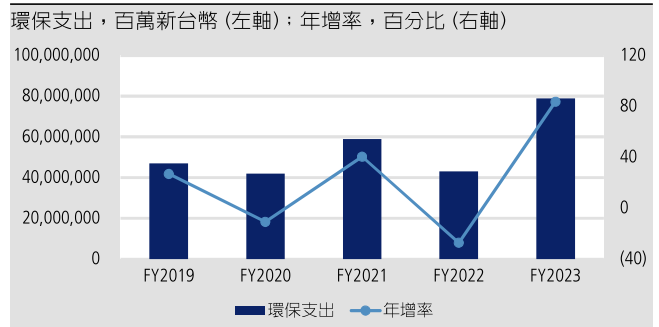
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 9 : ESG 各項分數


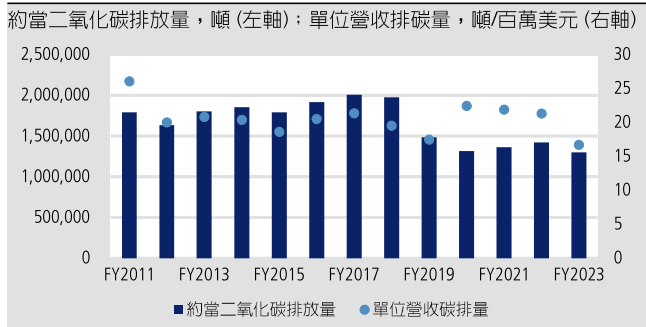
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 10 : 能源消耗


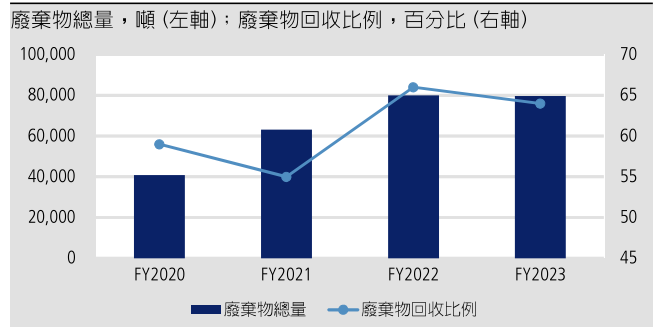
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 11 : 環保支出


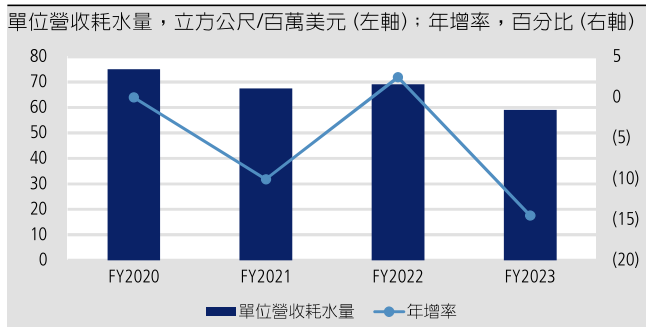
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 12 : 碳排放量


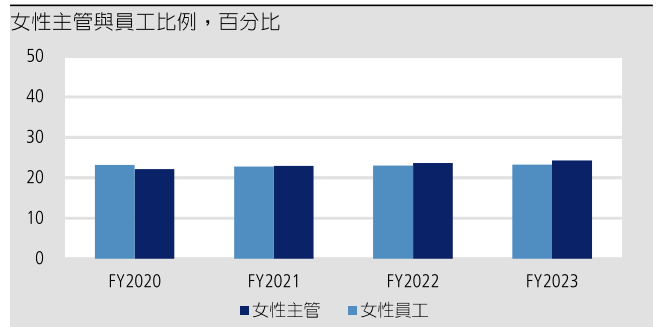
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 13 : 廢棄物總量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 14 : 耗水量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : 性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更具生態效率的解決方案

Boeing – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2025-03-28	持有	191	179.11
2025-07-23	增加持股	266	228.48

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有。