

Boeing Co. (BA.N/BA US)

靜待商用機產量提升

持有·首次評等

收盤價 March 27 (US\$)	179.1
3 個月目標價 (US\$)	182
12 個月目標價 (US\$)	191
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	6.6

焦點內容

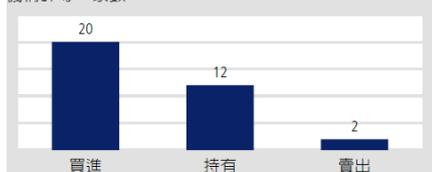
1. FAA 尚未放寬波音商用飛機 737MAX 的生產限制
2. 國防業務 2025 不易轉虧為盈
3. 公司短期仍面臨商用飛機限制生產及國防業務固定價格合約成本偏高

交易資料表

市值: (US\$bn)	134.8		
流通在外股數 (百萬股):	752		
機構持有比例 (%):	81.1		
3M 平均成交量 (百萬股):	8.3		
52 週股價 (低\高) (US\$):	137-197		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(0.9)	14.6	(7.2)
相對表現 (%)	3.8	15.4	(15.5)

市場綜合評等

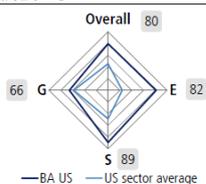
機構評等·家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	113	197	250
潛在報酬 (%)	(36.9)	9.8	39.6

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

波音(Boeing)為全球商用飛機製造商之一，公司短期仍面臨商用飛機被限制生產及國防業務的固定價格合約成本偏高。我們首評給予「持有」評等。

評論及分析

靜待 FAA 放寬 737Max 生產限制。波音商用飛機部門為公司主要的營收來源，2018 年以前營收在 570-660 億美元之間，占合併營收比重達 60-65%。但自 2019 年起，該部門營收降至 160-340 億美元，占合併營收比重降至 30-40%。主因為：1、737MAX 由於 2018 年與 2019 年間發生兩起重大空難事故，及 2024 品管問題，引發美國聯邦航空總署及其他國際監管機構對其飛安與品質控管的質疑，造成 737MAX 月交付量由 2018 以前的 40 架以上降至 2024 的 22 架。2、787 客機亦受到生產瑕疵（如機身縫隙、結構不對稱等）影響，月交付量由 2018 以前的 12 架降至 2024 的 4 架。預期波音 1H25 商用飛機交付仍以庫存因應為主，但 2H25 隨 737MAX 及 787 月產量將回到 40 架及 5 架以上。

國防業務 2025 不易轉虧為盈。波音國防上業務為公司三大核心部門之一，在商用飛機部門歷經 737 MAX 危機與新冠疫情衝擊期間，國防部門成為穩定營收的重要支柱。但自 2022 年以來，波音國防部門連續三年出現營業虧損，主因波音在國防業務簽訂一些固定價格合約，疫後在生產成本大幅上升而造成虧損。國防業務於 2023 年的虧損約 44 億美元，而 2024 年的虧損近 50 億美元。預期 2025 年國防業務虧損將較 2024 年減少。

2025 獲利回升有限。我們預估波音 2025 年在下半年商用飛機產量提升下，合併營收可成長近 29%至 856 億元，但因稼動率尚未回到疫情前，及營業費用持續增加，營業利率率僅由 2024 的-16%回升至 2025 的 1.9%，預估稅後盈餘為 1.7 億美元，EPS 為 0.21 元。

投資建議

波音短期仍面臨商用飛機被限制生產及國防業務的固定價格合約成本偏高。我們首評給予「持有」評等，一年目標價為 191 元(隱含 2026、2027 平均 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
營業收入 (US\$百萬)	66,608	77,794	66,517	85,560	98,942
營業毛利 (US\$百萬)	3,530	7,724	(1,991)	10,562	15,301
營業利益 (US\$百萬)	(3,519)	(773)	(10,707)	1,584	6,054
EBITDA (US\$百萬)	(1,194)	1,469	(8,416)	3,666	8,546
稅後淨利 (US\$百萬)	(4,935)	(2,222)	(11,875)	167	4,296
每股盈餘 (US\$)	(8.29)	(3.67)	(18.35)	0.21	5.30
營業收入成長率(%)	6.9	16.8	(14.5)	28.6	15.6
每股盈餘成長率(%)	16.0	(55.8)	400.5	(101.1)	2471.4
毛利率(%)	5.3	9.9	(3.0)	12.3	15.5
營業利益率(%)	(5.3)	(1.0)	(16.1)	1.9	6.1
EBITDA margin(%)	(1.8)	1.9	(12.7)	4.3	8.6
淨負債比率(%)	(261.0)	(221.5)	(758.2)	5726.8	(328.0)
股東權益報酬率(%)	31.1	12.9	303.4	28.9	(50.9)

資料來源: 公司資料; Bloomberg; 凱基預估

圖 1：2025 營收將重回成長

合併營收，十億美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：2025 商用飛機營收將回升

營收結構，十億美元



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：2025 商用飛機占比將回升至 50% 以上

商用飛機營收，十億美元(左軸)；營收比重，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：2025 國防營收占比將降至 30% 以下

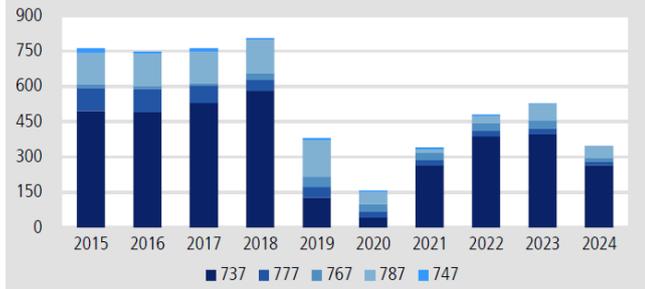
國防營收，十億美元(左軸)；營收比重，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：2024 商用飛機交付量遠低於疫情前

商用飛機交付量，架



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：波音商用飛機在手訂單強勁

商用飛機累計訂單量，架



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：2025-2026 年財務預估

百萬美元	2025F		2026F		2027F	
	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	85,560	28.6	98,942	15.6	112,039	13.2
毛利	10,562	N.A.	15,301	44.9	18,491	20.8
營業利益	1,584	N.A.	6,054	282.2	8,920	47.3
稅前獲利	334	N.A.	5,054	1,412.6	7,920	56.7
稅後淨利	167	N.A.	4,296	2,471.4	6,732	56.7
每股盈餘(元)	0.21	N.A.	5.30	2,471.4	8.31	56.7
毛利率 (%)	12.3	N.A.	15.5	3.1 ppts	16.5	1.0 ppts
營利率 (%)	1.9	N.A.	6.1	4.3 ppts	8.0	1.8 ppts
淨利率 (%)	0.2	N.A.	4.3	4.1 ppts	6.0	1.7 ppts

資料來源：凱基預估

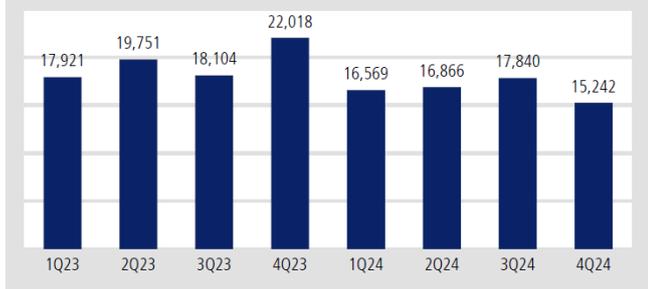
圖 8：公司概況

波音公司是美國最大的航空航天與國防承包商之一，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 10：季營業收入

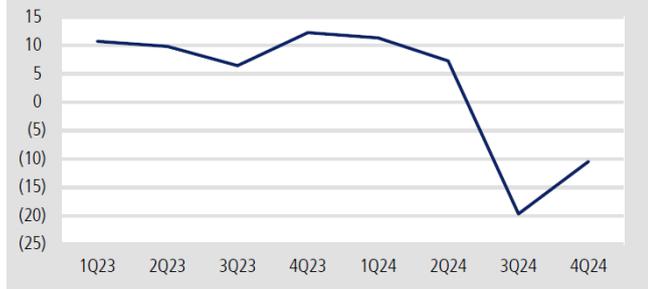
季營業收入，百萬美元



資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 12：毛利率

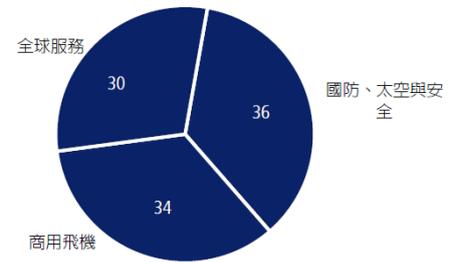
毛利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 9：商用飛機營收為波音最主要營收來源

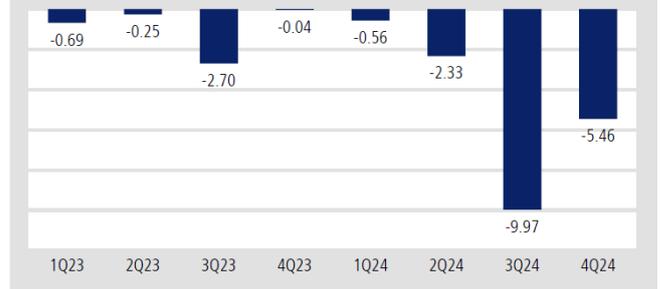
部門營收別比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：每股盈餘

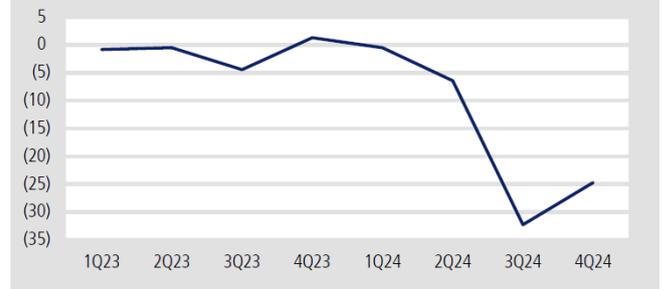
每股盈餘，美元



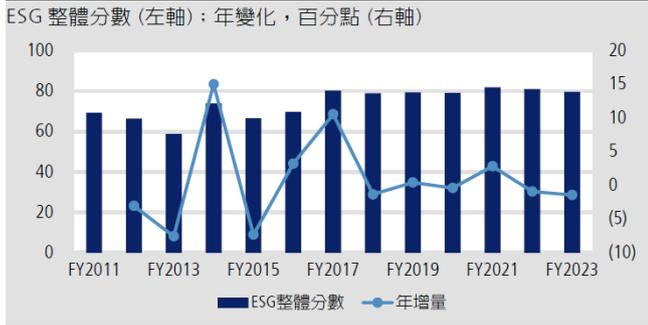
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 13：營業利潤率

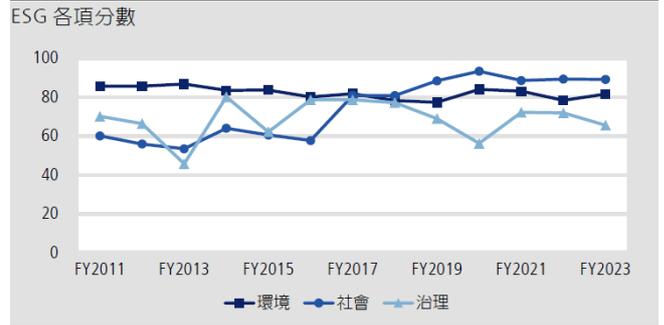
營業利潤率，百分比



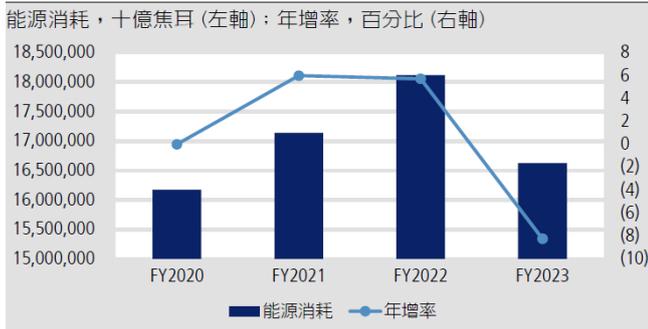
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 14：ESG 整體分數


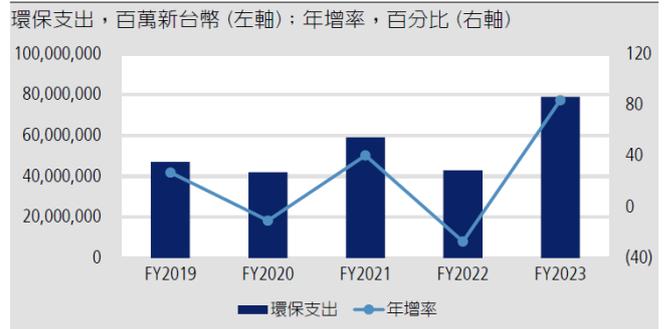
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：ESG 各項分數


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：能源消耗


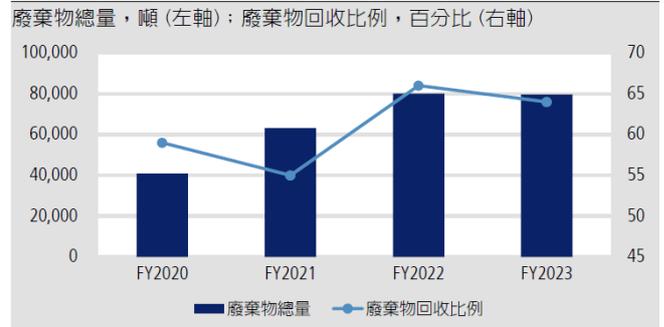
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：環保支出


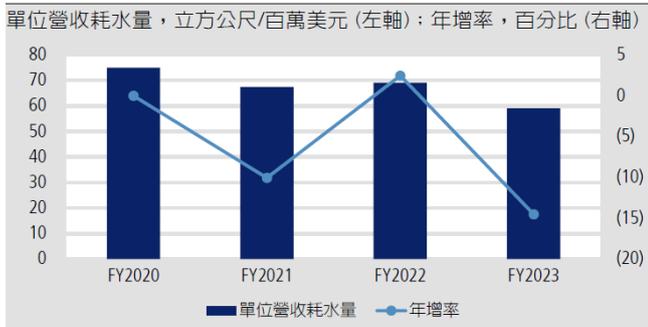
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排放量

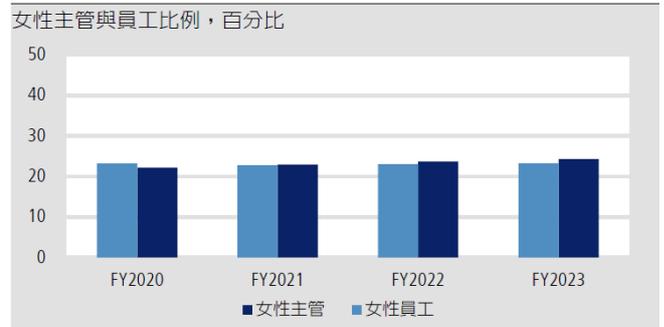

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：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 = 女性員工人數/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俱生態效率的解決方案

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倉。