

买入

2024年12月18日

公司进行裁员调整，危机中蕴含复苏机遇

- 财务摘要：**2024Q4 公司实现收入 178.4 亿美元，同比下降 1.5%，不及彭博一致预期的 181.2 亿美元。本季度公司毛利为 -35.7 亿美元，经营亏损为 57.6 亿美元，不及彭博一致预期的 48.2 亿美元，经营利润率为 -32.3%，去年同期为 -4.5%。本季度公司 GAAP 净亏损为 61.7 亿美元，约合每股亏损 9.97 美元，不及彭博一致预期的每股亏损 8.36 美元。季度经营现金流为 -13.5 亿美元，自由现金流为 -19.6 亿美元。Non-GAAP 核心经营亏损为 59.9 亿美元，Non-GAAP 核心经营利润率为 -33.6%。Non-GAAP 核心每股亏损为 10.44 美元，不及彭博一致预期的每股亏损 8.88 美元。
- IAM 罢工导致大量亏损：**本季度 BCA 收入为 74.4 亿美元，同比下降 5.5%。BCA 经营亏损 40.2 亿美元，经营利润率 -54.0%，去年同期经营亏损为 6.8 亿美元。经营亏损主要由于 30 亿美元的 777X 和 767 税前费用及国际机械师和航空航天工人协会 (IAM) 罢工所产生的费用。777X 目前预计首次交付时间为 2026 年。
- 公司计划裁员提升效率：**波音公司本季度计划裁员 10% (约 1.7 万人)，覆盖高管、经理和员工。公司 CEO 凯利·奥特伯格在业绩会上表示公司需要做出结构性的改变，打造更加精简专注的组织，确保公司能保持竞争力，并长期为客户提供服务。其计划包括对公司进行根本性的文化变革、稳定业务以及提高整个公司对新平台承诺的执行纪律。我们认为结构性的调整后公司有望在 2025 年看到复苏的希望。客机市场的双寡头竞争情况决定了航空公司对波音客机有持续的需求，5000 亿美元的后备订单将可能产生机遇。
- 目标价 220 美元，买入评级：**我们评估了 2024-2026 财年公司生产及交付的情况，使用 DCF 模型对波音公司进行估值。取 WACC 为 8.5%，永续增长率为 2%，求得合理股价应为 220.00 美元，比当前股价高出 27.14%。维持买入评级。
- 风险提示：**坠机事件导致消费者信心重建缓慢、空客 A320Neo 及 A350 等竞品导致 737 MAX 及 777 客机的市占率下降、中美关系风险。

韩啸宇
+852-25222101
Peter.han@firstshanghai.com.hk
Chuck Li
+852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	航空航天
股价	173.03 美元
目标价	220.00 美元 (+27.14%)
股票代码	BA
总股本	7.48 亿股
市值	1295 亿美元
52 周高/低	267.54 美元/ 137.03 美元
每股账面值	-38.12 美元
主要股东	Vanguard 6.9% BlackRock 4.7% Capital 5.8% Newport Trust 4.3%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (百万美元)	66,608	77,794	67,928	85,809	96,376
变动	6.94%	16.79%	-12.68%	26.32%	12.32%
运营利润	-3,547	-773	-7,362	3,829	7,095
变动	22.23%	78.21%	852.42%	152.00%	85.32%
净利润	-4,935	-2,222	-8,795	1,784	4,731
每股盈利 (美元)	-8.29	-3.67	-13.99	2.50	6.57
变动	-16.02%	55.76%	281.38%	117.84%	163.33%
基于173.03美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	N/A	69.3	26.3
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

2024 年第三季度财务摘要

本季度公司收入 178 亿美元不及预期，同比下降 1.5%

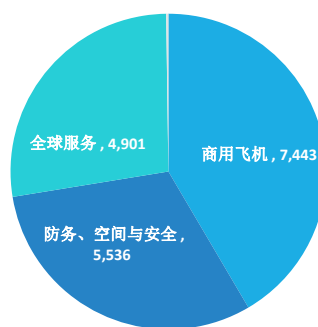
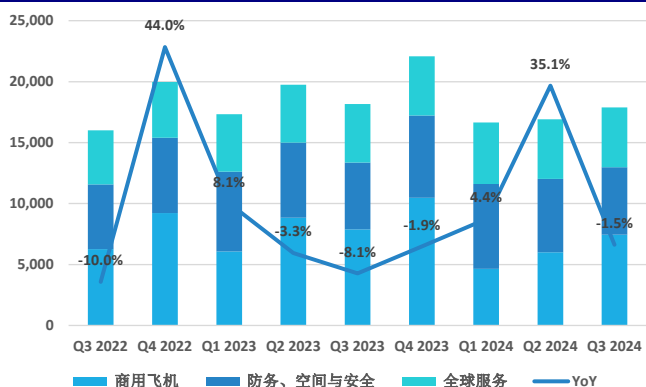
2024Q4 公司实现收入 178.4 亿美元，同比下降 1.5%，不及彭博一致预期的 181.2 亿美元。本季度公司毛利为-35.7 亿美元，经营亏损为 57.6 亿美元，不及彭博一致预期的 48.2 亿美元，经营利润率为-32.3%，去年同期为-4.5%。

本季度 GAAP 每股亏损为 9.97 美元不及预期，自由现金流为-19.6 亿美元

本季度公司 GAAP 净亏损为 61.7 亿美元，约合每股亏损 9.97 美元，不及彭博一致预期的每股亏损 8.36 美元，去年同期为每股亏损 2.70 美元。季度经营现金流为-13.5 亿美元，自由现金流为-19.6 亿美元。Non-GAAP 核心经营亏损为 59.9 亿美元，Non-GAAP 核心经营利润率为-33.6%，去年同期为-6.0%。Non-GAAP 核心每股亏损为 10.44 美元，不及彭博一致预期的每股亏损 8.88 美元。

图表 1: 2022Q3-2024Q3 主营业务收入 (百万美元)

图表 2: 2024Q3 主营业务收入占比



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

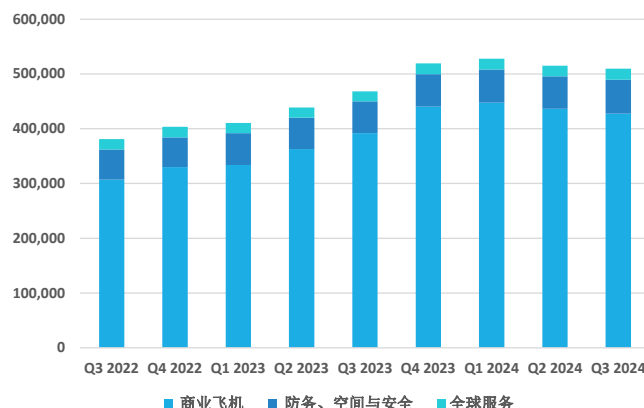
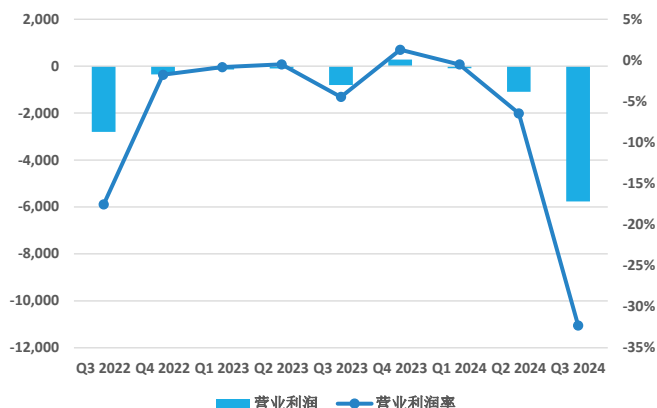
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

公司将裁员 1.7 万人

波音公司本季度计划裁员 10% (约 1.7 万人), 覆盖高管、经理和员工。公司 CEO 凯利·奥特伯格在业绩会上表示公司需要做出结构性的改变, 打造更加精简专注的组织, 确保公司能保持竞争力, 并长期为客户提供服务。其计划包括对公司进行根本性的文化变革、稳定业务以及提高整个公司对新平台承诺的执行纪律。

图表 3: 2022Q3-2024Q3 经营利润及利润率

图表 4: 2022Q3-2024Q3 订单积压情况 (百万美元)



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

资料来源: 公司披露, 第一上海整理

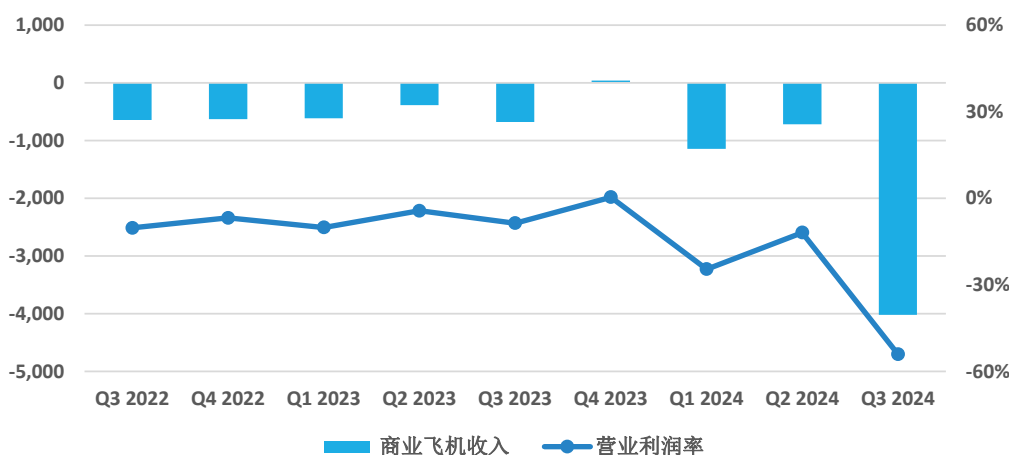
商业飞机 (BCA)

商业飞机收入为 74.4 亿美元，同比下降 5.5%

本季度 BCA 收入为 74.4 亿美元，同比下降 5.5%。BCA 经营亏损 40.2 亿美元，经营利润率-54.0%，去年同期经营亏损为 6.8 亿美元。经营亏损主要由于 30 亿美元的 777X 和 767 税前费用及国际机械师和航空航天工人协会 (IAM) 罢工所产生的费用。

关于 777X 的交付延迟，公司将继续遵循 FAA 的指导，推进认证过程，目前预计首次交付时间为 2026 年。

图表 5: 2022Q3-2024Q3 BCA 收入及经营利润率 (百万美元)



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

本季度公司毛订单为 159 架, 目前 BCA 的订单储量超过 5400 架飞机, 价值 4277 亿美元, 上季度为 4366 亿美元。

图表 6: 波音公司 2024 年飞机毛订单情况

Boeing	2024												年度总计
	Q1			Q2			Q3			Q4			
毛订单	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
737	3	10	85			3	57	22	54	46	34		314
747													0
767											15		15
777		1	28	2		11	15		11	7			75
787		4		5	4					10			23
	3	15	113	7	4	14	72	22	65	63	49	0	427

资料来源: 公司披露, 第一上海整理

本季度公司共交付飞机 116 架, 其中 737 为 92 架, 787 为 14 架。737 MAX 的产量预计将在 2024 年底提升至每月 38 架。787 当前产量为每月 4 架, 预计将在 2024 年底提升至每月 5 架。

图表 7: 波音公司 2024 年交付情况与预测

Boeing	2024												年度总计
	Q1			Q2			Q3			Q4			
交付	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
737	25	18	24	16	19	35	32	32	28	9	9	25	272
747													0
767	1	2		2	3	1	4	1	1	1	2	2	20
777				2		5	1	3				3	14
787	1	7	5	4	2	3	6	4	4	4	2	5	47
	27	27	29	24	24	44	43	40	33	14	13	35	353

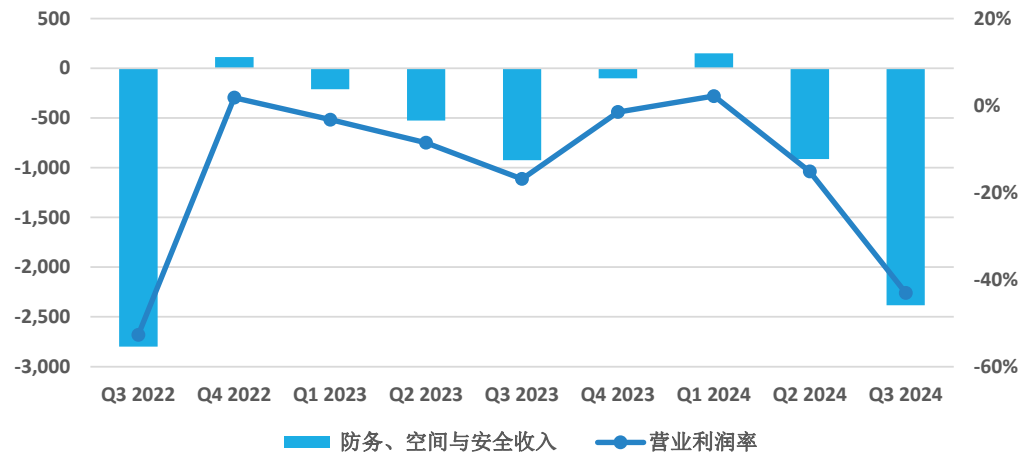
资料来源: 公司披露, 第一上海预测

防务、空间与安全 (BDS)

防务、空间与安全部门收入为 55.4 亿美元，同比增长 1.0%

本季度 BDS 收入为 54.8 亿美元，同比增长 1.0%。经营亏损 23.8 亿美元，经营利润率-43.1%。大幅亏损主要由于 1) 战斗机项目在第三季度出现亏损，由于 F-15EX 在共享生产线上加速生产，以及额外的成本压力和 F-18 生产的逐步减少。2) 固定价格开发项目面临额外的 20 亿美元成本压力，T-7A 和 KC-46A 加油机项目的预计生产成本增加。本季度 BDS 共交付 34 架飞机，包括首架 MH-139A 灰狼；获得了 80 亿美元的订单，目前 BDS 积压订单为 616 美元，28%为海外订单。

图表 8: 2022Q3-2024Q3 BDS 收入及经营利润率 (百万美元)



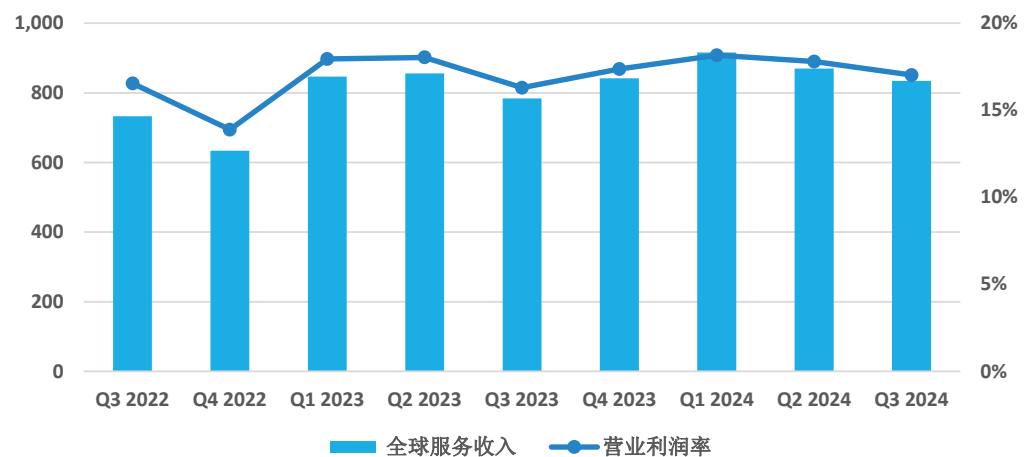
资料来源: 公司披露, 第一上海整理

全球服务 (BGS)

全球服务部门收入为 49 亿美元，同比增长 1.8%

本季度 BGS 收入为 49 亿美元，同比增长 1.8%。经营利润为 8.3 亿美元，经营利润率为 17.0%。主要由于商业航空公司的飞机维护订单增加。本季度 BGS 积压订单为 204 亿美元，本季度新增订单 60 亿美元。BGS 与全日空签订了几项关键服务协议，并签订了美国空军 KC-135 备件合同。

图表 9: 2022Q3-2024Q3 BGS 收入及经营利润率 (百万美元)



资料来源: 公司披露, 第一上海整理

目标价 220.00 美元，维持买入评级

公司目前正在经历裁员及罢工等严峻挑战，但我们认为结构性的调整后公司有望在 2025 年看到复苏的希望。客机市场的双寡头竞争情况决定了航空公司对波音客机有持续的需求，5000 亿美元的后备订单将可能产生机遇。

我们评估了 2024-2026 财年公司生产及交付的情况，使用 DCF 模型对波音公司进行估值。取 WACC 为 8.5%，永续增长率为 2%，求得合理股价应为 220.00 美元，比当前股价高出 27.14%。维持买入评级。

图表 10: DCF 估值模型

折现年限	高速增长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2033E	2034E	2035E
(百万美元)											
CFO	(10,230)	1,075	8,573								
自由现金流量	(12,230)	(925)	6,573	7,887	9,228	10,612	11,673	12,724	13,742	14,704	14,998
自由现金流增长率		92.4%	810.2%	20.0%	17.0%	15.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	2.0%
折合至2024年的现金流量	(12,230)	(853)	5,583	6,175	6,659	7,058	7,155	7,188	7,155	7,056	110,726
永续期折现值											235,352

WACC	8.50%
长期增长率	2.0%

估值	
现金流折现	151,672
减：净金融负债	36,411
减：少数股东权益+合伙人权益	(25,471)
股本价值	140,731
股本数量（预期）	640
DCF法之每股价值（美元）	220.00

资料来源：第一上海预测

风险提示

中美关系的变化可能会对公司在中国的飞机销售造成影响，从而影响公司未来收入。中国自行研发 C919 及 C929 飞机，将有可能影响波音飞机在华销量的风险。

737 MAX 坠落事件导致乘客及航司对于公司的信任度降低，可能导致客户订单流向空客 A320/A321 的风险。

波音 777X 延期至 2025 年，可能导致客户订单流向空客 A350 的风险。

未来航班数量有可能受到远程办公潮流的影响，从而增长不及预期的风险。

主要财务报表

损益表

单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	66,608	77,794	67,928	85,809	96,376
- 主营业务收入成本	63,106	70,070	66,909	73,796	80,956
毛利	3,502	7,724	1,019	12,013	15,420
营业开支	7,049	8,497	8,381	8,185	8,325
- 营销和行政管理费用	4,187	5,168	4,619	4,462	4,530
- 研究和开发开支	2,852	3,377	3,804	3,776	3,855
- 其他营业支出	10	-48	-42	-53	-59
营业利润	-3,547	-773	-7,362	3,829	7,095
- 利息支出	-2,533	-2,459	-2,700	-2,700	-2,500
- 营业外亏损净额	1,058	1,227	1,040	900	900
税前利润	-5,022	-2,005	-9,022	2,029	5,495
- 所得税支出	31	237	-208	304	824
净利润	-4,935	-2,222	-8,795	1,784	4,731
主营业务增长 (%)	6.94%	16.79%	-12.68%	26.32%	12.32%
EBITDA	-1,568	1,088	-5,552	5,713	9,051
EBITDA 增长率 (%)	-106.86%	-169.39%	-610.33%	-202.90%	58.41%
主营业务增速 (%)					

资产负债表

单位: 百万美元

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	17,220	15,965	23,896	18,112	19,810
+ 应收账款与票据	2,671	2,748	2,724	2,758	2,783
+ 库存	78,151	79,741	82,698	85,391	83,335
+ 未入账收益	8,634	8,317	8,317	8,317	8,317
总计流动资产	109,523	109,275	120,139	117,083	116,749
+ 财产、厂房及设备, 净	10,550	10,661	10,851	10,966	11,010
+ 长期投资与应收账款	2,433	1,895	1,895	1,895	1,895
+ 其他长期资产	14,594	15,181	15,021	14,879	14,754
总计长期资产	27,577	27,737	27,767	27,740	27,659
总资产	137,100	137,012	147,906	144,823	144,408
+ 应付账款	31,781	34,295	33,431	32,985	32,230
+ 短期债务	5,190	5,204	5,204	5,204	5,204
+ 其他短期债务	53,081	56,328	56,328	56,328	56,328
总计流动负债	90,052	95,827	94,963	94,517	93,762
+ 长期借款	51,811	47,103	55,103	50,103	45,103
+ 其他长期负债	11,085	11,310	11,310	11,310	11,310
总长期负债	62,896	58,413	66,413	61,413	56,413
总负债	152,948	154,240	161,376	155,930	150,175
总股东权益	-15,848	-17,228	-25,471	-23,107	-17,768

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务能力分析

单位: 百万美元

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	5.3%	9.9%	1.5%	14.0%	16.0%
EBITDA 利率 (%)	-2.4%	1.4%	-8.2%	6.7%	9.4%
净利率 (%)	-7.4%	-2.9%	-12.9%	2.1%	4.9%
营运表现					
行政管理与销售费用/收入 (%)	6.3%	6.6%	6.8%	5.2%	4.7%
研究和开发费用/收入 (%)	4.3%	4.3%	5.6%	4.4%	4.0%
实际税率 (%)	-0.6%	-11.8%	2.3%	15.0%	15.0%
应收账款天数	15	13	15	12	10
应付账款天数	170	170	182	162	145
库存周转天数	448	406	437	410	375
财务状况					
总负债/总资产	111.6%	112.6%	109.1%	107.7%	104.0%
收入/净资产	48.6%	56.8%	45.9%	59.3%	66.7%
经营性现金流/收入	5.3%	7.7%	-15.1%	1.3%	8.9%

现金流量表

单位: 百万美元

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	-5,053	-2,242	-8,795	1,784	4,731
+ 折旧、摊销	1,979	1,861	1,810	1,885	1,956
+ 非现金项目	2,447	2,252	552	580	609
+ 非现金营运资本变动	4,139	4,089	-3,797	-3,174	1,277
+ 终止经营所得净现金	0	0	0	0	0
经营活动现金流量	3,512	5,960	-10,230	1,075	8,573
+ 固定及无形资产变动	-1,187	-1,570	-1,840	-1,858	-1,875
+ 长期投资净变动	-5,051	-16,448	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	10,619	15,739	0	0	0
+ 经销权	0	0	0	0	0
+ 其他	-11	-158	0	0	0
投资活动现金	4,370	-2,437	-1,840	-1,858	-1,875
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 借款	34	75	0	0	0
+ 债务(偿付)所得现金	-1,310	-5,216	8,000	-5,000	-5,000
+ 股权(回购)现金	50	45	12,000	0	0
+ 其他融资活动	-40	-408	0	0	0
+ 终止经营所得净现金	0	0	0	0	0
融资所得现金	-1,266	-5,487	20,000	-5,000	-5,000
现金净增减	6,543	-1,934	7,931	-5,784	1,698

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。