

买入

2025 年 12 月 17 日

交付提升推动公司现金流复苏, 737 及 787 产量将提升

- **财务摘要:** 2025Q3 公司实现收入 232.7 亿美元, 同比增长 30%, 高于彭博一致预期的 219 亿美元。本季度公司毛利为-23.8 亿美元, 经营亏损为 47.8 亿美元, 不及彭博一致预期的 10.8 亿美元, 经营利润率为-20.5%。公司 GAAP 净亏损为 53.4 亿美元, 约合每股亏损 7.14 美元, 其中 777X 项目的费用带来每股亏损 6.45 美元; 不及彭博一致预期的每股亏损 2.31 美元, 去年同期为每股亏损 9.97 美元。Non-GAAP 核心经营利润率为-21.7%。Non-GAAP 核心每股亏损为 7.47 美元, 不及彭博一致预期的每股亏损 2.56 美元。季度经营现金流为 11.2 亿美元, 自由现金流为 2.4 亿美元, 为 2023 年 Q4 以来首次转正。
- **737MAX 及 787 产量将提升:** 本季度 BCA 收入为 110.9 亿美元, 同比增长 49.1%。BCA 经营亏损 53.5 亿美元, 经营利润率-48.3%, 去年同期经营亏损为 40.2 亿美元。经营亏损主要由于 777X 延迟交付所产生的 49 亿美元费用。截至今年 8 月, 波音交付的商用飞机数量已超过上一年的全年总量。737 MAX 的产量预计将在 2025 年 10 月提升至每月 42 架。公司预计 2026 年资本支出将增加以提升南卡工厂的产能以支持 12-14 架的 787 月生产速率。
- **777X 的交付节奏成为公司现金流复苏关键点:** 波音新任 CFO Jesus Malave 指出, 虽然 2026 年将面临 777X 延期带来的现金流压力以及更高的资本支出, 但公司预计 777X 项目将在 2028 年左右实现现金流盈亏平衡。此外, 公司正推进 Jeppesen 的资产剥离及 Spirit AeroSystems 的并购整合, 通过资产负债表管理和文化变革来确保持续复苏。
- **目标价 240 美元, 买入评级:** 我们评估了 2025-2027 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 240.00 美元, 比当前股价高出 16.79%。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。

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (百万美元)	77,794	66,517	88,078	97,241	108,543
变动	16.79%	-14.50%	32.41%	10.40%	11.62%
运营利润	-773	-10,707	-4,448	4,376	8,032
变动	78.21%	1285.12%	58.46%	198.38%	83.56%
归属股东净利润	-2,222	-11,817	-6,510	2,531	5,924
每股盈利 (美元)	-3.67	-18.26	-8.97	3.47	8.10
变动	55.76%	397.80%	50.86%	138.64%	133.78%
基于 205.5 美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	N/A	59.3	25.4
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

2025 年第三季度财务摘要

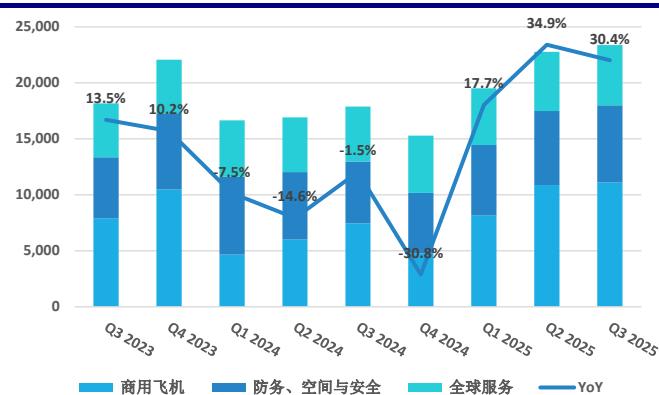
本季度公司收入 233 亿美元高于预期，同比增长 30%

本季度 GAAP 每股亏损为 7.14 美元不及预期，自由现金流为 2.4 亿美元

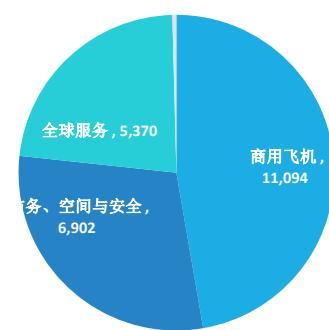
2025Q3 公司实现收入 232.7 亿美元，同比增长 30%，高于彭博一致预期的 219 亿美元。本季度公司毛利为-23.8 亿美元，经营亏损为 47.8 亿美元，不及彭博一致预期的 10.8 亿美元，经营利润率为-20.5%，去年同期为-32.3%。

本季度公司 GAAP 净亏损为 53.4 亿美元，约合每股亏损 7.14 美元，其中 777X 项目带来每股亏损 6.45 美元；不及彭博一致预期的每股亏损 2.31 美元，去年同期为每股亏损 9.97 美元。Non-GAAP 核心经营亏损为 50.5 亿美元，Non-GAAP 核心经营利润率为-21.7%，去年同期为-33.6%。Non-GAAP 核心每股亏损为 7.47 美元，不及彭博一致预期的每股亏损 2.56 美元。季度经营现金流为 11.2 亿美元，自由现金流为 2.4 亿美元，为 2023 年 Q4 以来首次转正。

图表 1：2023Q3-2025Q3 主营业务收入（百万美元）



图表 2：2025Q3 主营业务收入占比



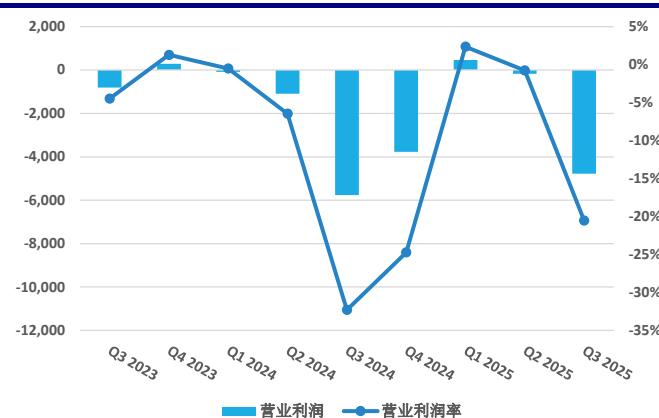
资料来源：公司披露，第一上海整理

737Max 交付逐步步入正轨，777X 首架交付延期至 2027 年

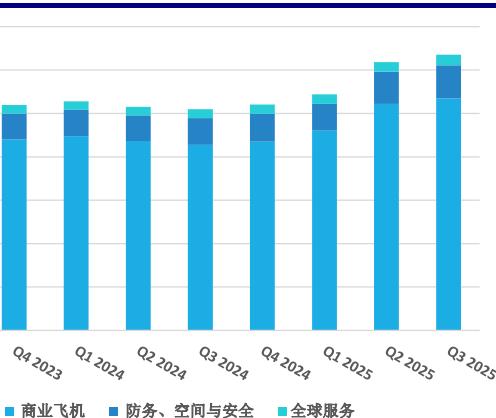
公司持续关注安全和质量，正在推动整个企业的绩效提升。截至今年 8 月，波音交付的商用飞机数量已超过上一年的全年总量。公司预计 2026 年资本支出将增加。

777X 的认证和首次交付预期推迟，现预计首架 777-9 将在 2027 年交付（此前为 2026 年）；777X 项目预计在 2028 年接近现金流平衡，2029 年开始贡献正现金流。

图表 3：2023Q3-2025Q3 经营利润及利润率



图表 4：2023Q3-2025Q3 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

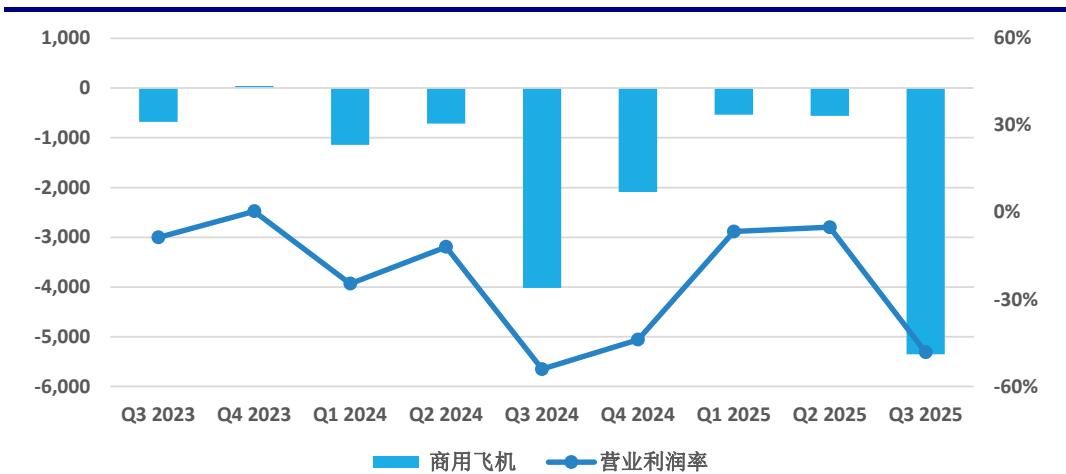
商业飞机 (BCA)

商业飞机收入为 110.9 亿 美元，同比增长 49.1%

本季度 BCA 收入为 110.9 亿美元，同比增长 49.1%。BCA 经营亏损 53.5 亿美元，经营利润率-48.3%，去年同期经营亏损为 40.2 亿美元。经营亏损主要由于 777X 延迟交付所产生的 49 亿美元费用。

公司将继续遵循 FAA 的指导，推进 777X 认证过程，目前预计首次交付时间为 2027 年。主要是低估了获得 TIA (型号检查授权) 所需的工作量和时间；这是波音首次经历这种增量式的 TIA 流程，飞机本身没有新的技术故障。

图表 5：2023Q3-2025Q3 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 153 架，目前 BCA 的订单储量超过 5900 架飞机，价值 5346 亿美元，上季度为 5222 亿美元。

图表 6：波音公司 2025 年飞机毛订单情况

Boeing	2025												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	34	13	88	8	146	54	30	5	32	8	43		461
747													0
767													15
777	2		51		30			14			76		173
787			53		127	62	1	7	64	7	30		351
	36	13	192	8	303	116	31	26	96	15	164	0	1000

资料来源：公司披露，第一上海整理

本季度公司共交付飞机 160 架，其中 737 为 121 架，787 为 24 架。737 MAX 的产量预计将在 2025 年 10 月提升至每月 42 架。787 当前产量为每月 7 架，公司预计将继续投资提升南卡工厂的产能以支持 12-14 架的月生产速率。

图表 7：波音公司 2025 年交付情况与预测

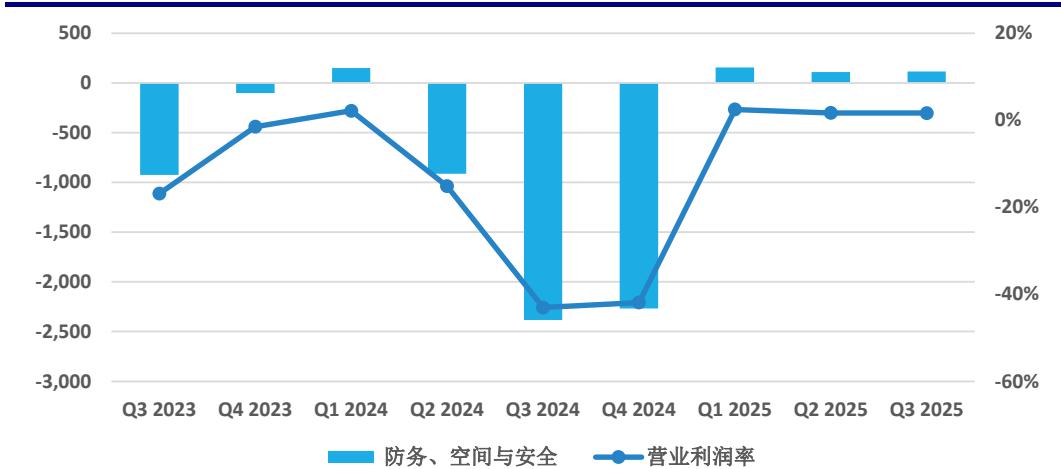
Boeing	2025												年度总计
	Q1			Q2			Q3			Q4			
交付	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
737	40	32	33	30	32	42	37	43	41	40	32	38	440
747							0	0	0	0	0	0	0
767	5		3	1	5	1	1	4	4	4	4	3	31
777	1	2	5	4	5	4	2	4	3	2	2	3	37
787	4	5	4	8	7	9	8	9	7	7	6	7	81
	45	44	42	45	45	60	48	57	55	53	44	51	589

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 69 亿美元，同比增长 24.7%。经营利润为 1.1 亿美元，经营利润率为 1.7%。订单量稳定增长。本季度 BDS 新增订单价值 90 亿美元，目前 BDS 积压订单总价值为 761 亿美元，20% 为海外订单。BDS 与美国太空军签订战略卫星通讯能力增强合同；与皇家澳大利亚空军合作为 MQ-28 开发自动操作能力。

图表 8：2023Q3–2025Q3 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 53.7 亿美元，同比增长 9.6%

本季度 BGS 收入为 53.7 亿美元，同比增长 9.6%。经营利润为 9.4 亿美元，经营利润率为 17.5%。主要由于商业航空公司的飞机维护订单增加。本季度 BGS 新增订单价值 80 亿美元，积压订单总价值为 246 亿美元。BGS 获得了美国空军的 F/A-18 战斗机的起落架修理需求并与韩国空军签订先进预测性维护分析合作协议。

图表 9：2023Q3–2025Q3 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 240.00 美元，维持买入评级

公司 2025 年第三季度展现了复苏迹象，但也面临重大财务挑战。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，6000 亿美元的后备订单将可能产生机遇。

我们评估了 2025-2027 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 240.00 美元，比当前股价高出 16.79%。维持买入评级。

图表 10：DCF 估值模型

折现年限	高速成长期					稳定成长期					永续期	
	0	1	2	3	4	5	2031E	2033E	2034E	2035E	2036E	
假设 (百万美元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2033E	2034E	2035E	2036E	
CFO	1	4,400	10,449									
自由现金流量	(2,399)	1,900	7,849	9,419	10,832	12,132	13,466	14,813	16,146	17,438	17,787	
自由现金流增长率		179.2%	313.1%	20.0%	15.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%	2.0%	
折合至2024年的现金流量	(2,399)	1,751	6,668	7,374	7,816	8,068	8,254	8,368	8,407	8,368	131,315	
永续期折现值											279,114	
WACC		8.50%										
长期增长率		2.0%										
估值												
现金流折现		193,991										
减：净金融负债		29,844										
减：少数股东权益+合伙人权益		-9,997										
股本价值		174,144										
股本数量（预期）		726										
DCF法之每股价值 (美元)		240.00										

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 A320Neo/A321Neo 的风险。

波音 777X 交付延期至 2027 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

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	77,794	66,517	88,078	97,241	108,543
- 主营业务收入成本	70,070	68,508	83,233	83,627	91,176
毛利	7,724	-1,991	4,844	13,614	17,367
营业开支	8,497	8,716	9,292	9,238	9,335
- 营销和行政管理费用	5,168	5,021	5,725	5,640	5,644
- 研究和开发开支	3,377	3,812	3,655	3,695	3,799
- 其他营业支出	-48	-117	-88	-97	-109
营业利润	-773	-10,707	-4,448	4,376	8,032
- 利息支出	-2,459	-2,725	-2,800	-2,600	-2,300
- 营业外亏损净额	1,227	1,222	1,220	1,100	1,000
税前利润	-2,005	-12,210	-6,028	2,876	6,732
- 所得税支出	237	-381	482	345	808
净利润	-2,222	-11,817	-6,510	2,531	5,924
主营业务增长 (%)	16.79%	-14.50%	32.41%	10.40%	11.62%
EBITDA	1,088	-8,871	-2,525	6,433	10,229
EBITDA 增长率 (%)	-169.39%	-915.35%	-71.54%	-354.77%	59.01%
主营业务增速 (%)					

财务能力分析

单位: 百万美元

	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	9.9%	-3.0%	5.5%	14.0%	16.0%
EBITDA 利率 (%)	1.4%	-13.3%	-2.9%	6.6%	9.4%
净利率 (%)	-2.9%	-17.8%	-7.4%	2.6%	5.5%
营运表现					
行政管理与销售费用/收入 (%)	6.6%	7.5%	6.5%	5.8%	5.2%
研究和开发费用/收入 (%)	4.3%	5.7%	4.2%	3.8%	3.5%
实际税率 (%)	-11.8%	3.1%	-8.0%	12.0%	12.0%
应收账款天数	13	15	13	13	13
应付账款天数	170	183	156	156	146
库存周转天数	406	440	371	361	330
财务状况					
总负债/总资产	112.6%	102.5%	106.7%	104.9%	100.4%
收入/净资产	56.8%	42.5%	58.6%	67.3%	73.1%
经营性现金流/收入	7.7%	-18.2%	0.0%	4.5%	9.6%

资产负债表

单位: 百万美元	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	15,965	26,282	22,820	16,849	20,119
+ 应收账款与票据	2,748	2,838	3,425	3,490	4,229
+ 库存	79,741	87,550	84,003	83,715	83,442
+ 未入账收益	8,317	8,363	8,363	8,363	8,363
总计流动资产	109,275	127,998	121,577	115,382	119,117
+ 财产、厂房及设备, 净	10,661	11,412	11,889	12,332	12,735
+ 长期投资与应收账款	1,895	1,313	1,313	1,313	1,313
+ 其他长期资产	15,181	15,640	15,503	15,374	15,254
总计长期资产	27,737	28,365	28,705	29,019	29,301
总资产	137,012	156,363	150,282	144,401	148,419
+ 应付账款	34,295	35,467	36,669	35,808	38,130
+ 短期债务	5,204	1,278	1,278	1,278	1,278
+ 其他短期债务	56,328	60,333	60,333	60,333	60,333
总计流动负债	95,827	97,078	98,280	97,419	99,741
+ 长期借款	47,103	52,586	51,386	43,386	38,686
+ 其他长期负债	11,310	10,613	10,613	10,613	10,613
总长期负债	58,413	63,199	61,999	53,999	49,299
总负债	154,240	160,277	160,279	151,418	149,040
总股东权益	-17,228	-3,914	-9,997	-7,017	-622

现金流量表

单位: 百万美元	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
+ 净利润	-2,242	-11,829	-6,510	2,531	5,924
+ 折旧、摊销	1,861	1,836	1,923	2,057	2,197
+ 非现金项目	2,252	6,681	427	449	471
+ 非现金营运资本变动	4,089	-8,768	4,161	-637	1,857
+ 终止经营所得净现金	0	0	0	0	0
经营活动现金流量	5,960	-12,080	1	4,400	10,449
+ 固定及无形资产变动	-1,570	-2,231	-2,263	-2,371	-2,479
+ 长期投资净变动	-16,448	-13,856	0	0	0
+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	15,739	4,743	0	0	0
+ 经销权	0	0	0	0	0
+ 其他	-158	-88	0	0	0
投资活动现金	-2,437	-11,973	-2,263	-2,371	-2,479
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 借款	75	10,161	0	0	0
+ 债务(偿付)所得现金	-5,216	-8,673	-1,200	-8,000	-4,700
+ 股权(回购)现金	45	23,857	0	0	0
+ 其他融资活动	-408	-83	0	0	0
+ 终止经营所得净现金	0	0	0	0	0
融资所得现金	-5,487	25,209	-1,200	-8,000	-4,700
现金净增减	-1,934	1,109	-3,462	-5,971	3,270

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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递或被带往美国、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。