



## 证券研究报告·爱立信专题报告

# 5G利好推动，巨头正在归来

分析师：武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

研究助理：刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

15013629685

2019年1月11日

# 提纲

- 运营商基本面变化、激烈的市场竞争以及自身战略失误是爱立信2017年巨额亏损的根本原因：
  - 运营商客户方面，运营商基本面的重大变化导致成本较高的爱立信在市场竞争中处于劣势，市场份额不断萎缩。
  - 竞争对手而言，爱立信相对于中国厂商的劣势在于产业线相对较窄，近年在固网产品上的竞争力逐渐丧失。
  - 就自身而言，爱立信向人力密集的服务转型战略选择，导致其服务的规模过度膨胀，进而拖累其整体盈利水平。
- 发达市场的复苏和及时的战略转型为爱立信收入增长和利润修复奠定坚实的基础：
  - 市场上，爱立信的主要优势市场在于近年逐渐复苏的发达市场，使得爱立信未来的收入和增长和利润修复具备良好的市场基础。
  - 战略上，爱立信在2017年的战略调整，使其盈利水平逐步恢复。其主要举措是2017年将战略调整重心调整为三个核心领域、两个新领域，人员调整及简化组织，提高内部效率。
  - 投入上，即使在亏损阶段爱立信仍然保持了具有高强度的投入，投入的方向更加聚焦：3个核心：网络、数字服务、管理服务，2个新领域：媒体、云IT硬件。
- 未来战略调整将为爱立信带来发展新契机：
  - 爱立信的未来战略发展方针将着重于投资发展自身优势所在的领域，并通过并购获得专利组合来维持该公司在这些领域的领先优势地位。
  - 爱立信为达成其战略目标会将专注于在降低架构简化和架构稳定性方面的投资，并将投资中心转移到技术发展，市场扩张和其优势领域。

## 总体判断

---

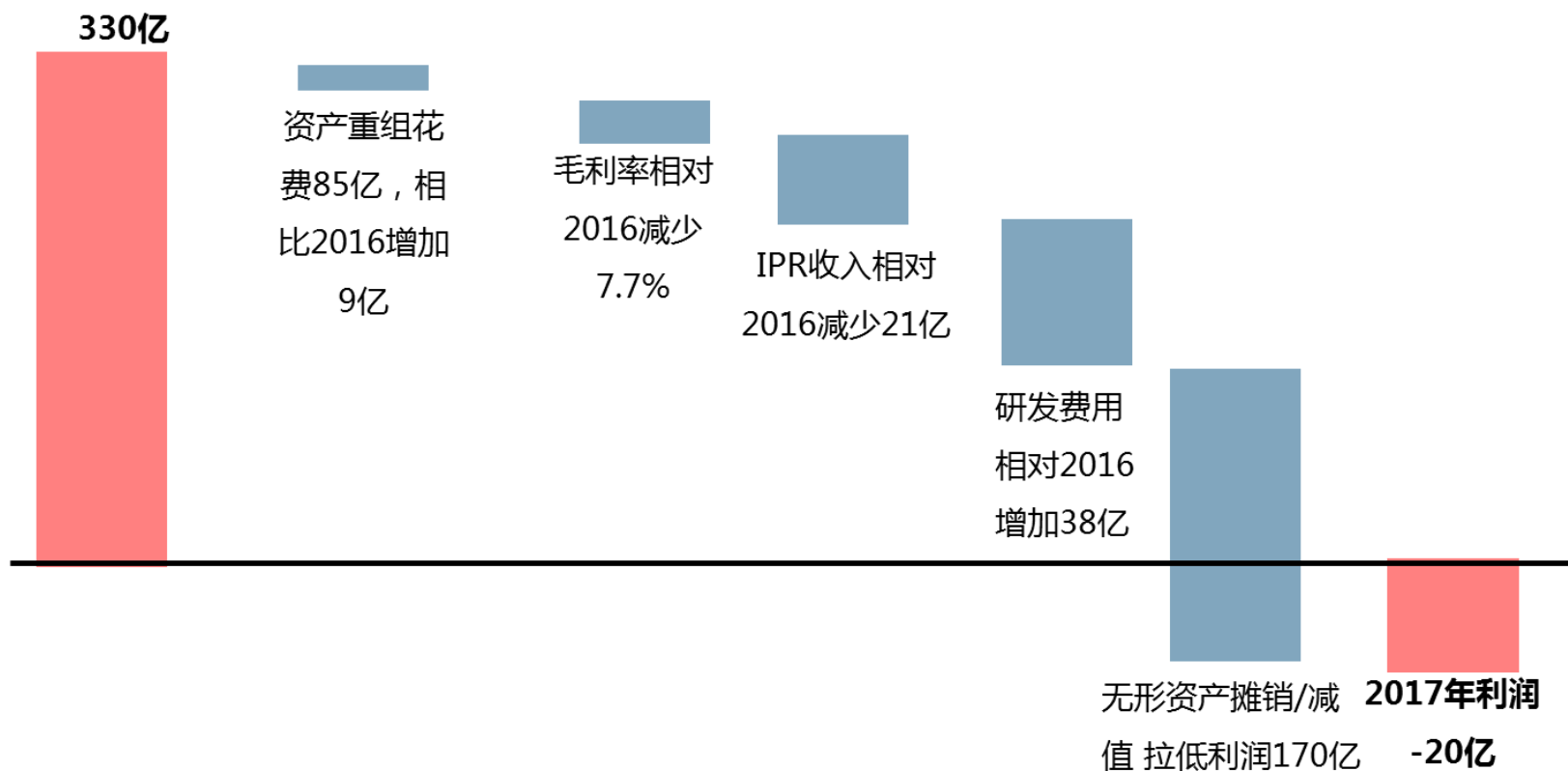
- 爱立信受益于其主要业务所在的发达国家市场的复苏和5G的加速发展，未来四年行业增长和利润修复确定性强，我们预计其19-21年净利润为 98/150/161，对应的PE值为20.39x/15.56x/13.78x。

# 2017年爱立信亏损350亿瑞典克朗背后…

图1:

2016年利润 :

单位 : SEK



Source: 公司年报

运营商的收入和利润增长承压，但资本开支保持较高的刚性，凸显了低成本的中国厂商的成本优势

图2：2000-2017年运营商收入规模及增速：收入持续处于下滑通道

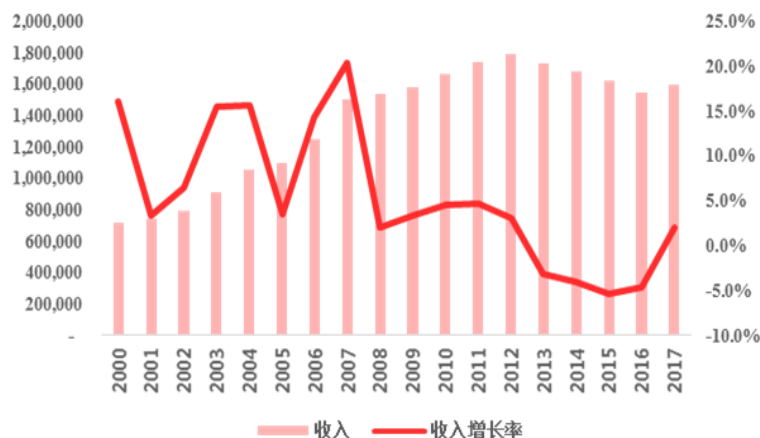


图3：2000-2017年运营商EBIDA及EBITDA%：同样持续处于下滑通道

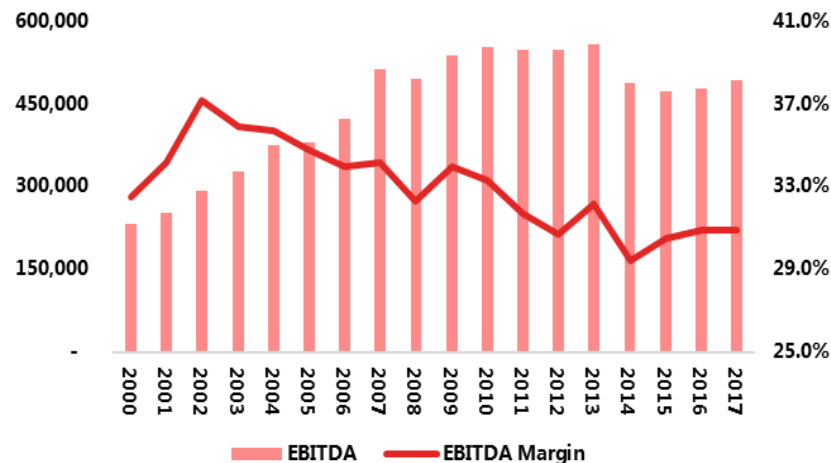
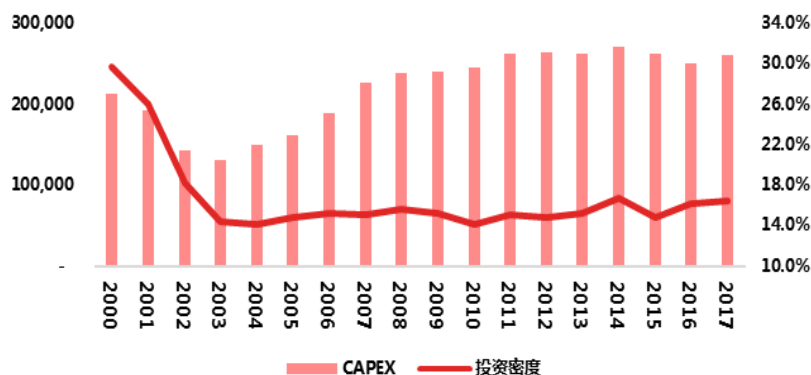


图4：2000-2017年运营商CAPEX及投资密度：CAPEX却维持了刚性水平



- **运营商财务压力较大**：长周期看，由于人口红利基本结束，流量变现的商业模式收入到OTT厂商的冲击，导致运营商客户的收入增长持续低迷，利润水平也进入持续下降的通道。
- **运营商的诉求的变化使得中国厂商的优势凸显**：由于运营商本身面临的财务压力，以及中国厂商的整体解决方案能力在4G阶段基本和欧洲厂商对齐，电信行业从安装到展开阶段，运营商客户的追求从技术领先到大规模的使用的成本和易用性，由于工程师红利以及中国制造效应的持续存在，中国厂商的竞争优势明显。

资料来源：公开资料

## 运营商财务基本面的重大变化，导致其诉求由追求技术领先到易用性和低成本转变

- 战略匹配：采用低成本扩张的T和XX匹配非常强，将会加速爱立信的退出；
- Capex占比高企。收入下滑，经营压力比较大（MTN、Telia、Turkcell等），有强烈的成本诉求；爱立信面临商务压力；
- 处在战略收缩的T(TLF、AM、MTS、)爱立信将可能会主动退出；

表1：2017年运营商收入及CAPEX

收入增长，按照高低排序						Capex增长，按照高低排序					
	2017年收入	收入5年复合增长率	2017 Capex	Capex 占比	占比变化		2017年收入	收入5年复合增长率	2017 Capex	Capex 占比	占比变化
BT	24,111	6.8%	4,007	16.6%	-1.9%	Telenor Group	12,381	-3.0%	1,865	15.1%	1.1%
softbank	74,062	5.4%	5,219	7.0%	-65.3%	Hutchison	8,221	-4.8%	1,300	15.8%	2.0%
中国移动	106,933	1.8%	25,090	23.5%	-20.3%	vodafone	57,546	-1.3%	7,642	13.3%	2.2%
中国电信	54,203	0.9%	10,033	18.5%	-3.6%	MegaFon	5,486	-9.8%	961	17.5%	10.5%
Ooredoo	7,474	0.2%	1,104	14.8%	-47.2%	MTN	7,079	-7.6%	1,765	24.9%	13.4%
Telefonica	55,100	-3.1%	8,573	15.6%	-0.5%	Axiata	3,269	-6.6%	779	23.8%	23.5%
MTS	7,680	-9.7%	1,309	17.0%	-12.8%	Orange	34,688	-4.2%	6,474	18.7%	31.8%
AM	39,443	-4.8%	5,440	13.8%	-16.3%	TeliaSonera	7,702	-7.8%	1,279	16.6%	32.2%
Etisalat	9,318	-1.5%	862	9.2%	-17.8%	Singtel	10,152	-3.1%	1,456	14.3%	35.9%
STC	11,462	-0.5%	1,508	13.2%	-19.3%	Turkcell	4,476	-4.8%	1,099	24.6%	140.8%
Zain Group	4,345	-2.6%	618	14.2%	-24.0%	Bharti	11,351	-0.3%	3,258	28.7%	142.3%
中国联通	40,669	-3.1%	6,293	15.5%	-38.0%						

资料来源：OVUM（USD Million）

## 全球运营商投资结构上向新兴市场转移，但爱立信并未在此过程中受益不明显

图5：2009-2017年新兴市场资本开支：  
最高峰2015年上升至1644亿，较2010年占比提升5个百分点

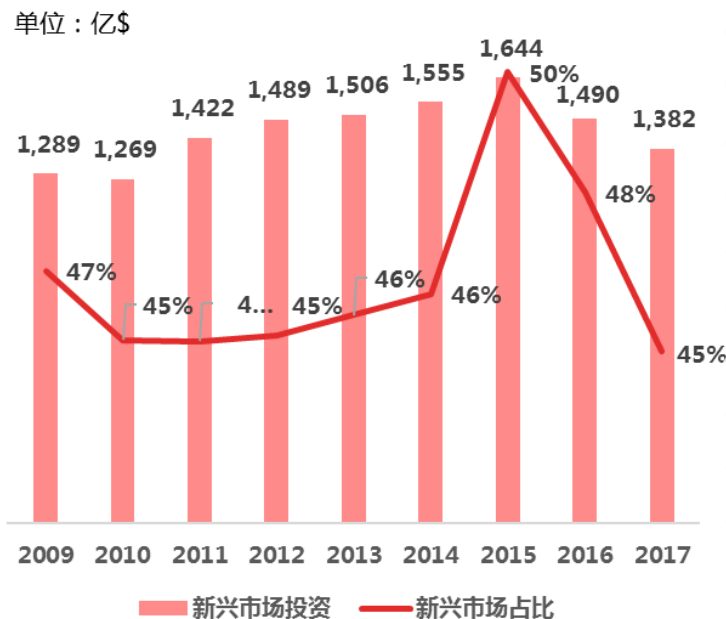


表2：2012-2017年设备上收入结构：  
西方厂商并未在此轮新兴市场投资中受益

单位：亿\$	发达市场				新兴市场（不含中国）			
	12年	17年	CAGR	占比自身收入比（2017）	12年	17年	CAGR	占比自身收入比（2017）
Ericsson	162	118	-8%	45%	158	120	-7%	46%
NOKIA	191	128	-9%	52%	143	83	-13%	35%

备注：发达市场定义范围：北美、日韩欧洲、澳大利亚  
新兴市场定位范围：亚太（不含日韩、澳大利亚）、拉美、中东非洲、俄罗斯

Source: OVUM

Source: 公司年报

## 尤其是中国市场投资全球占比过去5年提升明显，但爱立信的市场份额却显著下降

图6：2008-2017年中国区的资本开支：

2016 年中国电信资本开支在全球中占比达到20%，成为全球第二大市场，在全球市场举足轻重

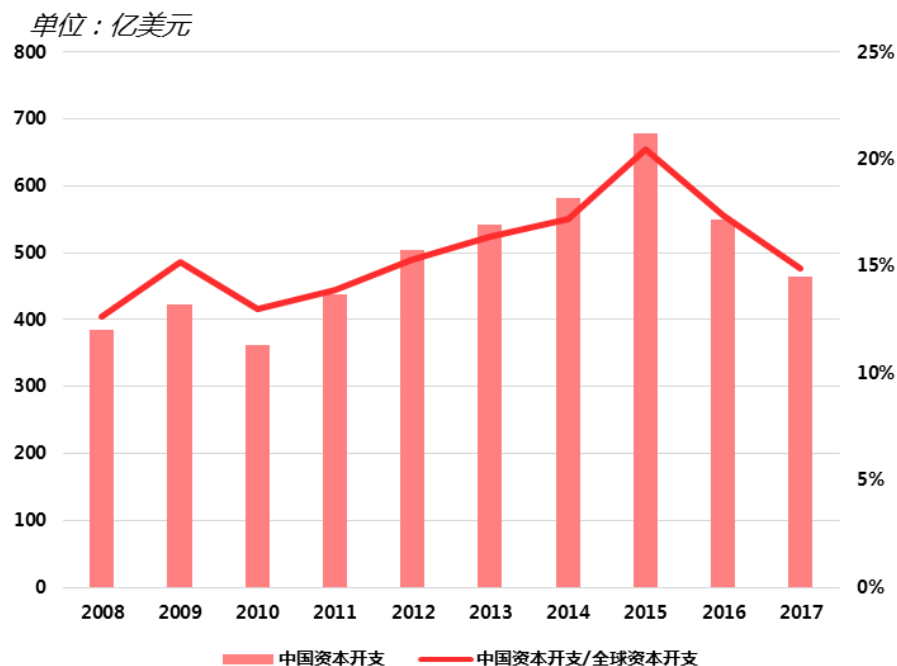


表3：2011-2017年各设备商中国区收入：

收入规模接近300亿美元，但西方厂商占比却下降了10个百分点

单位：亿\$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
爱立信	28	19	18	20	23	23	16
阿朗	18	14	16	18	16		
诺基亚西门子	21	17	16	18	19	28	27
中兴	42	49	44	52	63	64	68
合计	183	177	177	208	240	277	294
西方厂商市场份额	25%	19%	19%	18%	16%	18%	15%

备注：统计口径为各厂商运营商业务的收入规模

Source: OVUM

Source: 公司年报



## 相对于中国设备厂的窄产品线导致爱立信部分市场无法参与

表4：全球电信设备商产品线对比

	中兴	华为	爱立信	诺西	阿朗	思科
无线						
GSM/WCDMA	√	√	√	√	√	-
CDMA	√	√	√ ( 收购北电 )	√ ( 收购Moto )	√	-
TD-SCDMA	√	√	√	√	√	-
LTE	√	√	√ ( 收购北电 )	√ ( 收购Moto )	√	-
传输						
MSTP	√	√	√	-	√	-
PTN	√	√	-	-	√	-
OTN	√	√	√	√	√	-
接入						
EPON	√	√	-	-	√	-
GPON	√	√	√	-	√	-
数通						
接入交换机	√	√	-	-	√	√
核心路由器	√	√	-	-	-	√
终端	√	√	√	-	-	-

Source: 公开资料

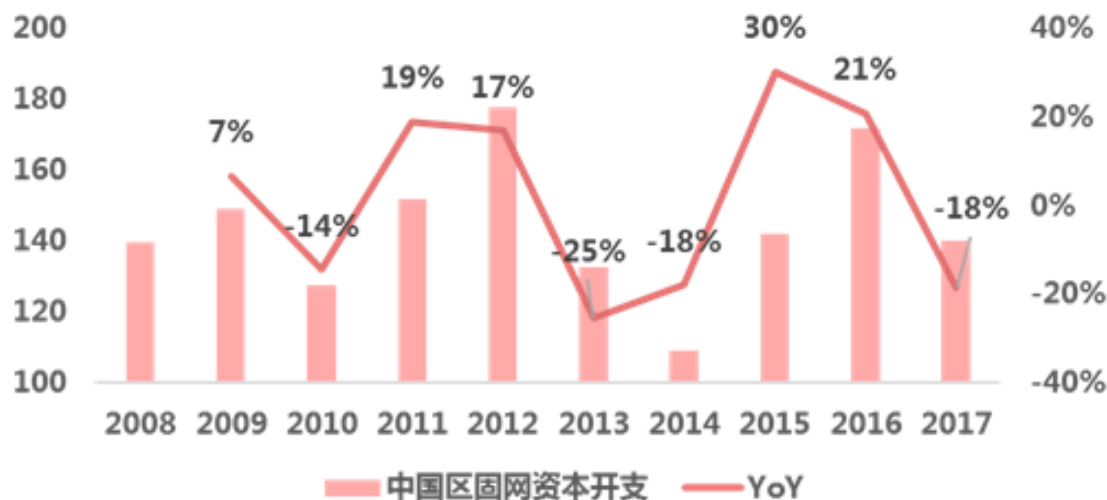
- 在全球通信设备商中，只有中兴和华为两家中国厂商能够提供端到端的全业务解决方案：他们的产品囊括了无线网络、接入网、传输网、数通、核心网，甚至是手机终端等全部产品，而其他几大巨头在某些产品领域存在明显的短板。特别是爱立信在固网和IP领域的短板导致有接近40%的市场无法参与。

## 爱立信在固网领域产品竞争力不强，导致在该领域日益式微

表5

单位: 亿\$	2005	2007	2009	2011	2013	2015	CAGR
ALU	25.5	35.2	28.5	25.2	16.3	16.8	-4%
Ciena	13.6	18.0	13.1	13.1	15.3	18.3	3%
Ericsson	6.2	8.0	6.8	6.1	7.1	3.2	-6%
Fiber Home	1.3	1.8	2.3	5.0	7.0	11.0	24%
Huawei	10.2	21.6	34.7	33.1	29.2	29.8	11%
ZTE	2.7	4.3	8.5	17.0	17.9	20.0	22%
合计	108.6	149.3	147.4	156.5	144.7	149.2	3%

图7



- 2005年爱立信将以21亿美元(168亿瑞典克朗)收购英国老牌电信运营商马可尼。此举对于爱立信是“进补”的好机会，将大大提升公司网络设备的竞争力，但从最后的结果看，爱立信并未从此轮收购中受益：以固网领域占比最大的光网络市场为例，过去10年爱立信在这个领域收入减少了50%左右，特别中国区自2015年开始4G周期和中国移动大建固网，爱立信并未明显受益。

## 爱立信向服务转型过程中服务规模快速膨胀，带来盈利水平的下滑，拖累了其整体盈利水平

图8：2011-2017年爱立信服务收入及占比，自2011年爱立信服务占比持续提升

单位：SEK b.

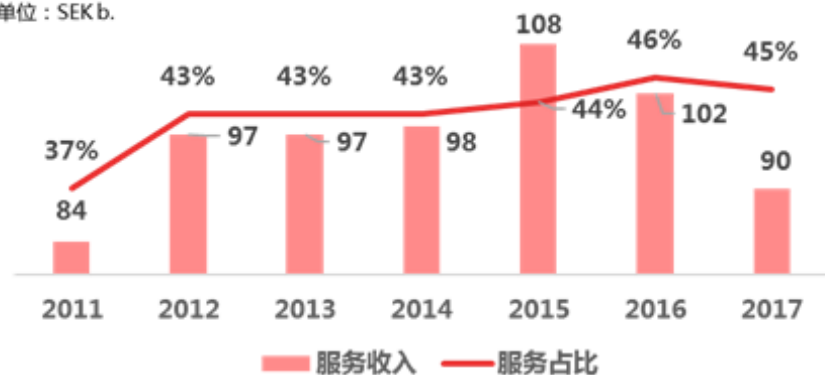
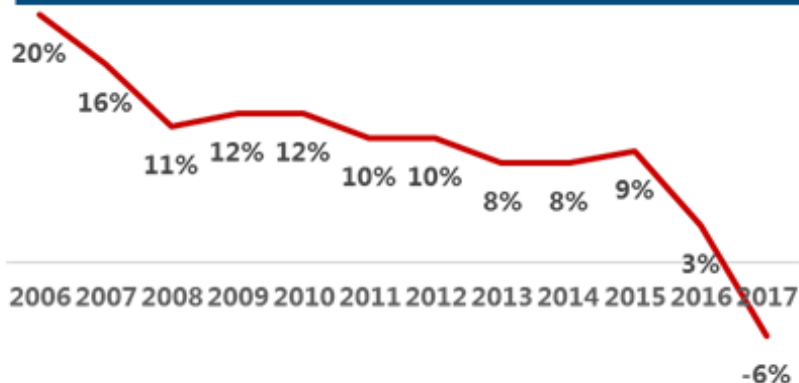


表6：2011-2016爱立信营业利润率：

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业利润率	10%	10%	8%	8%	9%	3%
其中：网络	13%	6%	10%	10%	10%	4%
服务	7%	6%	6%	6%	8%	3%
专业服务	13%	14%	9%	13%	12%	7%
网络部署	-8%	-10%	-3%	-9%	-5%	8%

图9：2006-2017年爱立信整体营业利润率  
服务收入规模的扩张带来的却是整体的营业利润持续下滑



- 运营商的网络部署和代维业务的开展以运营商客户节约成本为目的，所以业务本身的利润水平非常低，这从整体上大大拉低了爱立信服务业务的盈利能力，因此我们发现：自2011年以来随着服务规模扩大以及占比上升，整体的营业利润率持续下滑。

Source：公司年报

---

# 市场与爱立信战略调整分析

# 发达市场逐渐复苏，爱立信等西方厂商明显受益

图10：发达市场：美国、加拿大、日本、韩国、西欧、澳洲、新西兰（单位：m\$）

图11：爱立信收入在发达市场与新兴市场占比

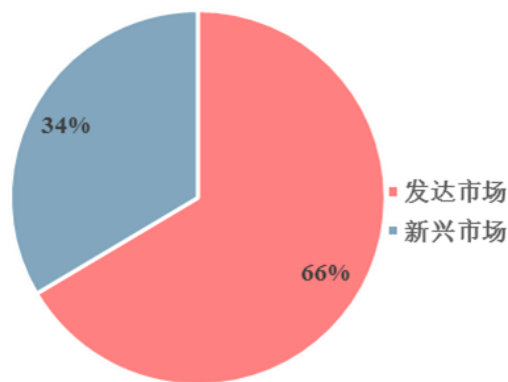
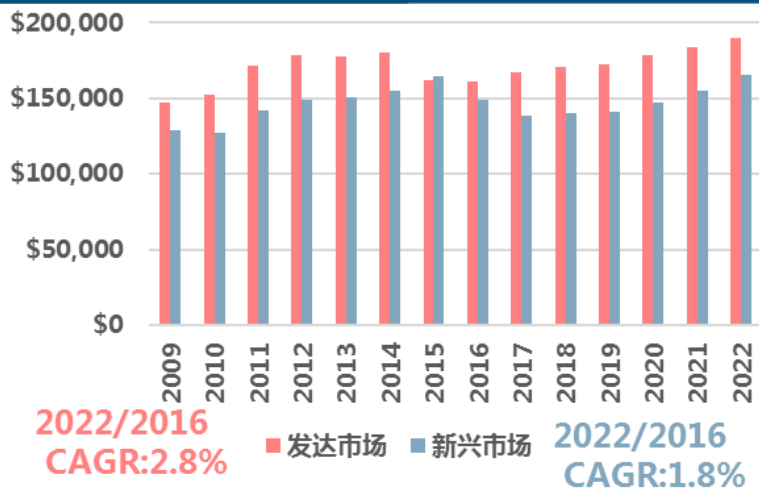
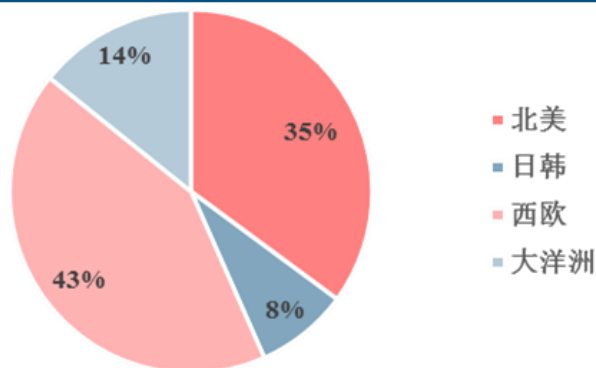


图12：爱立信收入在发达市场占比



- 在经历了连续三年的低迷期后，整体的无线基础设施市场在2018年开始复苏。
- 近年来，发达市场在全球的占比持续提升，未来5年的增速（2.8%）也快于新兴市场，而爱立信的主要收入来源在发达市场（2017年占比55%），因此逐步复苏的发达市场有助于爱立信的收入企稳甚至增长，利润修复。

Source: OVUM

# 爱立信的优势市场北美日韩资本开支重回增长通道

图13： 2009~2022年美国运营商资本开支 单位m\$

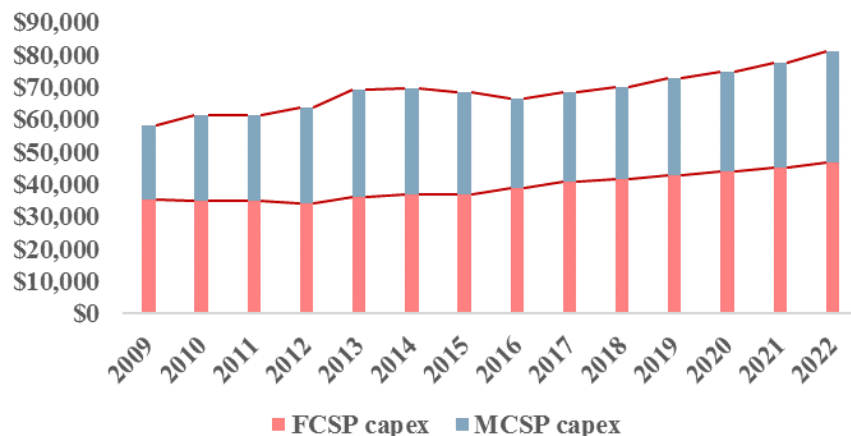


图14： 2009~2022年日本运营商资本开支 单位m\$

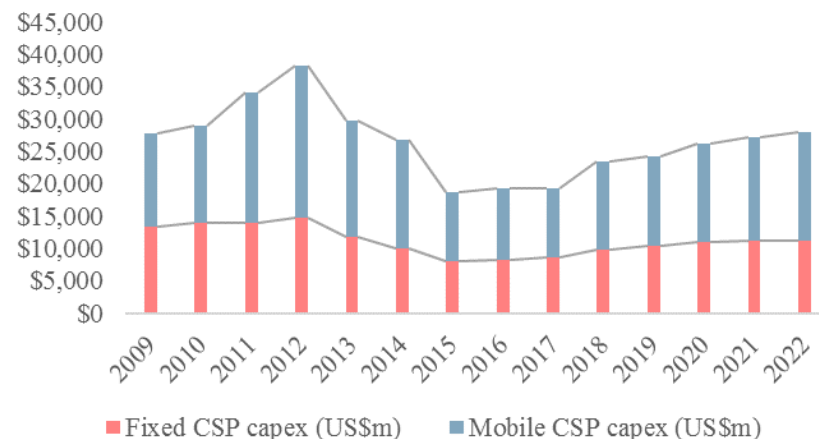
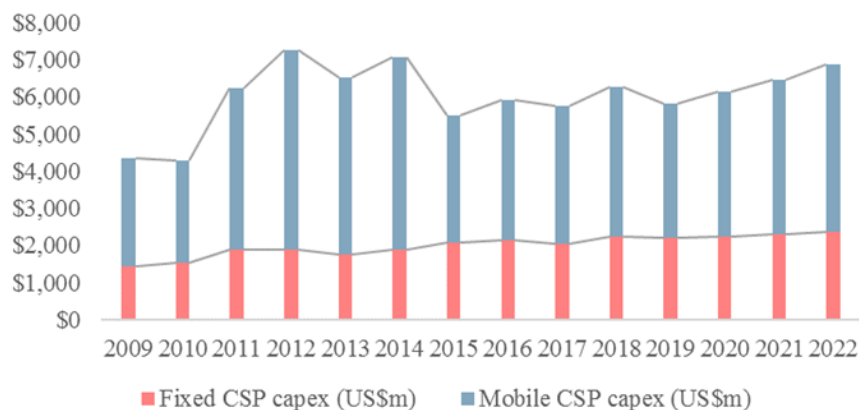


图15： 2009~2022年韩国运营商资本开支 单位m\$

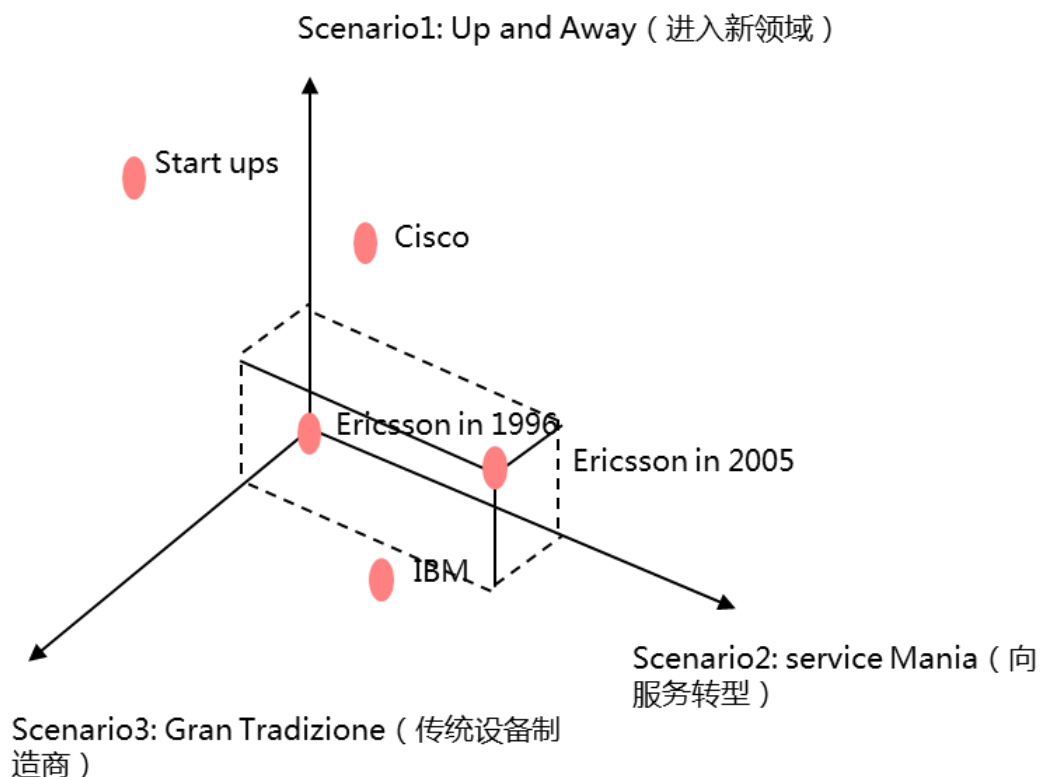


- 随着北美市场和日韩5G商用部署的活跃，西方设备厂商在经历连续5年的收入下滑后，近年开始企稳。
- 随着海外发达市场的第一波5G的投入的启动，爱立信等西方厂商将率先复苏，同时部分发达国家担心网络安全，中国厂商海外增长压力较大，而西方厂商将有所受益。

资料来源：OVUM

# 爱立信地第一次战略调整：2005年爱立信进入21世纪，无线是未来

图16



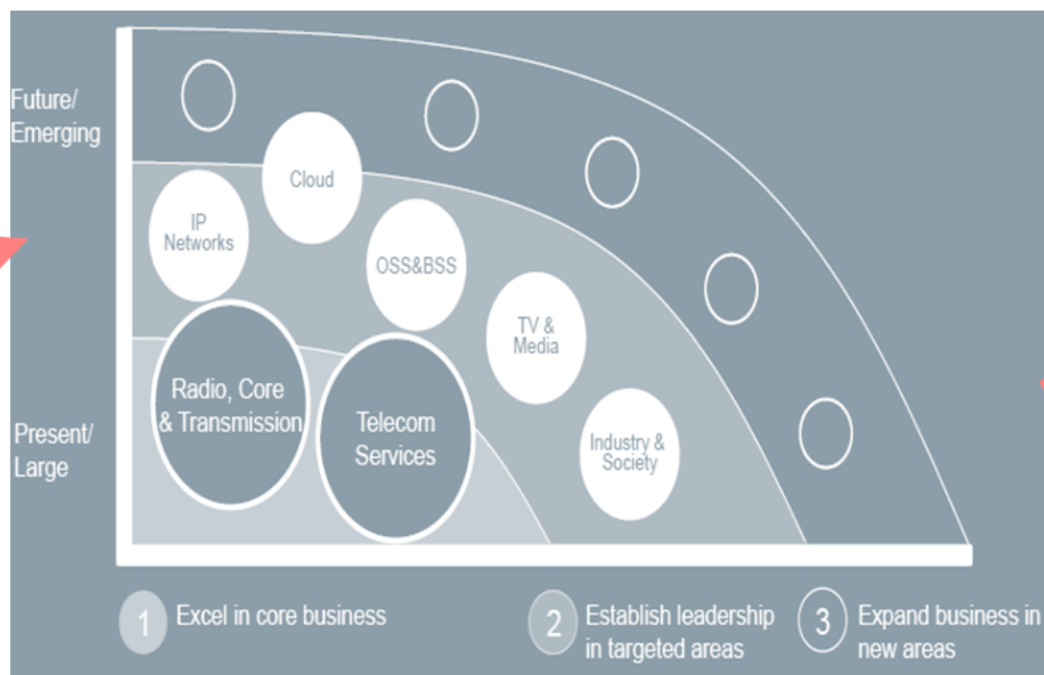
确定无线作为主要的战略方向和航道；  
价值将向服务转移，爱立信开始向服务收费、并随后成立了专业服务部门。

- **愿景宣言：**爱立信相信，未来的世界，语音数据视频通信将能够覆盖全球，而且绝大多数人都支付得起。随着管制持续解除，竞争将愈发激烈，各式各样的网络、系统、通信和服务供应商将遍布全球。
- **战略定位：**无线通信将在很大程度上替代有线通信。爱立信将把自己定位于这个领域最重要和最进取的全球玩家，使大规模无线通信变成现实。通过这种方式，爱立信将给全球经济、工业以及社会发展做出切实的积极贡献，让爱立信为之自豪。
- 1995年CEO Lars Ramqvist发起，1996年形成愿景共识，爱立信历史上影响长远的战略项目。

资料来源：公开资料

## 第二次战略调整：聚焦微利时代的成长，客户的追求从技术领先到大规模使用的成本和易用性

图17



客户对象不变，  
业务范围向IT领  
域扩张，不断做  
深细分领域

利用已有能力或新获取IT能力，拓展客户范围：

- IPR和平台战略：IPR经营范围、平台适用性延展到所有可连接的设备。
- 进入垂直行业：消费类电子设备商；广播电视运营商；公共事业机构；政府部门。

资料来源：公开资料

- 2012年后，爱立信逐渐偏离CARL-HENRIC SVANBERG微利时代的成长战略，在新的领域投入失控，主要是接任的CEO HANS未能坚持，在新的领域大幅扩张，追求领导者地位，导致核心业务领域投资不足，未来匹配EM市场的诉求。



# 2017年爱立信在过渡时期的业务策略：战略聚焦，恢复盈利

图18



资料来源：公开资料

- 重新匹配客户战略，战略聚焦，提升效率，爱立信重新回到产品和解决方案，平台型的公司；
- 战略聚焦：2+5→ 5+1 → 3+2，重新匹配运营商客户战略，聚焦平台，聚合应用；
- 提升效率：爱立信的高成本以及反映缓慢，一直被市场所诟病，提高效率、改善盈利，将大幅消减成本，减员增效；
- 组织扁平化，向一线授权，聚焦战略执行。爱立信公司的组织架构组织进行调整和简化，取消多余的管理层级，组织进一步扁平化；

## 举措一：聚焦三大业务领域，进一步匹配客户战略，支撑战略落地

图19

CEO says: "For some time Ericsson has been challenged on both technology and market leadership and the group strategy has not yielded expected returns."

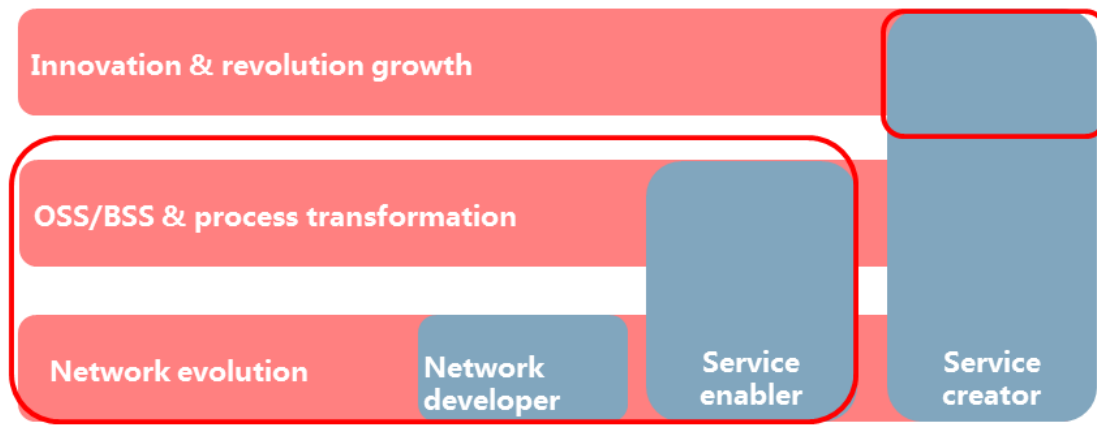


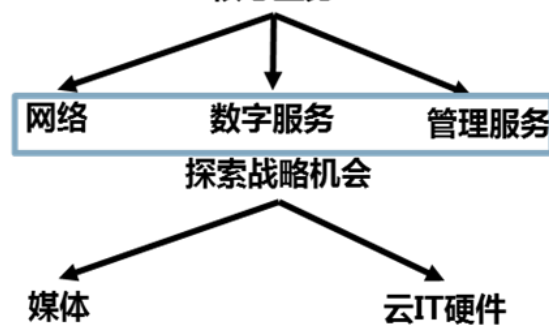
图20



2012: 2+5

2016: 5+1

2017: 3+2  
核心业务

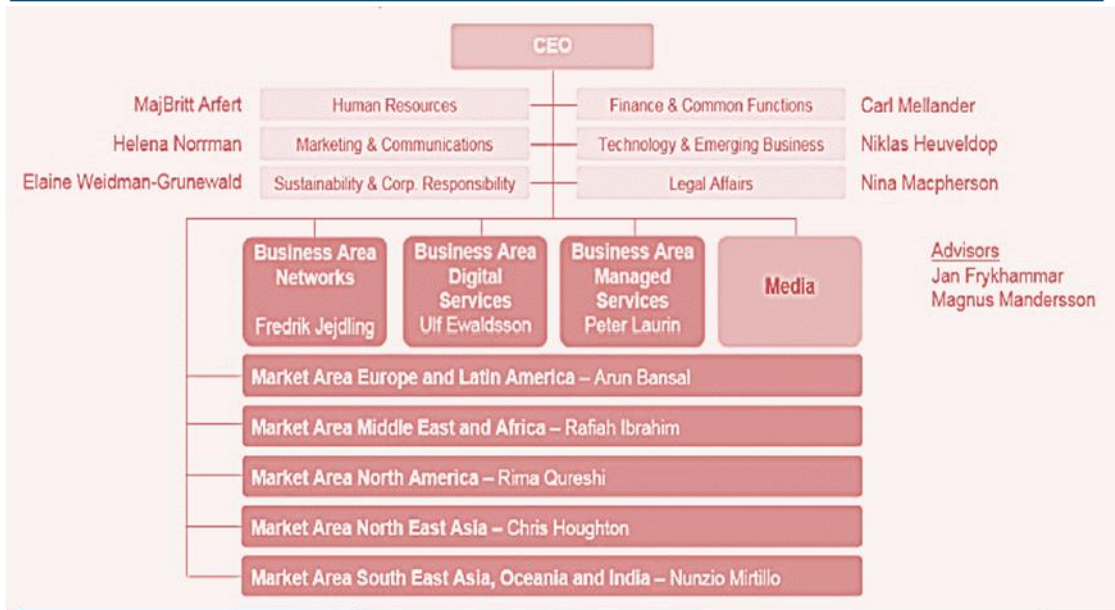


- 产品战略和战略执行未能支撑公司战略落地，新领域投资战线长，需要进一步战略聚焦，以快速反应，恢复盈利；
- 过去的产品业务组合定位2（卓越运营）+5（建立领导地位）以及5+1：业务组合过于分散不聚焦，战略定位优先次序不明确，在同一时间发展太多领域，无法建立领导地位；
- 以3大核心业务重新聚集，从过去的2+5和5+1转变为3+2, 进一步匹配客户的战略，重视平台和网络，使能运营商商业成功。

资料来源：公开资料

## 举措二：简化组织，聚焦战略

图20:NEW EXECUTIVE TEAM EFFECTIVE APRIL 1, 2017



资料来源：公开资料

- 寻找视频与云战略选择：需确立对OTT竞争的价值定位与主张；媒体、IT & Cloud、工业和社会业务主管退出核心管理层。
  - 视频业务早于去年的重组以合并成为一个独立业务单位，与其他业务运营架构分离。新一轮重组再分拆为视频管理服务 and 视频解决方案。视频管理服务又独立于新的管理服务单位。
  - 值得注意的是云（连同视频）的3个总裁被删除 leadership team，去向不明确。短期内新管理层相信会较为保守。
- 取消两层领导架构，执行领导团队和全球领导团队，形成一个执行团队，简化了组织架构；将10个大区域整合为5个大区域，以平台和解决方案驱动公司发展。值得注意的是人事任命：
  - Network服务业务总裁成为新Network BA总裁，网络与服务业务合并带来敏捷于协同，配合软件与服务发展趋势；
  - 集团职能战略与技术总裁成为新Digital Services BA总裁，监督战略方向和发展，未来将会重点投入；
  - 业务定位变化：将物联网战略从系统整合导向转变为提供平台和解决方案领先战略，以充分利用我们的全球规模 和行业专长。

### 举措三：专注经营战略，提高内部效益，恢复盈利能力

- 近期目标：2018年盈利将实现明显改善：到2018年，排除重组费用，实现营业利润相比2016年翻倍（6%->12%）；
- 加减法，业务重组，业务聚焦核心领域，增加在聚焦领域的投资（5G、云化、IOT、BSS等），减少不必要的投资（视频、云垂直行业集成部分），同时寻找买家出售不必要的业务和资产，例如视频领域可能被出售；
- 效率提升：调整管理服务战略，强调自动化，充分利用我们的全球规模和OSS能力，提供高科技服务和高性价比的运营；
- 成本降低，2G/3G研发外包来实现研发成本的降低，平台归一化等减少投入；
- 战略合作领域，可能放弃在固定网络、IP领域、光等的投资，寻找合作来解决，包括IP、光等领域，分别和Cisco、Ciena、AWS、微软等领域的合作。

图21



资料来源：公开资料

积极参与NFV/SDN标准/开源组织，卡位关键职位，在数字化转型方面随时做好发力的准备

表7

	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Gold Member since April 2013</b></li><li>• Objective: Secure OpenStack as the industry standard cloud virtualization (management) environment across Telco and Enterprise</li><li>• Actively contributing to several projects</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Ericsson member since 2011</b></li><li>• Focus: OVF extensions required for telco cloud, cloud management APIs</li><li>• Co-editor of OVF whitepaper</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Founding (Platinum) Member</b></li><li>• Objective: Service Provider environment; alignment with OpenStack; SDN as a complement to exiting control mechanisms</li><li>• Offering community lab</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Ericsson member of steering committee since beginning</b></li><li>• Objective: secure interoperability, cloud federation, integration with other standardization efforts</li><li>• Active in all working groups</li><li>• Editors of Portability and Replicability and Availability Framework, responsible for PoC Framework</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Actively involved since foundation of ONF</b></li><li>• Objective: OpenFlow extensions suitable for Service Provider network development</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• One of the leading companies, member since many years holding the <b>position of Chairman of IETF</b></li><li>• Actively contributing on SDN related working groups : L2VPN, L3VPN, I2RS</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Platinum Member (reference model of infrastructure)</b></li><li>• Member of Board of Directors</li><li>• <b>Chair of Technical Steering Committee</b></li></ul>

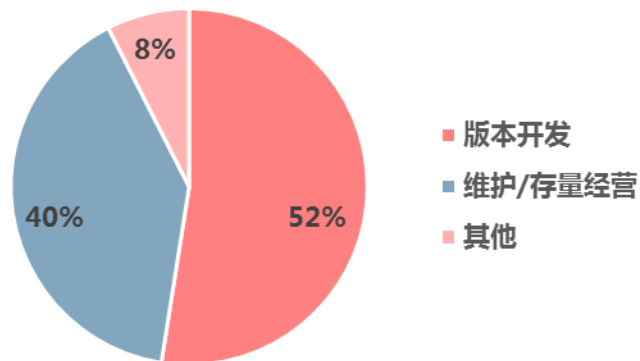
Source: 公开资料

- 顾及传统设备存量优势和优势地位明显的情况，且为避免既得利益受损，爱立信在推出新产品和解决方案上行动稍显迟缓，但在参与标准/开源组织和标准制定方面异常积极，随时做好发力准备。

## 降低成本：2G/3G研发部分外包，对既有路标规划的解决方案开发影响不大

### 300人研发外包主要是版本开发人员

图22:E///GU R&D人数估计



资料来源：公开资料

- E/// 2G/3G 300人研发外包只是研发一部分，不含维护与服务人员。
- 外包方Combitech是个技术咨询公司，仅在瑞典、挪威和芬兰有办公地点，不提供设备维护服务。
- Alu外包2G/3G到合并仅9个月：ALU在2014年7月外包2G/3G研发和维护服务，2015年4月Nokia换股156亿欧元合并ALU全部资产。

### 16年后2/3G路标基本没有GU大颗粒解决方案

- G：除了EU-GSM(主体在16B完成)、持续支持新多模硬件外，没有大颗粒的解决方案规划点。
- U：主要是Evo 8300、支出新多模硬件、性能提升。
- 多模硬件：已平台化，GUL硬件在“Radio System, Hardware Roadmap”统一呈现。



# 爱立信在服务器芯片领域与Intel合作，自主研发数据中心系统

图23:HDS command center是增强的intel POD Manager, 是HDS8000的灵魂

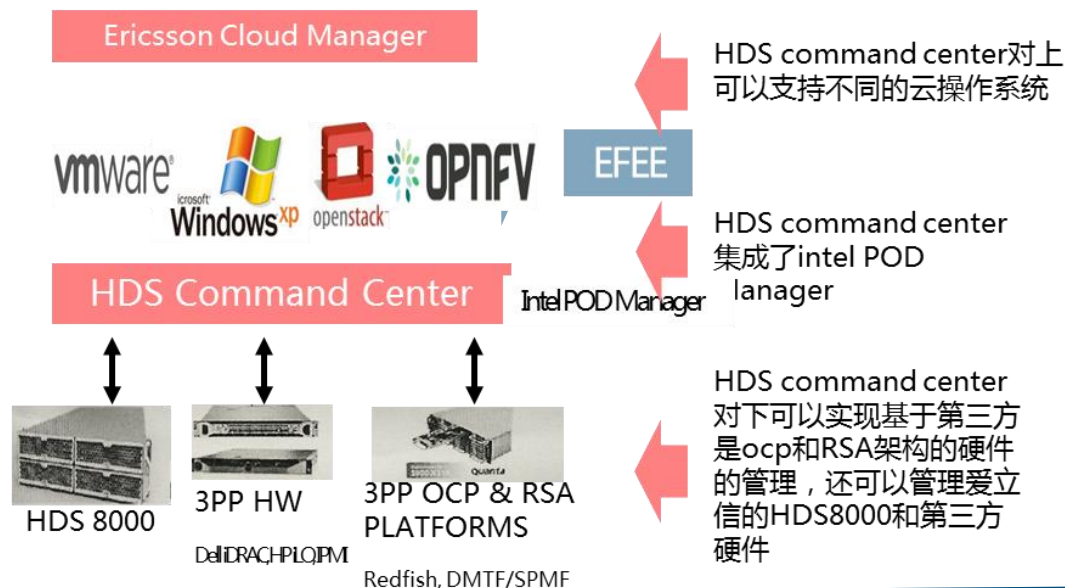
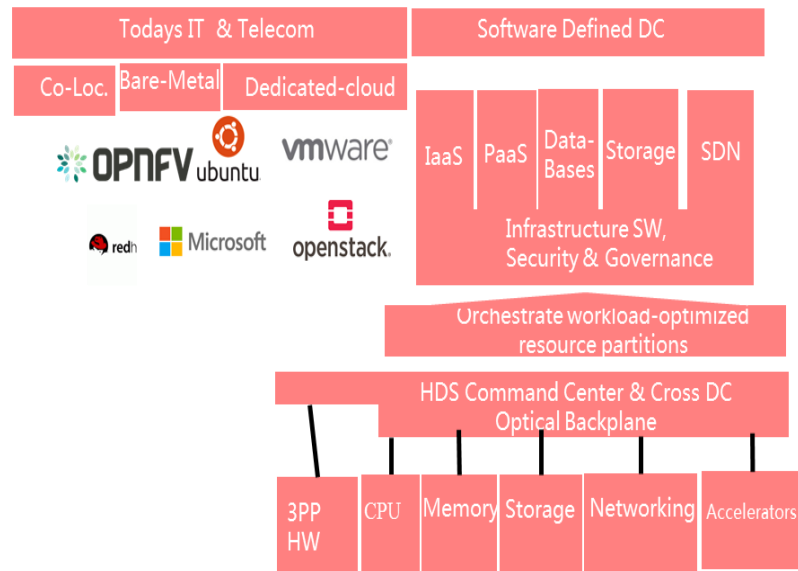


图24:One platform, All workloads



资料来源：公开资料

- E///在15、16年巴展上大力宣传其超大规模数据中心系统HDS8000, 目前澳洲电信和韩国SK等已经签订合作协议。
- 通过加入开放运算计划（OCP），E///将根据软件定义基础架构及Intel Rack Scale Architecture, 加速数据中心解决方案的导入。
- E///自研HDS Command Center为核心控制点，接口丰富、开放。

## 爱立信和思科全面合作，各领域优势互补，打造业界最强SDN/NFV/5G方案

图25:E///与思科合作各领域优势互补很强

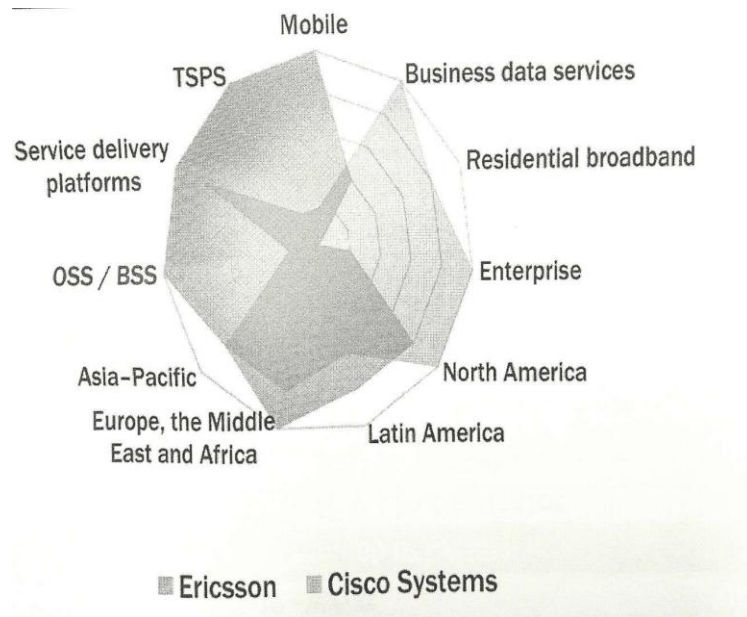


表8:爱立信和思科构筑No. 1 SDN&NFV方案

类别	爱立信	思科	预判
服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备集成服务能力</li> <li>和大量运营商渠道 (96.5万人)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>依托合作方实施服务，缺运营商渠道 (1.1万人)</li> </ul>	E///+C
OSS	<ul style="list-style-type: none"> <li>OSS是No.1</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>非TOP厂家</li> </ul>	E///
协同器	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前无独立网络协同</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NSO优势明显</li> </ul>	C
策略控制	<ul style="list-style-type: none"> <li>仅无线</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>WAE</li> </ul>	C
控制器	<ul style="list-style-type: none"> <li>开发验证阶段</li> <li>TNC,CNC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>已商用，OSC、VTC</li> </ul>	C
转发设备	<ul style="list-style-type: none"> <li>弱：SSR8000</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>强：ASR9K、CRS、NCS</li> </ul>	C
NFVI	<ul style="list-style-type: none"> <li>弱：HDS8000</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>UCS统一存储计算 No.1</li> </ul>	C
生态	<ul style="list-style-type: none"> <li>ODL/ONOS/OPNFV/LSO/ETSI铂金/核心成员</li> </ul>		E///+C

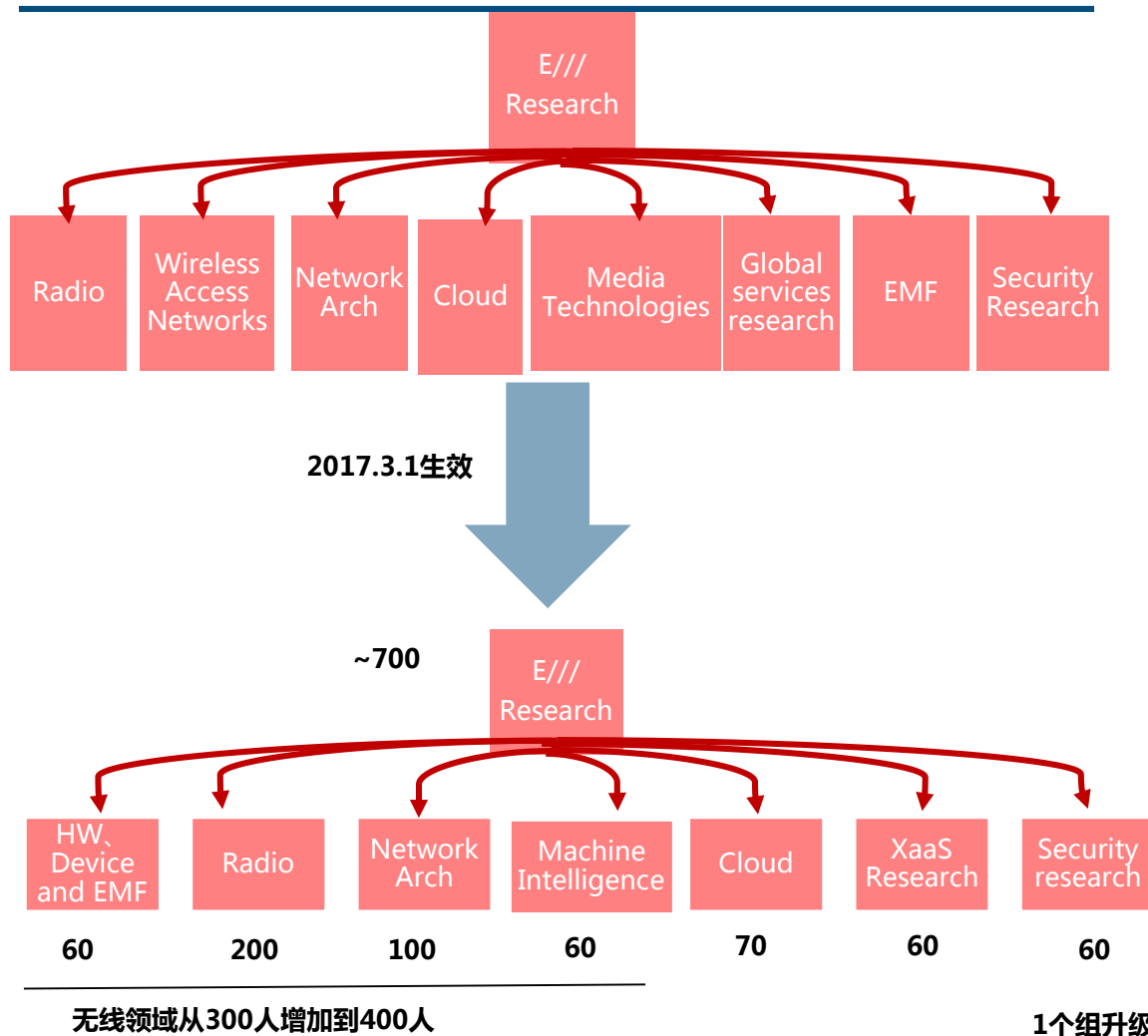
Source: Analysys Mason

资料来源：公开资料



## 新技术领域（5G）增加投资：爱立信研究组织结构调整

图26



### ● 新成立4个研究部门：

- **机器学习：**Research内部成立一个部门  
“Machine intelligence”专门做机器学习；  
另在PDU中有一个10人左右的团队负责具体的USE case。
- **HW平台部门：**负责5G Testbed硬件开发、测试终端硬件，该团队在Lund有布局。
- **XaaS：**负责XaaS商业模式，服务支持模式和相关技术方面能力开放和生态集成，同时负责自由创新的Garage也是属于此部门负责。
- **Security：**安全领域技术研究。

### ● 组织合并：原来的Wireless Access Network分析，一部分并入Radio，一部分并入Network Arch

资料来源：公开资料

## 2017年三季度以来爱立信收入逐渐企稳，盈利水平恢复

图27

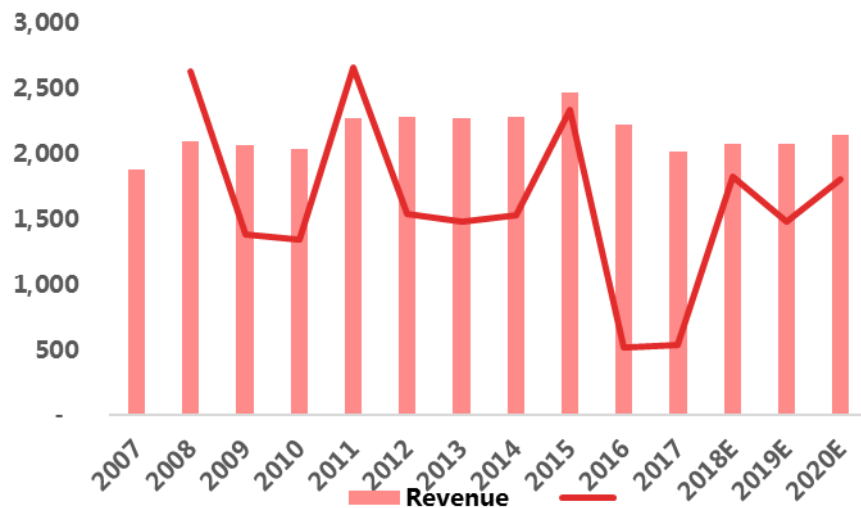
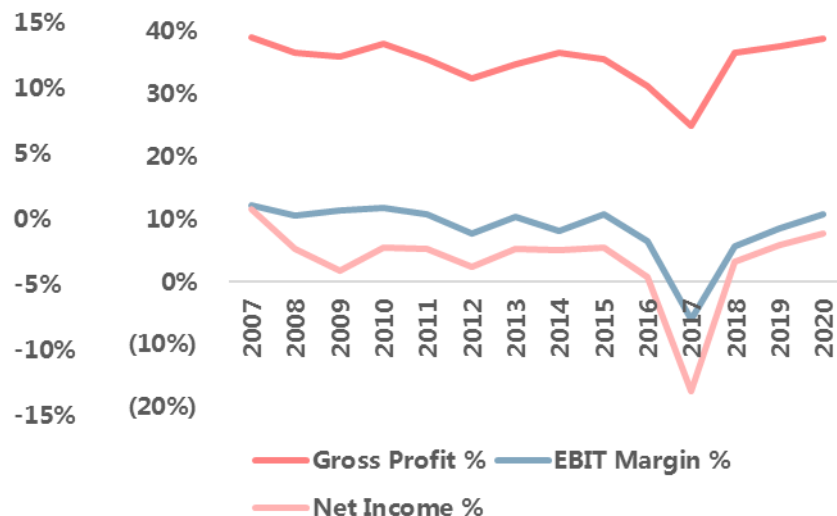


图28



资料来源：公开资料

- 随着美日韩发达市场的推进，全球5G市场势头强劲，全球无线接入市场正在从过去几年的负增长中复苏，爱立信能够从这一发展过程中受益，2018年三季度收入同比增长9%，根据DeI' oro预测，全球无线接入设备市场规模在2018年下降2%左右，爱立信的收入表现是明显优于行业大势的。
- 同时，2016年爱立信成本节约计划的持续推进，精简组织架构、启动裁员计划、部分亏损管理服务合同的回谈以及收缩非核心业务，自2017年三季度以来其盈利状况持续改善，2018年三季度销售毛利率回到36.5%的水平，已接近完成2020年37%-39%的财务目标。

# 人员调整和组织结构简化也逐步到位

表9：2011-2018年西方主要设备商人均收入(万美元)

表10

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
爱立信	36	32	31	29	25	23	23	27
诺基亚	28	27	28	28				
					28	26	26	24
阿朗	28	25	28	30				

	收入 (亿美元)	人数(万)
2011	353	10.5
2012	339	11
2013	349	11.4
2014	333	11.8
2015	293	11.6
2016	260	11.1
2017	236	10.1
2018E	254	9.45

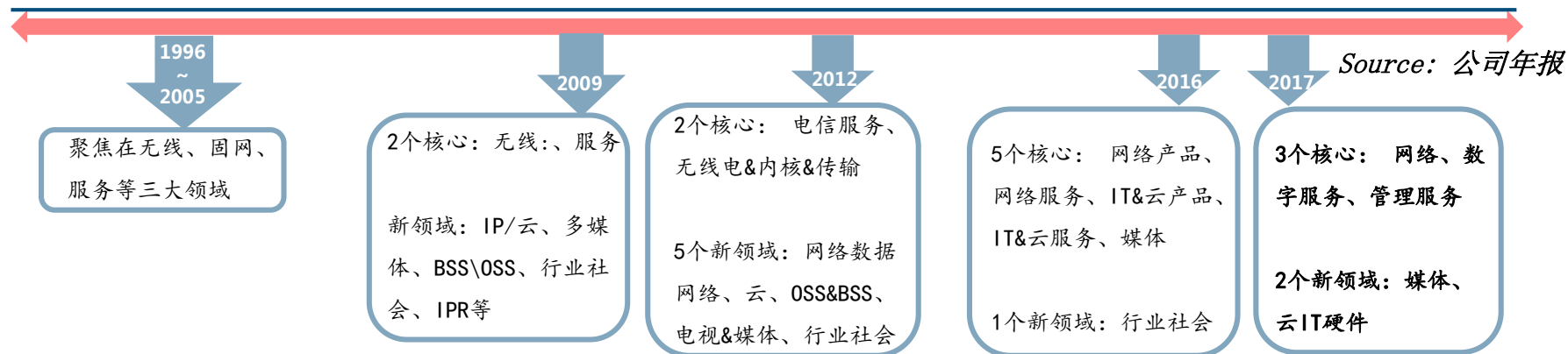
Source: 设备商年报

- 爱立信没有及时裁员导致人均产出下滑：近5年人均收入持续下降，已低于合并后的诺基亚，在裁员上管理层可能与股东存在较大分歧，导致爱立信迟迟没有宣布大规模裁员，这导致爱立信在盈利水平的压力较大。
- 2017年以来爱立信持续推进成本节约计划，人员调整基本到位：组织架构方面，爱立信取消两层领导架构，执行领导团队和全球领导团队，形成一个执行团队，简化了组织架构；将10个大区域整合为5个大区域，以平台和解决方案驱动公司发展，至2018年3季度员工人数减少了2.2万人，在此期间其年度运营支出下降了100亿瑞典克朗。

# 研发投入保持高强度，而且投入更加聚焦

表11：2006-2018年爱立信的研发投入和人数

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
研发费用 (亿SEK)	279	288	336	331	315	326	328	322	363	348	316	379	376
研发费用 (亿USD)	38	43	51	43	44	50	48	49	53	41	37	44	43
研发人数 (万)	1.9	1.9	2.4	1.8	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6	2.4	2.4	2.4	-



- 随新的战略调整后，对核心业务（5G/4G、BSS/OSS、服务的工具等）的投入将会加大；
- 随LTE新平台其产品成本竞争力提升20%，有效缓冲商务带来的压力，提升盈利能力。

---

# 未来战略调整方向

# 爱立信的战略发展方针

图29



Source: 爱立信2018 CMD

- 技术领导力的重要组成部分来自：企业的稳定性和盈利能力。
- 其余组成部分主要来自：核心业务的发展和新业务的开发

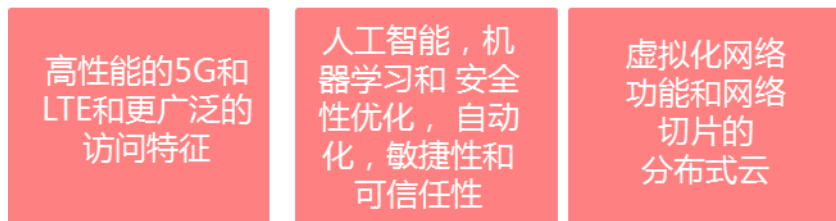
# 爱立信技术发展重心

图30

## 未来新兴业务所需要的技术



## 优化升级网络平台所需的技术



Source: 爱立信2018 CMD

- R&D的投资仍然将是技术领导力和强大专利组合的基础。
- 业务驱动的预标准开发和联合客户证明概念，对于推动创新和为全球范围的标准和规模奠定坚实的基础，是必要的。
- 需要领先的架构、模块化和开放性的界面与世界级的发展相结合，来作为支撑客户多样性的手段。
- 网络平台的不断进化，使合理化的成本和快速的技术应用，推动盈利能力以及功能增长。

# 企业并购所产生的发展战略

图31

Portfolio near focus		Technology	
<ul style="list-style-type: none"> <li>— Growth areas where we need to strengthen our position</li> <li>— Adjacencies to existing businesses</li> <li>— Complement R&amp;D activities to achieve quicker time to market</li> <li>— New areas where we have limited presence but see clear, scalable solutions building on our operator customer base</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>— Competence</li> <li>— Patent complements</li> <li>— Emerging technologies</li> </ul>	
Networks	Digital Services	Managed Services	Emerging Business
<b>Grow in adjacent technologies</b>  Radio software and hardware, transport	<b>Portfolio expansion</b>  Extending 5G beyond enhanced mobile broadband	<b>Portfolio &amp; competence</b>  Artificial Intelligence for operations and optimization	<b>Portfolio expansion</b>  Horizontal solutions enhancing IoT connectivity platforms

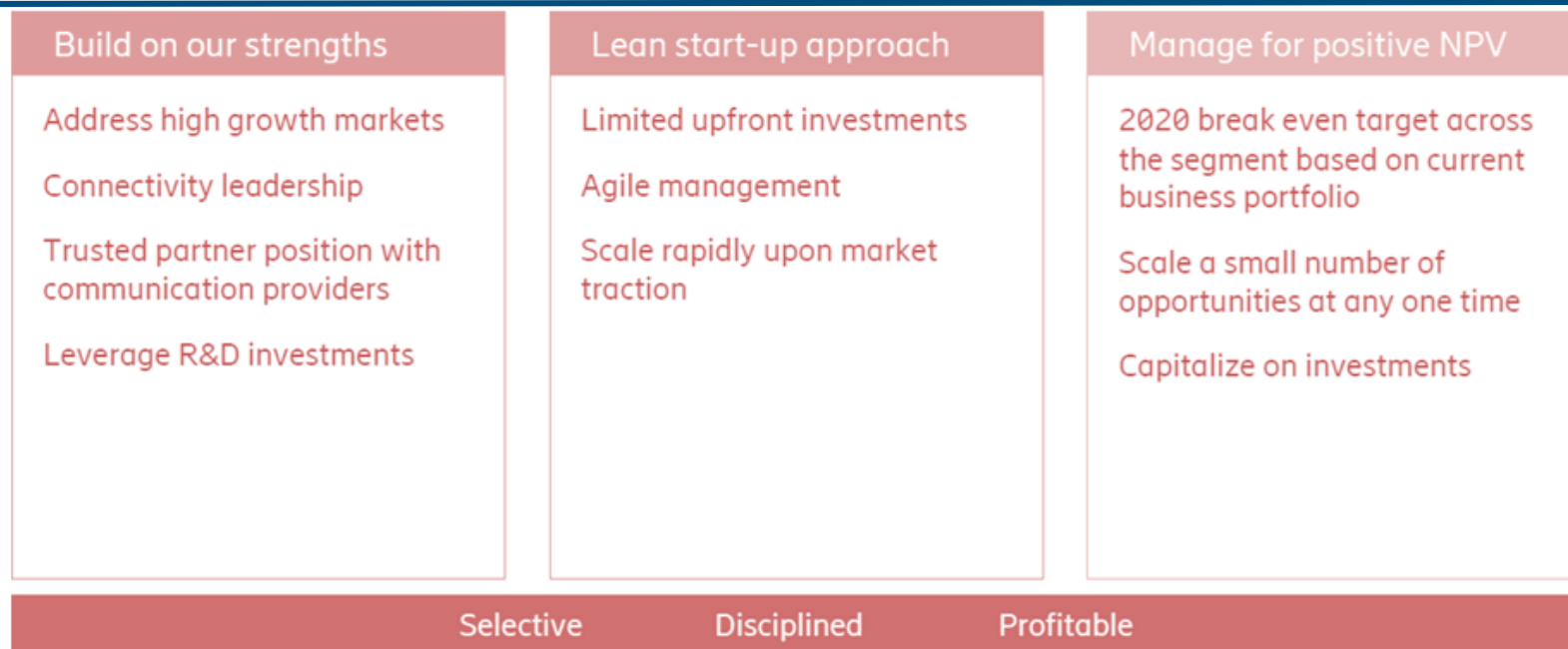
Source: 爱立信2018 CMD

- 进行企业并购将会巩固现有的发展战略并保持现有的业务和在擅长领域的优势，改变公司在弱势领域的被动处境，另外公司也会同时增加在研究和发展方面的投资来应对不断变化的市场需求。
- 企业并购所带来的技术发展着重于专利的完成和新兴技术的引进来保持市场竞争力。



# 新兴业务使用灵活的模型来处理新的价值库

图32



## 在优势领域的发展

- 专注于研究开发
- 维持在连通性方面的领导力
- 成为值得信任的合作伙伴
- 应对市场高速发展问题

## 成长方法

- 进行有限的前端投资
- 具有灵活性的管理
- 在上级市场中的快速扩张

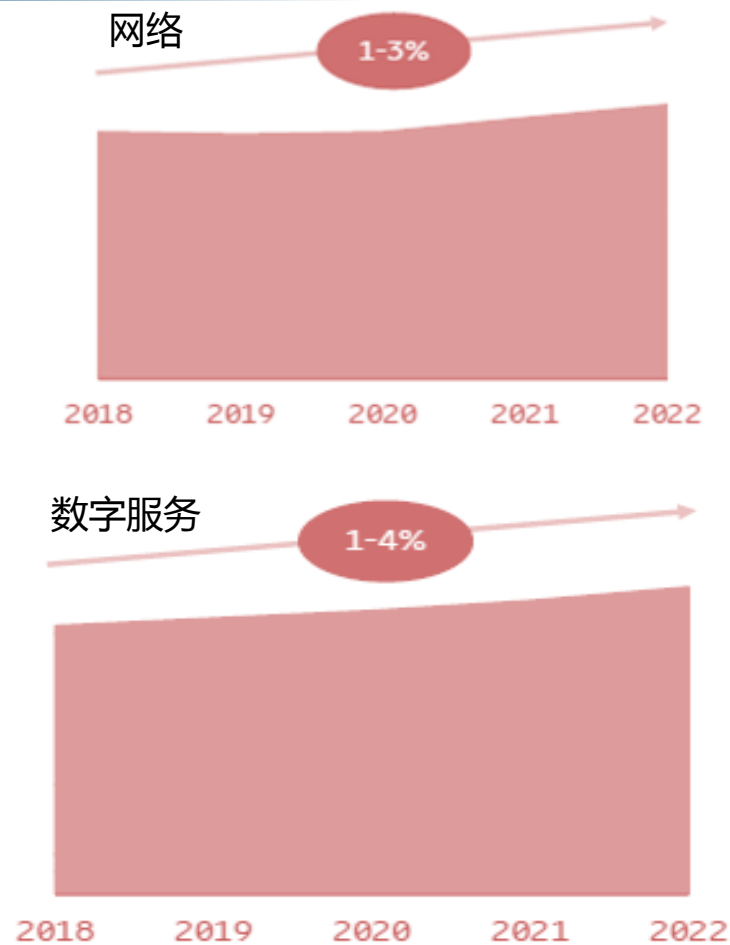
## 管理正净现值

- 资本化投资
- 不放弃任何微小的发展机会
- 2020年达到基于现有业务组合的收支平衡。

Source: 爱立信2018 CMD

# 应对不断增长的市场的复合增长率为2%-3%

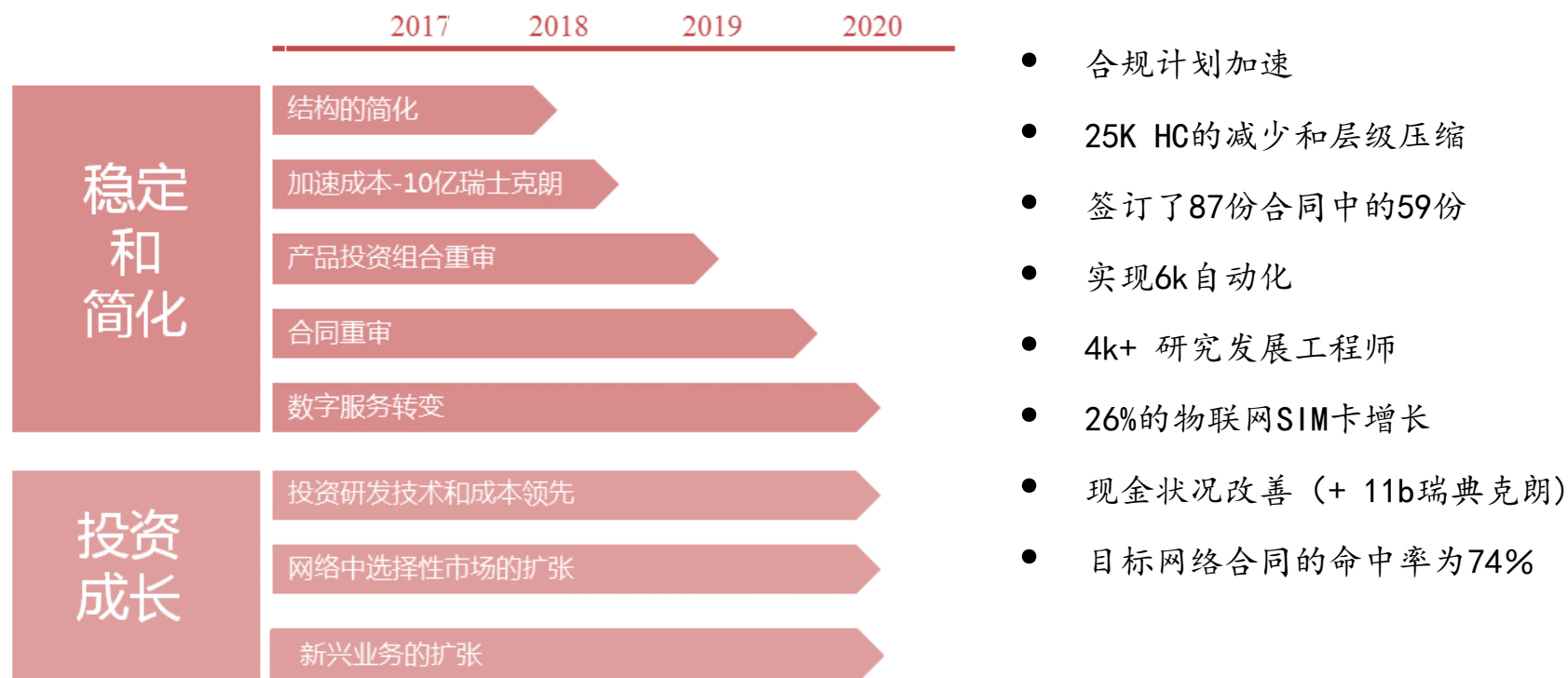
图33



- 网络市场：
  - 爱立信为来应对网络市场至2022年1%~3%的复合增长率，会进行选择性市场的扩张和5G的加速发展。
- 数字服务市场：
  - 在1%~4%的增长率的数字服务市场中，爱立信将进行原生云和自动化的5G产品投资组合，并且未来盈利能力预计会加速增长。
- 管理服务：
  - 在管理服务的市场中，爱立信将会发布新的AI 驱动，还会使得重点转向增长。

# 战略执行取得重要进展

图34

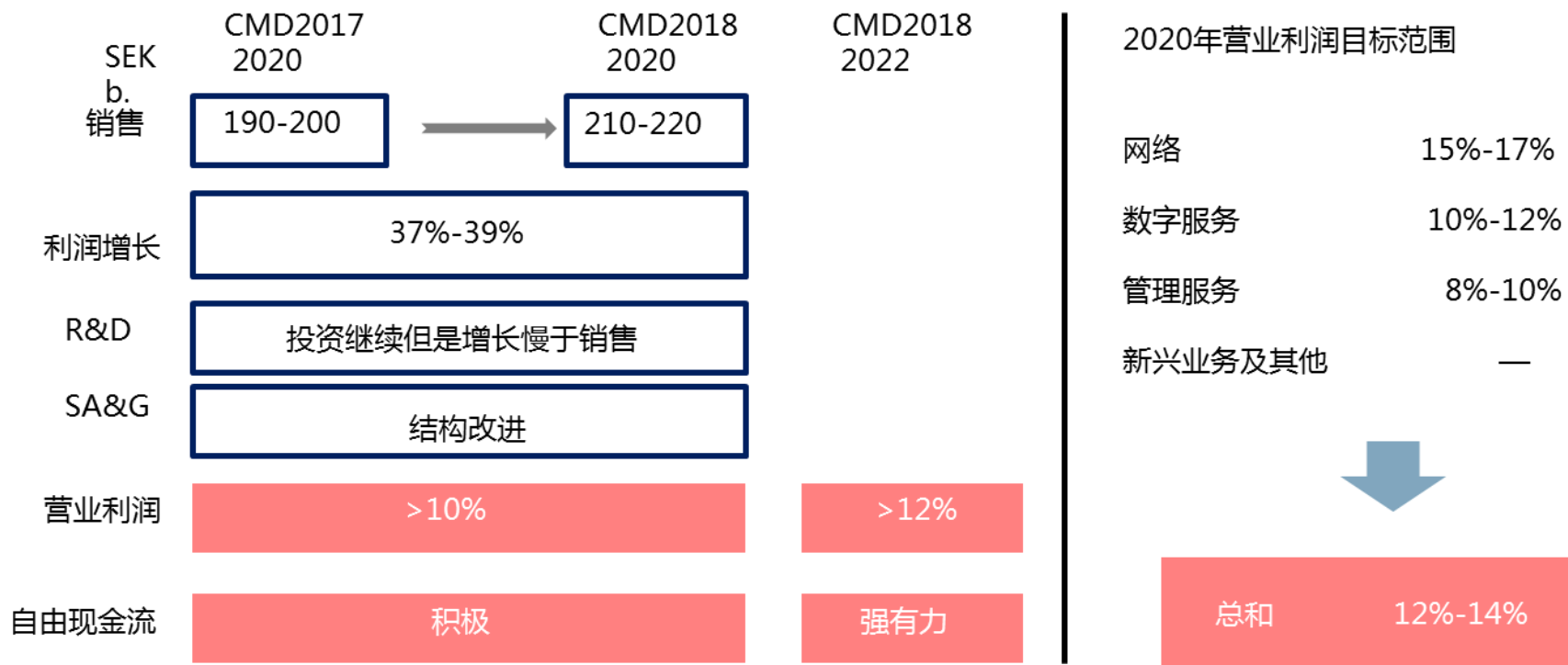


Source: 爱立信2018 CMD

- 在稳定和简化的投资削减方面，爱立信在这两年已经为奠定基础而达成了以上一部分目标。
- 在进一步投资和成长的阶段中，爱立信为达成其战略目标，雇佣了更多的R&D术工程师并且提高他们的技能，并且实行缩小公司规模、加强治理力度来加快其发展进程。

# 提高2020与2022年业绩目标

图35



Source: 爱立信2018 CMD

- 2017年预计2020年CMD实现目标收入190-200SEK. b，营业利润率达到10%，现金流实现正增长，由于2018Q3收入开始实现正增长，毛利率、现金流等财务指标均强于预期，因此公司将提高2020年和2022年的目标。

# 附：爱立信财务预测

表12

预测数据 (SEK 亿)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Revenue	2,079	2,075	2,139	2,158	2,187
EBIT	121	179	232	261	293
Net Income(GAAP)	23	98	150	161	178

预测数据 (SEK)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EPS(GAAP)	0.66	2.92	4.44	4.86	5.37

表13

估值指标	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
PE	37.21x	20.39x	15.56x	13.78x	12.69x
EV/EBIT	20.57x	13.88x	10.7x	9.5x	8.48x
P/B	2.59X	2.44X	2.24X	—	—
ROE%	6%	12%	15%	—	—
ROA%	1%	4%	6%	—	—
NETDEBT/EBIT DA%	-2%	-2%	-2%	—	—
Gross Margin%	37%	38%	39%	39%	39%

## 分析师介绍

武超则：中信建投研究发展部行政负责人，董事总经理，TMT行业首席分析师。专注于移动互联网、物联网、云计算等通信服务领域研究。2013-2017年连续五年《新财富》通信行业最佳分析师评选第一名。2018年IAMAC最受欢迎卖方分析师通信行业第一名，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名。

## 研究助理

刘双锋：TMT海外牵头人及港深研究组长。3年深南电路，5年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018年加入中信建投通信团队。2018年IAMAC最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来6个月内相对超出市场表现15%以上；

增持：未来6个月内相对超出市场表现5—15%；

中性：未来6个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来6个月内相对弱于市场表现5—15%；

卖出：未来6个月内相对弱于市场表现15%以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
(邮编：100010)

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室 (邮编：200120)

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层 (邮编：518035)

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859