

研究所

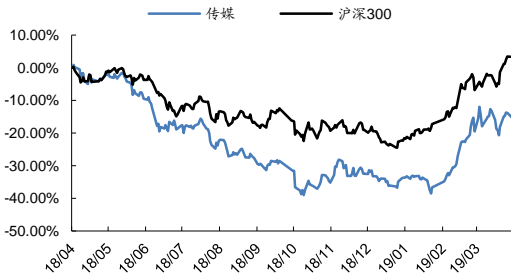
证券分析师:
021-68591581
联系人:
021-50479967

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
朱珠 S0350117070022
zhuz@ghzq.com.cn

从全球图书出版公司年报看行业发展与估值

——传媒行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	5.3	27.5	-15.1
沪深300	10.9	31.8	5.3

相关报告

《传媒行业周报:总局再提媒体融合发展 关注广电与院线》——2019-04-07

《传媒行业深度报告:2019一季度票房172亿元低开 静待二季度增速回正》——2019-04-03

《传媒行业周报:拉动内需靠内容 关注广电与院线》——2019-03-31

《传媒行业周报:业绩改善有望接档政策的催化助力 关注业绩渐修复标的》——2019-03-24

《传媒行业周报:全民阅读六入政府报告 关注超高清视频下内容与广电》——2019-03-17

投资要点:

- 新老媒体融合发展,大众出版欣欣向荣** 2017年6月我们发布图书出版行业深度报告《新老媒体融合发展,大众出版欣欣向荣》,我们指出,全球出版业主要细分为教育出版、大众出版及专业出版三大领域,中国各级各类出版社主要业务领域与国际一致,其中教育出版在全球图书市场占较重要位置。中国出版行业形成了以综合出版集团为主体、地方出版集团以及民营特色发行企业。如一级为中央出版集团;一级为中国科技出版集团定位为专业出版;一级为中南传媒、新华文轩为地方出版集团;一级为以新经典、磨铁为代表的细分民营特色发行企业;本篇将从海外标的2018年财报角度看图书出版行业发展趋势及估值。
- 法国第一大图书出版阿歇特出版公司隶属于拉加代尔集团(图书出版收入占比31%,净利润率高于其它业务),音频图书收入占比提升** 法国第一大出版集团法国阿歇特出版集团隶属于拉加代尔集团,法国阿歇特主要通过收购方式进行全球版图拓展,进而2018年拉加代尔集团中出版收入构成也呈现全球化(美国加拿大与法国本土出版收入占总出版收入比例基本持平 28%vs29%)。2018年拉加代尔集团中出版业务、旅游零售业务、体育娱乐为核心业务,收入分别为22.52亿欧元/36.73亿欧元/4.38亿欧元,占比分别为31.03%/50.61%/6.03%;其中,出版业务(息税前利润1.9亿欧元)净利润率高于旅游业务;2018年加代尔集团的出版业务中电子书销售收入与2017年持平,音频图书收入占比提升。拉加代尔集团2018年调整后利润2.22亿欧元,同比增加3.7%,每股eps1.49欧元,4月8日收盘价26.58欧元,对应pe为18倍。
- 默多克的 News Corp 集团旗下拥有全球第二大消费图书出版商 Harper Collins(收入17.58亿美元,占收入19%)** News Corp 从事全球化、多元化的媒体和信息服务业务,收入包括广告销售,定期订阅,流通副本,房地产上市产品销售,许可费,直销及赞助销售;2018年 NewsCorp 集团的图书出版、数字地产、数字订阅三大类业务的营收、利润均上升,新闻信息业务收入(收入占比56.7%,仍为主营)呈下滑趋势;NewsCorp 的图书出版公司 Harper Collins 以全球收入划分角度位居全球第二大消费图书出版商(善于小说、非小说、儿童以及宗教类图书)。从利润角度,2018年 NewsCorp 归母净利润为-15.16亿美元主要受广告营销、体育、英国新闻信息

业务等部门等的商誉减值影响，2018年 Harper Collins 图书出版息税前利润为 2.44 亿美元，该部分利润未受到商誉影响；由于 NewsCorp 归母净利润为负数，PE 角度暂时无法对比 A 股公司，但 NewsCorp 业务中贡献营收及利润的 HarperCollins 从事的业务可对比 A 股中的新经典。

- **主业进入门槛高，享有更高估值的 RELX 里德爱思维尔集团** 里德爱思维尔集团旗下出版物主要有杂志《Cell》《The Lancet》，荷兰《医学文摘》《Tetrahedron Letters》《New Scientist》等；RELX 主要从事专业类出版如科学技术及医学、风险与商业分析、法律等业务。2018 年 RELX 营业收入 74.92 亿英镑，同比增加 2%，归母净利润 14.22 亿英镑，同比减少 14%，对应最新市值 425 亿英镑，PE 为 30 倍，凸显出以 RELX 为代表的从事专业类图书出版公司享有较高估值
- **行业评级及投资策略** 给予行业“推荐”评级。对比中外图书出版集团，海外图书出版更多位居大集团其中一个环节，但以 RELX 里德爱思维尔集团为代表的更专注主业且门槛较高类的出版类享有更高估值；大众类图书出版公司 Harper Collins 属于 NewsCorp 集团重要一环，借助其全球化布局平滑业务风险能力；换言之，中国的国有及地方出版企业具有资源、资金优势，民营图书类企业具有市场活力及灵活机制优势；中国图书出版格局与海外公司格局虽有不同，但通过细分领域的中外对比，凸显出了国内具有特色图书出版企业，可关注新经典，打造畅销及畅销的文学与少儿图书，可对比 Harper Collins；中国出版旗下拥有公司拥有历史悠久且具有较高知名度和行业地位的出版，可对比 RELX；新华文轩、中南传媒、南方传媒组作为地方出版头部企业，可对比拉加代集团的阿歇特出版。
- **风险提示：** 行业增速放缓、转型发展不及预期的风险；纸质媒体竞争加剧；中小学教材出版和发行体制改革风险；知识产权保护存在的风险；版权合同到期不能续约的风险；相关推荐公司业绩不达预期的风险；行业发展低于预期；相关公司与海外对比公司并不具有完全可比性，相关数据仅供参考、宏观经济风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-09 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
603096.SH	新经典	59.49	1.73	1.87	2.28	34.39	31.81	26.09	买入
601900.SH	南方传媒	9.72	0.68	0.75	0.79	14.29	12.96	12.30	买入
601811.SH	新华文轩	14.51	0.75	0.74	0.80	19.35	19.61	18.14	未评级

重点公司	股票	2019-04-09		EPS		PE		投资	
601949.SH	中国出版	6.09	0.29	0.26	0.30	21.00	23.42	20.30	未评级
601098.SH	中南传媒	13.26	1.00	1.07	1.23	13.26	12.39	10.78	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

内容目录

1、 图书出版行业分类.....	6
2、 法国：Lagardere 拉加代尔-阿歇特出版集团	7
2.1、 法国出版业特点：收购模式扩版图	7
2.2、 收入及利润端：2018 年拉加代尔集团业务中出版收入 22.52 亿欧元 出版业务净利润率高于旅游业务	7
3、 News Corp 与 Harper Collins Publishers	10
3.1、 NewsCorp 主营业务：新闻信息服务、出版（Harper Collins）收入占比 57% vs 19%	11
3.2、 Harper Collins 全球第二大消费图书出版商	13
4、 培生集团：教育为核心	14
4.1、 培生集团主要通过数字化转型提高市值份额占比.....	15
5、 RELX PLC：专业类出版	17
5.1、 爱思维尔（Elsevier）为 RELX 集团下主要负责科学 技术与医疗类内容出版的子公司	19
6、 行业评级及投资策略	21
7、 风险提示	23

图表目录

图 1: 2018 年法国拉加代尔主营业务收入及占总收入比例、股价周线走势图	7
图 2: 2018 年法国拉加代尔主营业务收入、息税前利润、及同比增速	8
图 3: 2018 年拉加代尔出版业务按地理区域以及出版类别收入占比	9
图 4: 2017-2018 年拉加代尔出版业务息税前利润及净利润率	9
图 5: News Corp 财报、官网展示图	10
图 6: 2014-2018 年 Newscorp 集团营收及同比增速、归母净利润	11
图 7: News Corp 集团中图书出版的 Harper Collins 收入占总收入比例	13
图 8: NWSA 近期走势图	14
图 9: 培生集团财报展示其战略布局	15
图 10: Person 培生集团走势图	16
图 11: RELX2018 年收入构成及调整后利润占比	17
图 12: 2014-2018 年 Relx 营收、归母净利润及同比增速	18
图 13: RELX 走势图	19
表 1: 中外图书市场代表企业对比	6
表 2: 2014-2018 年 NWS 主营收入及占总收入比例	12
表 3: 2014-2018 年培生集团利润表及现金流量表	16

1、图书出版行业分类

全球出版业主要细分为**教育出版、大众出版及专业出版**三大领域，中国各级各类出版社主要业务领域与国际一致，其中教育出版在全球图书市场占较重要位置。教育类图书主要包括教材教辅类、培训类及工具类等，其中课本为最主要产品。中国出版行业形成了以综合出版集团为主体、地方出版集团以及民营特色发行企业。如一级为中央出版集团；一级为中国科技出版集团定位为专业出版；一级为中南传媒、新华文轩为地方出版集团；一级为以新经典、磨铁为代表的细分民营特色发行企业。

国有、地方出版企业依托大型出版集团，具有地域性特点，拥有教育出版领域及专业出版领域优势；教育出版中的垄断优势在于制定出版中小学教材的机构。具备较高进入门槛，新进入者竞争较小；民营出版企业依靠对市场敏锐把握推出某一领域的大众出版类作品，但其替代品多门槛低，主要竞争优势在于推出优质作品、建立行业品牌及绑定优质原创作家。本篇将从海外标的 2018 年财报角度看图书出版行业发展趋势及估值。

表 1：中外图书市场代表企业对比

相关代表公司	需求	产品类型	产品价格特点
大众出版 代表公司：新经典 代表集团：哈珀·柯林斯出版集团（Harper collins）	基本文化需求	小说、休闲、传记	替代品多，价格弹性大
教育出版 代表公司：中南传媒、新华文学、南方传媒 代表集团：培生集团、阿歇特出版	基础知识需求	教辅、少儿、历史	图书出版业的主要部分
专业出版： 代表公司：中国科传、中国出版 代表集团：爱思唯尔出版集团	专业信息需求	财经、法律、政治	需求稳定，强购买力，价格弹性较小

资料来源：南方传媒招股说明书、国海证券研究所

2、法国：Lagardere 拉加代尔-阿歇特出版集团

2.1、法国出版业特点：收购模式扩版图

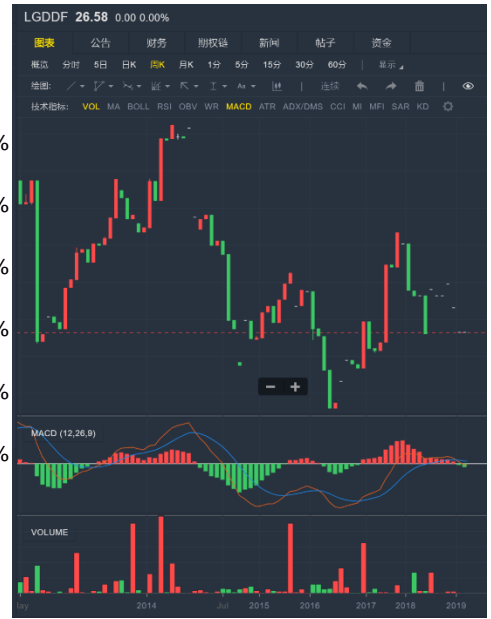
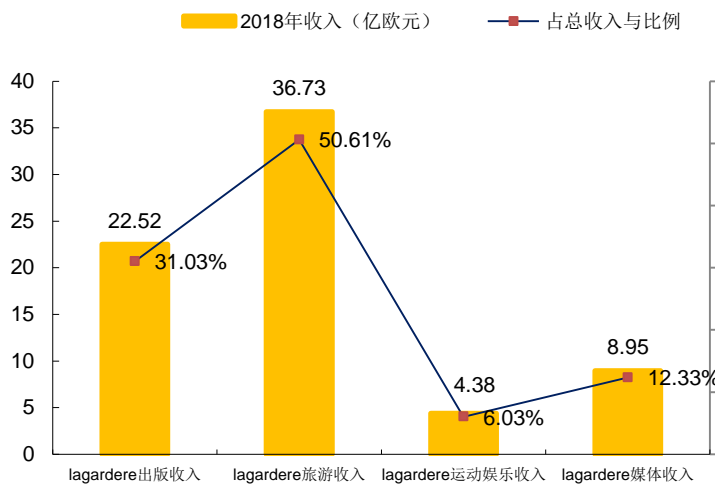
法国阿歇特出版集团隶属于拉加代尔集团(LGDDF)，现为法国第一大出版集团。阿歇特出版主要从事大众图书、大众杂志以及发行业务。阿歇特图书出版已扩大至全球 29 个国家，旗下拥有 6 个子集团，大众文学、教育、插画图书、丛书、分销以及国际业务；阿歇特发行服务是全球报刊发行业务的领导者，主要集中在报刊发行、文娱产业网络零售（拥有 3600 家店）。

法国阿歇特主要通过收购方式进行全球版图拓展，其收购的主要出版集团如法国 Hatier、Larousse、Dalloz、Dunod 以及 ArmandCollin、西班牙的 ANAYA 集团、英国的猎户座（Orion）出版、Octopus 出版公司、美国的时代-华纳出版公司（Time Warner Books）、法国维京书店等分销集团。由于全球化的收购战略，2018 年拉加代尔集团中出版收入构成也呈现全球化。

2.2、收入及利润端：2018 年拉加代尔集团业务中出版收入 22.52 亿欧元 出版业务净利润率高于旅游业务

据 2018 年法国拉加代尔财报显示，总收入 72.58 亿欧元，其出版业务、旅游零售业务、体育娱乐为核心业务，收入分别为 22.52 亿欧元、36.73 亿欧元、4.38 亿欧元，占比分别为 31.03%/50.61%/6.03%；2018 年拉加代尔集团出版收入为 22.52 亿欧元，同比减少 1.2%，下滑主要由于法国及西班牙的课程改革低于预期，进而需求下滑，同时，由于美国及英国的文学类销售收入较好，弥补部分业绩下滑影响；据财报显示拉加代尔集团 2018 年息税前利润 4.01 亿欧元，同比增加 0.5%，调整后利润 2.22 亿欧元，同比增加 3.7%，每股 eps1.49 欧元，4 月 8 日收盘价 26.58 欧元，对应的 pe 约为 18 倍（其中出版业务的收入与息税前利润分别为 22.52 亿欧元、1.9 亿欧元，同比分别减少 1.2%、9.5%）。拉加代尔旗下的出版业务可对比 A 股中的南方传媒（通过收购发行集团少数股权，整合具有出版资源、发行网络、物流、专业服务等优势，利于加强主业，增强整体经营效率）。

图 1：2018 年法国拉加代尔主营业务收入及占总收入比例、股价周线走势图



资料来源：拉加代尔 2018 年年报、tiger、国海证券研究所

图 2：2018 年法国拉加代尔主营业收入、息税前利润、及同比增速

Full-year 2018 results / 13 March 2019

RECAP OF PERFORMANCE BY DIVISION – 2018

■ Revenue

(€m)	2018	Consolidated change	Consolidated change	Like-for-like change*
Lagardère Publishing	2,252	-€37m	-1.6%	-1.2%
Lagardère Travel Retail	3,673	+€261m	+7.7%	+8.8%
Lagardère Active	895	-€34m	-3.6%	-2.3%
Lagardère Sports and Entertainment	438	-€16m	-3.6%	-4.1%
Total	7,258	+€174m	+2.5%	+3.3%

■ Group recurring EBIT**

(€m)	2018	Consolidated change	Consolidated change	Change at constant exchange rates
Lagardère Publishing	190	-€20m	-9.7%	-8.1%
Lagardère Travel Retail	119	+€7m	+6.9%	+8.0%
Lagardère Active	75	+€5m	+6.8%	+11.1%
Lagardère Sports and Entertainment	30	+€8m	+42.8%	+44.1%
Other Activities	(13)	+€2m	+0.3%	-6.8%
Total	401	+€2m	+0.5%	+2.1%

* At constant scope and exchange rates.

** Alternative Performance Measure (APM) – See Glossary on slides 50/51.

资料来源：拉加代尔 2018 年年报、国海证券研究所

➢ 按地理区域划分，2018 年拉加代尔出版收入中美国加拿大与法国本土收入占比基本持平

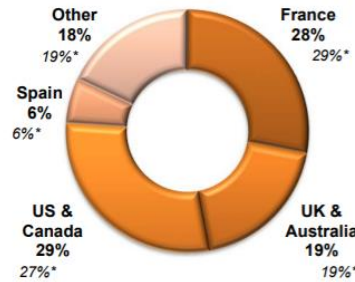
2018 年收入主要来自法国本土(28%)、美国加拿大(29%)、英国澳大利亚(19%)、

西班牙 (6%)、其它 (18%); 按出版类别划分, 2018 年收入主要来自大众文学 (44%)、教育类 (14%)、插图类 (13%)、其它 (17%)、分类丛书 (12%)。

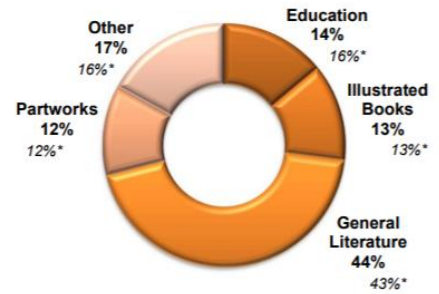
图 3: 2018 年拉加代尔出版业务按地理区域以及出版类别收入占比

LAGARDÈRE PUBLISHING: ACTIVITY

2018 revenue by geographic area



2018 revenue by activity



资料来源: 拉加代尔 2018 年年报截图、国海证券研究所

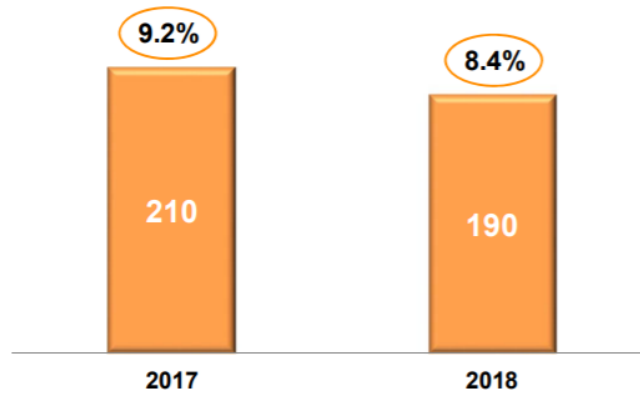
- 收入及利润端: 2018 年拉加代尔集团的出版业务净利润率高于旅游业务 (8.4%vs3.2%) 2018 年电子书销售收入与 2017 年持平 音频图书收入占比提升

收入端, 出版收入中美国加拿大区域占比 29%, 基本与法国本体的 28%持平。2018 年拉加代尔出版收入为 22.52 亿欧元, 低于旅游收入的 36.73 亿欧元, 但息税前利润中出版利润为 1.9 亿欧元, 高于旅游收入的 1.19 亿欧元; 2018 年拉加代尔集团出版的电子书占出版收入的 7.9% (即 1.78 亿欧元), 与 2017 年持平; 音频图书收入占比 2.7% (即 0.61 亿欧元), 较 2017 年的 1%提升了 0.7 个百分点。在杂志出版方面, 在平面广告市场下滑 10.8%的大环境下, 拉加代尔出版业务中的 elle 杂志仍为女性杂志的领导者, 市场占比 26%; 发行业务收入虽下降 1.9%, 但图书业务板块表现较优。

2018 年拉加代尔集团出版息税前利润 1.9 亿欧元, 较 2017 年的 2.1 亿欧元减少 9.5%, 利润率 8.4%。由于全球化布局下汇率影响利润之外, 主要由于高净利润率的教育业务下滑, 同时该部分下滑较小主要被表现较好的大众文学的盈利抵消了一部分。

图 4: 2017-2018 年拉加代尔出版业务息税前利润及净利润率

Change in recurring EBIT (€m) and operating margin (%)

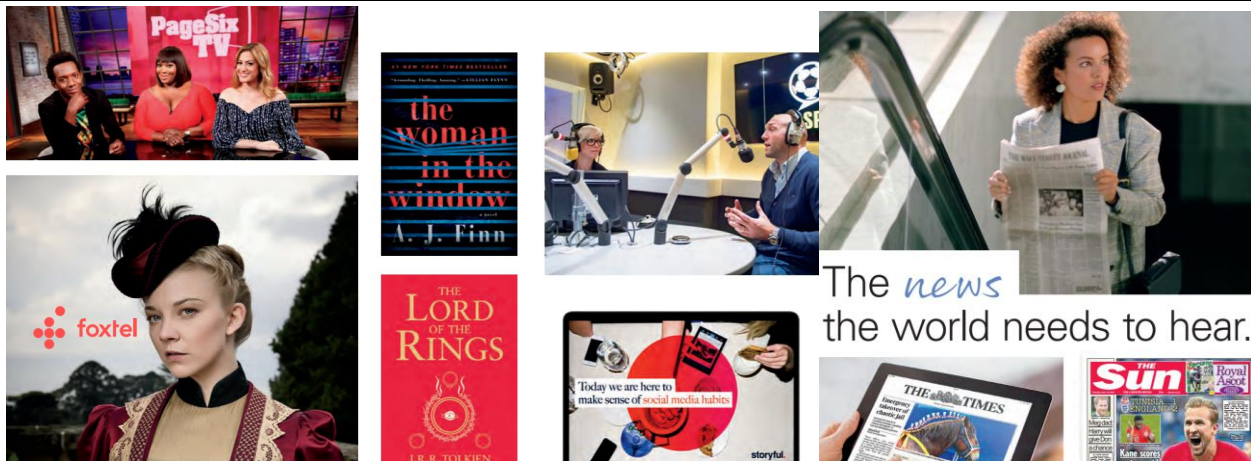


资料来源：拉加代尔 2018 年年报截图、国海证券研究所

3、News Corp 与 Harper Collins Publishers

News Corporation (NWS.AX 新闻集团) 成立于 2012 年，法人为默多克。公司从事多元化的媒体和信息服务业务，主业设有五个领域：新闻和信息服务，数字有线网络规划，房地产服务，图书出版，及其他；核心业务涉足电影、电视节目制作和发行、无线电视和有线电视广播、报纸、杂志、书籍出版以及数字广播、加密和收视管理系统开发。公司总部位于纽约，主要在美国，澳大利亚和英国运营，其内容在全球范围内分销和消费。

图 5: News Corp 财报、官网展示图



News Corp



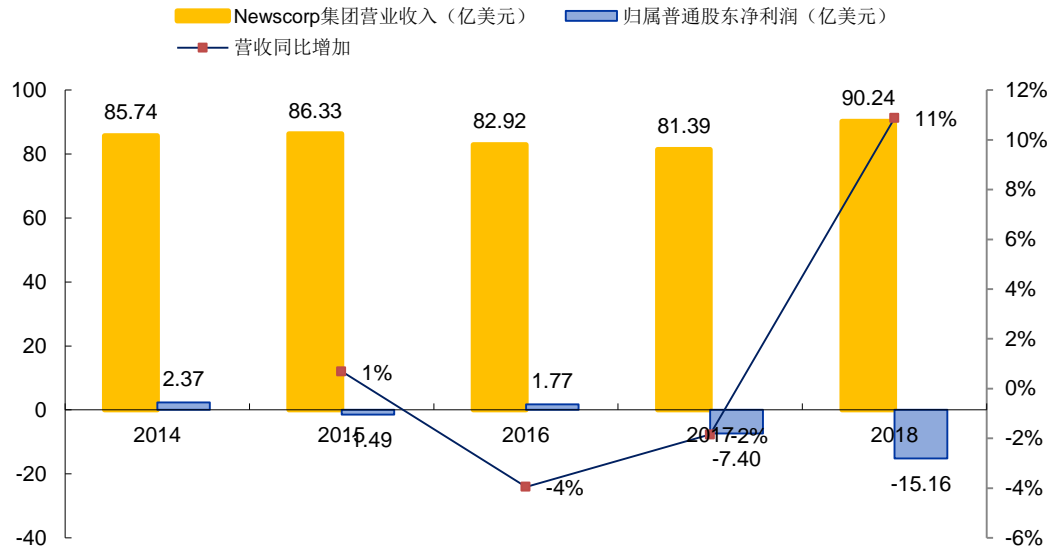
资料来源：News Corp 2018 年财报及官网截图、国海证券研究所

3.1、NewsCorp 主营业务：新闻信息服务、出版（Harper Collins）收入占比 57% vs 19%

News Corp 的多元化收入包括广告销售，定期订阅，流通副本，房地产上市产品销售，许可费，联营费，直销和赞助销售。2018 年 News Corp 营收 90.24 亿美元，同比增加 11%，近三年以来同比增速回正，该增速得益于华尔街日报的数据订阅用户的增加，以及从出版的指环王三部曲图书授权业务种获得 2800 万美元收入；从利润角度，2018 年 NewsCorp 归母净利润为-15.16 亿美元主要受广告营销、体育、英国新闻信息业务等部门等的商誉减值影响。

News Corp 分类业务中，新闻信息服务、图书出版收入分别为 51.19 亿美元、17.58 亿美元，占总收入比例分别为 57%、19%。2016-2018 年三个财年看，两项主营占总收入比例略微下滑，其中，订阅服务收入在 2018 年取得 10 亿美元，占比首次达到 11%。从收入角度，NewsCorp 的图书出版公司 Harper Collins 以全球收入划分位居全球第二大消费图书出版商。

图 6：2014-2018 年 NewsCorp 集团营收及同比增速、归母净利润



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

NewsCorp 集团的新闻和信息服务新闻和信息服务部门的收入主要来自销售广告, 流通、订阅以及许可。新闻和信息服务部门的广告收入受季节性影响, 由于其主要运营地区的年末假日季节, 公司第二财季的收入通常较高; 流通和订阅收入可能会受到公司或竞争对手产品价格变化以及促销活动的影响。图书出版部门从美国和国际上出售一般小说, 非小说, 儿童和宗教书籍中获得收入。图书出版部门的收入和经营业绩受到发布时间和市场数量影响。图书出版市场受其主要经营地区年末假日季节需求增加的影响。

表 2: 2014-2018 年 NWS 主营收入及占总收入比例

NWS (年报)	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30	2017-06-30	2018-06-30
营业收入 (亿美元)	85.74	86.33	82.92	81.39	90.24
产品分类收入 (亿美元)					
新闻和信息服务	61.53	26.54	53.38	50.69	51.19
新闻于信息服务收入占比	72%	31%	64%	62%	57%
有线网络	4.91		4.84	4.94	
有线网络收入占比	6%	0%	6%	6%	0%
订阅服务收入					10.04
订阅服务收入占比					11%
图书出版物等 (harper Collins)	14.34		16.46	16.36	17.58
图书出版收入占比	17%	0%	20%	20%	19%
数字房地产服务	4.08		8.22	9.38	11.41
数字房地产收入占比	5%	0%	10%	12%	13%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

News Corp 集团主业分类看:

- 新闻及信息服务业务收入 51.19 亿美元占总收入 56.7%: NewsCorp 集团主要收入来源

新闻及信息服务业务包括公司的全球印刷, 数字和广播无线电媒体平台。产品主要为华尔街日报和道琼斯媒体集团的全球印刷和数字版本, 其中包括 Barron 和 MarketWatch。除了其他出版物外, 公司还拥有澳大利亚, 每日电讯报, 先驱太

阳报, 澳大利亚信使邮件和广告商, 英国“泰晤士报”, “星期日泰晤士报”, “星期日太阳报”和“太阳报”以及纽约邮报。在美国此分部还包括新闻美国营销, 一家领先的家庭购物媒体提供商, 店内营销产品和服务以及数字营销解决方案, 包括 Checkout 51 的移动应用, 以及全球视频广告市场 Unruly, 无线集团, 英国领先的体育广播网络 talkSPORT 的运营商, 以及社交媒体内容机构 Storyful。

3.2、Harper Collins 全球第二大消费图书出版商

图书出版收入 17.58 亿美元占总收入 19.5%: Newscorp 集团图书出版部门由 Harper Collins 组成, 从收入划分角度下 Harper Collins 位居全球第二大消费图书出版商

Harper Collins 为代表的图书出版贡献 2018 年 NewsCorp 集团收入 17.58 亿美元, 占总收入的 19.5%, 从收入角度, Harper Collins 位居全球第二大消费图书出版商; Harp Collins 在 18 个国家开展业务, 在一般小说, 非小说, 儿童和宗教出版方面具有特殊优势。Harper Collins 出版作品如《杀死一只知更鸟》《霍比特人》等, 其印刷及数字目录在全球达到 20 多万种, 拥有 17 种语言出版物, 在英国 Harper Collins 出版的相当于 K12 教育书刊。2018 年 Harper Collins 出品图书在美国畅销书上榜数达到 118 种, Harper Collins 的图书在实体书店、线上出售如亚马逊、苹果、巴诺以及乐购等。面对全球图书出版的竞争趋势下, Harper Collins 通过影视剧等其它媒介方式获取新用户, 基于 Harper Collins 在儿童等细分领域的品牌优势, 受到的数字消费影响较小。

Harper Collins 拥有 120 多个品牌, 包括 Harper, William Morrow, HarperCollins Children's Books, Zondervan 和 Thomas Nelson。出版著名作家的作品, 如 Harper Lee, Patricia Cornwell, Chip 和 Joanna Gaines, Rick Warren, Sarah Young 和 Agatha Christie 以及 Hobbit, Goodnight Moon 等; Harper Collins 旗下拥有大众图书、少儿、娱乐等细分分社。从利润角度, 2018 年 Newscorp 归母净利润为 -15.16 亿美元主要受广告营销、体育、英国新闻信息业务等部门等的商誉减值影响, 2018 年 Harper Collins 图书出版息税前利润为 2.44 亿美元, 该部分利润未受到商誉影响; 由于 Newscorp 归母净利润为负数, PE 角度暂时无法对比 A 股公司, 但 Newscorp 业务中贡献营收及利润的 HarperCollins 从事的业务可对比 A 股中的新经典。

图 7: News Corp 集团中图书出版的 Harper Collins 收入占总收入比例

	For the fiscal year ended June 30, 2018	
	Revenues	Segment EBITDA
	(in millions)	
News and Information Services	\$ 5,119	\$ 392
Book Publishing	1,758	244
Digital Real Estate Services	1,141	401
Subscription Video Services	1,004	173
Other	2	(138)
Total	\$ 9,024	\$1,072

图书出版收入占总收入 19.5%

(in millions)	For the fiscal years ended June 30,			
	2018		2017	
	Revenues	Segment EBITDA	Revenues	Segment EBITDA
News and Information Services	\$5,119	\$ 392	\$5,069	\$ 414
Book Publishing	1,758	244	1,636	199
Digital Real Estate Services	1,141	401	938	324
Subscription Video Services	1,004	173	494	123
Other	2	(138)	2	(175)
Total	\$9,024	\$1,072	\$8,139	\$ 885

资料来源: News Corp 2018 年财报截图、国海证券研究所

如上图, NewsCorp 集团中, 图书出版、数字地产、数字订阅三大类业务在 2018 年的营收、利润均上升, 新闻信息业务收入呈现下滑趋势。作为内容提高的企业, 公司从战略层面继续制定及实施不同定价策略, 拉近内容与用户的距离。

图 8: NWSA 近期走势图



资料来源: tiger、国海证券研究所

4、培生集团：教育为核心

培生出版集团 (Pearson plc) 是一家全球化的媒体公司, 1844 年创立于英国伦

敦，其代表 slogan 为“learning for life”终生学习，也是全球第一大教育公司及书籍出版商，知名的出版商标如朗文出版社（Longman）、Prentice Hall 等，旗下出版物：金融时报、经济学人。培生结合 150 年的经验与现代的网上资源，致力于服务不同年龄、不同程度的学习者。培生的教育及评核产品和服务遍布全球超过 70 个国家。2012 年 10 月贝塔斯曼与英国培生集团（Pearson plc）达成协议，兰登书屋将与培生集团旗下的企鹅出版集团合并，共组成新的合资企业即企鹅兰登书屋（Penguin Random House）；培生集团会以“企鹅”的品牌经营其教育书籍市场。

4.1、培生集团主要通过数字化转型提高市值份额占比

2018 年美国高等教育课件收入同比减少 5%，但数字收入逆势同比增长 2%。公司将加大在 AI，机器学习的投资，以使客户获得最新的技术；同时，通过投资结构性市场，如虚拟学校，全球在线课程管理、专业资格认证和英语市场来增加收入利润。

➤ 旗下子公司：

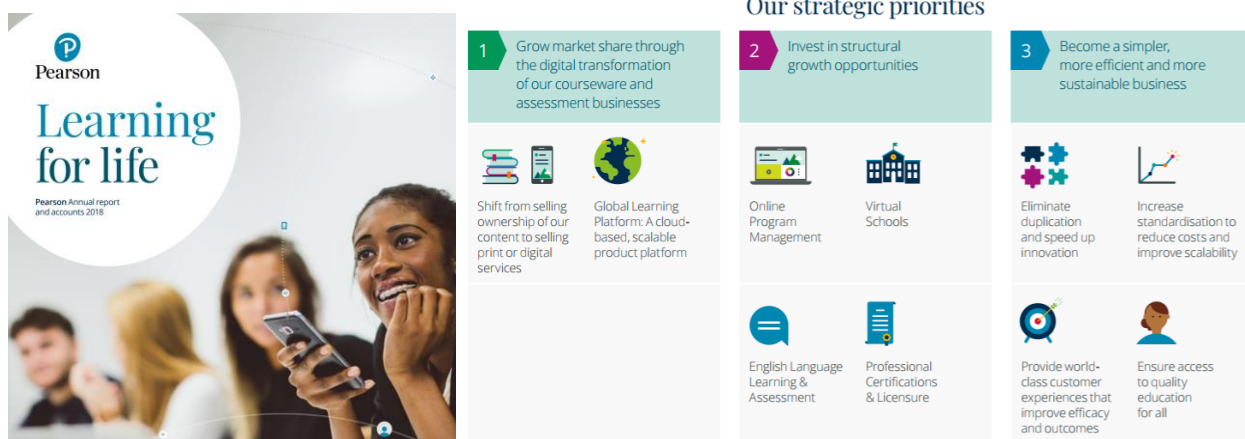
一般出版：企鹅出版集团（拥有 25% 股权）

教育出版：培生教育出版集团

刊物：金融时报集团、经济学人集团

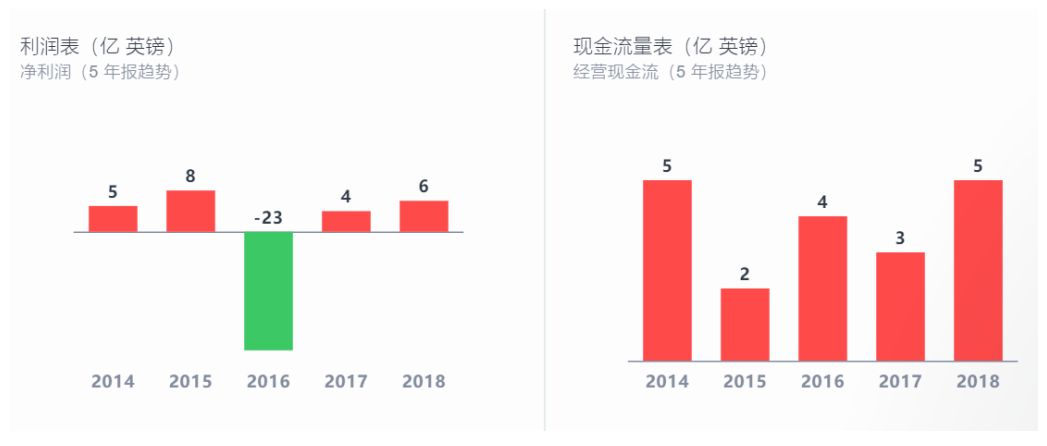
教育培训：环球雅思、培生学院（Pearson College）、GlobalEnglish、Wall Street English。

图 9：培生集团财报展示其战略布局



资料来源：培生 2018 年财报截图、国海证券研究所

表 3: 2014-2018 年培生集团利润表及现金流量表



资料来源: tiger 截图、国海证券研究所

2018 年培生集团营业收入 41 亿英镑 (17 年 45 亿英镑), 同比减少 8.51%, 其中: 课件 (包括学校课件、高等教育课件、英语课件) 收入 20 亿英镑、评估 (包括学校和高等教育评估、临床评估、专业和英语评估) 收入 13 亿英镑、服务 (包括学校服务、高等教育服务、英语服务) 收入 8 亿英镑。

2018 年营业支出 36 亿英镑, 同比减少 12.56%, 其中销售支出 19 亿英镑、发行成本 0.88 亿英镑、(销售、市场和产品) 开发支出 8 亿英镑、行政和其他支出 10 亿英镑、重组支出 0.9 亿英镑、其他收入 0.69 亿英镑, 其他净收益 2.3 亿英镑; 2018 年归母净利润为 6 亿英镑 (按 wind 数据显示汇兑后 7.45 亿美元), 同比增长 44.83%, 对应最新市值 (85.4 亿美元) 的 PE 为 11.5 倍。培生集团主要从事数字化教育类业务, 2018 年收入中, 学校课件收入占比 16.4%, 高等教育课件收入占比 28.72%, 学校于高等教育评估收入占比 14.58%; 可对比 A 股标的中南传媒 (从事发行, 数字出版及媒体传播等)、新华文轩 (从事出版业务、阅读服务业务和教育服务业务, 销售的商品包括自有出版物和外采商品)。

图 10: Person 培生集团走势图

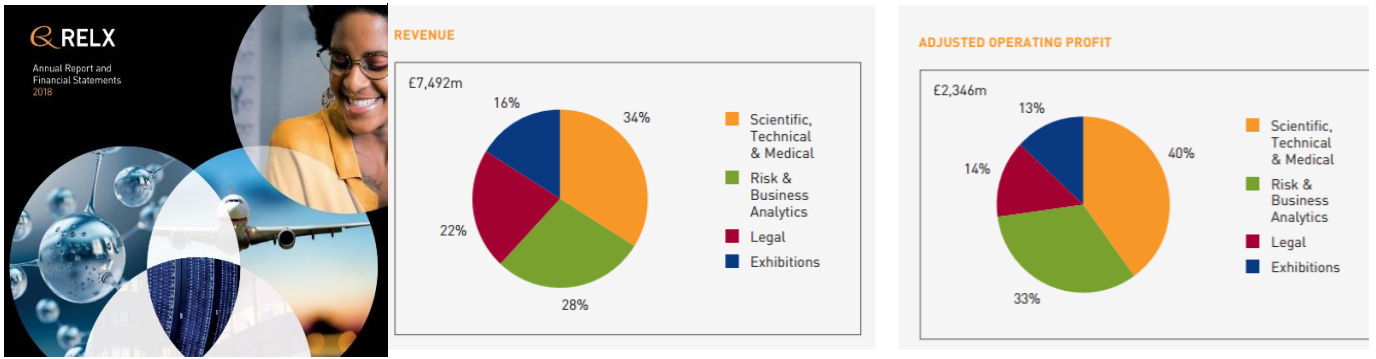


资料来源: tiger 截图、国海证券研究所

5、RELX PLC: 专业类出版

RELX PLC 成立于 1993 年, 现总部位于英国伦敦及荷兰阿姆斯特丹市。由英国里德国际公司 (Reed International PLC) 及荷兰的爱思唯尔公司 (Elsevier NV) 合并组成, 并投资设立里德爱思唯尔出版集团 (Reed Elsevier Group PLC) 和爱思唯尔·里德金融集团 (Elsevier Reed Finance BV) 两家公司。里德爱思唯尔出版集团在英国注册, 负责集团内所有图书出版和线上资料库等业务; 爱思唯尔·里德金融集团在荷兰注册, 专为里德爱思唯尔集团提供财政、金融和保险服务。2002 年里德国际公司和爱思唯尔公司各分别更名为 Reed Elsevier PLC 和 Reed Elsevier NV。前者在英国伦敦证交所 (LSE) 挂牌, 代码 REL, 持有出版集团的 50% 股权和金融集团的 39% 股权; 后者在泛欧股票交易所 (Euronext) 挂牌, 代码 REN, 持有出版集团的 50% 股权和金融集团的 61% 股权。公司的子公司主要有 Elsevier, LexisNexis, Harcourt Education, Reed Business, Information 等。

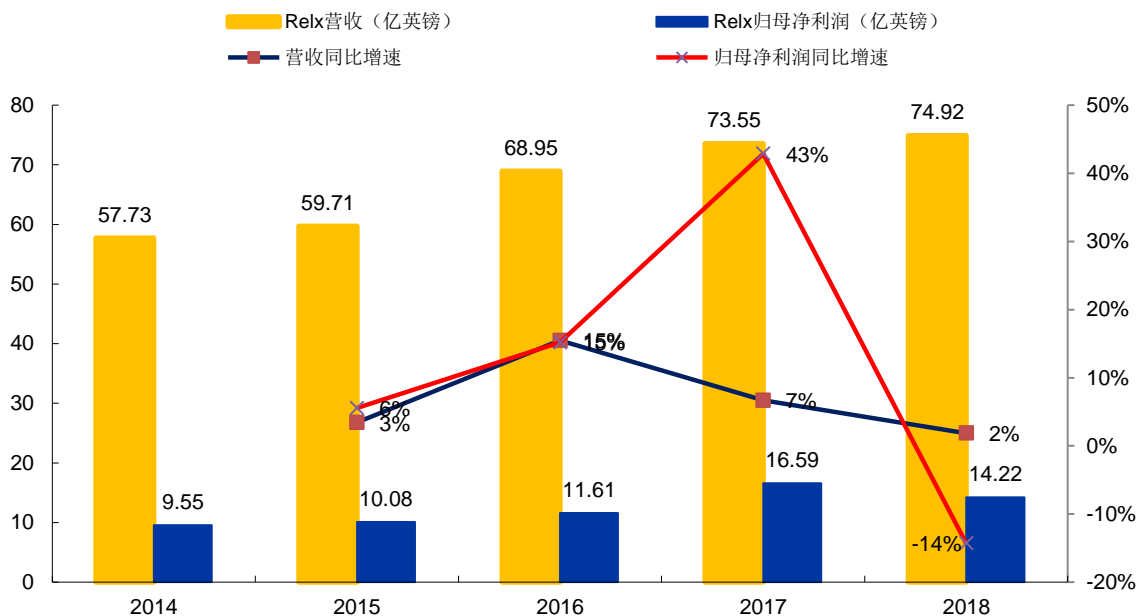
图 11: RELX2018 年收入构成及调整后利润占比



资料来源：Relx2018 财报截图、tiger 截图、国海证券研究所

里德爱思维尔集团在纽约证交所上市，股票代码 RUK，旗下的出版物主要有杂志《细胞》(cell)、《柳叶刀》(The Lancet)、荷兰《医学文摘》、Tetrahedron Letters、和《新科学人》(New Scientist)等。2015年7月2日，因为该公司完成了对公司结构的精简，公司名称由 Reed Elsevier PLC 变为 Relx PLC，同时股票代码由 RUK 变更为 RELX。目前，RELX 的主要业务包括科学技术及医学；风险与商业分析；法律；展览四大业务。如图 11，2018 年 RELX 主营业务中科学技术及医学类、风险商业分析收入分别占比 34%、28%；调整后利润分别占比 40%、33%。如图 12，2018 年 RELX 营业收入 74.92 亿英镑，同比增加 2%，归母净利润 14.22 亿英镑，同比减少 14%，对应最新市值 425 亿英镑，PE 为 30 倍，凸显出以 RELX 为代表的从事专业类图书出版公司享有较高估值。

图 12: 2014-2018 年 Relx 营收、归母净利润及同比增速



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 13: RELX 走势图



资料来源: tiger 截图、国海证券研究所

5.1、爱思维尔 (Elsevier) 为 RELX 集团下主要负责科学 技术与医疗类内容出版的子公司

爱思维尔总部设立于阿姆斯特丹,在北美的波士顿,纽约,费城,圣路易斯及伯克利设有分部,在欧洲的伦敦,牛津,法兰克福,慕尼黑,马德里及巴黎设有分部,在亚太地区的北京,金奈,德里,新卡波雷及东京设有分部,在南美的里约热内卢设有分部。

爱思维尔服务于有需求的科学,技术与医药市场,组织评审,编辑和传播主要研究参考和专业教育内容,构建高质量出版遗产,主要客户包括科学家,学术机构,研究领导者,和管理者,医学研究人员,医生,护士,专职卫生专业人员和学生,以及医院,研究机构,健康保险公司,管理式卫生保健组织,研究密集型企业 and 政府等。爱思维尔在全球 180 个国家拥有 7900 名员工和服务客户。

➤ **爱思维尔的服务分为四个市场类别: 初级研究, 数据库与工具, 参考文献和医药推广**

A、初级研究: 2018 年发表论文 47 万余篇,比 10 年前增长了 60%。论文提交量和使用量也持续增长,2018 年共提交 180 多篇论文,下载 10 亿多篇文章。

爱思维尔拥有 2500 种期刊,2 万多名编辑,其中包括《细胞》(cell),《柳叶刀》(Lancet) 等国际权威期刊。2018 年,爱思维尔的文章产出占全球研究产出的 18%,同时获得 25% 的引用份额,凸显出爱思维尔致力于将研究质量显著领先于行业平均水平。2018 年爱思维尔推出 9 项新订阅期刊和 45 项全开放获取期

刊, 包括 iScience, Cell Pres, 《柳叶刀》的电子医学杂志 (Eclinical Medicine), 《一个地球》(One Earth)。研究内容通过 Science Direct 发布和访问, Science Direct 位居世界第一的数据库, 专门用于同行评审的初级科学和医学研究, 包括 1600 万篇内容和 3.9 万本电子书。

B、数据库与工具: 主要包括 Scopus, Reaxys 和 Knovel. Scopus, Reaxys 主要致力于化学研究领域, 以及化工和石油领域的研究开发; Knovel 是为工程师提供决策支持的工具, 用于化工, 石油和天然气以及其他以工程为重点的行业产品开发。

C、参考文献: 爱思维尔为科学, 技术, 医疗市场提供权威和最新的参看文献。其旗舰著作包括 (Gray's Anatomy), (Nelson's Pediatrics), (Netter's Atlas of Human Anatomy)。参考内容主要以电子和印刷两种格式提供。

D、医药推广: 为制药和医疗设备公司提供定制商业营销服务

6、行业评级及投资策略

给予行业“推荐”评级。对比中外图书出版集团，海外图书出版更多位居大集团其中一个环节，但以 RELX 里德爱思维尔集团为代表的更专注主业且门槛较高类的出版类享有更高估值；大众类图书出版公司 Harper Collins 属于 NewsCorp 集团重要一环，借助其全球化布局平滑业务风险能力以及推出畅销及长销作品能力也享有较高估值；换言之，中国的国有及地方出版企业具有资源、资金优势，民营图书类企业具有市场活力及灵活机制优势；中国图书出版格局与海外公司格局虽有不同，但通过细分领域的中外对比，凸显出了国内具有特色图书出版企业，可关注新经典，打造畅销及畅销的文学与少儿图书，可对比 Harper Collins；中国出版旗下拥有公司拥有历史悠久且具有较高知名度和行业地位的出版，可对比 RELX；新华文轩、中南传媒、南方传媒组作为地方出版头部企业，可对比拉加代集团的阿歇特出版。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2019-04-09 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
603096.SH	新经典	59.49	1.73	1.87	2.28	34.39	31.81	26.09	买入
601900.SH	南方传媒	9.72	0.68	0.75	0.79	14.29	12.96	12.30	买入
601811.SH	新华文轩	14.51	0.75	0.74	0.80	19.35	19.61	18.14	未评级
601949.SH	中国出版	6.09	0.29	0.26	0.30	21.00	23.42	20.30	未评级
601098.SH	中南传媒	13.26	1.00	1.07	1.23	13.26	12.39	10.78	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

7、风险提示

- 1) 行业增速放缓、转型发展不及预期的风险;
- 2) 纸质媒体竞争加剧; 中小学教材出版和发行体制改革风险;
- 3) 知识产权保护存在的风险; 版权合同到期不能续约的风险;
- 4) 相关推荐公司业绩不达预期的风险;
- 5) 相关公司与海外对比公司并不具有完全可比性, 相关数据仅供参考
- 6) 行业发展低于预期; 宏观经济风险;

【传媒与互联网组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。