

【事件】

腾讯音乐娱乐集团于纽交所和港交所发布公告，公告称腾讯音乐与中国领先的在线音频平台之一喜马拉雅控股及其他若干订约方就拟收购喜马拉雅签订并购协议及计划。受限于交割前提条件的满足，腾讯音乐拟以下述对价全资收购喜马拉雅：（1）12.6 亿美元现金；（2）总数不超过总股数 5.2% 的腾讯音乐 A 类普通股（总股数为不晚于交易交割前五个工作日的工作日当天腾讯音乐已发行及发行在外的普通股）；（3）受限于并购协议的条款规定，喜马拉雅的创始股东在交割时及之后将分批获得的总数不超过总股数 0.37% 的腾讯音乐 A 类普通股。此外，根据并购协议，喜马拉雅将进行与交易相关的若干现有业务的重组。为确保平稳过渡，喜马拉雅创始人与核心管理层将在交易签署后留任，TME 将与喜马拉雅共同探索业务整合的最优路径，喜马拉雅将保持现有品牌不变、现有产品独立运营不变、核心管理团队不变、公司战略发展方向不变。

【点评观点】

➤ 重组后 TME 长音频业务突破增长瓶颈

腾讯音乐此次并购的核心逻辑在于突破长音频业务天花板。首先在当前在线音乐行业已进入存量竞争阶段的大背景下，长音频行业作为新兴细分行业，行业规模快速成长，具备较大的商业化潜力。而喜马拉雅作为长音频领域的头部平台，拥有超过 3 亿的月活用户和庞大的内容库，长音频业务场景与腾讯音乐的在线音乐生态形成了有效互补。我们认为两家平台在用户重合率上较低，一个是在线音乐场景，一个是长音频场景。而腾讯音乐一直无法在长音频市场发挥自身庞大用户和版权内容库优势，因此合并后双方商业模式将产生协同，首先通过共享生态版权将有效降低内容获取成本，在腾讯生态下，内容共享的协同效应可能提升 IP 商业化效率。其次，合并后用户变现能力将会提升，例如通过结合“TME+喜马拉雅”会员套餐让 ARPU 进一步提升。

➤ 行业格局重塑：中国音频市场将形成“一超多强”的新格局

并购完成后，腾讯系（含喜马拉雅）将有望占据 60% 以上的长音频市场份额，远超第二名。这种集中化趋势将可能引发两方面影响：一方面，中小平台可能被迫寻求与短视频或硬件厂商合作；另一方面，合并后长

相关报告

腾讯音乐 (TME.US) - 首发报告-20200730

腾讯音乐 (TME.US) - 更新报告-

20200909、20201116、20210518、

20211020、20221229、20230425、20241128、

20250424

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

音频市场监管风险也随之上升，此次交易可能面临反垄断审查。

而未来生态竞争焦点也将从单一内容争夺、用户争夺转向生态能力与技术能力的新竞争业态。例如喜马拉雅拥有独家 IP 与腾讯音乐旗下曲库结合后，可开发“音乐+故事”等创新产品形态。而且腾讯在 AI 技术应用具有较高的护城河，腾讯音乐基于天琴实验室的 AI 音色生成技术，实现文本到音频的一键转化，同时还可以通过 AI 自动审核降低人工审核成本。通过腾讯 AI 技术赋能，将重构双方在长音频市场的生产链、提升分发效率、拓展终端场景，成为长音频业务增长新引擎。

综上，我们认为此次腾讯音乐收购喜马拉雅估值合理，将有效提升长音频业务护城河，从而改变整个行业的竞争格局，并通过生态运营和技术赋能进一步提升长音频行业的价值空间，我们看好腾讯音乐收购喜马拉雅带来生态系统整合与产权协同效应。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>