

樂器生產商「一哥」股價廿年升逾5倍

雅馬哈盈利增長乏力 電單車救未來

◀MODX系列是雅馬哈其中一種暢銷的音樂工作站。

雅馬哈的發跡，與樂器有莫大關係。雅馬哈是全球最大樂器製造商，產品包括電子樂器和數碼樂器。創辦人雅馬哈寅楠出生於1851年，20歲那年，雅馬哈跟從英國一位工程師學習鐘錶維修，其後轉到大阪修理西醫手術工具，在機緣巧合下，維修了一部美國製造的簧風琴，從此開創了發展樂器的事業，並創設雅馬哈風琴製造公司，成為日本首家西方樂器生產商。

拓數碼音樂 業務多元化

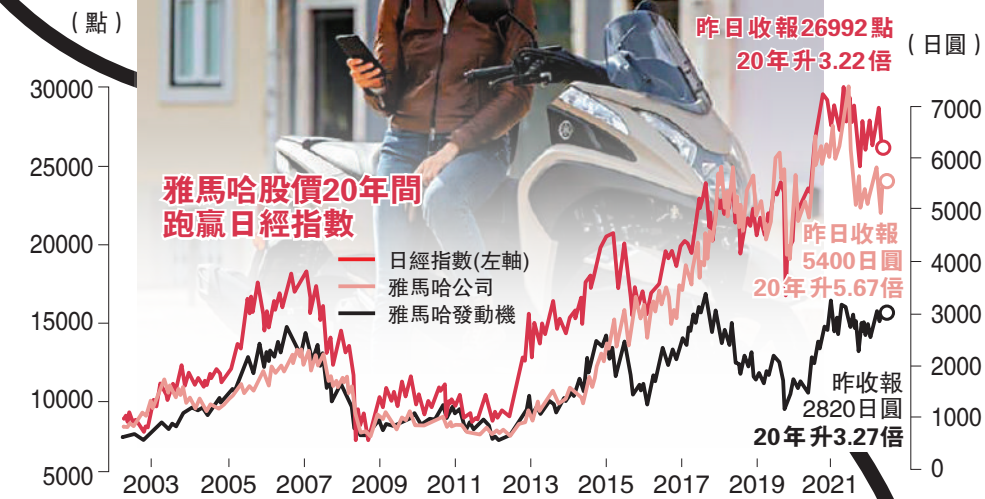
雅馬哈離世後，Nippon Gakki Co繼續其遺願，努力發展西方樂器事業。二次大戰後，第四代掌舵人川上源一開始進軍電子樂器市場，並推出全球首個二極管風琴——D-1 Electone，以取代電子風琴。在川上源一領導下，雅馬哈業務更加多元化，而且開拓海外市場，為日後的雅馬哈環球業務奠定基石。

除樂器外，雅馬哈也專注其他業務發展。雅馬哈大規模進軍海外的首

個產品，並非樂器，而是銷往美國的電單車。Nippon Gakki在1955年生產首輛電單車後，建立雅馬哈電單車公司(Yamaha Motor Company)，往後20年，雅馬哈積極在海外推廣電單車，雅馬哈品牌越做越響，廣為人知。1992年，36歲的Seisuke Ueshima成為新一代掌舵人，他努力清除川上家族在雅馬哈的影響力，並致力發展和推廣新產品，在任內推出多款成功產品，包括Silent Cello樂器系列，VL1 and VP1虛擬人聲合成器等。

其後積極開拓數碼媒體業務，推出一系列新產品，包括聲音晶片、手機和手提設備的數碼內容等；同時發展多款網絡使用的樂器和設備。時至今日，雖然業務多元化，但主要收入來源仍然是樂器，單是電子樂器就佔了樂器業務13%。

業內研究組織Music Trade推出的2020年排名，雅馬哈全球銷售額37.3億美元（約293億港元），成為世界第一，比第二名的Gibson高出



逾20億美元。直至現在，雅馬哈在多個專業音樂網站，仍是最受歡迎或最佳樂器生產商之一。

十年平均邊際溢利僅增7.6%

不過，經過了百多年發展後，雅馬哈與大多數日本企業一樣，業務走下坡。分析指出，雅馬哈盈利缺乏增長引擎，擴展全球各地市場，舉步維

艱。事實上，自2008年金融海嘯以來，雅馬哈的銷售額只是平穩增長，近年業績最輝煌的時期是2019年第三季，邊際經營溢利增長率12.2%，略超過過去10年平均數的7.6%。

投行料子企今年盈利倍增

假如雅馬哈獨沽一味繼續做樂器生意，未來經營溢利增長率只會愈做愈低。在雅馬哈諸多業務中，電單車生意具備優厚增長潛力。Zacks投資研究認為，雅馬哈電單車的增長一直跑贏大市，所以給予買入評級。據研究顯示，雅馬哈電單車每股盈利增幅今年將錄得113.4%，遠超同業平均水平，而在營銷方面亦較同業有效。分析認為，雅馬哈要生存，積極發展電單車業務是唯一的路。

YAMAHA 雅馬哈企業里程碑

1887 創辦人雅馬哈寅楠製造首部簧風琴

1889 雅馬哈寅楠創立雅馬哈風琴製造公司，是為日本首家西方樂器的製造公司

1897 雅馬哈風琴製造公司易名為Nippon Gakki Co., Ltd.

1948 日本教育部推廣兒童音樂教育，雅馬哈的業務得以擴展

1955 子公司雅馬哈電單車公司製造出首輛電單車

1971 向多元化發展，開始生產半導體產品

1982 製造出首部自動演奏鋼琴Disklavier

1983 推出全球暢銷的DX-7數碼合成器

1987 Nippon Gakki Co.,易名為雅馬哈企業，以慶祝創立100年紀念

1993 Slient 鋼琴首個系列面世

2000 雅馬哈當年錄得淨虧損3.84億美元，當年的社長伊藤修二開展一系列重組活動

2007 成立音樂娛樂商業控股公司

2014 併購Line 6和Revolabs兩家公司後，業務分拆為本國樂器部和聲音設備部

2018 收購Ampeg品牌，建立創新中心與發展基地



▶雅馬哈的電子樂器熱銷，皆因技術領先全球。

雅馬哈營業額預測一覽（億日圓）

季度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
第一季	995.2	717.9	1024.6	1058.9	1171.3	1202.1
第二季	1090.1	930.2	960.3	1118.2	1172.4	1213.5
第三季	2950.6	1075.0	1038.3	1777.2	1290.5	1341.9
第四季	916.6	1003.3	1058.7	2004.7	1190.5	1236.3
全年	4142.3	3726.3	4082.0	4531.1	4787.1	4986.1

數碼化普及 虛擬樂器成藍海市場

發展趨勢

新冠疫情影響各行業，大量日常活動轉向虛擬化，其中包括了音樂演奏和創作。全球市場研究機構Transparency Market Research表示，虛擬化進程一旦加速，即使數年後疫情消退，虛擬化趨勢也不會轉變。

手機與電腦程式取代實體

研究報告指出，虛擬樂器市場不斷增長，2022年至2028年間複合年增長率將達到9%，金額料達3.72億美元。電子樂器2022年市場規模估計達到6.789億美元，而預計到2026年，增長至11.84億美元，遠超虛擬樂器市場，但複合年增長率由2022年至2032年將僅錄得3.7%，比虛擬樂器市場低得多。

虛擬樂器是透過智能手機和電腦

程式，把實體樂器的聲音數碼化，這種樂器可以由專業人士或非專業人士演奏。隨著物聯網和雲端電腦技術普及，這些高科技樂器的需求不斷提升，尤其深受年輕人歡迎，年輕一代可支配收入愈來愈高，亦是支持虛擬樂器市場不斷增長的因素。

疫情爆發前，樂器的使用已漸由類比（Analog）過渡至數碼，例如合成器日益數碼化。疫情期間，虛擬演唱和演奏會大行其道，虛擬樂器需求激增。疫情高峰期過後，這股趨勢未



有消失，反而更加明顯，原因之一是主要供應商開發了更迎合消費者口味，視覺效果上更吸引的高質素產品。用家紛紛嘗試以虛擬樂器取代傳統樂器演奏。另外，院校舉辦了各種虛擬音樂和舞蹈課程，加深了年輕人的認識和喜愛。

◀疫情期間，虛擬樂器需求激增。

電子樂器與虛擬樂器市場比較

電子樂器	項目	虛擬樂器
3.7% (2022-2026年)	年複合增長率預期	9% (2022-2028年)
6.789億美元	短期估計規模	1.993億美元
11.839億美元	2028年預期規模	3.72億美元
雅馬哈、樂蘭、河合樂器、Fender Musical Instruments Corp.、Gibson Brands	主要供應商	Image Line Software、Steinberg Media Technologies、Ableton Live

探索市場需求 避免被時代淘汰

上的程式，模擬樂器的聲音，不論電結他、合成器、風琴，以及小提琴都可以模擬出來。

研發數碼新產品求存

一項統計顯示，虛擬樂器市場不斷增長，未來7年複合年增長率達到9%，而電子樂器未來10年複合年增長率僅3.7%。換言之，虛擬樂器市場規模遲

早超過電子樂器。

電子樂器商不順應市場轉變，遲早坐吃山空。為免被虛擬樂器取代，電子樂器製造商近年積極研發新產品，希望開拓新市場。例如雅馬哈在本世紀初，致力開發配合流動電話和手提設備的數碼產品，而且還推出了以互聯網為基礎的樂器及設備。

另一家日本大型樂器製造商科音

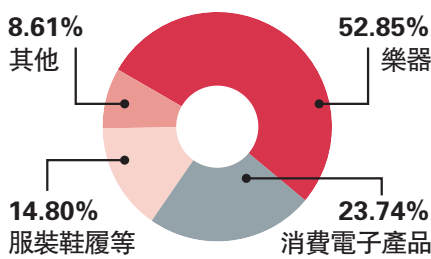
（Korg），是以電子樂器起家，7年前把硬件的樂器數碼化，在蘋果應用平台上推出im1程式，讓用家體驗虛擬音樂工作站的樂趣。

另外，法國電子樂器製造商Arturia推出一系列midi音樂數位界面（Musical Instrument Digital Interface，簡稱MIDI）控制器，期望在日益普及的虛擬樂器市場分一杯羹。



▲雅馬哈業務多元化，但是主要收入來源仍是樂器。

雅馬哈業務分布



雅馬哈財務資料

每股盈利	214.79日圓
近12個月每股盈利	188.17日圓
每股股利	66.00日圓
每股自由現金流量	123.88日圓
息稅折舊攤銷前淨利	666.00億日圓
稅前息前淨利	493.00億日圓
營業利率	12.1%
稅前淨利	13.0%
資產報酬率	5.6%
股東權益報酬率	7.7%
資本報酬率	7.6%