

日股投資
系列②

對於鋼琴愛好者來說，日本品牌河合（Kawai）絕對不會陌生。近年河合與日本另一家品牌雅馬哈（Yamaha）等百年鋼琴老店一樣，致力推售數碼鋼琴，令樂器可繼續成為主要的收入來源。而且河合股價長升長有，過去20年上升了接近3倍後，投資者相信未來仍具有上升空間。分析師相信，股價明年預測升74%，在2024年接近8000日圓，比現時高出逾兩倍。除了河合外，多個樂器品牌亦有推出音樂工作站，目前由美國Music Brands擁有的雅佳專業（Akai Professional），所推出的MPC One等音樂工作站，則是以電子鼓板（Drum Pad）為主打。 大公報記者 李耀華

穩坐全球樂器銷售亞軍 盈利能力強韌

Kawai估值便宜待追落後 股價明年料升八成



河合鋼琴是由日本河合樂器製作所（Kawai Musical Instruments，股份上市編號：7952）出產，該所是由河合小市（Koichi Kawai）於1927年成立。他的孫子河合弘隆在1989年接任，並在1999年全力專注鋼琴和數碼鋼琴的生產，河合鋼琴質量由此而不斷改善，在過去20多年以來，總共取得了超過50個世界知名的獎項，包括有2017年取得的優秀產品獎，2011年取得的全年最傑出鋼琴大獎等。

營業額近5年保持增長

在股價表現方面，河合於1961年首次上市，在過去20年以來，上升了接近3倍。公司一直獲得不少分析師推崇。首先以規模計算，河合樂器製作所在全球樂器銷售方面，僅次於雅馬哈，是全球第二大。營業額可謂叫好又叫座，由2017年開始每年營業額都有增長，現已由2017年的665.5億日圓，增長至今年預期的835.5億日圓。盈利能力亦是可觀，經調整後的每股盈利繼2021年取得67%增長後，今年亦有望取得58%的增幅。

河合的股價上周五收報2652日圓，雖然近期全球經濟並不明朗，但是相信不會太影響股價表現。市場人士分析認為，河合股價由兩項因素值得繼續看好：第一是高質量股份，第二是相對價值仍然偏低。事實上，高質量股份都會較受市場歡迎，原因是表現會較穩定，因為業務可靠之餘，盈利也是重要，財政實力亦不可忽視，能夠持續改善財政狀況，是優質股份的表現。

另外，河合製樂股價近期一直偏低。該股自2018年升至5428日圓歷史新高後，隨即掉頭下跌，目前股價僅及當



▲日本兒童學琴多採用河合樂器製作所的產品。

年一半。其對手雅馬哈近期股價儘管亦都向下，唯在去年11月時也曾回升至歷史新高，兩者相對之下，河合股價仍嚴重偏低。分析相信，當市場再度尋找價值型股份時，河合將會成為熱門之選。

同業雅馬哈股價已返歷史高位

河合備受多個證券報告推介，並獲得評級為跑贏大市，分析師估計，明年可以上望4680日圓，即較現水平高出74%；2024年更可望升至接近8000日圓；於8年後更將升至2萬日圓。

然而，數家財經機構，包括彭博報告均預期，受到全球經濟衰退危機逐漸浮現的影響下，河合在2023年的營業額增長將會放緩，彭博分析師估計，河合明年的營業額將錄得871億日圓，僅略高於今年預期的857億日圓，而每股盈利方面，更會錄得下跌，估計跌3%。



▲日本河合樂器製作所站立式鋼琴鍵盤結構的大型模型。

Akai經營不善拆骨 美資接手樂器產業

由盛而衰

相信很多人耳聞雅佳這個品牌，目前世界上存在兩個雅佳品牌，一個是家電為主的雅佳品牌，另一個則是以專業音響為主的Akai Professional。這個曾經盛極一時的電器品牌，早在1924年已由日本人赤井舛吉所建立，故雅佳前身的名字是赤井電機株式會社。其後因為經營困難而由香港的嘉域集團接管了家電業務，其後再易手予商人何永安；專業音響的業務，則出售給了美國的

▲Akai產品介紹會上，音樂界人士交流如何將混音效果發揮得更好。



inMusic Brands公司，因此衍化成兩度身影。

音響產品受Hip Hop界歡迎

在1924年，赤井舛吉創立赤井沖壓工業公司，養子赤井三郎在1946年把公司改組為赤井電機株式會社，業務主要生產音響產品，在上世紀60年代末，赤井採用名為「Tandberg」的跨界錄音技術，以加強高頻錄音的質素，再配合其他技術，生產了最受歡迎的GX系列磁帶卷盤式磁帶錄音機。

赤井其後製造一系列音響產品，並入口瑞士品牌Tensai International的多種Hi-Fi產品，在1988年前，Tensai是赤井在瑞士和西歐市場的獨立分銷商。赤井於1984年成立Akai Professional公司，主要製造和銷售電子樂器產品，一款初始產品雅佳

AX80，是台8組聲音的類比合成器。

Akai Professional在1986年開始聘用美國的電子樂器設計大師Roger Linn，成功為拓展盛極一時的MPC（全稱Media Player Classic，即多媒體播放器）系列。

家電業務數度易手

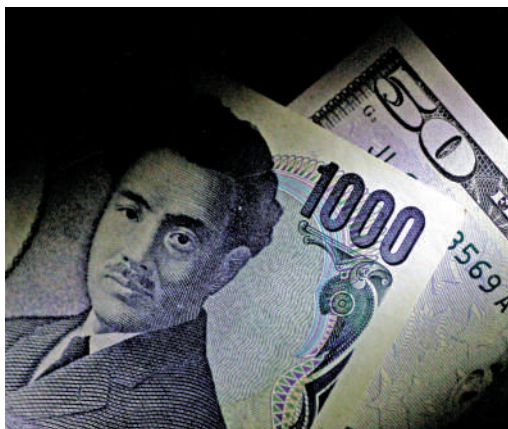
可是，赤井因經營不善而在1991年撤出音響市場，並於1995年將家庭電器業務售給了善美集團，繼而把Akai Professional出售予美國imusic brands，成為旗下品牌。

善美集團的創辦人來自上海的商人丁謂，丁謂其後把善美集團易名為雅佳控股有限公司，在最

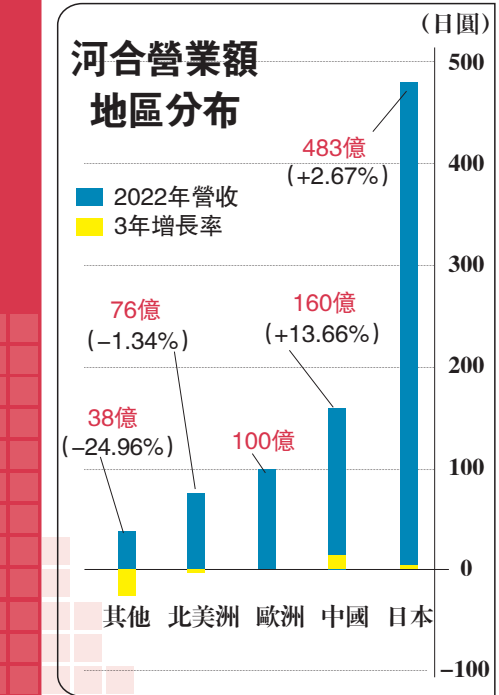
鼎盛時期，即90年代後期在全球擁有員工10萬人，每年銷售額達52億美元。不過，正因為發展過快，規模過大，雅佳控股終於在2000年11月因欠債11億美元遭申請破產。在這以前，雅佳的商標及特許權轉讓給香港上市公司嘉域。在2018年，嘉域控股易名為敏捷控股(00186)，2021年中再轉售予商人何永安。

電子音樂器詞彙

- 1 音序器（Sequencer）**
透過16至64音級（steps）來建構一個節奏形態（pattern），然後組成一首樂曲
- 2 音樂工作站（Music Workstation）**
主要是把聲音模組（sound module）和音序器結合在一起的混音器材
- 3 取樣器（Sampler）**
把別人的聲音加進自己創作的樂曲中
- 4 合成器（Synthesizer）**
是一種電子樂器，其產生聲音通過電信號儀表放大器，並通過揚聲器或耳機表達出來
- 5 鼓機音序合成器（Drum Synthesizer）**
以觸控板（touch pad）代替琴鍵彈奏音樂



▲東南亞各地都把本國匯率緊釘住美元，唯獨日本例外，奉行自由浮動匯率制度。



河合製樂所業務比例

項目	2022年營收	3年增長
樂器和音樂教育	690億日圓	5.63%
物料加工	114億日圓	2.38%
其他	53億日圓	18.4%

大公報記者整理



▲日本河合樂器製作所產品標記。

河合樂器製造所主要持股份人

持股份人	比例
1 滙豐控股	9.91%
2 日本政府退休投資基金	6.76%
3 野村	5.46%
4 河合社團	5.29%
5 住友物業發展公司	4.9%
6 河合樂器製造所	4.12%
7 河合樂器客服公司	3.93%
8 河合樂器僱員控股公司	3.46%
9 明治安田生命保險公司	3.33%
10 學研控股有限公司	3.08%

截至時間：2022年11月

大公報記者整理

網上表演平台增 音樂合成器大賣

網上演奏會於現世代日益盛行，又有不少表演者喜歡在影片串流網站，例如YouTube和抖音等公開表演，再加上街頭表演更已是潮流，因此較為高級的音樂製作設備或器材，例如音樂工作站(Music Workstation)亦得以熱賣。其與觸控板形式的款式一樣，音樂工作站主要是把聲音模組(sound module)和音樂取樣器結合在一起。

Akai Professional在1988年推出MPC的一體式音樂工作站，基於機身是以觸控板為主而成功在市場上佔一席位，但是，今時今日談到音樂工作站，主要是指一些配備了鍵盤或合成器。

其實兩者的主要功能，都是一個音序器，即是透過16音級（steps）來建構一個節奏形態（pattern），然後組成一首樂曲。一般的音序器可分為8音級、16音級、32音級，甚至64音級。以雅馬哈等為例的鍵盤音樂工作站，或是以雅佳為例的MPC系列，主要都是為表演者提供音序器，而前者是透過鍵盤的琴鍵，後者則是透過觸控板彈奏出每一個音級。



▲合成器在現今音樂製作上，是不可或缺的設備。

匯率政策重擊日本製造業

財經觀察

李耀華

日本汽車和家庭電器業向來稱霸全球，然而後者近年來日漸走下坡，究其原因，是家電業務依靠的兩大優勢：價格及技術，都未能保持，更是步進慢慢衰落之途。

在家電業務市場，有三項決定因素，分別為：人力、匯率和規模經濟。首先看一看人力，日本目前的平均工資是全亞洲最高。再加上人口老化和勞工供應短缺等問題，更令日本的人力成本比東南亞各國還要高。

其次是匯率，東南亞各地都把本國匯率緊釘住美元，唯獨日本例

外，奉行自由浮動匯率制度。自1980年以來，日圓兌美元經歷了兩次的大幅升值，首先是1985年與美國、法國、英國、德國訂立的廣場協議，令日圓兌美元曾由260日圓升至120日圓水平。第二次則是美國爆發的次按危機，一度令日圓兌美元由120升至76日圓水平。正因經歷該兩次大升值，日本家電商的價格優勢經已蕩然無存。

日本前首相安倍晉三於第二度拜相後，為了挽救整個日本製造業，推出安倍經濟學，主要是狂印銀紙，以令日圓大幅貶值。該措施雖令日圓由75水平急跌至120，奈何為時已晚，日本家電的市場佔有

率已被中國和韓國所瓜分了。日本聲寶、新力、樂聲、日立、東芝，及其他全球家電市場的企業，繼出現經營困難。

至於第三的規模經濟，簡單來說即產量愈多，每件產品成本便愈低。在上世紀80和90年代，日本電氣市場雄霸全球，同時規模經濟很好。然而，自從本世紀初，中國和韓國的家電全面攻佔環球市場，例如韓國自從1997年金融風暴以後痛定思痛，在美國投下巨資，最後便成功搶佔家電市場。再加上韓國自從金融風暴後貨幣大幅貶值，這便更有利公司在海外推售產品。日本在佔有率方面已是頹勢畢呈。