



葉海燕, CFA, CESGA
電話: +852 2533 3723
電郵: evayip@sbichinacapital.com

建議	-
目標價(港元)	-
現價(港元)	0.46
52周最高價/最低價(港元)	0.62/0.42
市值(億港元)	2.93

資料來源：彭博及軟庫中華

訓修實業 (1962.HK)：持續積極分紅

背景

公司的主要業務包括髮製品包括假髮、假髮配件及其他、高檔人髮接髮產品等產品的生產與交易。

事件

公司發佈年報。2025 收入 10.44 億港元，同比增加 2.7%。股東應佔溢利 3,068.2 萬港元。每股盈利同比減少 21.7%至 0.05 港元。

假髮、假髮配件銷售增長加速抵銷高檔人髮接髮產品收入減少

2025 收入 10.44 億港元，同比增加 2.7%。按產品劃分，假髮、假髮配件及其他收入同比增加 11%、高檔人髮接髮產品銷售同比跌 65.2%，萬聖節產品收入同比則增加 10%。儘管面臨美國貿易政策不確定性及美國加徵關稅，公司暢銷產品之一辮子及特殊造型辮子物品銷售額上升及髮型設計業務及派對產品業務持續貢獻收入，假髮、假髮配件銷售增長加速抵銷高檔人髮接髮產品收入減少。高檔人髮接髮產品需求減少，主要是因公司重塑品牌、產品更新及客戶庫存出清，致訂單減少。萬聖節產品需求呈現明顯恢復態勢，帶動產品銷售實現同比正增長，相對 2024 年同比減少 32.8%，大幅改善。

假髮、假髮配件及高檔人髮接髮產品毛利率邊際改善

整體毛利率按年-0.7 百分點至 23.3%，受銷售結構變化、孟加拉最低總工資上升影響。孟加拉工廠的髮製品所產生的收入佔比約 98.3%。按產品，假髮、假髮配件及高檔人髮接髮產品毛利率均錄得輕微改善，主要假髮、假髮配件及其他產品採取有效的成本控制及高檔人髮接髮產品不斷改善採購及生產流程；萬聖節產品毛利率同比-2.5 百分點，因總生產成本增加。分銷及銷售開支及行政開支費用有所增加，佔收入 16%，費用率整體保持穩定，顯示費用管控成效顯著。受高檔人髮接髮產品銷售下滑，銷售結構變化及費用增加，每股盈利同比減少 21.7%。

維持高分紅比

中東局勢對宏觀經濟帶來不確定性，公司產品具剛需屬性，預期公司經營可保持韌性。公司將加快跨境電商平台的擴張及通過髮型設計業務促進人髮接髮產品的銷售，多元化銷售渠道有助增厚經營韌性。派息金額下跌，但分紅比略提高。全年派息比率約為 98%。對應當前股價股息率約 10%。

財務數據與估值

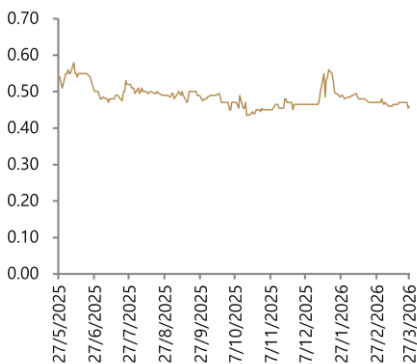
年結日：12月31日

(百萬港元)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
收入	1,100.4	979.2	1,016.4	1,044.3
歸屬母公司淨利潤	66.3	51.0	39.9	30.7
每股盈利(港元)	0.10	0.08	0.06	0.05
同比	22.6%	-22.2%	-18.7%	-21.7%
市盈率(倍)	4.6	5.8	7.7	9.2
股息率	11.7%	15.4%	12.6%	10.2%

資料來源：彭博及軟庫中華

股價表現

(港元)



	1 個月	3 個月	12 個月
股價變動	-2.1%	-1.1%	-8.0%
相對恆指	4.2%	2.3%	-13.8%

資料來源：彭博及軟庫中華

2025 財年業績數據

百萬港元							
年結日：12月31日	FY24	FY25	FY25 同比	1H25	2H25	2H25 同比	2H25 環比
收入	1,016.4	1,044.3	2.7%	465.7	578.6	17.8%	24.2%
假髮、假髮配件及其他	882.1	979.0	11.0%	423.3	555.7	26.2%	31.3%
- 高端人髮接髮產品	109.7	38.2	-65.2%	21.8	16.4	-63.1%	-24.4%
- 萬聖節產品	24.6	27.1	10.0%	20.6	6.4	1.6%	-68.8%
毛利	243.5	243.3	-0.1%	112.7	130.6	3.7%	15.8%
經營開支	(160.8)	(168.9)	4.9%	(78.4)	(90.4)	5.0%	15.3%
經營利潤	95.2	80.6	-15.3%	42.6	38.1	-16.1%	-10.6%
融資成本	(42.4)	(34.1)	-19.6%	(6.2)	(28.0)	-26.6%	353.6%
稅前利潤	52.7	46.5	-11.8%	25.0	21.5	-12.2%	-14.0%
期內利潤	39.7	30.8	-22.6%	18.8	11.9	-24.7%	-36.7%
- 公司股權持有人應佔利潤	39.9	30.7	-23.1%	15.5	15.2	1.0%	-2.1%
每股盈利(港仙)	6.12	4.79	-21.7%	2.41	2.39	2.8%	-0.8%
中期股息(港仙)	3.00	2.00	-33.3%	2.00	不適用	不適用	不適用
末期股息(港仙)	2.80	2.70	-3.6%	不適用	不適用	不適用	不適用
全年股息(港仙)	5.80	4.70	-19.0%	不適用	不適用	不適用	不適用
財務比率							
毛利率	24.0%	23.3%	-0.66 百分點	24.2%	22.6%	-3.07 百分點	-1.65 百分點
經營開支/收入	15.8%	16.2%	0.33 百分點	16.8%	15.6%	-1.90 百分點	-1.21 百分點
經營利潤率	9.4%	7.7%	-1.64 百分點	9.1%	6.6%	-2.66 百分點	-2.56 百分點
淨利潤率	3.9%	2.9%	-0.96 百分點	4.0%	2.1%	-1.16 百分點	-1.98 百分點
派息比率	94.8%	98.1%	3.25 百分點	83.2%	不適用	不適用	不適用

資料來源：公司及軟庫中華

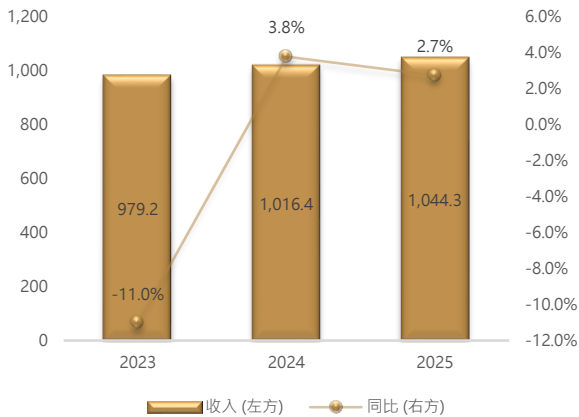
環境、社會和管治要點

- 於 2021 財年，公司已設定 3 個減少碳足跡的主要目標，包括在 2031 年減少 5% 溫室氣體排放、減少 5% 能源消耗及減少 10% 水消耗，並將該等環境、社會及管治目標納入策略管理。公司已針對香港特別行政區政府建議的重點範疇採取應對措施，為實現零碳經濟作出貢獻。
- 氣候風險：
 - 轉型風險 — 預計政府及監管機構將實施更嚴格的环境政策及更重的罰款，公司策略確保廠房符合相應司法權區的污染條例，避免法律責任及運營中斷。在嚴格的環境監管下，化石燃料預計將在未來被逐步淘汰，公司策略制定業務模式的過渡計劃，從化石燃料轉向可再生能源，如太陽能電池板。
 - 實體風險 — 急性風險：孟加拉為一個地勢低窪的沿岸國家，氣候變化將引起更頻繁的降水事件及更高的洪水機會，導致通信系統、交通、廠房運作的中斷和造成機器折舊。公司策略採購保險，減低經濟損失。慢性風險：溫度持續上升及海平面上升，公司策略制定相關政策，以儘量減少對業務的影響。

風險

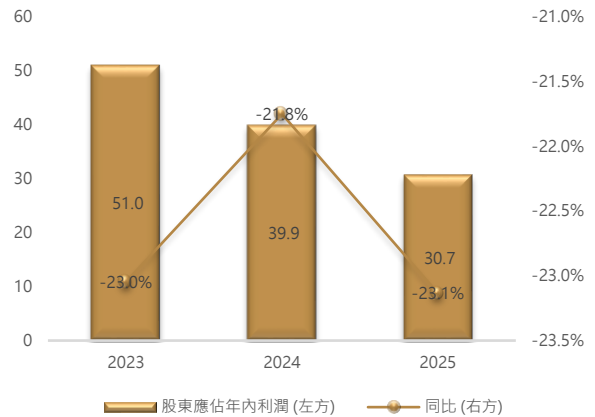
- 市場競爭加劇；
- 原材料、營運成本急升；
- 孟加拉政治風險；
- 新業務拓展不及預期。

收入(百萬港元)及同比變動



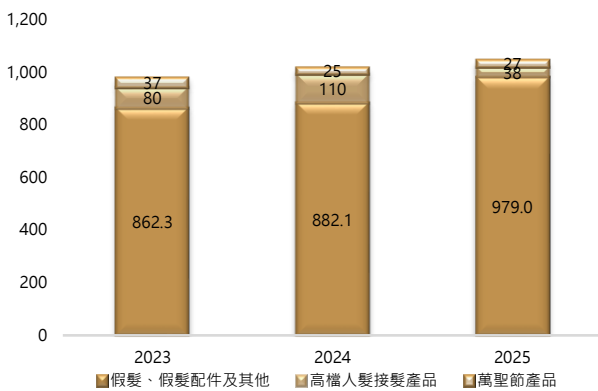
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

股東應佔利潤(百萬港元)及同比變動



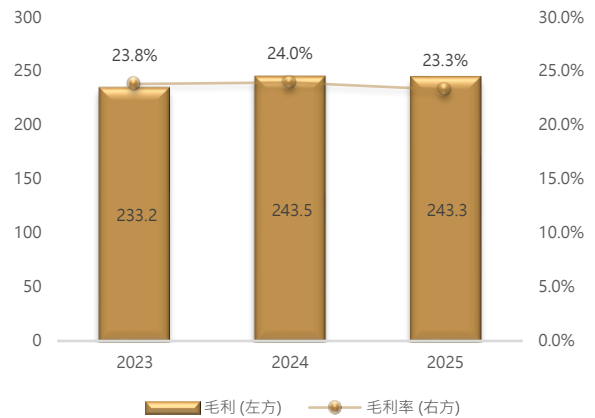
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

按產品收入分佈(百萬港元)



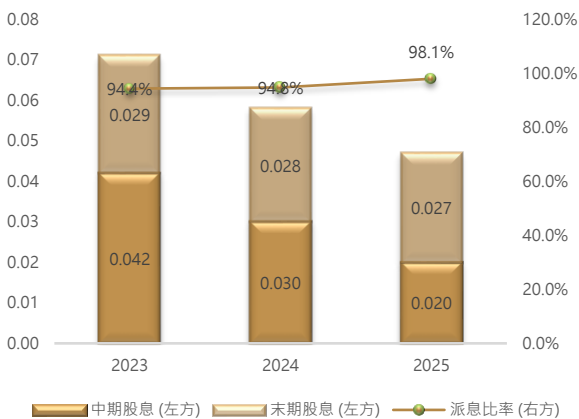
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

毛利(百萬港元)及毛利率



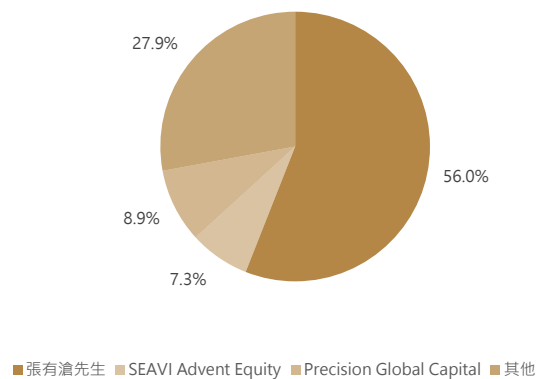
資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

股息(港元)及派息比率



資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

股東結構



資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

財務報表及主要財務比率

損益表

年結日：12月31日 (百萬港元)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
收入	1,100.4	979.2	1,016.4	1,044.3
<i>同比變動</i>	-8.9%	-11.0%	3.8%	2.7%
銷售成本	(843.3)	(746.0)	(772.8)	(801.0)
毛利	257.1	233.2	243.5	243.3
其他收入	5.1	5.2	5.2	4.9
經營開支	(170.8)	(149.6)	(153.8)	(169.3)
經營利潤	91.4	88.8	95.0	78.9
融資成本	(29.8)	(34.8)	(39.5)	(31.2)
合營及聯營企業損益	-	-	-	-
稅前盈利	62.2	54.8	52.7	46.5
所得稅開支	(3.9)	(6.6)	(13.0)	(15.7)
淨利潤	58.3	48.2	39.7	30.8
少數股東損益	8.0	2.8	0.2	(0.1)
歸屬母公司淨利潤	66.3	51.0	39.9	30.7
<i>同比變動</i>	22.6%	-23.0%	-21.8%	-23.1%
每股盈利(港元)	0.10	0.08	0.06	0.05
<i>同比變動</i>	22.6%	-22.2%	-18.7%	-21.7%
每股股利(港元)	0.05	0.07	0.06	0.05
EBITDA	149.9	138.0	133.1	113.0

資產負債表

年結日：12月31日 (百萬港元)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
固定資產	618.7	580.6	532.5	504.9
無形資產	-	-	0.9	-
其他非流動資產	60.0	66.4	69.6	75.4
非流動資產	678.7	647.0	602.9	580.3
存貨	476.0	521.4	488.5	510.8
貿易應收款項	195.5	214.9	210.1	247.2
現金或現金等物	78.6	90.6	115.7	98.4
其他	141.8	157.7	117.7	142.8
流動資產	891.9	984.6	932.0	999.2
總資產	1,570.6	1,631.6	1,534.9	1,579.5
長期借貸	22.3	44.6	63.9	48.9
其他非流動負債	7.5	7.8	6.9	8.7
非流動負債	29.7	52.4	70.8	57.6
應付款項	35.4	73.7	61.4	73.6
短期貸款	527.6	570.4	508.5	553.4
其他流動負債	89.7	89.9	99.0	121.1
流動負債	652.8	734.1	668.9	748.0
總負債	682.5	786.5	739.7	805.6
股東權益	896.4	851.6	800.1	779.3
非控股權益	(8.3)	(6.5)	(4.9)	(5.4)
總負債及總權益	1,570.6	1,631.6	1,534.9	1,579.5

資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

現金流量表

 年結日：12月31日
(百萬港元)

	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)	財務指標	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)	2025 (A)
稅前利潤	62.2	54.8	52.7	46.5	收入同比變動	-8.9%	-11.0%	3.8%	2.7%
折舊與攤銷	58.5	49.2	38.1	34.2	每股盈利同比變動	22.6%	-22.2%	-18.7%	-21.7%
營運資金變動	271.7	250.7	276.2	不適用	毛利率	23.4%	23.8%	24.0%	23.3%
其他	29.2	29.5	26.7	不適用	經營利潤率	8.3%	9.1%	9.3%	7.6%
經營活動現金流	421.6	384.2	393.6	不適用	淨利潤率	6.0%	5.2%	3.9%	2.9%
					EBITDA 利潤率	13.6%	14.1%	13.1%	10.8%
資本開支	(26.8)	(27.2)	(29.0)	不適用	股本回報率	7.3%	5.8%	4.8%	3.9%
其他	(11.7)	1.0	42.4	不適用	資產回報率	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%
投資活動現金流	(38.5)	(26.3)	13.4	不適用	流動比率	136.6%	134.1%	139.3%	133.6%
					速動比率	63.7%	63.1%	66.3%	65.3%
權益變動	-	-	-	不適用	現金比率	12.0%	12.3%	17.3%	13.2%
淨借貸	(313.3)	(219.0)	(296.0)	不適用	負債權益比率	61.3%	72.2%	71.5%	77.3%
股息支出	(19.2)	(54.2)	(38.4)	不適用	庫存周轉天數	205.1	244.0	238.5	227.7
其他	(35.9)	(69.7)	(44.0)	不適用	應收款項周轉天數	71.3	76.5	76.3	79.9
融資活動現金流	(368.4)	(342.9)	(378.3)	不適用	應付款項周轉天數	17.3	26.7	31.9	30.8
淨現金變動	14.7	15.0	28.7	不適用	營運資金周轉天數	259.1	293.8	282.9	276.9
公司自由現金流	394.8	356.9	364.7	不適用	股息支付率	55.9%	94.4%	94.8%	98.1%

資料來源：彭博、公司資料及軟庫中華

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究評級

軟庫中華金融的股票評級：

建議強烈買入：未來 12 個月絕對增長超過 50%

建議買入：未來 12 個月絕對增長超過 10%

建議持有：未來 12 個月絕對回報在 -10%至+10%

建議沽售：未來 12 個月絕對下降超過 10%

建議強烈沽售：未來 12 個月絕對下降超過 50%

披露：投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融服務有限公司或其同系附屬/關聯公司正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發布日時軟庫中華金融所發佈，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在適用法律許可情況下，在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給特定客戶、專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。