

ハビックス

Kabugami Research Report | V3.1-WT structured full version

低PBR

高配当

ユニ・チャーム

44億円CAPEX

不織布

OEM検証

Kabugami V3.1-WT Score

72.5 / 100

Rating

B+ / A- 候補

Type

低位圧縮
OEM検証型

卫生材料

不織布

衛生用紙

低流動性

東証改革候補

RSET 2026H2-2028

这不是一家普通的纸业公司。

3895 ハビックス是一家以卫生用原纸、不织布和部分OEM为核心的小型制造企业。它的表面特征是 PBR 约 0.40 倍、配当利回り约 4%、市值约 32 億円；但本报告的核心不是“便宜”，而是检验 2027 年 4 月 ユニ・チャーム宠物护理OEM投产后，公司能否从低附加值材料商转向稳定加工制造商。

核心判断：3895 可以入库观察，但暂不适合作为核心仓。它的机会来自低PBR、股东结构稳定、ユニ・チャーム订单可见性、政府补助和东证改革；风险来自旧业务减益、低价替代、客户集中、44億円 CAPEX、38億円变动利率贷款和极低流动性。

目录

1. 封面与核心结论
2. 第一层：企业内容客观呈现 - 四季报整理版
3. 第二层：Kabugami × ChatGPT 协同研究挖掘
4. 第三层：Kabugami 技术结构层 - 自适应非线性阻尼振荡模型
5. 第四层：V3.1-WT 评分与入库判断
6. 第五层：后续观察清单、触发点与风险监控
7. 资料来源、Compliance 与风险声明

排版遵循本系列 8585 报告风格：封面清晰、主要章节分页、表格与叙事结合、结论-依据-机制-风险-小结。

0. 总结先行 | 3895 的一句话判断

3895 是一只 B+ 上位 / A- 候补的低估值小型制造业转型验证股。它的机会不是来自“PBR低”本身，而来自 2027 年 4 月ユニ・チャーム宠物护理 OEM投产后，是否能把低附加值材料商重新定价为稳定加工制造商。

本报告的最终判断是：可以入库观察，但不宜作为核心仓。原因在于，ユニ・チャーム项目真实、订单可见性较高、政府补助和东证改革提供加分；但旧业务仍在减益，低价中国品和替代素材正在压制主业，44億円CAPEX和38億円变动利率贷款显著降低容错率，合同利润条款也未披露。

问题	本报告判断
公司性质	不只是纸业股，而是卫生材料、不织布、卫生原纸与OEM转型的小型制造企业。
最大机会	ユニ・チャーム宠物护理OEM若能带来70-90億円级销售并提升利润率，PBR修复空间存在。
最大风险	客户议价权强、产品并非硬垄断、44亿CAPEX与38亿贷款可能把收入增长变成利润压力。
为什么市场没完全入价	投产在2027年、利润率未披露、旧业务弱、流动性差，市场在等验证。
当前定位	观察仓 / 验证仓；等待2026H2-2028的RSET窗口确认。

核心句：3895 的上行弹性取决于 OEM 项目能否改善ROE，而不是单纯靠低PBR自动修复。

第一层：企业内容客观呈现

四季报整理版：用公司公开资料与四季报数据先建立公司全貌，再进入第二层深挖。

本层阅读重点

- 公司是谁、做什么、规模如何
- 四季报如何描述旧业务压力与OEM变化
- 进入第二层前先建立客观全貌

1. 第一层核心观察

ハビックス是一家以卫生用途原纸与不织布为两大主轴的小型制造企业。公司原名为福村製紙，1950 年 12 月设立，2005 年 2 月上市，本社位于岐阜市福光東，主要生产据点集中在岐阜县，包括伊自良工场、本巢工场、海津工场，并设有东京事务所。^[S14]

从四季报信息看，公司并不是普通综合纸业公司，而是更加偏向卫生材料、食品服务消耗品、宠物用品、医疗・介護用途材料的细分供应商。其不织布包括化繊不織布和パルプ不織布，前者主要用于纸尿裤表面材料等，后者主要用于外食产业のおしぼり、クッキングペーパー等；公司也进行部分クッキングペーパー OEM 供给。^[S14]

第一层画像：低PBR、低市值、低流动性的小型制造企业；以卫生原纸与不织布为主的细分材料供应商；正在通过 44 億円新工厂投资进入ユニ・チャーム宠物护理产品受托生产的转型公司。

2. 公司基本信息

项目	内容
证券代码	3895
公司名	ハビックス / HAVIX CORPORATION
旧社名	福村製紙
上场年月	2005 年 2 月
设立年月	1950 年 12 月
本社所在地	岐阜市福光東 3-5-7
主要事业所	东京事务所；伊自良工场；本巢工场；海津工场
员工数	205 名
平均年龄	40.4 岁
平均年收	593 万円
交易单位 / 最低购买金额	100 股 / 约 4 万円

从企业规模看，ハビックス是一家非常典型的地方型小型制造企业。员工数 205 名，市值约 32 億円，单元买入金额约 4 万円，属于个人投资者较容易参与、但机构资金难以大规模进出的股票。结合后面的人均指标可以看到，公司销售规模并不小，但利润率和人均营业利益波动较大，说明其价值链位置仍明显受成本、价格和客户议价影响。

3. 主营业务结构：不织布与卫生原纸两本柱

四季报对公司特色的描述是：不織布と衛生向け原紙が二本柱；不織布は紙おむつ表面材や調理ペーパー用中心；産業向け、医療・介護用途の拡大にも注力。^[S14]

不织布业务 介于纸与布之间的功能片材，可用于纸尿裤表面材、宠物用品、医疗・介護用品、食品服务用品、工业部材。优点是用途广，缺点是标准化产品容易被低价品和替代素材压制。	卫生原纸业务 用于卫生材料、纸尿裤、介護用品、食品服务消耗品等。相较传统印刷纸，需求场景更偏消耗，但并未完全摆脱价格竞争。	OEM 延伸 公司已进行部分クッキングペーパー OEM，并计划 2027 年 4 月起为ユニ・チャーム生产宠物护理商品，这是材料供应向受托生产延伸的关键变化。
--	--	--

4. 最新四季报判断：连续减益与受托生产并存

连续减益：四季报指出，不织布、原纸均继续与低价品和中国制品竞争，销售数量减少；后半期外食和宠物シート需求改善，但不足以弥补整体下滑；即使推进原材料和燃料费上涨的价格转嫁，营业利润仍继续下降。^[S14]

受托生产：公司正在建设 44 億円新工厂，计划自 2027 年 4 月起，为不织布等纳入客户ユニ・チャーム进行宠物护理商品受托生产。停滞的纸尿裤向不织布、原纸，在成人用方向存在活路。^[S14]

第一层重要矛盾：旧业务正在承受低价品、替代素材、原材料和燃料费压力；同时新OEM又可能改变公司位置。3895 的投资判断，必须同时看旧业务恶化与新业务转型，不能只看一边。

5. 业绩变化：2024-2025恢复后，2026再度下滑

決算期	売上高	営業利益	経常利益	純利益	1株益	1株配
2021/3	10,647	768	824	561	71.5	16
2022/3	10,897	-62	9	-2,448	-311.6	12
2023/3	12,084	-92	-25	52	6.7	12
2024/3	13,204	755	882	674	86.9	16
2025/3	13,403	695	792	672	86.2	18
2026/3	12,110	428	474	547	69.9	16
2027/3 予	11,800	380	380	270	34.5	16
2028/3 予	12,500	350	350	250	31.9	16

这组数据说明，公司并非稳定成长型。2022 年出现大额亏损，2023 年营业亏损但净利润小幅为正，2024、2025 年恢复盈利，2026 年又出现销售和营业利润下滑。四季报预测 2027、2028 年销售和利润仍处在低位，这说明市场并未提前把ユニ・チャームOEM完全乐观入价。

6. 盈利能力、效率与资本回报

决算期	ROE	ROA	EBITDA	财务杠杆	Net D/E	总资产周转率	人均売上高	人均営業利益
2022/3	-39.9%	-20.8%	527	1.9x	0.2x	0.9x	4,717万円	-27万円
2023/3	0.8%	0.4%	125	2.0x	0.2x	0.9x	5,837万円	-45万円
2024/3	10.0%	5.1%	904	1.9x	-0.1x	1.0x	6,472万円	370万円
2025/3	9.2%	5.4%	902	1.6x	0.0x	1.0x	6,443万円	334万円
2026/3	7.0%	3.9%	681	1.7x	0.0x	0.8x	5,907万円	208万円
2027/3 予	3.5%	1.9%	-	-	-	-	-	-
2028/3 予	3.2%	1.8%	-	-	-	-	-	-

ROE 从 2024 年 10.0%、2025 年 9.2%下降到 2026 年 7.0%，四季报预测 2027 年为 3.5%、2028 年为 3.2%。这说明公司资本回报正在弱化。EBITDA 仍为正，但已从 2024-2025 年约 9 億円水平下降到 2026 年 6.81 億円。人均营业利益从 370 万円下降到 208 万円，说明人均创利能力也在下滑。

7. 估值、股价指标与流动性

項目	数値
時価総額	約 32 億円
売買単位 / 最低購入金額	100 股 / 約 4 万円
売買代金 / 22日平均売買代金	約 1 百万円 / 約 3 百万円
出来高	3,200 股
予想PER 2027/3 / 2028/3	12.12 倍 / 13.07 倍
実績PBR	0.40 倍
予想配当利回り	約 4.00%
DOE	1.6%
1株純資産	984.5 円
自己株保有率	4.1%

PBR 0.40 倍和配当利回り約 4.0%构成表面吸引力。但由于 2027、2028 年预测利润较低，予想 PER 已在 12-13 倍附近，不能简单按“低PER股”处理。低估值中包含旧业务减益、低流动性、大额投资和利润不确定性的折价。

売買代金約 1 百万円、22 日平均約 3 百万円，意味着 3895 是明显低流动性股票。它不能按大型股方式下单或出入，实际投资要考虑限价、分批、仓位上限和极端情况下的退出困难。

8. 股东结构：创始家族、地方金融机构与低机构关注

排名	股东名	保有比率	保有株数
1	酒井正吾	7.85%	642,500
2	福村大介	5.41%	442,989
3	十六銀行	4.70%	385,000
4	岐阜信用金庫	4.59%	376,000
5	福村善光	4.18%	342,400
6	丸紅	4.15%	340,000
7	自社（自己株口）	4.15%	339,616
8	大垣共立銀行	3.67%	300,000
9	自社従業員持株会	2.47%	202,560
10	ヤマニ洋紙工業	2.07%	169,300

項目	数値
株主総数 / 単元株主数	3,858 名 / 2,869 名
少数特定者割合	45.49%
外国人 / 投信 / 年金信託	1.03% / 0.98% / 0.05%
浮動株比率	16.0%
自己株式保有比率	4.15%

股东结构具有明显地方企业特征。创始家族相关股东、地方金融机构、丸紅和员工持股会都在前十大中。外国人、投信、年金信托持股极低，说明机构资金关注度有限。正面看，可能存在信息差；负面看，缺乏外部治理压力，低估值也可能长期持续。

9. 第一层小结：进入第二层前的公司全貌

ハビックス是一家位于岐阜、历史较长、规模不大的卫生材料型制造企业。它以不织布和卫生向原纸为两大支柱，服务于纸尿裤表面材、外食用おしぼり、クッキングペーパー、宠物用品、医疗・介護、产业用途等。它不是终端品牌公司，而是更靠近供应链中间材料和受托生产环节。

公司过去几年业绩波动较大。2024、2025 年曾恢复盈利，但 2026 年销售和营业利润重新下降。四季报预测 2027、2028 年仍为低利润状态。公司当前面对低价格品、中国制品和替代材料竞争，即使推进原材料和燃料费的价格转嫁，营业利润仍承压。

估值上，PBR 约 0.40 倍、配当利回り约 4%具有吸引力；但低估值包含了旧业务减益、价格竞争、低流动性、大额投资和新工厂收益不确定性的折价。最重要的结构变化是 44 億円新工厂，计划自 2027 年 4 月起为ユニ・チャーム进行宠物护理商品受托生产。

第一层结论：3895 不是单纯低PBR资产股，也不是已经完成转型的成长股。它是旧业务承压、估值低、流动性弱、股东结构稳定，同时拥有ユニ・チャームOEM转型机会的小型卫生材料制造企业。

第二层：Kabugami × ChatGPT 协同研究挖掘

核心不是证明公司便宜，而是验证：OEM是否创造利润，CAPEX是否回收，客户关系是否足以抵抗低价替代。

本层阅读重点

- 验证ユニ・チャーム合作是否创造利润
- 拆解44亿CAPEX、38亿贷款和补助
- 反证产品护城河、竞争、客户议价和流动性

1. 股票分类与研究主线

3895 不能放进“普通纸业股”里粗暴比较。它同时具有四重属性：

- 低PBR小型制造业股：PBR低、配当不差、市值很小。
- 卫生材料 / 不织布 / 卫生用纸供应商：不是传统大纸厂。
- 从材料供应商向卫生用品加工 / OEM 转型：新工厂是公司形态转换的抓手。
- 极低流动性股票：价值判断必须和买卖执行性一起看。

所以最准确的分类不是“便宜纸业股”，而是：**低估值小型制造业 × 大客户绑定CAPEX验证型 × 东证低PBR改善候选 × 极低流动性折价股。**

2. 产品深挖：不是空壳，但也不是硬垄断

2.1 パルプ不織布

公司パルプ不織布采用エアレイド製法，把 fresh pulp 均匀分散成高高不织布，特点是吸水性、柔软性和空气层。公司披露其生产机器为国内最大规模，并可做 3 层结构、纤维配合和功能性药剂调整。^[S6]

说人话：这不是普通纸，而是介于纸和布之间的吸水功能材料，可用于厨房纸、吸水片、医疗・介护、宠物、卫生 and 食品相关消耗品。它有一定 customer-specific 定制属性，但定制不等于不可替代。真正壁垒要看客户认证、长期供货、价格转嫁和替代难度。

2.2 化合纖不織布

化合纖不織布采用エアスルー製法，用 PE、PP、PET 等纤维热融着，特点是蓬松、透气、透液、柔软。它可用于纸尿裤、宠物尿垫、卫生用品、过滤材料等。^[S6]

2.3 衛生用紙

公司衛生用紙使用 fresh pulp，强调通气性、湿水后强度、薄纸规格和客户定制，用于纸尿裤、湿巾等卫生用品。^[S6]

产品结论：3895 有真实工艺和定制能力，但不构成绝对护城河。其壁垒更接近“客户认证 + 品质稳定 + 定制配方 + 本土供给 + 后续一贯生产”的软壁垒。

3. ユニ・チャームプロダクツ是谁？

ユニ・チャームプロダクツ株式会社是ユニ・チャーム株式会社 100% 持有的制造子公司。ハビックス公告披露，该公司资本金 200 百万円，设立于 2002 年 1 月 1 日，主要业务为婴儿纸尿裤、生理用品等制造，大股东为ユニ・チャーム株式会社 100%。^[S2]

从ユニ・チャームプロダクツ官网看，它并非新公司，而是ユニ・チャーム集团长期制造体系的核心整合平台。其历史包括 2002 年由ユニ・チャーム东日本、ユニ・チャーム中日本、チャーム工业整合而来；2012 年吸收整合ミュウプロダクツ；2017 年部分制造转给ユニ・チャーム国光ノンウーヴン；2024 年从ユニ・チャーム本体整合宠物护理生产・物流功能。^[S7]

ユニ・チャーム 2023 年资料解释了将宠物护理生产・物流功能移管到ユニ・チャームプロダクツ的目的：提高集团机动性、强化 value chain resilience、统一生产物流人才培养，并融合不织布・吸收体加工成型技术与宠物护理生产技术，创造新附加价值。^[S8]

判断：对 3895 来说，ユニ・チャームプロダクツ不是普通买家，而是ユニ・チャーム集团生产、物流、品质、成本、供应链控制的执行主体。

4. OEM 合作的结构：真实订单，但利润条款不透明

ハビックス公告的关键事实包括：公司将承接ユニ・チャーム株式会社销售的部分宠物护理产品生产；为此新设工厂；目标 2027 年 4 月开始运营；新工厂生产产品全部由ユニ・チャームプロダクツ买取；公司卫生用纸和不织布此前已被该产品采用，未来也将继续采用，并构建从素材到最终产品的一贯生产体制。^[S2]

这降低了“建厂后卖不出去”的风险，也说明双方不是刚开始合作，而是从材料采用延伸到成品受托生产。但公告同时披露双方没有资本关系、没有人员关系，只是交易关系，且ユニ・チャームプロダクツ是公司的主要销售客户。^[S2]

正面

- 订单可见性高。
- 不是先建厂再找客户。
- 原有材料继续采用。
- 公司有机会从材料供应商升级为加工制造商。

负面

- 利润率、最低采购量、定价公式未披露。
- 客户议价权强。
- 对方没有资本绑定。
- 固定成本、折旧、质量责任和利率风险转移到 3895。

5. 对 3895 的收益与伤害

项目	收益	伤害 / 反证
业务定位	从纸・不织布メーカー向卫生用品メーカー延伸，积累制造 know-how。	如果只是低利润代工，销售增加但估值不一定提升。
订单可见性	新工厂产品全部由ユニ・チャームプロダクツ买取，销售风险较低。	利润条款未披露，买取不等于高利润。
供应链深度	原有材料继续采用，形成材料到最终产品一贯生产。	客户集中更高，一旦大客户压价或调整产品，3895被动。
2030目标	売上 200 亿、営業利益率 8.5%、ROE 10% 有现实抓手。	44亿CAPEX和38亿变动利率贷款降低容错率。
市场重估	若利润率兑现，PBR有修复空间。	在投产和利润验证之前，市场可能持续打折。

这不是单纯“利好”。它更像是一场公司形态转换：3895 用资产负债表和未来固定成本，换取进入ユニ・チャーム供应链更深一层的位置。

6. 对ユニ・チャームプロダクツ的影响：小财务影响，中等供应链影响

ユニ・チャーム 2026 年一季度资料显示，集团整体売上高 2,342 億円、core operating profit 315 億円，宠物护理业务是高成长和高利润的重要板块。资料还说明宠物护理领域要战略性活用 OEM/ODM，以速度、成本竞争力、份额扩大和盈利性改善为目标。^[S9]

情景	3895 OEM 年销售贡献	相当于ユニ・チャーム宠物护理年化销售比例	对ユニ・チャーム影响
保守	30 億円	约 1.9%	集团层面小；对特定SKU可补充国内产能
基准	60 億円	约 3.8%	对日本宠物护理供应链有中等影响
乐观	80-100 億円	约 5.0%-6.3%	对特定品类重要，但非集团决定性项目

量化判断是：对ユニ・チャーム集团整体财务影响较小；对日本宠物护理特定产品线的供应链韧性、成本和产能补充影响中等；对 3895 自身影响极大。这种力量不对等意味着，3895 的议价权天然弱于ユニ・チャーム。

7. ユニ・チャーム是否会压榨供应商？历史推演

公开资料难以得到ユニ・チャーム与所有供应商合作的“成功/失败比例”，因为失败合作通常不会披露。可验证的是结构性证据：ユニ・チャーム拥有成熟的供应商管理体系，2024 年针对 personal care 资材供应商、pet care 资材供应商、外部生产委托方等召开说明会，共 133 社、283 人参加，并要求供应商理解采购方针、品质管理、GHG 可视化等。^[S10]

这说明ユニ・チャーム不是弱采购方。它会系统化管理供应商，并持续要求品质、成本、ESG、交期和改善。由此推演，3895 不太可能获得“舒服的高毛利”。但ユニ・チャーム也不能把供应商压到不可持续，因为 3895 承担了 44 億円投资和工厂运营，若供应商财务不稳定，ユニ・チャーム自身的供应链也会受损。

情景	ユニ・チャーム态度	3895结果
压榨型	只给低加工费，原材料涨价难转嫁	销售增加但利润率不上升，甚至被折旧和利息吞噬
合理型	给稳定订单，允许一定加工利润，但持续要求效率改善	营业利益率有机会从 3.5% 提升到 6%-8%
共同成长型	一贯生产体系明显降成本/提品质，双方共享效率收益	接近公司 8.5% 目标利润率

当前推演：最合理的是“合理型但偏ユニ・チャーム优势”。不会是暴利，但若稼働率足够高、材料内制有效、定价条款合理，确实可能改善 3895 利润质量。

8. 增补 9 个固定模块逐项检查

模块	3895 观察结论	评级影响
流动性 / 成交量 / 买卖可执行性	单日売買代金可低至 1 百万円级，22 日平均约 3 百万円，买卖执行性很差。	明显扣分
浮动盘 / 信用残 / 筹码吸收力	创始家族、地方银行、丸紅、自社株、员工持股会较多；浮动株约 16%。筹码不散但吸收力弱。	小幅加分 + 流动性扣分
东证改革 / 低PBR改善真实性	公司已披露资本成本/股价意识经营，股东资本成本约 8%，提出运转资本压缩、DX、新事业、DOE 早期导入等。	方向加分，执行待验证
大额CAPEX投资回收模型	44 亿投资高于当前市值级别，38 亿贷款接近市值。项目成败决定公司重估。	高风险高弹性
客户绑定强度 / 采购承诺 / 议价权	产品全部由ユニ・チャームプロダクツ买取，但最低采购量、年限、价格公式未披露。	订单加分，议价扣分
原材料、能源、汇率与价格转嫁	公司已受低价中国品、替代素材、原燃料上涨和转嫁不足影响。	核心风险
同业ROE / 利润率 / 估值横比	日本纸业整体低PBR，3895 的特别点不在低PBR，而在OEM转型。	不能单靠低PBR给高分
役員报酬与治理成本	役員賞与引当金可查，但总报酬/业绩联动/外部董事监督还需有报核验。	待核验
催化剂时间表与等待成本	2026 年建设，2026 年末竣工，2027 年 4 月投产；等待期间利润锚不足。	观察仓逻辑

9. 大额 CAPEX 与 38 億円贷款风险模型

公司公告显示，新工厂初期投资约 44 億円，用途包括土地、建筑、附带机器装置及备品；新工厂预定 2026 年 1 月开工、2026 年 12 月竣工、2027 年 4 月 1 日开始业务。^[S2] 资金方面，公司公告 38 億円银团贷款，15 年、元金均等偿还、变动金利 + spread、不动产抵押。^[S3]

all-in 利率情景	第一年利息	第一年本金+利息	对2026营业利益428百万円压力
1.5%	0.57 億円	3.10 億円	可覆盖，但利润空间变窄
2.2%	0.84 億円	3.37 億円	可覆盖，但分红和维护投资空间下降
3.0%	1.14 億円	3.67 億円	压力明显
4.2%	1.60 億円	4.13 億円	几乎吃掉当期营业利益
5.0%	1.90 億円	4.43 億円	超过当期营业利益

日本央行已进入更正常化的利率环境，未来政策利率路径仍有不确定性。^[S12] 对 3895 来说，利率不是理论问题，而是直接影响新工厂项目 IRR 与现金安全垫。

假设没有新OEM贡献，偿债能力如何？

口径	1.5%	2.2%	3.0%	4.2%	5.0%	判断
用2026营业利润4.28亿/年偿还	约9.6年	约10.0年	约10.5年	约11.3年	约12.0年	理论可15年还清，但几乎占用利润
用过去10年平均营业利润约6.7亿/年偿还	约6.0年	约6.1年	约6.3年	约6.6年	约6.8年	看似安全，但历史波动很大
用过去10年平均净利润约3.0亿/年偿还	约14.3年	约15.1年	约16.3年	约18.7年	约20.8年	高利率下接近或超过15年

贷款结论：38億円贷款不会立刻压死公司，但显著降低容错率。若OEM利润率不够高，债务服务会把“低PBR安全感”变成“固定成本压力”。

10. 政府补助：重大加分，但不是无条件现金

ハビックス公告显示，新业务被采用为“中堅・中小企業の賃上げに向けた省力化等の大規模成長投資補助金”。补助对象为卫生用品加工事业的新工厂建设，补助事业所需经费为 3,589,362,000 円，目标賃上げ率为员工人均給与支給総額增加 5.50%、役員人均給与支給総額增加 4.52%，期间为 2028 年 3 月期至 2031 年 3 月期。^[S5]

该制度一般条件为：补助上限 50 億円，补助率 1/3 以下，投资额原则 20 億円以上，补助事业结束后 3 年员工人均給与支給総額年平均增长率需达到条件，未达成则可能按未达成率返还补助金。^[S11]

理论补助上限粗算：3,589,362,000 円 × 1/3 ≈ 1,196,454,000 円（约 11.96 億円）

但这只是制度与对象经费推算，不等于最终无条件到账金额。实际交付金额、时点、确认和返还条件仍需后续公告或交付决定书核验。

11. 竞争格局与护城河反证

3895 的不织布和卫生原纸不是“没有技术”，但也不是“不可替代”。公司自己已经承认受到低价格品、中国制品、替代素材、价格改定后订单减少的影响。这是最强的反证：如果产品具有硬垄断，客户不会如此容易因价格和替代品调整订单。

材料层

- 软壁垒：客户认证、定制配方、品质稳定、国内供应、长期交易。
- 弱点：普通材料可能被低价中国品、替代素材、其他不织布厂商替代。

OEM加工层

- 软壁垒增强：从材料到最终产品一贯生产，替换成本高于单一材料。
- 弱点：若只是代工加工费，大客户仍有强议价权。

竞争结论：3895 不是独占型公司，更像“细分材料供应商 + 大客户嵌入型OEM候选”。壁垒来自关系、认证、工艺组合和交付稳定，不来自绝对技术垄断。

12. 同业比较：低PBR是纸业常态，不能自动当作错杀

日本纸业整体低 PBR，原因包括资本开支重、需求结构性变化、资产回报低、价格转嫁困难。大王製紙、日本製紙、三菱製紙等综合纸业公司也长期低PBR。3895 的特别点不是“PBR低”，而是它有可能通过ユニ・チャームOEM改变业务结构。

比较角度	综合纸业样本	3895
业务范围	家庭纸、印刷纸、板纸、纸浆、特种纸等，资产重、规模大。	卫生材料、不织布、卫生原纸、部分OEM，小规模细分。
低PBR原因	行业结构性压力、ROE低、资产重。	旧业务承压 + 低流动性 + 新项目利润不透明。
机会来源	资产重组、价格转嫁、纸浆周期、资本政策。	ユニ・チャームOEM、一贯生产、低PBR改革。
风险核心	需求下滑、原燃料、债务、重资产。	客户集中、低价替代、44亿CAPEX、38亿贷款。

这也启发了与 4243、7208 的比较：不能只比较 PBR，而要比现金是否干净、CAPEX 是维护还是成长、产品是否细分独占、客户是否压价、低PBR是否有释放机制。

13. 2030目标如何实现？

公司在资本成本资料中提出 2030 目标：売上高 200 億円以上、営業利益率 8.5%以上、営業利益 17 億円以上、ROE 10% 以上、配当性向 25%以上或 DOE 目标。^[S4]

指标	2026/3 实绩	2030目标	需要的变化
売上高	121 億円	200 億円以上	增加约 79 億円以上
営業利益率	3.5%	8.5%以上	提升 5.0pt
営業利益	4.28 億円	17 億円以上	增加约 12.7 億円
ROE	7.3%	10.0%以上	资本效率必须高于资本成本
配当性向	22.9%	25%以上/DOE目标	還元方针需具体化

这些目标不可能仅靠 IR 强化或小幅 DX 实现。销售增长大概率需要新 OEM 贡献 70-90 億円级别；利润率提升则需要新工厂高稼働、材料内制、一贯生产降本、原业务止血、定价条款合理、折旧和利息可控。若新增 OEM 只是低加工费，8.5% 营业利益率将非常困难。

14. 贪婪情景：OEM能把数据与股价带到哪里？

这里不写目标价，只做情景敏感度。

情景	业务假设	经营结果	估值可能
保守	OEM年销售+40亿，利润率约3%，原业务继续承压	总销售约160亿，营业利益约5-6亿	PBR 0.4-0.6，股价修复有限
基准	OEM年销售+70-80亿，利润率6%-8%，原业务止血	销售约190-200亿，营业利益10-14亿，ROE 8%-10%	PBR 0.6-0.8，约590-790円静态敏感度
乐观	接近2030目标，销售200亿以上，营业利益17亿以上，净利润9-11亿	ROE 10%以上，市场相信可持续	PBR 0.8-1.0或PER 8-12倍，约800-1,200円以上敏感度

市场现在没有完全入价，原因不是完全没看到，而是利润质量未验证：投产时间远、合同利润条款不透明、CAPEX和贷款过大、利率上行、旧业务不强、ユニ・チャーム议价权强、流动性太低。因此当前价格更像“低位折价 + 事件等待”，不是“市场完全错误”。

15. 风险反证清单

- 为什么PBR低？ROE不稳定，2026年已低于公司认知的约8%股东资本成本。
- 利润是否恶化？2026销售和营业利润明显下滑，四季报预测仍偏弱。
- 产品是否有硬护城河？没有。低价中国品和替代素材已经造成压力。
- CAPEX是否过大？是。44億円投资大于当前市值级别。
- 客户是否集中？是。新工厂产品全部由ユニ・チャームプロダクツ买取，订单可见性和议价风险并存。
- 贷款是否安全？15年元金均等可以摊还，但高利率情景会明显挤压利润。
- 补助是否保证利润？不是。补助降低投资负担，但有条件、时点和返还风险。
- 流动性是否足够？不足。低流动性解释了一部分低估。
- 资本政策是否强？当前有配当与DOE方向，但没有强回购/注销证据。

第二层结论：3895 是真实产业转型股，不是空题材；但它不是确定性复利股。当前最合理定位是“低估值 + 大客户绑定 + 2027年验证”的事件型制造业转型股。

16. 财务安全与现金桥：不能把现金误读成净现金彩蛋

3895 第一眼容易被“现金不少、PBR很低、配当不错”吸引，但 Kabugami 框架要求用现金桥而不是只看现金余额。2026 年 3 月末，公司现金及存款约 39.28 亿円；同时存在电子记录债务、买挂金、一年内返还长期借款和长期借款。若把经营债务和有息债务从现金中扣除，股东真正可以拿来作为防守垫的净现金并不厚。

项目	金额	解释
现金及存款	约 39.28 亿円	表面现金垫，看起来接近市值级别。
电子记录债务	约 11.04 亿円	经营付款义务，不能视为可自由分配现金。
买挂金	约 10.16 亿円	供应商付款义务。
一年内返还长期借款	约 3.80 亿円	短期内需要偿还。
长期借款	约 25.23 亿円	未来偿债压力。
修正后现金桥	约 -10.96 亿円	现金 - 经营债务 - 有息债务后，并非净现金股。

这意味着，3895 不能像某些现金型小型股那样用“现金接近市值”作为核心安全边际。它的安全边际更多来自资产折价、配当、稳定客户与未来OEM利润，而不是干净净现金。尤其在 38 亿円新贷款执行后，资产负债表将从“相对稳健制造业”变成“杠杆化转型制造业”。

现金桥结论：3895 有财务韧性，但不是净现金防守股。未来必须看经营现金流是否足以同时覆盖债务服务、维护 CAPEX、分红和新工厂爬坡。

17. 股东、役員与资本政策：有地方稳定性，但股东价值释放仍未充分证明

股东结构显示，酒井氏、福村氏等创始家族相关股东仍占据重要位置，十六銀行、岐阜信用金庫、大垣共立銀行等地方金融机构持股明显，丸紅也位列前十大股东。这种结构对小型制造业有两面性：正面是股东稳定、地方金融支持和产业关系线索；负面是外部市场化治理压力可能不足。

资本政策方面，公司已经披露资本成本和股价意识经营资料，承认股东资本成本约 8%，并提出 ROE、PBR、配当性向、DOE、IR 强化等方向。^[S4] 但从 Kabugami 框架看，这仍属于“方向明确”，尚未变成“真金白银持续提高每股价值”。

资本政策项目	当前观察	Kabugami判断
配当	2026 年每股 16 円；未来预测维持 16 円附近。	稳定但不激进，收益率吸引力主要来自股价低。
配当性向	公司提出 25% 以上目标，2026 年实际约 22.9%。	方向加分，但仍需兑现。
DOE	提出早期导入 DOE 指标。	若数值化，将明显提高资本政策可信度。
自己株	自己株保有率约 4.1%，但需核验用途。	若用于报酬处分，不等于提高每股价值；若注销，则加分。
回购	当前未见强力回购/注销政策。	不能按“强還元公司”加满分。
役員报酬	役員賞与引当金可见，但总报酬和业绩联动仍需有报核验。	治理待核验，不做重大缺陷判定。

3895 的治理暂不能说差，但也不能说已经充分股东友好。最关键的后续核验是：DOE 是否具体化、自己株是否注销、役員报酬是否与 ROE/PBR 改善挂钩、外部董事是否能监督 44 亿円 CAPEX 项目。

18. 估值深挖：便宜有原因，弹性也有条件

3895 的静态吸引力主要来自 PBR 约 0.4、配当利回り约 4%、BPS 约 984.5 円和市值约 32 億円。但纸业和材料制造业普遍低PBR，因此不能仅凭PBR给出高评级。真正的问题是：未来 ROE 能否稳定超过股东资本成本，并把市场从“低PBR资产折价”重新引导到“转型成功制造业”的定价框架。

估值路径	需要满足的条件	可能结果
PBR 0.4 长期停留	旧业务下滑，新OEM利润率不明，流动性低，DOE未具体化	价值陷阱，配当提供部分等待收益
PBR 0.6 修复	新工厂按期竣工，OEM销售贡献可见，原业务止血	静态敏感度约 590 円附近
PBR 0.8 修复	OEM利润率合理，ROE回到8%-10%，市场相信资本效率改善	静态敏感度约 790 円附近
PBR 1.0 修复	ROE稳定10%以上，DOE/還元清晰，低PBR改革得到市场认可	静态敏感度约 985 円以上
PER重估	净利润提升至9-11億円且可持续	若PER 8-12倍，弹性可能进一步扩大

最现实的中期路径不是直接冲向 PBR 1.0，而是先从“利润未验证的低PBR”修复到“项目兑现中的PBR 0.6-0.8”。如果公司只是销售增加而利润率没有提升，市场不会给它成长估值。

估值结论：便宜是真的，但便宜不是充分理由。3895 的估值上行必须由 OEM 利润率、ROE改善、DOE具体化、流动性改善共同触发。

19. 第二层完整结论：为什么现在只能给 B+ 上位 / A- 候补

3895 的优点很清楚：它不是空壳；它有真实产品、真实客户、真实公告、真实工厂、真实贷款和真实补助线索。ユニ・チャームプロダクツ不是弱客户，而是ユニ・チャーム集团制造体系核心；新工厂产品全部被买取，说明销售端可见度较高；从材料到最终产品的一贯生产，也确实可能让ハビックス从低附加值材料商向更高价值链位置移动。

但缺点同样清楚：不织布和卫生原纸不是硬垄断；公司已受到低价中国品、替代素材和价格转嫁困难影响；ユニ・チャーム的议价权明显强于 3895；44 亿円 CAPEX 超过当前市值级别；38 亿円变动利率贷款会放大利率周期风险；合同利润条款不透明；流动性极低；资本政策仍处在“方向提出”而非“强力兑现”阶段。

因此，3895 最准确的定位是：**低估值小型制造业转型验证股**。它可以入库观察，因为结构变化真实；但不宜作为核心重仓，因为利润质量尚未验证。真正的评级上调必须发生在 2027 年以后，而不是在新工厂尚未投产时提前把全部乐观情景打满。

第三层：Kabugami 技术结构层

基于 Kabugami 自适应非线性阻尼振荡模型，不采用普通技术分析叙事。

本层阅读重点

- 使用Kabugami自适应非线性阻尼振荡模型
- 不输出传统买卖点与价格目标
- 观察低位压缩是否转化为右侧显影

1. 技术图形输入：Kabugami v3.5.1 Quantum Core

本页采用用户指定的 3895 长期技术图形作为第三层输入。图中传统指标仅作为底层观测变量，正式报告不以传统技术指标名词给出交易建议。



图：3895 ハビックス 长期状态图 - TradingView / Kabugami v3.5.1 Quantum Core（用户提供，2026/6/28）。

2. Kabugami 状态空间观察

3895 的长期价格结构在历史高能峰值之后，已经经历多年能量耗散。当前状态不处于高位扩张末端，而是回到长期低能平台附近，呈现低位压缩与等待外部扰动的状态。

从状态空间看，2024 年曾出现一次恢复性外部扰动，但该扰动没有形成稳定的吸引子迁移。系统随后重新回到低位压缩带，说明市场对基本面改善的确认不足，资金能量尚未持续沉淀。

因此，3895 不是“高位退潮型”，也不是“强右侧确认型”。它更接近：低位压缩、右侧显影不足、等待 2026-2027 年基本面事件输入的观察型结构。

3. RSET 时间窗

RSET阶段	观察时间	核心变量	判断意义
RSET-1	2026H2	新工厂建设进度、融资执行、市场是否提前反映	判断低位压缩是否开始受外部事件扰动
RSET-2	2026年末-2027年初	竣工、补助进展、业绩预测修正可能	判断外部扰动是否转化为结构性预期
RSET-3	2027年4月后	OEM投产、销售贡献、利润率和折旧压力	判断右侧显影能否成立
RSET-4	2027-2028	资本效率、DOE、成交能量和市场再定价	判断吸引子是否真正迁移

第三层结论：低位压缩型，非高位过热；但右侧结构尚未充分显影。Kabugami 技术状态：B+ | 低位压缩观察型 | 右侧显影不足 | 等待外部催化确认。

第四层：V3.1-WT 评分与入库判断

统一权重下的当前评分，不因故事性而临时调权。

本层阅读重点

- 统一V3.1-WT权重，不临时调分
- 把经营、估值、资本政策和技术结构合成判断
- 确定入库、观察、核心仓与下修条件

1. V3.1-WT 评分

模块	权重	得分	理由
财务稳健与现金防御	18	13.5	自有资本比率尚可，但扣除经营负债和有息债务后不是净现金安全股；38亿贷款降低容错率。
隐形冠军 / 护城河 / 行业地位	18	11.0	细分材料与一贯生产有软壁垒，但不是独占或不可替代；低价替代已被公司证实。
盈利质量与现金流	14	9.0	真实业务和现金创造能力存在，但利润波动大，2026转弱，2027/2028预测仍低。
产品 / 供应链 / 客户结构	14	12.0	ユニ・チャーム项目真实、历史采用、全量买取；但客户集中和定价条款不透明。
估值与安全边际	12	10.0	PBR约0.4、配当约4%有吸引力；但纸业低PBR常态，不能给满分。
资本政策 / 股东回报 / 治理	10	6.0	有东证改革回应、配当性向25%以上和DOE方向；但回购/注销不强，治理成本待核验。
流动性 / 筹码 / 执行性	6	3.0	股东结构相对稳定，但流动性极弱，实际买卖执行性差。
Kabugami 技术结构	8	6.0	低位压缩，非高位过热；但右侧显影不足，需等待催化确认。

综合评分：72.5 / 100
评级：B+ 上位 / A- 候补
投资分类：可入库观察，不宜核心重仓。

2. 入库判断

3895 符合 Kabugami 库中“低估值小型制造业转型观察股”的入库条件，但尚未满足核心仓条件。主要原因是：OEM项目真实但利润率未验证；44亿CAPEX和38亿贷款过重；旧业务仍在下滑；产品护城河不是硬垄断；流动性太低。

如果 2027 年新工厂顺利投产、OEM毛利率合理、DOE数值化、债务利息压力可控、原业务止跌，评级可上调至 A-。如果新业务只是收入增加而利润率不升，或客户压价明显，则应降为 B 观察甚至剔除。

第五层：后续观察清单与风险监控

把故事变成可验证事件。

本层阅读重点

- 把故事变成可跟踪事件
- 列出上调与下调触发点
- 明确等待成本和风险监控

1. 触发点

时间	观察事项	上调条件	下调条件
2026H2	新工厂建设进度	按计划推进，无追加大额成本	延期、追加投资、补助延迟
2026年末	竣工与融资落地	38亿贷款执行利率压力可控	利率明显高于预期或担保条件不利
2027年4月	OEM投产	顺利投产、良率和交付稳定	投产延期、品质问题、客户调整
2027年内	利润率验证	销售贡献和营业利益率同步改善	销售增加但利润率不升
2027-2028	资本政策	DOE数值化、配当稳定、可能回购/注销	仅口号无实际还元
全期间	流动性和成交能量	成交放大且不短期过热	无量上涨或流动性枯竭

2. 最终一句话

3895 的投资有效性不在于“PBR 0.4 很便宜”，而在于它能不能用 44 億円 CAPEX 和 38 億円贷款，把自己从低附加值材料商，升级为ユニ・チャーム供应链里的稳定卫生用品加工商。

如果这个转型成功，当前市值确实可能低估；如果转型只是收入增加、利润率不升，甚至被折旧、利息和客户压价吞掉，那么它就是典型“小型低PBR价值陷阱”。

资料来源、Compliance 与风险声明

本页为报告固定组成部分。

本层阅读重点

- 列出资料来源
- 说明资料限制
- 固定加入Compliance与风险声明

1. 主要资料来源

编号	資料
S1	ハビックス株式会社 2026年3月期決算短信・決算資料（2026/5/14）
S2	ハビックス「新事業の開始に伴う工場の新設および製造委託に係る基本合意書締結に関するお知らせ」（2025/11/10）
S3	ハビックス「資金の借入（シンジケートローン）に関するお知らせ」（2025/11/10）
S4	ハビックス「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（2026/5/14）
S5	ハビックス「大規模成長投資補助金 採択に関するお知らせ」
S6	ハビックス製品情報：パルプ不織布、化合織不織布、衛生用紙
S7	ユニ・チャームプロダクツ 会社概要・沿革
S8	ユニ・チャーム「ペットケア事業の生産・物流機能をユニ・チャームプロダクツへ移管」資料
S9	ユニ・チャーム 2026年12月期 第1四半期決算説明資料
S10	ユニ・チャーム Sustainability Report 2025（サプライヤー説明会等）
S11	経済産業省 大規模成長投資補助金 公募要領・制度資料
S12	日本銀行 金融政策決定会合公表資料（2026/6）
S13	IRBANK ハビックス長期業績・キャッシュフロー推移
S14	東洋経済 四季報オンライン画面およびTradingView画像（ユーザー提供、2026/6/28時点）

注：ユーザー提供の四季報とTradingView截图用于第一层客观整理及第三层图形输入；外部公开资料用于第二层验证。不同来源在发布时间、会计口径、预测口径上可能存在差异。

2. 資料限制

- 本报告无法取得ユニ・チャームOEM合同全文，因此最低采购量、采购年限、定价公式、原材料转嫁机制、提前解除条款均为待核实验事项。
- 政府补助的最终交付金额、交付时点和返还条件需以后续交付决定及实绩确认资料为准。
- 役員总报酬、外部董事监督机制、restricted stock 具体安排需后续有価証券報告書和株主総会招集通知进一步核实验。
- Kabugami 技术层为自有模型观察，不等同于传统技术分析，也不构成买卖点提示。

Compliance / 风险声明 / 自用研究分享声明

本报告由 www.kabugami.com 与 ChatGPT 协同研究生成，仅供个人学习、研究框架复盘和自用研究分享。报告中任何内容均不构成证券投资顾问服务、投资建议、买卖建议、收益承诺、价格目标承诺或任何形式的招揽。

报告所引用的公司公告、四季报、网站资料、投资者说明资料、金融政策资料等均可能存在发布时间差、口径差、后续修正、翻译误差或理解偏差。报告中的财务测算、估值敏感度、RSET窗口、评分和评级均为研究模型输出，不代表未来事实。

3895 ハビックス属于小型、低流动性、低PBR、制造业转型验证型股票。其风险包括但不限于：原材料价格上涨、燃料费上涨、汇率变化、低价中国制品竞争、替代素材风险、客户集中风险、ユニ・チャームOEM利润率不及预期、44億円CAPEX回收不及预期、38億円变动利率贷款成本上升、政府补助条件未达成、低流动性导致无法按预期买卖、市场整体下跌、东证改革推进不及预期、公司治理与股东回报不及预期。

读者应自行核验所有关键资料，并结合自身风险承受能力、资金流动性需求、投资期限和税务情况独立判断。任何投资行为及后果均由投资者自行承担。