

3895 ハビックス株式会社 (HAVIX CORPORATION)

Kabugami V3.1 70.5/100 · B+

这家公司是做什么的

ハビックス主营纸浆和化纤不织布、卫生用纸原纸，产品用于餐饮吸水吸油材料、纸尿裤、宠物护理和医疗护理等场景；同时正在建设新工厂，为主要客户生产宠物护理成品。

最近亮点

2027年4月新岐阜工厂计划开始替ユニ・チャーム生产宠物护理成品，新厂生产的产品由对方全部买取；这将首次把公司从原材料供应商明显推进到成品加工制造。

Research cutoff 2026-08-14 · Kabugami Research

Compliance：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资劝诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

先看研究要点

为什么值得研究	国内采用 Airlaid 工艺生产纸浆不织布的企业仅 3 家，ハビックス拥有国内最大规模产线之一；新厂又拿到主要客户ユニ・チャーム的全量買取安排，新增产能的需求风险明显低于普通扩产。
最需要担心什么	44 亿日元投资配套 38 亿日元浮动利率贷款，规模相对公司净资产和市值都很大；全量包销降低销量风险，却把客户集中、执行、利息与专用资产风险集中到 2027 年之后。
Kabugami 现在怎么看	3895 最值得研究的不是“0.5 倍 PBR”本身，而是这座约 44 亿日元、几乎等于公司市值的新工厂，能否把已有材料关系升级成稳定加工利润，并把 ROE 从低于资本成本推回 10%以上。

01 | 投资问题与当前结论

1.1 真正要研究的是产业链升级，不是低 PBR

如果只看四季报标签，3895 很容易被归为“低 PBR、纸业、小市值、高股息”一类。但这会把真正重要的变化漏掉。

ハビックス过去主要卖材料：纸浆 Airlaid 不织布、化纤不织布和卫生用纸。2025 年 11 月，公司与ユニ・チャームプロダクツ签下新的制造委托框架，决定建设岐阜工厂，自 2027 年 4 月起替对方生产宠物护理成品；更关键的是，公司明确披露新工厂生产的产品全部由ユニ・チャームプロダクツ買取，而且ハビックス现有的卫生用纸和不织布仍会继续用于这些产品。(A4)

这意味着公司不是简单多建一座工厂，而是在改变自己所处的供应链位置：

以前卖原纸和不织布卷材，未来要把自己的材料继续加工成最终产品，再交给同一个大客户。

如果这个模式成功，价值不只来自新增销售额，还来自单位材料多出一道加工利润、客户关系更深、产品组合从原材料向成品延伸。公司自己也把这一变化定义为从“纸和不织布制造商”走向“卫生用品制造商”的第一步。(A4)(A11)

1.2 为什么现在值得认真看

第一，新增需求不是先建厂再找客户。新工厂全部产出已有买家，且买家本来就是公司的主要销售客户。这大幅降低了普通扩产最怕的“产能建好却卖不出去”风险。(A4)

第二，原有材料并非没有壁垒。公司官方资料显示，日本能够采用 Airlaid 方式生产纸浆不织布的企业仅 3 家；ハビックス拥有国内最大规模的 Airlaid 生产设备之一。(A8)(A9)

第三，估值仍然低，但低估值有现实原因。2026 财年 ROE 为 7.3%，公司估算股东资本成本约 8%，也就是说当前资本回报仍低于资本成本。市场给低 PBR 并非完全错误；真正的重估条件，是新业务把 ROE 和营业利润率抬起来。(A3)

1.3 最大问题：这是一笔对小公司非常大的投资

新工厂初期投资约 44 亿日元，配套银团贷款额度 38 亿日元、15 年、浮动利率加点并设不动产抵押。(A4)(A5)

2026 财年末公司净资产约 77.14 亿日元，因此 44 亿投资相当于净资产约 57%。按用户 2026-08-13 行情快照 489 日元粗算，公司发行股本市值约 40 亿日元，意味着这一个项目的初始投资甚至略高于整个公司的股票市值。

所以这不是多一条小产线。它会同时改变资产负债表、折旧、利息支出、客户集中度、固定成本结构、现金流波动和最终估值方式。

如果成功，3895 可能从低 ROE 材料厂变成有加工利润和长期订单的卫生用品供应链节点；如果失败，同一座工厂也会成为专用资产和债务负担。

1.4 当前动作

维持 70.5/100、B+，不因为 8 月的股价跳涨就上调评分。

理由很简单：公司最核心的价值变化还没有进入损益表。2027 年 4 月才计划投产，目前真正发生的是合同、土地、施工、融资和组织准备，而不是已经验证的利润。

因此当前最合适的定位仍然是：重点观察／验证仓。

下一阶段集中验证三件事：

1. 岐阜工厂能否按时投产；
2. 全量买取能否同时带来足够好的加工毛利；
3. 新利润能否覆盖折旧、利息和新增营运资金，让 ROE 真正超过资本成本。

02 | 公司本质与商业模式

2.1 公司到底卖什么

ハビックス不是普通造纸厂。公司现在有两大业务：(A7)

1. 不织布相关：纸浆不织布卷材及加工品、化纤不织布卷材；
2. 纸相关：卫生用纸原纸。

这些材料会进入非常日常的终端产品：

- 餐饮用厨房纸；
- 生鲜食品吸水垫；
- 湿巾、擦拭材料；
- 成人和婴儿纸尿裤；
- 宠物尿垫；
- 医疗、护理用擦拭和身体清洁用品；
- 厕所清洁用品。

因此需求不像景气制造设备那样大起大落，而更多跟食品、卫生、护理和宠物消费有关。

2.2 Airlaid 是什么，为什么有点特殊

Airlaid 可以简单理解为：

把木浆纤维打散后，不用水抄纸，而是用空气把纤维均匀铺成蓬松的网，再通过粘结和热处理形成不织布。

这种结构里有很多空气层，因此特别吸水、吸油、柔软，也可以混入不同纤维做功能设计。(A9)

ハビックス的纸浆不织布设备最大幅宽约 2,400 毫米，公司称其为国内最大规模 Airlaid 生产设备；官方介绍还明确称，日本生产此类 Airlaid 纸浆不织布的企业只有 3 家。(A8)(A9)

3895 最真实的技术壁垒不是一张“只有我有”的专利，而是少数厂商长期积累的设备、配方、成网、粘结、吸收性能和客户规格适配能力。

2.3 化纤不织布是另一条路线

公司还采用热风粘合（Air-through）方式，把 PE、PP、PET 等热塑性纤维通过加热粘合成蓬松不织布。特点是柔软、透气、透液，典型用途包括纸尿裤、宠物尿垫、卫生用品和过滤材料。(A10)

这条业务的技术稀缺度没有纸浆 Airlaid 那么高，但与卫生用品终端客户高度重合，所以对公司未来的一体化制造很重要。

2.4 纸业务：稳定，但议价压力最明显

卫生用纸原纸用于纸尿裤、宠物尿垫、厕所清洁等。它的优点是需求长期存在；缺点是更容易遇到客户降成本、海外低价替代、原材料切换，以及调价后的销量损失。

2027 财年第一季度纸业务销售同比下降 6.2%，公司明确解释为价格调整后的需求下降、出口减少，以及客户采购成本削减措施导致销售数量下降。(A1)

因此，这块业务目前更像需要守住的现金流基础，而不是估值重心。

03 | 产品、客户与供应链

3.1 产品结构：不织布已经比纸更重要

2026 财年不织布业务销售约 67.73 亿日元、分部利润 10.65 亿；纸业务销售约 53.36 亿、分部利润约 5.13 亿。(A2)

2027 财年第一季度进一步出现分化：

业务	第一季度销售	同比	分部利润	同比
不织布	17.46 亿日元	+5.4%	2.39 亿日元	-0.3%
纸	13.02 亿日元	-6.2%	1.09 亿日元	-3.1%

不织布销售增长，利润却基本持平，说明原材料涨价仍在吞噬增量；纸业务则直接受到销量下降影响。(A1)

3.2 餐饮市场：访日客流是顺风，中国低价品是压力

厨房纸、吸水垫等与餐饮和食品流通有关。公司指出访日游客增加帮助餐饮需求，但餐饮企业同时承受人手、材料、物流和能源上涨，因此正在调整采购和价格策略；2026 财年还明确提到低价中国制耗材替代。(A1)(A2)

这解释了为什么 3895 不能简单套用“消费稳定=利润稳定”。

终端需求稳定，不代表中间材料供应商有稳定议价权。

3.3 卫生用品：成人、宠物向上，婴儿向下

公司对市场的判断非常清楚：(A1)

- 宠物护理：宠物家庭化，需求保持韧性；
- 成人纸尿裤：老龄化、机构护理和居家使用增加，需求坚挺；
- 婴儿纸尿裤：出生人口减少，市场收缩，客户更强调高功能和低成本。

这也是为什么新项目选择宠物护理，而不是继续押注婴儿尿布原纸，逻辑上比较合理。

3.4 ユニ・チャーム关系：整份报告最重要的外部验证

ユニ・チャームプロダクツ不是突然出现的新客户。公司在适时披露中明确把它称为主要销售客户，现有卫生用纸和不织布已经用于相关产品。(A4)

新关系进一步变成：

现有材料供货 → 新工厂加工 → 宠物护理成品 → 全量由ユニ・チャームプロダクツ买取。

这条证据链比普通合作新闻强很多，因为它改变了客户关系深度、产能利用率可见度、材料内部消化、单位产品价值量和供应链位置。

3.5 供应端仍然会让利润波动

纸浆、PE、PP、PET、能源、物流和人工成本都不是ハビックス能够完全控制的。2027 财年公司业绩预测甚至明确采用 1 美元=162 日元的假设，说明汇率和进口成本仍是现实变量。(A1)

因此，新厂能否提高价值量很重要。只有增加加工附加值，才能降低“原料涨价、自己只能被动谈价格”的脆弱性。

04 | 竞争格局与产业关系

4.1 Airlaid 很稀缺，但不是独占

公司官方称国内 Airlaid 纸浆不织布生产商只有 3 家。(A8)

这是真实壁垒，但不能因此写成“无竞争”。公开官方资料至少能确认，王子キノクロス是很强的直接技术同行。对方拥有独自 Airlaid 制法，并称其制法属于世界主要 Airlaid 方式之一，可将高吸水性树脂（SAP）、活性炭、功能纤维等加入材料，覆盖食品、卫生、医疗、工业和农业用途。(B1)

所以ハビックス的竞争位置更准确地说是：

国内稀缺的细分专业厂商之一，而不是垄断者。

4.2 ハビックス的相对优势在哪里

优势主要有四层：

1. 大尺寸量产设备：官方称国内最大规模；
2. 长期量产经验：不是实验室材料，而是日常消耗品长期供货；
3. 客户定制能力：幅宽、密度、纤维配比、吸收性能可以按用途设计；
4. 终端加工延伸：未来不只跟其他 Airlaid 厂比原材料，还能增加加工环节价值。

4.3 真正最怕的竞争，不一定来自另一家 Airlaid 厂

2026 财年公司自己指出了更现实的替代压力：低价中国制品、更便宜的替代材料、客户重做材料配方，以及采购成本削减。

因此 3895 的护城河不能只靠“国内只有 3 家”。

如果客户发现功能够用的便宜材料可以替代，它仍然会丢量。真正的升级方向应该是：从可以比价的材料，进入更难切换的一体化制造关系。

05 | 护城河判断

5.1 第一层：稀缺生产能力

Airlaid 纸浆不织布国内供应商少，设备和工艺并非普通纸厂可以快速复制。这构成基础壁垒。(A8)(A9)

5.2 第二层：配方和用途经验

同样叫“不织布”，餐饮吸油、食品滴水、护理擦拭、纸尿裤、宠物尿垫需要的密度、柔软度、强度、吸液方式都不同。

这种壁垒更像长期工程经验，不是单一专利。

5.3 第三层：客户认证与嵌入

材料已经进入主要客户现有产品，新工厂又继续用自家材料向同一客户生产成品，说明关系从“供应一卷材料”向“承担一段生产流程”延伸。(A4)

如果新厂顺利，这会比单纯材料认证形成更深的供应链嵌入。

5.4 护城河还没有反映成高 ROE

这是最重要的反证。

一个真正强的护城河，最终应该体现在更稳定毛利、更好的资本回报、更少价格竞争和更强自由现金流。

2026 财年 ROE 只有 7.3%，低于公司自己估算的约 8% 股东资本成本；营业利润率只有 3.5%。(A3)

因此护城河可以给较高评价，但还不能给顶级评价：技术和客户关系是真的，但经济护城河还需要新加工业务把它兑现成 ROE。

06 | 财务质量与现金流

6.1 2026 财年利润明显回落

2026 财年销售 121.10 亿、营业利润 4.28 亿、经常利润 4.74 亿、净利润 5.47 亿；同比销售-9.0%、营业利润-40.2%、经常利润-41.3%、净利润-16.2%。营业利润率从前一年较高水平回落到 3.5%。(A2)

净利润降幅看起来比营业利润小，一个原因是当期有约 1.94 亿日元补偿金等特别收益。也就是说：

2026 财年的 5.47 亿净利润不能直接当成正常经营盈利能力。

6.2 2027 财年第一季度没有坏，但也没有出现利润爆发

第一季度销售 30.49 亿，同比+0.1%；营业利润 0.527 亿，同比-0.4%；经常利润 0.608 亿，同比+49.1%；净利润 0.488 亿，同比+25.4%。(A1)

经常利润变好主要来自营业外费用下降，而不是营业利润突然增长。支付利息又从前年同期约 252 万上升到 981 万日元，已经能看到新融资成本开始进入损益表。(A1)

6.3 现金很多，但不能把全部现金当“闲钱”

2026 年 6 月底：

- 现金及存款约 46.98 亿；
- 一年内到期长期借款约 3.71 亿；
- 长期借款约 24.64 亿；

- 两者合计约 28.35 亿。

表面上仍有约 18.63 亿“现金减长期有息债务”的净现金缓冲。(A1)

但同时在建工程已经 11.04 亿，新工厂总投资计划约 44 亿，银团贷款额度 38 亿。

所以这不是一张“现金过剩的小盘股”资产负债表，而是重大工程支出正在发生中的过渡资产负债表。

6.4 2026 财年经营现金流很好看，但质量要拆开

2026 财年经营现金流约 24.98 亿，投资现金流约-21.99 亿。(A2)

如果只看这两个数字，会觉得现金流很强。但经营现金流里，应收债权减少约 19 亿是重要贡献。它可以是回款改善，也可能包含业务规模下降带来的营运资金释放。

所以不能把 24.98 亿直接当成可持续年化自由现金流。

更合理的判断是：公司现在有足够的流动性启动项目，但新厂投产后真正的自由现金流质量仍未验证。

6.5 2030 目标要求的利润跃迁很大

公司 2026 年 5 月修订后的 2030 目标是：(A3)(A11)

- 销售 200 亿日元以上；
- 营业利润率 8.5%以上；
- 营业利润至少 17 亿；
- ROE 10%以上；
- 分红率 25%以上，并引入 DOE 考量。

2027 财年公司指引为销售 134 亿、营业利润 5 亿，利润率约 3.7%。要到 2030 达到 17 亿营业利润，相当于营业利润要增长到约 3.4 倍。

这说明公司当前低 PBR 背后其实是一场很明确的“ROE 修复考试”。

07 | 股东、管理层与治理

7.1 股权高度本地化，机构化程度不高

2026 年股东大会资料显示，前十大股东包括：(A6)

股东	持股比例
酒井正吾	8.19%
福村大介	5.65%
十六銀行	4.91%
岐阜信用金庫	4.79%
福村善光	4.36%
丸紅	4.33%
大垣共立銀行	3.82%
员工持股会	2.58%
ヤマニ洋紙工業	2.16%
福村洋介	1.73%

个人及其他投资者按股数约占 69.7%，外国投资者约 1.0%，金融机构约 14.2%。(A6)

这不是一只由大型全球机构定价的股票，流动性和估值折价长期存在并不奇怪。

7.2 银行既是股东，也是贷款人

十六銀行、岐阜信用金庫、大垣共立銀行都同时出现在主要股东名单和 38 亿银团贷款参与行中；SMBC 也是银团成员。(A5)(A6)

这两面：本地金融网络对公司长期资本项目的支持很深，融资可获得性强；但银行首先关心贷款安全，普通股东仍需要关注资本效率，而不能把“银行愿意借钱”直接等同于股东价值。

7.3 管理层也持股，但自家股份的使用需要看清

社长福村大介持股约 5.65%。公司采用限制性股票报酬制度；2026 财年曾把库存股交付给董事，而不是注销。(A6)

因此“库存股存在”本身不能等同于真正回购注销。资本政策上需要区分：买回并注销、减少分母；还是库存股未来用于管理层报酬。目前后者确实存在。

7.4 监督结构

公司采用监查等委员会设置公司，外部委员包括税务、会计与法律专业背景，官方资料显示有独立董事。(A6)(A7)

这给基本监督加分，但对于一笔 44 亿日元重大项目，真正需要观察的是投资回报是否持续披露、管理层是否按 ROIC 和 ROE 解释项目，以及盈利不达预期时是否有止损机制。

08 | 资本政策

8.1 从被动接受低 PBR，转向明确管理资本效率

2026 年 5 月公司第一次把资本成本问题讲得非常直接：股东资本成本约 8%，2026 财年 ROE 7.3%，并提出 ROE 10% 以上目标。(A3)

这比泛泛说“提升企业价值”有意义，因为管理层把 PBR 低的经济原因说出来了。

8.2 未来现金的优先级：先增长投资，再提高回报

公司长期现金配置框架明确提出：通过营业现金流、库存优化和现金周转周期（CCC）缩短获得资金，用于业务投资、设备、IT 和数字化、研发，同时保持股东回报。(A3)

这意味着短期它不会是一只“把所有现金拿来回购”的股票。

8.3 分红政策在进化，但还不是高回报公司

2026 财年每股分红 16 日元，分红率 22.9%，DOE 约 1.6%。公司宣布未来以分红率 25% 以上或新设 DOE 目标为基准，希望减少短期利润波动对分红的影响。(A2)(A3)

方向是好的，但现在还缺一个重要信息：DOE 具体目标值尚未成为这份报告能够确认的刚性承诺。

8.4 38 亿借款不是坏事，但必须产生超过资本成本的回报

这笔贷款期限 15 年、等额本金偿还、浮动利率加点，并以不动产抵押。(A5)

如果新厂有长期稳定订单，这种长期资产配长期债务是合理结构。

但判断标准只有一个：借来的钱最终产生的增量 ROIC，必须高于利息成本和股东资本成本。

否则低 PBR 不会因为规模变大自动消失。

09 | 估值与安全边际

9.1 低 PBR 是真实的，但不是免费的

2026 财年每股净资产约 984.49 日元。(A2)

用户 2026-08-13 提供的公开行情快照显示股价约 489 日元。按此粗算：

指标	约值
市值（按发行股数）	约 40.0 亿日元
PBR	约 0.50 倍
2027 财年公司指引 EPS 44.72 日元对应 PE	约 10.9 倍
16 日元分红对应股息率	约 3.27%

这仍然是一组便宜的表面估值。

但 PBR 低的核心原因也很清楚：ROE 7.3% 低于约 8% 的股东资本成本。(A3)

只要资本回报不能持续超过资本成本，0.5 倍 PBR 并不违反金融逻辑。

9.2 真正的估值重点不是账面价值翻倍，而是 ROE 穿越资本成本

如果公司能做到 2030 目标：营业利润率 8.5%、ROE 10% 以上，市场就有理由不再按“低 ROE 传统材料厂”定价。(A3)

这里的重估机制是：

产业链升级 → 加工利润增加 → 营业利润率上升 → ROE 超过资本成本 → PBR 折价收窄。

这条链条任何一环断掉，低 PBR 都可能继续合理存在。

9.3 Bull / Base / Bear

乐观情景：岐阜工厂按时投产，ユニ・チャーム 全量买取让设备开工率迅速上升，原材料和加工一体化带来更高单位利润；老业务价格竞争缓和，2030 年的 8.5% 营业利润率逐步可见。此时市场可能把 3895 从“纸业低 PBR”重新分类为“高附加值卫生材料和加工供应商”。

基准情景：新工厂顺利投产但利润率爬坡较慢，新增销售大、折旧和利息也大；ROE 改善但只能接近 8%–10%。股票仍有资产折价修复空间，但重估需要几年。

悲观情景：新工厂延误、良率或人工成本不佳，客户压低加工费，原料价格继续上升；全量包销只能保证量，不能保证高利润。大额专用资产和浮动利率债务让 ROE 反而下降，低 PBR 长期维持。

9.4 安全边际到底在哪里

3895 的安全边际不是“账面净资产 984 日元，所以股价一定会回去”。

真正的安全边际来自三部分：既有 Airlaid 和卫生材料业务不是空壳；新工厂需求端有主要客户全量买取安排；当前估值没有提前给出高成长公司的倍数。

但要扣掉大额投资、单一大客户、浮动利率、低 ROE 和小盘流动性。

所以它是有明确项目验证路径的价值股，不是无条件深度价值。

10 | Kabugami 技术结构

价格观察截至 2026-08-21。本轮重新读取真实年线、月线和 8 月逐日价格；纯价格结论先于事件解释，不把岐阜工厂故事直接当成技术证据。

10.1 | Technical Question：8月的大涨到底留下了什么，才决定它是不是迁移

3895 的长期路径首先是一条价格中枢持续压缩史。2016 年最高约 1,294 日元、2017 年最高 1,420；2020 年仍曾到 995。之后主要运行区间显著下移：2021 年最高 665、年末 391；2022 年最低 320、年末 344；2023 年虽反弹到 619、年末 552；2024 年又冲到 690 后收 460；2025 年最低 379、年末 414。

因此 300—500 日元逐步成为现代价格体系的核心。对于这样的股票，任何一次突然冲到 550、600 甚至更高，都不能先叫“突破”；真正的问题永远是：脉冲结束以后，价格有没有把更高的位置留下来。

10.2 | Earnings Response：8月7日财报几乎没有改变价格

8月7日公司公布第一季度财报，销售基本持平，营业利润也基本持平，经常利润和净利润改善，但真正决定未来价值的岐阜新厂仍尚未投产。价格对这份财报几乎没有反应：8月6日收 405，8月7日仍收 405，8月10日 408，8月12日 409。

这很有信息量。市场并没有因为“盈利没有坏”就提前把新厂价值重估进价格；在公司核心项目尚未进入损益表之前，基本面仍不足以让价格离开 400 日元附近旧中心。

10.3 | Attention Shock：随后两日+40.5%，却不是经营事实突然变化

真正的高能量脉冲出现在 8月13—14日。公开市场报道把这轮异动与社交媒体关注联系起来，而不是新的公司业绩、订单或工厂进度披露。8月12日收 409，8月13日直接收 489，涨约 19.6%；8月14日再收 569，涨约 16.4%，两日累计从 409 升到 569，周线涨幅约 40.5%。

这个事件非常适合做技术研究，因为它把“价格冲击”和“企业价值变化”清楚分开了。市场注意力可以瞬间制造远大于财报的位移，但位移本身并不证明长期价格中枢已经改变。

10.4 | Return Test：569 之后迅速回吐，但没有完全回到 405

8月17日股价从 569 开盘，当天最低 500、收 503，单日下跌约 11.6%；8月18收 492，8月19在 474—538 之间剧烈波动后收 503，8月20收 492，8月21收 498。

从 569 高点看，第一轮脉冲被迅速回吐；但从脉冲前 405 附近看，价格又没有立即完全回到原点。也就是说，目前最有价值的结构不是 569，而是约 480—500 日元能否在脉冲后变成一个新的可重复价格重心。

这正是 3895 当前的 Return experiment：若接下来数周、数月价格反复在 450—500 及其上方完成回抽，再从这里扩张，8月脉冲至少留下了结构性高度；若重新长期回到 380—420 区域，则这次事件只会成为又一次注意力驱动的失败脉冲。

10.5 | Price-Fundamental Timing：价格先被注意力推高，真正基本面验证要到 2027

这只股票的时序关系非常特殊。最重要的基本面变化——44 亿岐阜工厂、ユニ・チャーム全量买取、产业链从材料向成品加工延伸——早已公开，但真正利润要等 2027 年 4 月投产后才进入财务验证。8月7日的当期财报没有触发重估，反而是非基本面注意力先把价格推高。

因此当前不是 Fundamental-confirmed migration，而更接近：future fundamental option already known → current earnings neutral → attention-led pulse → return/retention test。价格可以先行，但现在绝不能倒过来用股价上涨证明新厂一定成功。

当前技术状态维持 2.0/6：长期低位体系仍在主导，8月出现极强外生脉冲，脉冲后 500 日元附近是否能形成新价格重心正在成为第一场真正有信息量的保留测试。

11 | 风险与催化剂

11.1 风险一：全量买取不等于高毛利

这是最容易误读的一点。

ユニ・チャーム全量买取解决的是量，并没有公开承诺加工利润率。

如果客户掌握强议价权，或者原材料、人工、能源成本由ハビックス承担较多，工厂可能设备开工率很高，但 ROIC 一般。

11.2 风险二：44 亿投资过于重要

项目相当于 2026 财年净资产约 57%，按 8 月 13 日 489 日元粗算更约等于公司股票市值的 110%。

因此一次执行错误就足以改变整家公司估值。

11.3 风险三：浮动利率

银团贷款是浮动利率加点。2027 财年第一季度支付利息已经同比明显增加。(A1)(A5)

如果日本利率继续正常化，而工厂利润爬坡慢，利息覆盖会变得更重要。

11.4 风险四：传统业务仍在价格战

纸业务和部分不织布仍受到低价进口、替代材料、客户降本和价格调整后的销量损失影响。(A1)(A2)

新工厂不是旧问题自动消失的魔法。

11.5 风险五：客户集中

全量包销提高可见度，也提高对ユニ・チャーム关系的依赖。

如果终端宠物护理产品变化、规格变化、合同经济性变化，专用工厂的再配置能力需要重新评估。

11.6 催化剂

- 2026 年末岐阜工厂竣工进度；
- 2027 年 4 月计划投产；
- 新加工业务首次进入季度销售与利润；
- 营业利润率是否从 3%-4% 向更高区间抬升；
- ROE 重新超过 8% 资本成本；
- DOE 具体目标值正式化；
- 传统纸业务销量止跌；
- 8 月脉冲后的价格回抽是否能在明显高于 400 日元旧中心的位置形成新重心。

12 | Insight / 反常识发现

Insight 1 | 3895 不是“低 PBR 会涨”，而是一个很干净的 PBR 修复实验

市场现在给低 PBR 并不离谱，因为公司自己承认 ROE 低于资本成本。(A3)

真正值得研究的是，管理层已经给出了一个可被证伪的方案：

44 亿投资 + ユニ・チャーム长期生产关系 + 原材料到成品的一体化 → 8.5% 营业利润率 + 10% 以上 ROE。

未来几年可以逐季验证这条链条是否成立。

Insight 2 | “全部买取”把最大的风险从销量换成了利润率

普通新厂最大风险是没订单。

3895 的新厂却在投产前就有全量买家，所以销量风险被显著压低。

但风险不会消失，只会换位置：真正要盯的是加工费、良率、人工、折旧、利息和原材料传导。

这是比“有大客户所以安全”更准确的理解。

Insight 3 | 银行同时做股东和贷款人，是一张看不见的本地资本网络

十六銀行、岐阜信用金庫、大垣共立銀行同时是重要股东和银团贷款成员。(A5)(A6)

这使 3895 不像典型孤立小盘股：当地金融体系已经深度参与公司资本结构。

但 Kabugami 不会把“银行支持”直接等同于股东价值。银行首先关心贷款安全，普通股东仍要看 ROE 和自由现金流。

Insight 4 | 2026 财年 24.98 亿经营现金流不能机械年化

其中约 19 亿来自应收债权下降。(A2)

这可能说明回款和营运资金管理改善，也部分与业务规模下降有关。真正值得看的，是新工厂投产后经营现金流能否在没有大幅释放营运资金的情况下仍然覆盖资本开支、利息和分红。

Insight 5 | 官方资料本身存在旧目标页未完全同步的信息治理问题

公司最新 2026 年 5 月资本成本资料与修订后的长期愿景已经把 2030 目标更新为销售 200 亿、营业利润率 8.5%、ROE10%以上；而官网“5 分钟看懂ハビックス”抓取内容仍能看到旧的 150 亿和 7%表述。(A3)(A8)(A11)

本报告以日期更晚、正式适时披露的修订目标为准。

这不是重大治理缺陷，但说明做 3895 研究不能只看一个官网页面，必须做版本交叉核对。

13 | 下一次值得跟踪什么

13.1 最高信息价值问题

1. ユニ・チャーム加工业务的收入规模和加工毛利到底多少？
2. 新厂 44 亿投资最终有没有超预算？
3. 2027 年 4 月是否准时量产？
4. 折旧、人员和利息合计会把新业务首年利润压到什么程度？
5. 全量买取协议的期限、价格调整机制和成本传导机制是什么？公开资料目前未充分披露。

13.2 财务跟踪

每季固定更新：

- 营业利润率；
- 不织布、纸分部销售和利润；
- 现金；
- 长短期借款；

- 支付利息；
- 在建工程；
- 经营现金流与应收、应付变化；
- 分红和 DOE 政策。

13.3 产业关系跟踪

重点节点：

- ユニ・チャーム / ユニ・チャームプロダクツ；
- 十六銀行；
- 岐阜信用金庫；
- 大垣共立銀行；
- 王子キノクロス；
- 传统纸尿裤、宠物护理和餐饮耗材客户群。

13.4 何时触发完整重审

以下任一发生，需要重新跑完整报告而不是简单文字修订：

- 新厂开工或投产时间改变超过一个季度；
- 投资额显著变化；
- ユニ・チャーム协议范围或采取条件重大变化；
- 营业利润率连续两个季度明显偏离 5 亿年度指引；
- ROE 路径发生结构变化；
- 大额新融资或增发；
- 新厂首次披露真实收入和利润后。

14 | V3.1 评分卡

模块	权重	本次得分	判断
财务稳健与现金防御	18	13.0	第一季度仍有较强现金缓冲，但重大资本开支和浮动利率债务正在进入资产负债表
护城河与行业地位	18	13.5	国内 Airlaid 仅 3 家、设备规模和量产经验有壁垒，但王子キノクロス等强敌存在
盈利质量与现金流	14	8.5	2026 财年营业利润下滑，经营现金流受约 19 亿应收释放帮助；新厂自由现金流尚未验证
产品 / 供应链 / 客户结构	14	11.5	产品进入高频刚需场景，ユニ・チャーム全量买取强；但客户集中度上升
估值与安全边际	12	10.5	约 0.5 倍 PBR、约 11 倍 2027 财年 PE 有安全垫，但低 ROE 使折价部分合理
资本政策	10	6.0	明确资本成本、DOE 方向加分；大额借款、增

			长投资优先、库存股用于报酬限制得分
治理	8	5.5	管理层持股、独立董事、本地金融支持；仍需验证大型项目资本纪律
技术结构	6	2.0	长期价格中枢已压缩至300—500 日元；8 月出现注意力驱动高能量脉冲，当前正在验证500 日元附近能否留下新重心
合计	100	70.5	B+

14.1 为什么不因为低估值给 A

因为当前决定公司未来的最大资产还没有投产。

A 等级需要更强的证据，例如：新厂实际毛利率明确、ROE 稳定高于资本成本、自由现金流覆盖债务和分红、传统业务的价格竞争不再持续侵蚀利润。

在这些未验证前，B+ 更符合“有明显机会，但还需要实证”的状态。

14.2 为什么也不是普通 B

因为这不是只靠管理层口号的转型：客户是真客户；买取安排是真合同框架；工厂已经开建；银团融资已落实；原材料供应关系已有多年基础；2030 资本回报目标已经被管理层明确量化。

所以它值得进入 Kabugami 重点观察，而不是普通低估值名单。

15 | 来源、修订记录与合规说明

15.1 A 级：公司/正式披露

A1 | ハビックス 2027 年 3 月期 第 1 四半期決算短信〔日本基準〕(非連結)，2026-08-07

<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260807/20260728500500.pdf>

A2 | ハビックス 2026 年 3 月期 決算短信〔日本基準〕(非連結)，2026-05-14

<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260514/20260513531059.pdf>

A3 | 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について，2026-05-14

<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260514/20260513531083.pdf>

A4 | 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

<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20251110/20251110594162.pdf>

A5 | 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

<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20251110/20251110594175.pdf>

A6 | 2026 年定时股东大会招集通知，2026-06-03

<https://finance-frontend-pc-dist.west.edge.storage-yahoo.jp/disclosure/20260603/20260519541407.pdf>

A7 | 公司概况・事业所（ハビックス官方）

<https://www.havix.co.jp/company/profile.html>

A8 | 5 分でわかるハビックス（官方）

<https://www.havix.co.jp/company/about-havix.html>

A9 | パルプ不織布（官方产品页）

<https://www.havix.co.jp/products/material/pulp.html>

A10 | 化合纖不織布（官方产品页）

<https://www.havix.co.jp/products/material/chemical.html>

A11 | 長期経営ビジョン 2030（官方）

<https://www.havix.co.jp/company/vision.html>

15.2 B 级：竞争对手官方资料

B1 | 王子キノクロス：Airlaid 不织布官方技术页

<https://www.kinocloth.co.jp/airlaid-non-woven/>

用于证明：3895 所在 Airlaid 细分并非没有强竞争者；王子キノクロス拥有独自 Airlaid 制法和广泛功能材料能力。

15.3 市场与技术参考

M1 | 株探年次/月度长期价格历史（公开市场数据参考）

<https://s.kabutan.jp/stocks/3895/historicalprices/yearly/>

M2 | Yahoo! Finance 3895 市场页

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/3895.T/history>

M3 | 株探 3895 日次/周次及 8 月 13-14 日材料报道

<https://s.kabutan.jp/stocks/3895/historicalprices/daily/>

用于本轮 Section 10 区分 8 月 7 日财报几乎无价格反应，与 8 月 13-14 日社交媒体关注带来的高能量脉冲；后者不被当作公司基本面改善证据。

本轮 Section 10 以截至 2026-08-21 的已完成交易日为最近价格锚；8 月月线仍未完成，不把未完成月线当作最终月度结构。

15.4 交叉验证与冲突处理

本次发现一个重要版本冲突：官方“5 分钟看懂ハビックス”页面抓取仍可见旧的 2030 目标“销售 150 亿、营业利润率 7%”，而 2026-05-14 正式资本成本资料与修订后的长期愿景已经更新为“销售 200 亿以上、营业利润率 8.5% 以上、ROE10% 以上”。

本报告按日期更晚且属于正式适时披露或修订文件的 200 亿、8.5%、ROE10% 口径处理。

15.5 修订记录

- 2026-08-14：V2.0 完全重建。不继承旧乱码 HTML 正文；从公开资料重新研究并建立全新 canonical source。
- 2026-08-24：Section 10 重新读取完整真实价格史，并加入 8 月财报非响应与外生注意力脉冲的 Return test；保留 70.5/B+ 评分，不把短期涨幅当作新厂成功证明。
- 技术层使用公开长期价格的文字结构分析，不嵌入旧图、不公开私人信号参数。
- 重新建立 Human-first 首屏：黑色 Hero 负责说明公司与最新亮点；白色首屏负责正面、风险、当前判断。

15.6 Compliance

本报告由 Kabugami.jp 基于公开资料整理，目的为研究记录和教育讨论，不构成证券分析师执业意见、投资建议、投资招揽、买卖推荐、目标价、收益预测或本金保证。

报告中的评分、情景、估值和技术结构均属于 Kabugami 研究框架下的主观判断，可能错误，并会随着公司披露、市场价格、资金结构、客户关系和宏观条件变化而改变。

公开资料本身可能存在延迟、修订、口径变化与抓取错误；本报告已尽力优先采用公司官方、TDnet/法定资料和竞争者官方资料，并在发现冲突时说明处理原则。

持仓/潜在交易披露：Kabugami 及报告相关人员可能在报告发布前后持有、买入或卖出本报告涉及证券；如未来面向公众形成正式商业研究服务，应按适用规则进一步完善实时利益冲突披露。

业务关系/报酬披露：本报告未获得ハビックス、ユニ・チャーム、王子キノクロス或文中金融机构支付的研究报酬，文中公司关系均来自公开资料。

投资者应独立核验原始资料并自行承担投资决策与损失风险。

最后一页 Compliance / 风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。