

日股の一千零一夜

ハビックス HAVIX CORPORATION

証券コード：3895.T

ユニ・チャームとともに、
次の成長ステージへ

Together with Unicharm,
Toward the Next Growth Stage



洛水株式会社 × JNJ株式会社 联合出品

Jointly Produced by Rakusui Co., Ltd. and JNJ Co., Ltd.

日股の一千零一夜 第一夜 ハビックス

3895.T / 地方不织布企业的供应链升级

株式会社 J N J L E E

作者： 李 奮 リフン

电话： +81-03-6629-3368

E-mail: raphael@jnjlee.co.jp

洛水株式会社

作者： 喬 佳木 キョウ カボク

电话： +81-03-6820-9615

E-mail: joseph@rakusui.jp

項目	数据	項目	数据
总市值	33.85 亿日元	总股本	817.53 万股
营业总收入	121.10 亿日元	每股价格	414 日元
扣非后净利润	5.47 亿日元	净利润增长率	-16.20%
流通股比例	95.85%	PE (TTM)	7.8
预测 PER (2027)	12.54	预测 PER (2028)	13.52
PB (MRQ)	0.42	EBITDA	6.82 亿日元
股息率 (2026)	3.86%	股息率 (2027)	3.86%
净负债权益比	-0.13	EPS (TTM)	69.91 日元
预测 EPS (2026)	53.6 日元	预测 EPS (2027)	42.1 日元

报告时间：

2026 年 6 月

一、公司基本画像：典型的日本地方制造业企业

ハビックス（3895.T）是一家具有典型日本地方制造业特征的企业。公司总部位于岐阜县，历史上带有明显的地方纸业企业色彩。根据此前整理，公司1950年设立，1952年更名为福村製紙株式会社，后来在1993年进行CI改革，从“福村製紙”更名为“ハビックス”。

这一更名动作具有重要意义。对于日本家族型地方企业而言，放弃带有创始家族姓氏的旧公司名称，并不只是普通品牌调整，而往往意味着公司战略方向发生变化。ハビックス从传统纸厂身份转向不织布、卫生用纸、纸浆相关材料及新材料方向，体现了其从地方纸业企业向现代卫生材料企业转型的路径。

从业务结构看，ハビックス的核心业务围绕不织布、卫生用纸、纸浆相关材料展开。相关产品可应用于纸尿裤、卫生用品、医疗材料、工业过滤、食品包装相关材料等领域。这类业务并不属于市场上最热门的成长赛道，但具有日本制造业中常见的“隐形冠军”特征：产品看起来不起眼，但一旦进入客户供应链，关系往往非常稳定。

材料类供应商的客户黏性较强。一旦进入大客户供应体系，更换供应商通常意味着重新测试、重新认证、重新确认质量稳定性，并可能带来终端产品风险。因此，这类企业虽然市场关注度不高，但如果绑定优质客户，其业务关系可能持续多年。

因此，ハビックス不能简单理解为一家普通地方小盘不织布公司。更准确地说，它是一家具有地方制造业根基、家族传承色彩、长期客户关系和供应链嵌入价值的日本中小制造企业。

二、股东结构：地方金融、创始家族、经营元老与产业资本共同构成稳定结构

ハビックス的股东结构非常具有日本地方中小上市公司的典型特征。此前整理中提到，公司股东中包括十六銀行、岐阜信用金庫、大垣共立銀行等地方金融机构。其中，十六銀行、岐阜信用金庫和大垣共立銀行均属于岐阜地区重要金融力量。

这种结构大概率并不是因为贷款抵押或债务执行导致银行被动取得股票，而更像是长期业务关系、主力银行体系和地方资本联盟共同形成的结果。在日本企业体系中，主银行制度长期存在。企业与银行之间不仅是简单贷款关系，还包括票据融资、设备融资、危机救助、长期经营支持等。银行持有客户企业股份，很多时候是为了维持关系、稳定股东结构、防止恶意收购和确保长期业务往来，这类股份通常属于政策性持股。

如果是贷款违约导致银行取得股票，通常会看到某一家银行突然大比例持股、持股比例异常高、后续逐渐减持等现象。而ハビックス的情况更像是多家地方金融机构长期各自持有有一定比例股份，体现的是地方金融生态对本地制造企业的长期支持。

除了地方银行，ハビックス还具有明显的家族企业色彩。公司原名福村製紙，说明福村家族大概率代表公司的创始与传承血统。当前大股东中仍能看到福村大介、福村善光等名字，现任社长也为福村大介，这进一步强化了福村家族与公司历史之间的关系。

与此同时，酒井正吾的持股和历史角色也值得重视。根据此前整理，酒井正吾 1974 年进入公司，之后历任常务、副社长、社长等职务。他不像普通外来职业经理人，更像是长期参与公司经营、与创始家族共同推动公司转型的核心经营元老。在日本企业中，这种结构并不罕见：创始家族承担传承和控制角色，长期经营元老则负责经营执行、管理体系和业务转型。

因此，ハビックス的股东结构可以概括为三层：第一层是福村家族代表的创始传承；第二层是酒井系代表的长期经营执行；第三层是地方银行和丸红等外部资本形成的金融与产业支持。这种结构使公司具有较强稳定性，但也可能带来流动性偏低、市场关注度不足等特征。

三、丸红持股的意义：不是普通投资，而是供应链关系

在ハビックス的股东结构中，丸红持股是非常重要的线索。丸红作为日本大型综合商社，并不是典型的短期财务投资人。综合商社持有中小制造企业股份，通常背后意味着原材料采购、销售渠道、产业协同或历史资本关系。

此前整理中提到，丸红长期位列ハビックス前十大股东，持股比例大致维持在 4%左右，没有看到从 0 突然进入、或大幅增减持的明显迹象。这说明丸红持股更像长期战略持股，而不是短期投资行为。

更关键的是，丸红相关资料中明确提到，丸红持有ハビックス 340,000 股，前期也是 340,000 股，至少近两期并未变化。丸红还说明，ハビックス是其 Forest Products 部门处理纸浆的重要交易对象，并且丸红看好纸尿裤等卫生材料领域扩大，认为与ハビックス的关系重要。

这意味着丸红持股的本质，更可能是纸浆供应链与卫生材料扩张战略，而不是普通股票投资。ハビックス的业务涉及不织布、卫生材料、纸浆相关产品，而丸红在木浆、纸相关材料、化工纤维和全球供应链组织方面具有优势。两者之间天然存在上游原材料与下游制造之间的业务联系。

因此，丸红的存在强化了ハビックス的产业链属性。它说明ハビックス并不是孤立的小型地方企业，而是处在丸红纸浆与卫生材料供应链网络中的一个制造节点。这一点对于理解公司的长期稳定性和未来扩张可能性非常重要。

四、Unicharm 绑定：公司投资故事的核心主线

ハビックス真正值得关注的核心线索，是其与ユニ・チャーム（Unicharm，尤妮佳）体系的关系正在加深。此前整理中提到，2025 年 3 月期，ハビックス对主要销售对象ユニ・チャームプロダクツ的销售约占 22%。这说明ハビックス并不是普通分散销售材料，而是已经嵌入日本大型卫生用品企业的供应链。

Unicharm 是日本及亚洲消费品领域的重要企业，业务包括婴儿纸尿裤、女性卫生用品、成人护理用品和宠物护理用品等。其代表产品和品牌覆盖 MamyPoko、SOFY、Lifree、DeoSheet、银汤匙、AllWell 等。与一般理解中的日本国内消费品企业不同，Unicharm 的增长逻辑并不只依赖日本市场，还与亚洲市场、东南亚市场、印度人口红利以及宠物护理市场扩张密切相关。

对于ハビックス来说，绑定 Unicharm 是一把双刃剑。

一方面，Unicharm 是极具价值的大客户。若ハビックス能够持续进入其供应链，就意味着订单稳定性较强，未来业务可见性提高。特别是在卫生用品和宠物护理用品领域，消费需求具有一定刚性，一旦供应链关系稳定，就可能形成长期合作。

另一方面，客户集中度也是风险。当前 Unicharm Products 已占ハビックス销售相当重要的比例。如果未来新工厂投产后，Unicharm 相关销售占比进一步提高，ハビックス可能越来越像 Unicharm 的“准专属供应商”或“准专属工厂”。这种关系带来的问题是，虽然销量风险下降，但议价权可能更多掌握在 Unicharm 手中。

因此，ハビックス未来的核心判断，不是有没有订单，而是订单利润率是否足够好。如果 Unicharm 给予的加工利润率较低，公司可能出现收入增长但利润增长有限的情况；如果ハビックス能够凭借技术、稳定质量和制造 Know-how 获得合理利润，则有机会从材料供应商升级为具有较高稳定性的卫生用品制造节点。

五、44 亿日元新工厂：公司命运转折点

ハビックス最重要的事件，是公司与ユニ・チャームプロダクツ签署基本合意，并计划建设新工厂。根据此前整理，公司将在新工厂承接ユニ・チャーム销售的宠物护理商品一部分生产，新工厂预计 2027 年 4 月投产，产品全部由ユニ・チャームプロダクツ采取，初期投资约 44 亿日元。

这件事不是普通扩产，而是公司商业模式升级的重要信号。ハビックス原本是纸、不织布和卫生材料供应商，而新工厂项目意味着公司从“材料供应”进一步进入“成品加工”或“卫生用品制造受托”环节。也就是说，公司正在从供应链上游材料环节，向下游制造环节延伸。

这一项目的积极意义在于，产品全部由 Unicharm Products 采取，意味着未来销量具有较高可见性。对于一家中小制造企业来说，能够在巨额资本开支前获得大客户长期订单支持，是非常重要的安全垫。

但这也是一个非常重的赌注。44 亿日元投资对于ハビックス这种地方中小企业来说规模极大。公司正在用非常大的资本开支押注一个客户、一个产品方向和一条新生产线。如果项目顺利，它可能推动公司从普通材料供应商升级为卫生用品制造平台；如果项目利润率偏低，折旧和融资压力可能反而压制利润表现。

因此，44 亿日元新工厂是ハビックス研究中的核心分水岭。它决定公司未来到底是被市场继续视为冷门地方制造股，还是被重新定义为 Unicharm 宠物护理供应链中的重要制造节点。

六、宠物护理：真正可能打开公司想象空间的方向

ハビックス新工厂承接的是 Unicharm 销售的宠物护理商品一部分生产，这一点非常重要。日本社会正在出现一个结构性变化：孩子越来越少，宠物越来越多。宠物越来越被视为家庭成员，宠物护理、宠物卫生用品、宠物食品和相关耗材市场持续受到关注。

宠物尿垫、宠物卫生用品、宠物护理耗材在消费逻辑上与婴儿用品有相似之处。一旦家庭形成使用习惯，就具有持续消耗属性。Unicharm 本身正是日本宠物卫生用品领域的重要企业，其宠物护理业务具有长期成长故事。

因此，ハビックス真正可能被市场重新认识的地方，并不只是“不织布”或“纸浆材料”，而是其被 Unicharm 拉入宠物护理产业链升级。材料股卖的是纸和不织布，而宠物护理相关产品卖的是宠物家庭化趋势和情绪价值，两者在市场叙事上的估值逻辑存在明显差异。

如果市场未来把ハビックス定义为普通材料企业，它的估值可能长期偏低；如果市场开始把它定义为 Unicharm 宠物护理供应链标的，它的关注度和估值中枢都可能发生变化。



七、环保循环合作：双方关系不是简单采购

除了新工厂之外，ハビックス与 Unicharm 之间还存在环保循环方面的合作线索。此前整理中提到，2023 年ハビックス已与 Unicharm 共同开发使用后纸尿裤再生纸浆，并将其用于纸裤原纸供应。

这一点说明双方关系并不只是普通采购关系，而更接近共同开发型关系。普通材料供应商通常只是按订单供货，而共同开发意味着下游客户对供应商的技术能力、材料理解、生产稳定性和长期合作关系有更高认可。

这条线索有助于解释为什么 Unicharm 会选择进一步与ハビックス合作。它不是临时寻找便宜工厂，而是将一个已有合作基础和材料经验的供应商，向更深层次的制造环节推进。

从报告角度看，这部分可以作为公司“技术合作与客户黏性”的论据。但也要注意，目前这条环保循环故事仍需要进一步观察其商业化规模和利润贡献，不能直接等同于业绩增长。

八、资金来源与财务压力：目前仍是重要未知数

围绕 44 亿日元新工厂，最关键但尚未完全明确的问题是：这笔钱到底来自哪里。此前整理中提到，相关公告只写了初期投资约 44 亿日元，包括土地、建筑、设备等，但没有明确披露银行借款多少、自有资金多少、是否有增发、是否有丸红参与、是否有 Unicharm 预付款或其他形式协助。

从逻辑上看，ハビックス完全依靠自有资金完成该项目的可能性较低。对于一家地方中小企业而言，44 亿日元投资规模非常重。因此，更可能的路径是银行贷款，或者银行贷款叠加补贴、自有资金、长期采购协议等。

ハビックス股东中本身存在十六銀行、大垣共立銀行、岐阜信用金庫等地方金融机构。这些机构的意义不仅是持股，更可能在企业扩产时提供融资支持。尤其是新工厂产品全部由 Unicharm Products 买取，未来现金流相对可预测，这类项目对于地方银行而言更容易形成放贷逻辑。

Unicharm 是否直接出资，目前没有明确证据。但即便 Unicharm 不直接持股或出资，也可能通过长期采购保证、最低采购量协议等方式，为ハビックス的融资提供信用增强。日本大企业有时并不直接入股供应商，而是通过长期采购关系帮助供应商获得银行融资。

丸红是否参与融资，目前证据也不足。但由于丸红与ハビックス存在纸浆供应链关系，未来不排除在原料采购、供应链安排方面继续发挥作用。

因此，报告中不能简单假设 44 亿投资已经完全安全。相反，应把资金来源和融资结构作为后续跟踪重点。真正需要关注的是：银行贷款比例、补贴可能性、自有资金压力、Unicharm 是否提供长期采购保障，以及项目投产后是否能覆盖折旧与融资成本。

九、财务观察节奏：不必等到完整年报，季度财报即可逐步判断

新工厂预计 2027 年 4 月投产。由于ハビックス是 3 月决算公司，因此 2028 年 3 月期将包含 2027 年 4 月至 2028 年 3 月的新工厂完整运营周期。从完整年度影响看，确实要到 2028 年 3 月期财报才能看到较完整结果。

但从投资判断角度，不需要等到完整年报。实际上，从建厂开始后的每个季度，就可以逐步观察项目对公司资产负债表和利润表的影响。

首先，在建厂阶段，可以观察固定资产、在建工程、土地、建筑、设备等资产项目是否上升，同时关注有息负债是否增加。如果借款明显增加，说明新工厂融资压力已经开始体现在资产负债表中。

其次，在投产前后，可以观察利息费用和财务费用变化。如果公司大量依靠借款，财务费用可能会提前上升，而收入贡献尚未完全体现。

再次，在 2027 年 4 月投产后，应重点观察季度销售额和营业利润率变化。2027 年 6 月第一季度即可初步观察销售额是否有变化；2027 年 9 月第二季度可以进一步观察营业利润率；到 2027 年 12 月第三季度，基本可以初步判断新工厂是“收入涨、利润也涨”，还是“收入暴涨、利润不涨”。

因此，2027 年 4 月不是观察的开始，而是项目验证的关键节点。真正的跟踪应从 2026 年建厂和资本开支启动阶段就开始。

十、估值重估逻辑：市场最终如何定义公司

ハビックス目前最核心的问题，不只是估值低不低，而是市场最终会把它定义成什么类型的公司。不同身份对应完全不同的估值区间。

如果市场继续把它看成普通岐阜地方纸厂、不织布材料企业或冷门小盘制造股，那么即便公司估值很低，也可能长期不被关注。低估值本身不是上涨理由。

如果新工厂顺利投产，并且市场确认ハビックス成为 Unicharm 长期绑定的稳定 OEM 现金流公司，那么它的估值逻辑会发生变化。市场可能不再只按普通材料股给估值，而会考虑长期订单、稳定现金流和大客户绑定关系。

如果进一步被市场理解为宠物护理产业链标的，那么想象空间会更大。宠物护理、卫生用品、老龄化、家庭消费和情绪价值等主题，在日本资本市场中可能获得更高关注。ハビックス也可能从“卖纸和不织布”的企业，转向“服务宠物护理和卫生消费品供应链”的企业。

最乐观的情景是，公司不只是服务 Unicharm，而是把卫生用品加工能力复制给其他客户，逐渐从单一客户绑定走向制造平台化。但这一情景目前仍属于远期想象，需要更多证据验证。

因此，估值重估的关键不在于当前倍数，而在于公司身份是否发生改变：从地方纸厂到材料供应商，从材料供应商到 Unicharm 供应链制造节点，再从单一客户制造节点到更广泛的卫生用品制造平台。

十一、核心风险：客户集中与低毛利代工化

ハビックス当前最大的风险不是没有订单，而是订单太集中、利润率不确定。

Unicharm Products 已经是重要客户，未来新工厂产品又全部由 Unicharm Products 买取。这意味着ハビックス对 Unicharm 的依赖可能进一步提高。客户集中本身并不一定是坏事，尤其当客户是强势消费品龙头时，订单稳定性反而会提高。但问题在于，强客户往往拥有更强议价权。

如果 Unicharm 给出的模式只是较薄的代工加工费，那么ハビックス可能会出现收入显著增长，但营业利润率难以提升的情况。更进一步，如果新工厂折旧和融资成本较高，新增收入未必能转化为新增利润。

因此，ハビックス未来必须回答一个问题：它到底是在成为小型隐形冠军，还是在成为 Unicharm 的低毛利工厂？

支持隐形冠军逻辑的理由是，公司原本就有材料供应基础，与 Unicharm 已有合作历史，并且涉及共同开发与一贯生产推进。

支持低毛利代工风险的理由是，新工厂产品全部由 Unicharm Products 买取，说明客户绑定极深，议价权可能偏向下游大客户。

最终判断标准很清楚：如果销售额增长的同时营业利润和营业利润率同步改善，说明隐形冠军逻辑成立；如果销售额增长但营业利润不增长，甚至利润率下降，则说明低毛利代工风险正在兑现。



十二、股价周期位置：低位筑底区，尚未确认逃逸

从此前整理的技术视角看，ハビックス目前处于“大周期右侧衰减末端 + 月线/周线筑底区”，还没有真正进入逃逸段。

历史上，公司股价曾在 2017 年形成大周期高点。此后虽然在不同年份出现反弹，但整体没有重新接近历史高点，说明长期大周期仍处在阻尼震荡状态。近几年股价更多在相对低位区间反复波动，没有继续大幅下探至历史低点附近，呈现出底部吸收和低位横盘特征。

此前设定的三层逃逸线分别是：第一逃逸线 514 日元，突破后意味着周线开始摆脱冷门横盘；第二逃逸线 690 日元，突破后意味着月线级别重新启动；第三逃逸线 995 日元，突破后意味着年线阻尼结构被明显破坏。

在尚未突破这些关键位置之前，ハビックス更适合被理解为低位潜伏标的，而不是趋势已经确认的强势股。其股价尚未充分反映 Unicharm 绑定、新工厂、宠物护理 OEM 等基本面新能量。

因此，目前买入这类公司，本质上不是追趋势，而是提前布局一个可能改变公司身份的基本面事件。真正的股价确认，需要看到基本面进展与技术逃逸共同出现。

十三、阶段性结论：一只带有产业链升级期权的日本地方小盘股

综合来看，ハビックス不是普通的不织布小公司，而是一只具有明显产业链升级期权的日本地方小盘制造股。

它的底层结构是：福村家族代表创始与传承，酒井系代表长期经营与转型执行，地方银行代表岐阜金融生态支持，丸红代表纸浆供应链与产业资本关系，Unicharm 则代表下游大客户和未来增长方向。

公司当前最重要的变化，是从传统材料供应商向 Unicharm 宠物护理和卫生用品制造节点升级。44 亿日元新工厂是这一变化的核心事件。该项目如果成功，ハビックス可能被市场重新定义为 Unicharm 供应链绑定股，甚至宠物护理产业链标的；如果失败或利润率偏低，则可能只是收入放大但利润不增的低毛利代工扩张。

因此，ハビックス的研究重点应从“低估值”转向“身份变化”。低估值只是背景，真正决定未来股价的，是公司能否通过新工厂和 Unicharm 绑定完成商业模式升级。

后续最需要跟踪的三个问题是：

第一，2027 年新工厂建设和投产进度是否顺利。

第二，新工厂投产后，销售额增长能否同步转化为营业利润增长。

第三，公司对 Unicharm 的绑定，是提升护城河，还是削弱议价权。

若这些问题得到积极验证，ハビックス有可能从冷门地方制造股进入估值重估阶段；若验证失败，则需要警惕其长期停留在低估值、低流动性、低利润率的小盘制造股状态。

十四、技术指标

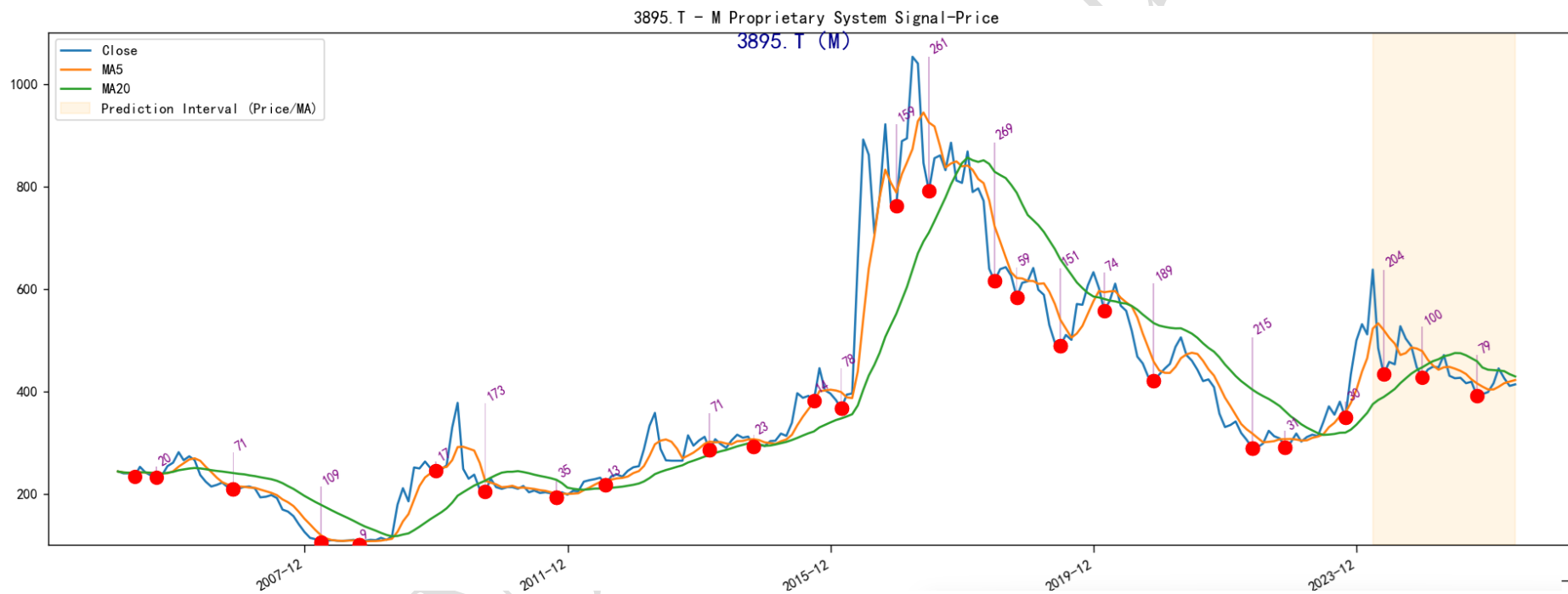
1) 历史走势



数据来源：四季报

2) 量化模型

洛水-JNJ 自主研发模型测试结果



免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，作者对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告仅作定向客户的交流分享使用，文中如有提及的包括不限于证券、债券、汇率、衍生品等具体标的，仅为分析方法的举例，不构成任何具体的投资建议。

作者力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，*报告中的信息和意见并不构成所述股票、债券、衍生品等标的物的买卖出价和征价*，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司和作者不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。