

举债“过冬” 智飞生物 2025年预亏超百亿元

曾经的“疫苗一哥”，上市15年首次年度巨亏百亿元！2026年1月12日，智飞生物发布业绩预告称，2025年全年预计亏损107亿~137亿元，同比下滑630%~780%。而在一周前，智飞生物还发布公告称，准备申请总额不超过102亿元、期限不超过3年的中长期贷款。曾因代理HPV疫苗“躺赚”的智飞生物如今亏钱又借钱，陷入了前所未有的财务困境。行业人士表示，其现状反映出依赖单一产品代理模式的脆弱性，以及行业转型期的阵痛。

■新快报记者 梁瑜



■廖木兴/图

1▶ 现金流濒临断裂 财务危机全面爆发

在2025年三季报中，智飞生物亏损已达到12亿元，最终2025年预计亏损竟超百亿元。在巨亏的同时，智飞生物还陷入现金流危机：截至2025年三季度末，存货高达202.46亿元，较2023年底的90亿元增长125%，主要为HPV疫苗等产品。随着疫苗保质期临近（HPV疫苗保质期一般为3年），大量库存面临过期风险。同时，公司资金链压力显

著。智飞生物应收账款128.14亿元，其中1年以上账龄占比从年初24%升至45%，下游回款能力急剧下降。公司需根据账龄对应收账款计提信用减值损失，应收账款减值让智飞生物业绩雪上加霜。短期借款103.18亿元，而货币资金仅24.98亿元，资金缺口超78亿元。为缓解流动性危机，今年1月5日，智飞生物发布公告，准备申请总额不超过102亿元、期限不超过3年的中

长期贷款，用于置换公司存量融资以及补充日常营运资金。

对于亏损，智飞生物则归咎于两个原因。一是受民众接种意愿降低、疫苗犹豫现象加剧等因素制约，公司主要产品的销售状况远未达预期，业绩承受较大压力；二是基于谨慎性原则，公司对因市场需求变动、临近或已到有效期，导致可变现净值低于存货账面价值的存货计提减值准备。

2▶ 从巅峰到深渊 代理红利迅速消退

智飞生物曾经的核心利润支柱是代理的进口默沙东四价和九价HPV疫苗，代理业务遭遇滑铁卢，是智飞生物业绩滑坡的重要原因。

曾几何时，极度依赖疫苗代理业务的智飞生物曾凭借独家代理默沙东四价、九价HPV疫苗实现爆发式增长。2017年、2018年，默沙东四价、九价HPV疫苗在我国陆续获批。其中九价HPV疫苗因为价次高等原因，成了“网红疫苗”，全国到处都在抢，甚至有人跨省或“打飞的”到我国香港接种，导致2018年智飞生物仅HPV疫苗的批签发量就超过500万支，营收

翻倍至逾52亿元，而在2016年，其营收仅4.46亿元。到2023年峰值时，智飞生物营收高达529.18亿元，市值一度突破3600亿元。

然而，这种“单腿走路”的模式在市场变化中不堪一击。中国疾控中心研究数据显示，2024年，中国9~45岁女性HPV疫苗首针覆盖率为27.43%，虽然与美国国家约67%的接种渗透率存在差距，但有观点认为，核心城市有意愿且有支付能力的主力接种人群已基本完成接种。随着九价HPV疫苗接种高峰过去、国产疫苗获批上市，代理红利迅速消退，公司缺乏自主核心

产品的短板凸显。

智飞生物与默沙东的代理合作始于2011年，至今已历经多轮协议续签。2023年，智飞生物与默沙东续签协议，承诺2026年底前完成980亿元HPV疫苗采购，其中2024年需支付326亿元。在市场需求骤降的情况下，这一协议成为沉重负担。2024年，智飞生物营收腰斩至260.70亿元，归母净利润已经仅剩20亿元，回到了2018年的水平。面对业绩下滑，公司未能及时调整销售策略、优化库存管理，同时为完成采购任务，被迫大量进货，导致库存高企，问题积重难返。

3▶ 困境加剧 市场反转、股价雪崩

2025年市场彻底反转。2025年2月，默沙东宣布暂停向中国供应四价HPV疫苗至少持续至年中。官方称此举目的是“加速优化库存管理进程”、提高合作伙伴（智飞生物）的财务表现。但前期已采购的大量疫苗仍需自行消化，短期内难以缓解库存压力。2025年1月和4月，默沙东四价、九价HPV疫苗相继获批男性接种适应症，被市场解读为“去库存的无奈之举”，但目前男性接种率仍较低，未能扭转销售颓势。2025年上半年，默沙东四价

HPV疫苗批签发直接归零，九价HPV疫苗批签发量从2024年上半年的1827.2万支骤降至423.9万支，同比大降76.8%。2025年前11个月，国产加进口HPV疫苗批签发总和仅24批，市场明显收缩，销售承压加剧。

当HPV疫苗接种热度消退、市场供需关系彻底反转，叠加国产九价HPV疫苗上市等多重因素，HPV疫苗尤其是进口九价HPV疫苗从“一苗难求”变为部分城市通过“买一送一”促销，进一步降低公司毛利率。2025年11月起，国家为13周岁女孩免费接

种双价HPV疫苗，直接压缩了自费HPV疫苗市场空间，智飞生物代理的进口四价和九价HPV疫苗销售雪上加霜。最终导致2025年，智飞生物陷入深度亏损。

在二级市场，智飞生物的股价与市值也出现了缩水。截至2026年1月19日收盘，智飞生物报17.56元/股，较2021年峰值（152.06元/股）跌幅超88%，总市值420.35亿元，较巅峰时期市值蒸发超3000亿元。与此同时，2025年12月股东户数为12.45万户，较11月减少2.69%，显示部分投资者选择离场。

4▶ 独木难支 管线新增长点尚未形成

除HPV疫苗外，智飞生物代理的其他疫苗品种如重组带状疱疹疫苗等销售未达预期，无法形成新的利润增长点。

截至2025年底，智飞生物代理的疫苗产品主要包括默沙东和葛兰素史克（GSK）的多个品种。除了默沙东的四价、九价HPV疫苗外，还有五价轮状病毒疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗、灭活甲肝疫苗，以及GSK的重组带状疱疹疫苗。其中，GSK的重组带状疱疹疫苗受市场竞争加剧和接种意愿下降影响，2025年上半年批签发量同比下降64.24%。同时面临国产带状疱疹疫苗的竞争，如百克生物的带状疱疹减毒活疫苗，市场份额面临挑战。虽然2025年重组带状疱疹疫苗获批18岁及以上免疫缺陷人群适应症，填补了国内空白，高风险人群接种需求有望成为新的业绩增长点，但尚未显现。

作为国内唯一进口五价轮状疫苗，五价轮状病毒疫苗是智飞生物唯一增长的代理品种，2025年上半年批签发量同比增长19.27%，但目前收入占比较小，难以抵消HPV疫苗业务下滑的影响。23价肺炎球菌多糖疫苗、灭活甲肝疫苗面临国产疫苗的价格竞争，批签发量和收入呈缓慢下降趋势。

5▶ 业务转型 押注创新药与mRNA疫苗

面对困境，智飞生物加速向“预防+治疗”转型。1月16日，智飞生物董秘回复投资者称，在预防领域，其全资子公司智飞龙科马研发的带状疱疹mRNA疫苗已于2025年获得国家药监局临床试验申请受理，并布局了mRNA技术平台等多个技术平台。在创新药管线布局上，子公司宸安生物在研产品司美格鲁肽注射液（减重）处于Ⅲ期临床试验阶段，双激动剂创新药CA111注射液处于Ⅰ期临床试验。公司表示将优化产品推广策略，加快自研产品上市节奏，严格把控经营风险。

不过，行业观察人士认为，在HPV疫苗领域，随着国产HPV疫苗的陆续上市，以及更多疫苗品种的竞争，智飞生物的传统代理业务面临的挤压只会越来越大，在转型未成功之前，行业竞争的加剧还会对智飞生物造成持续打击。而创新药研发周期长、投入大、风险高，公司能否成功实现业务转型仍待观察。带状疱疹mRNA疫苗等在研产品距离商业化仍有较长距离，无法及时填补HPV疫苗业务崩塌留下的业绩缺口。

行业观察人士表示，智飞生物申请的102亿元中长期贷款，虽是现金流濒临断裂的无奈之举，但本质是“拆东墙补西墙”，用于置换存量融资和补充营运资金，反映出公司现金流已难以维持正常经营。这种大规模借贷虽能解燃眉之急，但会进一步增加财务费用，加重未来盈利负担，恐会陷入“亏损—借贷—亏损”的恶性循环。

行业观察人士表示，当前疫苗行业处于深度调整与重构期，但这更像是行业发展过热后的一次“冷静期”和“挤泡沫”，疫苗市场的赚钱逻辑已经改变。短期内，同质化竞争、价格战和去库存压力仍将持续。但长期看，智飞生物能否成功转型，提高自主研发能力、进行前瞻性管线布局，降低对代理业务的依赖，将成为其能否走出困境的关键。



扫码获取更多
健康医药资讯