

CRO 涨跌浮沉：谁的眼泪在飞？

2022年农历开年后，在医药板块持续低迷的笼罩下，去年被市场捧得高出天际的CRO板块，一再跌破神坛。

危险是何时到来的？当私募操盘手李欣（化名）在2020年时，看到CRO这个非常小众的领域，连B站娱乐区的小姐姐都挂在嘴边，他心里升起一种不祥的预感：“这不是一个好现象。”

2年后，一条完整的抛物线终于落下。一位私募从业者想起2019年，政府和资本对创新药的支持，促使大量新药公司上市。一级市场的人声鼎沸，把二级市场引向一个成熟的狂热点，也带来了作为创新药服务行业的CRO的狂欢。

到了2020年，本是医疗行业极为细分的CRO板块，一跃成为人尽皆知的一个赛道。没有任何医疗背景的博主，都能讲上一堂关于CRO板块的“大师课”。当然，CRO行业的发展，也确实和二级市场的预期在同一个上升通道。

股市，向来是一个惊险无比、令人窒息的资本游戏。在这场游戏中，有些人是技术流，根据一条条复杂的K线图、均线图预测走势；有些人是信息流，四处打探企业的一手信息、分析企业研报；有些人是价值流，买的是股票，投的是企业。

无论哪个流派，一旦被利益的蚕丝缠绕住，被涨停跌停冲昏头脑，就会变得身不由己。潜伏在内心的欲望和贪婪被释放出来，理性很快被吞噬。

于是，一夜暴富的美梦和一无所有的破灭，都在一只只股票涨跌中重复上演。

一年之后，高瓴减持CRO板块，一时间风声鹤唳。尽管很多资深操盘手心里极为清楚，“所有公开信息提前已经反映在股价上，等充分反映完所有信息，股价就进入了回调期，是一个正常现象”。

但股民们的悲观预期被放大到股市上。CRO板块闪电般崩盘，与行业基本面背道而驰，一路狂跌。甚至出现了一种奇怪的现象——凯莱英和博腾这些CRO公司仍旧有大量的国外订单，但股民的退潮情绪已经给它们“判了刑”。

在下跌趋势中，行业与股市，成了两个割裂的世界。二级市场的一场资金博弈，私募们和公募们的回调，一层层多米诺骨牌应声倒下，最底层的股民也就成了韭菜。

触底自会反弹。新的故事出现，新的业绩加持，还会有新的股民到来。

一、创新药红利，小众赛道被发掘

2019年1月，一家叫康龙化成的公司上市，引起了孙启（化名）的注意，这个年轻的操盘手当时不知道，康龙化成所处的CRO板块日后会大火。

CRO在当时还不是一个时髦的词汇，但创新药已经成为资本的宠儿。这一年，科创板正式开市，资本退出了有了更通畅的融资渠道，在中国创新药审批改革、药品集中带量采购常态化后，享受政策红利的创新药企成为了最大受益者。

非医学专业出身的孙启，翻看了一些招股说明书才了解到，CRO这个晦涩的英文词汇代表的含义是新药研发外包。康龙化成是继泰格、药明康德之后，规模位列第三的CRO公司。“看好一个板块，但雾里看花、一知半解的时候，先去买这些板块相关上游设备的股票。”孙启认为，创新药崛起后，CRO公司的角色肯定会吃重。

二、二级市场对于CRO的看法却不一致。

2018年持续一整年的股市低迷，降低了市场上的信心。私募们变得更为谨慎和短视，虽然在2019年开年，私募们纷纷买进医药股避险，但心态其实发生了微妙的变化，由长期持有变成了“今天买了，明天有赚，就先跑路”。

在药明准备A股上市时候，李欣就开始关注CRO板块。他是一个资深的私募操盘手，一直看好这个板块的发展前景。但当时和同行交流下来，李欣发现公募、私募基金普遍认为CRO股票发行的市值太贵，谨慎怀疑的态度居多。但李欣坚信“贵的就是好的”。

这些个人之间相悖的观点和质疑，丝毫没有影响CRO一片大好的涨势。

在CRO板块股市一片红里，因为泰格和药明康德的涨势太好，孙启担心药明原始股东2个月后解禁，以及之前埋伏太多，退而选择了康龙化成这一只波动较大的次新股。“它的流通市值小，换手率高，像我们这种风险偏好比较激进的都比较喜欢振幅大

一点点的股票。而且，新股往往会存在一个估值模糊的时间段，康龙化成上市的时候才二百来亿的市值，也不算特别大。”

这只股票给孙启带来颇丰收益，一个月不到的时间，获利了百分之十几。他做了短线操作，顺势卖出。他没有预料到的是，整个CRO板块在2020年迎来了热度空前、更高的估值，股价像坐上了火箭。

更令他意外的是，公募基金抱团现象的开始出现。

二、公募基金抱团推高股价

公募基金扎堆狂买CRO龙头股，能很轻易地把一个板块的热度拉起来，往往能够让更多的“韭菜”加入。

这些重仓的股票涨势好，往往在股市上形成一个正反馈——一旦股价涨了，基金才卖得好，就会有更多人去申购这只基金，机构有更多钱去推高这些股票，于是，又有更多的股民进入这个游戏之中。

在李欣看来，公募基金死守一个山头的做法，也属无奈之举。

2020年开始，创新药企纷纷在科创板IPO，但一上市就破发，这打消了资本的炒作欲望。“这些新股没有给我们安全感。基金经理不可能去买一个亏损的股票，一方面要赔上个人声誉，另一方面整个基金都得背锅。那公募基金，就只能往头部挤。往往看好了一只龙头股，就在上面不停地做价差。”李欣说。

2020年，高度景气的CRO公司们用业绩交出了一份份满意答案，这给股市带来了前所未有的信心，也让几乎所有二级市场的投资者们，以至于B站上非医疗专业的财经博主们认识到了这个小众赛道。

“这不是一个好现象，人尽皆知，就说明这个板块非常危险了，关注度极高，成交量高，大起大落将会严重。”孙启认为，正因为这些CRO的商业逻辑、手握的项目，都被挖得七七八八，盈利空间、市值估算都算得一清二楚，这个板块已经失去了想象空间。

这些抱团股的魔幻暴涨，仍旧让他们陷入了疯狂和纠结——到底要不要跑路？如果这个时候不跑，别人跑了怎么办？如果这个时候跑了，还在涨又怎么办？纵然，很多二级投资者机构心知肚明，基金抱团的风险在于滋生估值泡沫，大家抱团拉升股价的同时，却加大了集中抛售的风险。

也不乏理性的声音出现——股市透支了预期，估值实在太高。凯莱英、博腾的估值高达八九十倍，而整个医药板块最便宜的原料药板块的估值不过二三十倍。当预期里的泡沫被无限放大，跌停的风险无疑增加。

但理性敌不过情绪，尤其在股票上涨的时候，更多人愿意享受泡沫。谁都知道下跌的时刻终究来临，但谁也不希望，这个时刻是现在。

三、高瓴减持CRO，市场开始风声鹤唳

见顶信号的传出，是高瓴减持药明康德开始。

在药明康德港股上市前，高瓴就参与了6300万美元的战略投资。上市后，在2019年7月26日和2020年9月30日，分别重仓入股48.3亿元、25亿元。但在2021年第一季度，高瓴持有的药明康德股份市值仅为35亿元，到了第二季度，已经退出前10大股东之列。此后，高瓴陆续减仓凯莱英、泰格医药。

高瓴，这家明星资本释放出的信号，瓦解了大家的信仰。

“当一开始看好你的人都不看好了，大家都要怀疑一下为什么不看好，为什么选择在这个点跑路，是不是得到了什么消息？”孙启说出了普通股民的疑虑。

猜疑由此传开。在那几天晚上，李欣几乎翻看了所有相关网站，希望看出一点门路。高瓴减持，确实对他产生了一定信息干扰。他预计的下跌周期，要更晚。但他也承认有部分人的观点是对的。

“这个行业不可能再普涨了，已经到了优胜劣汰、开始排座次的时候。你是老大就是老大，老二就是老二，就像白酒一样，高端白酒永远这么三个品牌。”

单纯从技术K线分析，在一个波段高点卖出这些CRO股票，是最理性的一种选择。但在高瓴减持之后，绝大多数私募基金持观望态度，纵然内心百般焦灼，还是想等技术图形走出来之后再看看。

另一边，却迎来了一波CRO企业大股东的减持潮，包括药明康德、康龙化成、泰格医药



药等龙头。股票估值炒到第三年，这些公司已经到了套现期，卖出股份、回笼资金，也是合情合理。但放大到股市，谁也没有预料到，市场情绪崩塌会如此之快。

悲观情绪几乎处处蔓延——一波大幅的上涨，已经把所有的政策、利好兑现了，把业绩全部透光了。谁也不知道三年以后利润的增长在哪里，看不到。

吊诡的是，博腾、凯莱英等同样隶属于外包的CDMO企业源源不断接到国外新冠口服药的订单，整个板块的业绩在2021年并没有出现大萎缩。在整个医药行业跌停的时候，CDMO板块在一段时间里甚至还逆势上涨了。

但这一细分板块还能持续涨多久？

真正的利空点，孙启和李欣都一致认为外部因素。美国提前进入加息周期，10年期美债收益率快速上行，这势必导致了一些资金撤出。而国际政治经济，都会影响CRO板块走势，毕竟CRO企业，都极度依赖全球的供应链体系。

四、私募的赌徒心态，基金之间是怎么博弈的

一波下跌之后，大家都在拼命赎回，那时，所有股民的心态变成了——我要保本。

“药明康德跌到100元/股以下，可能只是正常的技术性回调。但免不了有人怀疑是不是行业没有前景，几乎所有人的思维逻辑就被人云亦云搞乱。”李欣宁愿被套，也要加仓。但他的老板并不赞同。这位房地产商起家的私募老板，对于股市的收益期待明显大于房地产行业。他一直认为医药估值过高，也并不支持长期投资CRO板块。

这样的分歧经常存在，尤其是在股票跌停的时候，任何人的神经因为利益都会变得脆弱、情绪也会被放大。

李欣在趋势面前选择了让步，做一些策略减仓，割掉一部分“肉”，但大多数时候仍旧坚持自己的预判。他觉得CRO这个行业没有死掉，也没有发生大的转折点。没必要过分看空这个行业。

但股市忽略到业态发展，只剩情绪蔓延的时候，小机构的表现几乎都是闻风丧胆。

机构与机构之间，都在互捅刀子。股票上涨的时候，大基金入局，把股票推高到股民们都相信这个故事为止。行业逻辑也被这些机构捋顺，成为一篇篇分析报告后，陆陆续续就会有更多资本进入，一起拉升估值。

在股票下跌阶段，规模小的机构会率先减仓，赌的就是大基金不敢轻举妄动。“我不砸它，它肯定会砸我。如果我在股票跌了8%的时候就割掉，把它砸到跌停。今天业绩出来，我的净值受单只股票影响只跌了8%，但他跌了10%。”孙启说这就是一个博弈的过程，赌的是人性。

于是，每天操作、交易的日钱，也是最不稳定的资金，会马上流出来。几个亿或几千万的基金会陆续减仓。千亿盘子的基金要么巍然不动，要么“慢慢出货”，但绝不会大量砸盘，带崩整个板块。

恐慌性下跌之后，再想回到过去需要比之前更多的刺激。

一旦基金的净值达到了0.9、0.8时，再想回到1，是很难的，除非买的这只股票翻倍涨，但这又违背了风控原则。李欣分析道，“从创业板，上证指数、月线上来看CRO公司，其实没有调多少，但导致了公募基金、私募基金大量的亏损，大量的净值塌陷，原因在于这个基金经理的考核制度本身是存在不合理性的。”

制度决定它必须得大量卖掉亏损的股

票，或者拉一波之后解决掉亏损的股票，这就导致了股票未来走势会变得更加变幻莫测，更加地匪夷所思。

五、公募的钱少了

2021年第三季度，高瓴资本大幅撤资了CRO龙头药明康德、凯莱英。医药女神葛兰增持了CRO。但不到一个月内，因为被列入实体名单乌龙事件、CDE新规细则出炉等原因，CRO行业遭受了几次舆论冲击。

一片哀号之下，CRO板块应声大跌，而在公开的交易明细里，卖出方都是一些大的机构（而非散户），有观点指出，以如此体量资金的卖出，基本可以确定是头部公募基金在抛售CRO了。

这一举动背后的根本原因，孙启认为，并不是公募基金在看空CRO板块，而是因为从去年下半年开始，公募募资能力减弱。“疫情持续了两年，大家手上也没什么太多闲钱，新基金募集效果明显没有之前好。另外就是这些CRO类型的股票，基本上都是港股通重仓标的，北向资金在美联储缩表加息的预期下，也不再大幅净流入，股价自然也就上不去。”

募资减少、基民赎回的双重压力之下，迫于业绩，公募基金只能被动减仓。

公募基金的这一动向，给股民带来的信号，比高瓴减持更为直接，甚至引起了关于CRO板块崩塌的大猜想。但是，有另外一群兴致勃勃的“韭菜们”吹起了抄底的号角。但这一批试图抄底的玩家，成为最后一批被割肉的群体。

因为，股市很可能深不见底。

春节前，李欣卖出了手上全部的CRO股票，这些股票他已经持有三年多。市场上蔓延的情绪让他第一次产生了质疑，CRO行业出现了本质变化了吗？他四处打探消息，但各家CRO公司的大单在接着干，各个募资渠道是开放的。管理层也没有出现致命错误，大家都在寻找差异化发展。

如果一定要给CRO一个基本面利空的理由，他认为就只有药企为了节省开支，抢了CRO企业的生意，把外包变成内销。为了验证这一想法，李欣应聘了几家创新药企发现，行业内各个环节交流极为闭塞，一家药企很难把全链条全部打通。外包，仍旧是最能提高效率的举动。

他以低位价格又买回了泰格、药明康德。他不认为这是CRO板块暴利的结束，相反，2021年到2022年，恰恰是CRO企业从无序到规范扩张、优胜劣汰的一个过程。“下跌，本质是挤出业态狂热幻想的一个泡沫，也是对于二级市场规律的回归。“这是一个很正常的波段调整，不是说行业到了转折点。”

基民永远都是在亏钱和回本的过程中不断循环的。大多数人，对事物的本质没有深度了解，容易被外界的碎片化消息裹挟。

在CRO板块下跌的过程中，孙启转而投向商业逻辑完全相反的中药板块。

股票上涨的时候，围绕在李欣周围有一群热热闹闹的朋友，大家一起谈论行业、提出分析；到了跌的时候，这些人基本都“走光”了，要么去看别的行业，要么直接退出股民行列。

李欣还在坚守，“二级市场就像啤酒，撒了一把盐，泡沫还是会出来的。但是这一批泡沫跟前一泡泡沫，是不同的泡沫。如果守不住，提前清盘了，就意味着你输了。”

于是，一批终于承认自己输的人选择出局，也总有一群认为自己会“赢”的人会进来。