

# A股投资生态出现积极变化 回购融资比首超60%

证券时报记者 张娟娟

在成熟的资本市场,股票回购十分常见。对中国市场而言,回购支持政策不断出台,随着回购增持再贷款的政策落地,上市公司回购积极性明显提升。2024年A股市场投融资生态发生积极变化,回购融资比大幅跃升,市场投资属性进一步强化。

参考境外市场,回购与二级市场走势紧密关联。A股的回购规模处于何种水平,回购如何影响股价和公司财务绩效,回购规模以及执行力度是否具备提升空间?基于当前回购融资比显著提升的背景,本文抽丝剥茧,深入探寻回购对资本市场发展的积极意义以及目前A股回购存在的问题,并提出针对性建议。

## 1 主动回购金额创新高

2024年是回购“大年”,根据证监会公布的数据,上市公司全年回购金额达1476亿元,创历史新高。为真实反映上市公司的回购情况,数据宝剔除股权激励注销、盈利补偿、重组类的回购,仅统计市值管理、员工持股计划、股权激励及其他类型的主动回购,分别按照预案日和完成日进行分析对比。

按预案日计算(仅统计有公布回购金额的公司),2024年A股公司回购预案金额合计超过2350亿元(回购金额上限),累计回购(含正在实施的公司)超过1127亿元,创历史新高。完成回购的公司中,回购金额履约率(完成回购金额/预案金额上限\*100%)保持在70%以上。

2025年以来(截至1月10日),又有20余家上市公司发布主动回购预案,其中广大特材拟回购金额上限达4亿元,澳华内镜拟回购金额上限2亿元,两家公司均为上市以来首次回购。

若以回购完成日计算,在2024年完成回购的金额达到1757.25亿元,较上一年翻倍。

2024年4月,国务院印发的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确指出,引导上市公司回购股份后依法注销。在政策指引下,2024年披露注销式回购方案的公司数量创历史新高,回购金额也创阶段性新高。

按预案日计算,2024年注销式回购的金额超170亿元,药明康德、顺丰控股、中国石化、比亚迪等注销式回购金额均超过4亿元。按照回购完成日计算,2024年注销式回购金额超过300亿元,涉及近200家公司,注销金额几近翻倍。

上市公司回购注销的及时性也大幅提升。以注销年份与完成回购年份对比(注销年份-完成年份),2024年完成回购且1年内注销的公司数量占比达到100%,注销及时性创近8年以来新高。

## 2 回购融资比首次突破60%

与分红一样,回购是上市公司利润分配的重要途径,体现公司投资价值。通常来说,若回购金额大于股权融资金额,表明公司从外部融资转向内部回馈股东,体现公司经营良好、现金流充裕,且认为自身股票价值被低估,通过回购提升股价,增强投资者信心。

近年来,相较于融资规模,A股回购跑出“加速度”,2024年回购金额与股权融资(首发融资、再融资)比值(下称“回购融资比”)大幅提升。按回购完成日计算,2024年A股回购融资比达到60%以上,较上一

年提升50个百分点以上,回购融资比创历史新高,其中回购与再融资比值接近80%。随着回购增持再贷款落地,未来有更多公司参与回购或加大回购力度,回购融资比有望持续提升。

不过相比美股,A股回购融资比还有较大提升空间。根据标普官网数据,2002年美股回购金额超过1200亿美元,2023年达到7952亿美元,2024年超过7500亿美元。与一级市场股权融资相比,美股回购金额自2002年以来持续超越前者,2022年以来美股回购融资比持续超过4倍。

## 3 三大积极意义

在2017年致股东信中,巴菲特毫不掩饰对回购公司的喜爱。他坦言非常喜欢回购股票的公司,其认为在多数情况下,有回购的股票在市场中是被低估的。当公司的经营规模不断扩大,但流通股数量不断下降时,股东将会非常受益。

回购对公司本身、对市场会产生哪些影响?对A股回购公司(已完成)进行剖析后发现,主要体现在以下三方面:

### 增强信心,发挥股价“稳定器”作用

对A股而言,上市公司回购往往集中在低估估值期,回购预案发布后,不论是中期还是短期维度,均能提振股价。

从公司来看,以2013年以来披露的4300余起回购方案为样本,短期来看,以回购预案日(T)为基准,相关公司自T日至T+1、T+3、T+5、T+10日平均涨跌幅均超过同期沪深300指数。T日至T+1日,披露回购公司的平均涨幅达到1.84%,同期沪深300指数平均涨幅低于0.3%;T日至T+10日,披露回购公司的平均涨幅3.5%以上,同期沪深300指数平均涨幅低于1%。

长期看(以指数代替),自2021年至2024年,万得股票回购指数连续4年跑赢沪深300指数,2021年沪深300指数下跌5.2%,当年股票回购指数逆市大涨近34%。

实际上,彭博社的研究发现,回购规模和行业涨幅呈明显的正相关。A股市场回购规模与市场表现亦有同样的规律,按照近10年回购金额划分范围(不足10亿元按上市日起计算),计算同期年化收益率均值。数据显示,累计回购超过100亿元的公司,同期年化收益率均值超过12%;累计回购金额30亿元至100亿元的公司,同期年化收益率均值11%左右;累计回购金额低于1亿元的公司,年化收益率均值低于7%。

回购融资比越高,交易标的投资属性也越强。近10年A股回购融资比超过100%的公司,同期平均年化收益率接近15%;回购融资比低于10%的公司,平均年化收益率不足7%。

### 传递积极信号,提升公司每股价值

对于注销式回购,股票回购将减少流通股股本数,当公司净利润不变时,每股收益(EPS)将提高,表明公司每股价值的提高。

以2023年及以前完成注销式回购的812家公司(含重复)为研究样本,按完成日计算,回购当年及上一年均实现盈利,且当年净利润较上一年变动幅度在1%的公司中,当年每股收益不低于上一年的公司数量占比过半。比如,泰格医药2023年完成近3.7亿元的注销式回购,2023年及上一年公司净利润均为20亿元左右,2023年公司每股收益2.34元,较上一年小幅提升。富春环保2020年完成1.71亿元的注销式回购,公司2020年净利润较上一年下降,但每股收益保持不变。

### 优化资本结构,提升资金使用效率

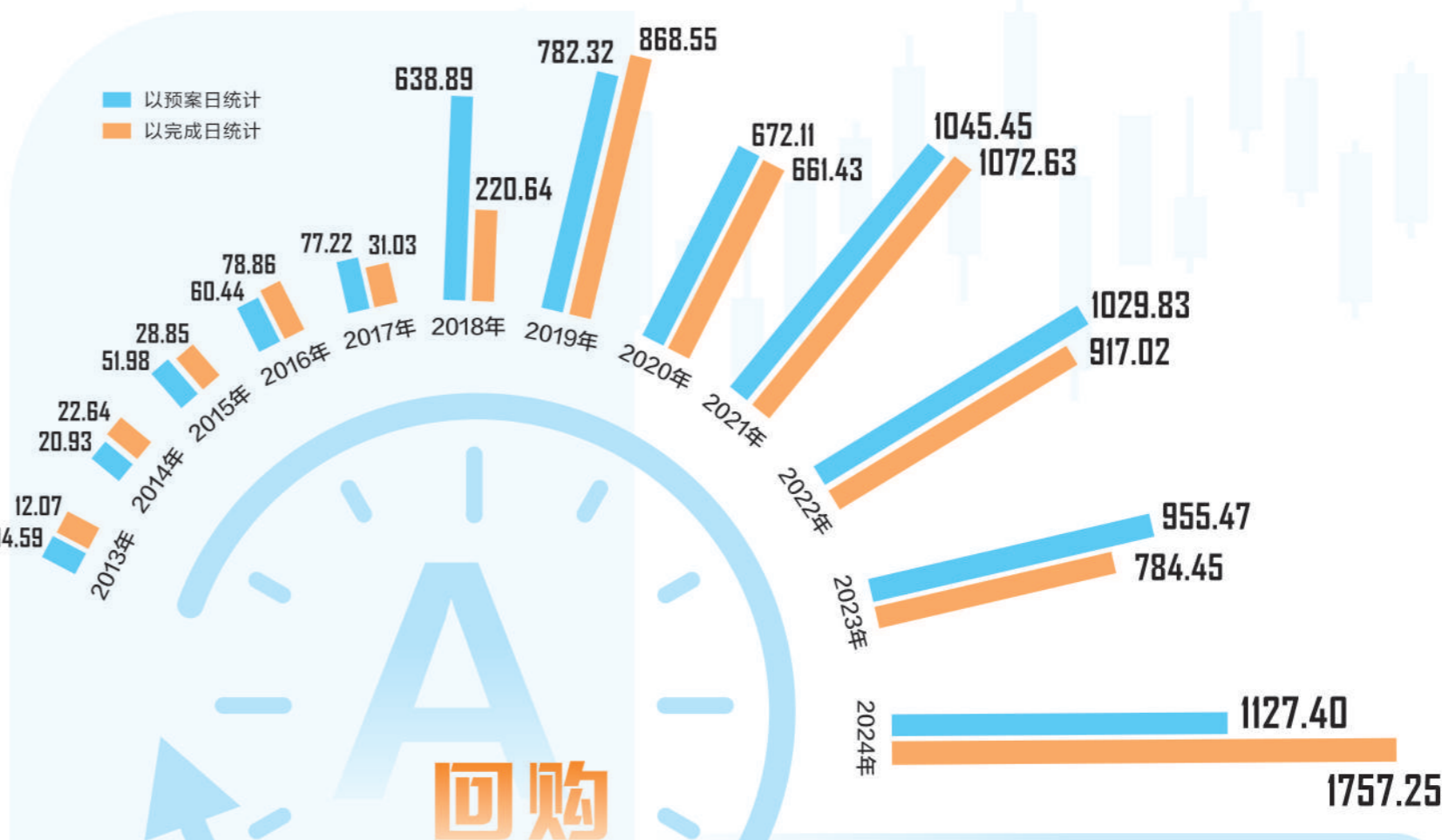
从回购资金来源看,大多数公司使用自有资金或闲置资金开展回购,可以提升资金使用效率,使得公司资产结构更加合理。

数据显示,上述812家样本公司中,回购资金来源为自有资金,且回购完成当年及上一年均为盈利的公司有555家中,完成回购上一年平均总资产周转率为0.63次,完成当年提升至0.65次。

进一步来看,平均总资产周转率较上一年提升的公司回购金额均值接近4亿元,回购金额均值是其余公司的2倍左右,加权净资产收益率(加权ROE)均值超过11%,较上一年提升1个百分点以上。

按照回购金额分类可以发现,回购规模与ROE呈现一定正相关性。完成回购超50亿元公司当年加权ROE均值接近21%,上一年均值低于20%;完成回购1亿元以下公司加权ROE均值11%左右,上一年平均9%。

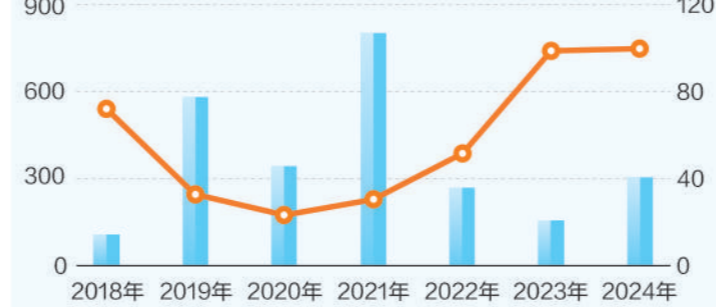
以格力电器为例,公司2021年完成回购60亿元,同年将回购股份注销,2021年公司净利润微增,总资产周转率由上一年的0.61次提升至0.63次,加权ROE由上一年的18.88%提升至21.34%。



A股市场历年回购金额一览 (单位:亿元)

## 4 存在的三大问题

### 历年注销式回购金额对比

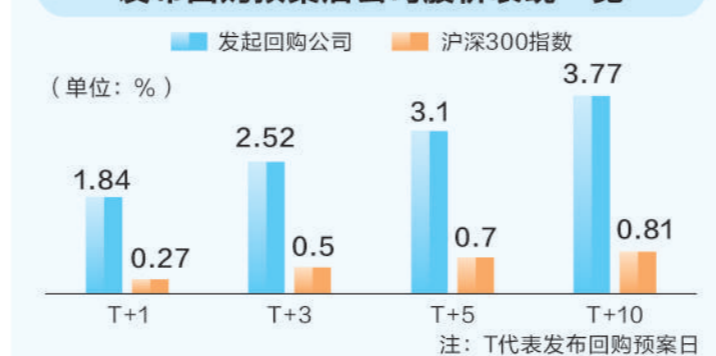


### 不同回购规模公司的平均年化收益率对比 (%)

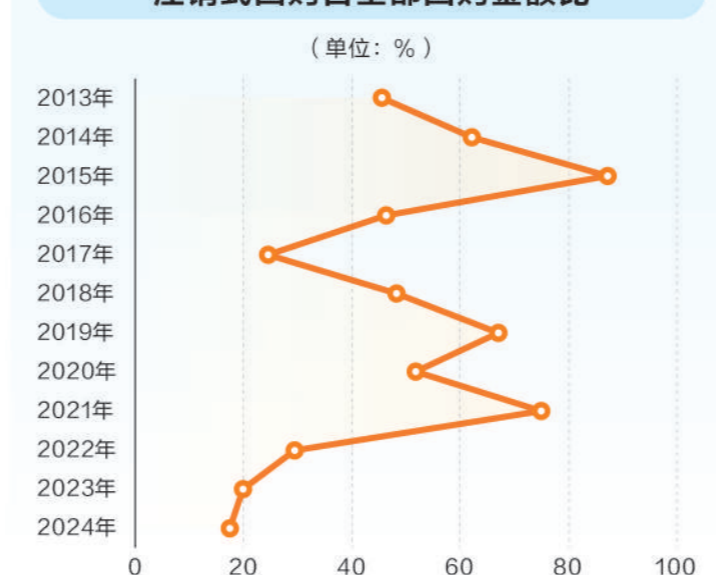
回购金额范围	按全部类型回购统计	按注销式回购统计
大于100亿元	12.27	18.38
30亿元至100亿元	10.91	9.77
20亿元至30亿元	12.73	9.62
10亿元至20亿元	8.98	7.00
5亿元至10亿元	8.56	7.36
1亿元至5亿元	7.65	6.72
1亿元以下	6.74	7.44

注:统计区间为2015年至2024年

### 发布回购预案后公司股价表现一览



### 注销式回购占全部回购金额比



值得肯定的是,在上市公司开展大规模回购后,A股投融资生态已大幅改善,回购正成为市场的“造血”机器,是市场资金来源的重要途径。然而,在目前回购中,仍有以下三方面问题:

#### 注销式回购金额占比偏低

与全部回购金额相比,注销式回购金额占比并不高。按完成公告日计算,2022年以来,注销式回购金额占全年回购金额比例均低于30%,2024年该比值仅17%左右。

2017年至2022年有大量公司完成回购的股份尚未注销,2019年完成回购的公司中,回购股份注销的公司数量占比仅有32.8%,2020年、2021年占比均处于偏低水平。

#### 大公司回购力度不足

从美国股市来看,规模较大的公司回购金额普遍较高。最新市值超3000亿美元的公司中,2015年以来未实施回购的公司屈指可数,这些公司回购金额占全市场比例(下称“回购贡献度”)超过50%;市值前10家公司回购贡献度超过26%,且基本均由美股“科技七巨头”贡献,仅3家公司未实施回购。

以苹果为例,该公司2015年以来回购金额超过6500亿美元,单家公司回购贡献度近14%,同期公司分红金额不足回购金额的1/5。2015年至2024年,公司股价平均年度涨幅超过30%,净利润由533.94亿美元增至900亿美元以上。

从A股来看,大公司无论是参与回购

公司的数量还是回购金额均偏低。截至2025年1月10日,A股市场上市值超千亿元的近130家公司中,自2015年以来实施回购的公司有71家,累计回购金额近1900亿元,回购金额对全市场的贡献度为26%。其中市值前十公司,仅有贵州茅台、宁德时代实施回购,且回购金额贡献度不足2%,去年12月末,贵州茅台发布上市以来首份回购案,拟回购金额上限60亿元,成为A股历史上拟回购金额最高的食品饮料公司。

#### 部分公司回购履约率较低

随着监管力度的提升,近年来,“忽悠式”回购的案例数量已基本清零,回购履约率偏低公司数量大幅减少。按预案日统计,2024年回购履约率低于30%的公司有6家,公司数量创2018年以来新低。

不过需要注意的是,若实际执行情况与披露回购计划存在较大差异,将导致市场预期落差,对公司股价造成冲击。

比如\*ST富润,公司2024年6月18日披露回购预案,拟回购2666.66万股,当日股价涨停;公司于2024年12月19日公告完成回购273.59万股,但回购金额占预案金额下限比值不到15%。自2024年12月20日以来,公司股价下跌超30%。另外,振华新材、凡拓数创等公司实际回购金额占预案金额下限比值均低于50%,前者占比不足10%,自完成日以来股价跌幅超过5%。

## 5 回购的三点建议

纵观全球股市,不仅是美股、港股、英国股市的回购融资比也处于较高水平,英国市场回购金额10余年前便超过融资金额。2010年至2024年,美股年度回购金额持续超越分红,年均回购超过600亿美元,其中标普500指数成份股贡献半壁江山,同期该指数年度平均涨幅超过12%。德邦证券表示,“回购潮”与“市场底”存在一定的相关性,其本质是“回购效应”对股价形成了支撑。

目前,A股回购已呈显著积极的态势,但回购规模尚不足分红规模的1/10。在加强“忽悠式”回购监管的同时,如何有效提升A股回购规模已然成为当务之急。对此,笔者主要提出以下三点建议。

用好再贷款工具,提升回购力度。事实上,2024年A股公司回购预案金额已首次超越再融资金额,然而完成回购公司中,回购金额履约率不足80%,间接造成了整体回购规模相比全球市场仍偏低。

对上市公司而言,在提高回购履约率的同时可结合自身现金流状况,将闲置资金用在“刀刃”上,也可以使用回购增持再贷款等货币工具积极开展回购。

去年10月20日首批回购再贷款公司公布方案以来,截至今年1月10日,已有近300家公司披露方案,总贷款金额高达380

多亿元,牧原股份、海康威视、温氏股份等行业龙头企业,再贷款金额超10亿元。

#### 强化注销式回购,提振投资信心

相比非注销式回购,注销式回购与年化收益率的正相关性更强,也就是对股价的提振作用更明显。中国银河证券研究院表示,回购注销可以向市场传递对未来增长和盈利前景充满信心的强烈信号,提振投资者信心,促使股价更好地反映公司价值。

业内人士认为,业绩稳定、财务状况良好、管理层有激励制度的公司更适合注销式回购。因此,业绩稳健增长且公司治理优异的公司可积极择时开展注销式回购。

#### 大公司带头回购,树立行业标杆

大公司回购在稳定自身股价,提振自身发展信心的同时,可以树立行业标杆,引导同行重视“提质增效重回报”,激励同行积极参与回购。目前,A股实施回购的公司主要集中在家用电器、医药生物、电子、电力设备、基础化工等行业,民营企业回购金额贡献度超过六成,国有企业(地方国有企业、中央国有企业)回购金额贡献度仅两成左右。国有企业以及大市值公司作为市场“领头羊”,可带头实施回购,权衡分红与回购,利用好回购这一工具强化市值管理。

(本版专题数据由证券时报中数数据库提供)