

回购赋能，价值重塑

——市值管理专题研究 4

投资要点

➤ A股回购政策：进入价值管理新阶段

1993年至今，我国股票回购制度经历了“全面禁止—有限放开—灵活激励”三个阶段，A股回购规模自2018年开始显著增长。2005年《公司法》修订，首次允许股份回购，全年仅2家公司完成回购，累计金额不足5亿元；2015年证监会鼓励回购作为救市工具，回购金额增长；2018年10月，《公司法》增加了三条回购股份的情形，2018全年的回购规模突破490亿元，回购逐步成为主流市值管理工具。2022年证监会发布《上市公司股份回购规则》；2023年政策鼓励回购股份注销，明确不计入利润分配限制，2024年4月12日“新国九条”引导上市公司回购股份后依法注销，2024年回购金额1656.3亿元创历史新高。

2024年主动回购的上市公司数量超过被动回购家数。按行业划分，完成回购的上市公司主要集中在科技成长板块，如计算机、医药生物、电子、机械、电力设备。按回购目的划分，A股主动回购的公司数从2021年的387家增长至2022年的526家，2023年为616家，2024年为1216家，超过被动回购家数。

➤ 回购对企业市值有何影响？

过去几轮回购潮，均发生在指数底部区间，回购对市值起到托底作用。我们选取2018年至今（截至2025年3月21日）期间完成的回购事件作为分析样本，共计10633条数据，统计发现：

-短期维度，【回购预案公告】后绝对和相对收益均为正。回购预案公告30日后绝对/相对收益率均值为1.84%/1.17%，90日后绝对/相对收益率均值为3.74%/1.94%。

-中长期维度，【回购完成公告】后超额收益显著，公告后1年的绝对/相对收益率均值为12.85%/6.42%，2年后绝对/相对收益率均值为21.70%/11.32%。

-主动回购的超额收益率高于被动回购。其他/股权激励/市值管理类回购预案日后90日平均超额收益率为4.36%/2.82%/3.01%，预案日至完成日的平均区间超额收益率高达12.46%/7.17%/6.47%。

-回购比例与超额收益率正相关。回购比例为>5%和1%-5%的公司在预案公告日90日后平均超额收益率为4.48%和4.36%，其他仅不足1.5%。回购比例>5%的公司从回购预案日至完成日的区间平均超额收益率高达19.27%。

-估值角度，回购预案日后“强者恒强”与“低估值修复”逻辑均存在。

➤ 风险提示

国内经济增长波动的风险；数据统计误差；研究报告中使用的公开资料可能

投资评级：看好

分析师：吴起涤

执业登记编号：A0190523020001

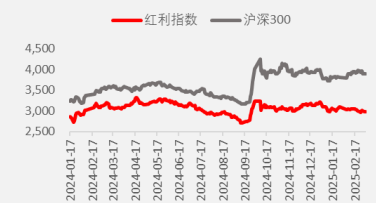
wuqidi@yd.com.cn

分析师：姜楠宇

执业登记编号：A0190525020001

jiangnanyu@yd.com.cn

红利指数与沪深300指数走势对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、A 股回购政策：进入价值管理新阶段	3
1. A 股回购政策的历史沿革	3
2. 股票回购的定义与流程	3
二、A 股回购现状：2024 年主动回购企业数量创新高	5
三、回购对企业市值有何影响？	8
四、风险提示	11

图表目录

图 1：1995-2024 年 A 股市场主要回购政策变化历程	3
图 2：A 股上市公司回购流程	5
图 3：2005-2025 年 A 股完成回购的企业数量和年度回购总金额	6
图 4：按照回购目的划分，2011-2024 年 A 股完成回购的公司数目	7
图 5：按照主动与被动划分，2011-2024 年完成回购的公司数目	7
图 6：2005-2025 年 3 月 21 日 A 股完成回购的公司总数按行业划分	7
图 7：2005 年以来 A 股预案回购公告数目与万得全 A 指数对比	8
图 8：公司在回购预案公告和回购完成后 90 日的超额收益率对比	9
图 9：公司在回购预案公告和回购完成后 90 日的绝对收益率对比	9
图 10：A 股回购预案日后绝对与相对全 A 收益率	9
图 11：A 股回购完成日后绝对与相对全 A 收益率	9
图 12：不同回购目的的公司回购预案日后的超额收益	10
图 13：不同回购目的的公司回购预案日至完成日的区间超额收益	10
图 14：不同回购比例（%）的公司回购预案日后的超额收益	10
图 15：不同回购比例的公司回购预案日至完成日的区间超额收益	10
图 16：不同估值水平的个股在回购预案后 90 日的超额收益对比	11
图 17：不同估值水平的个股在回购预案日至完成日的区间超额收益	11
表 1：A 股回购方式对比	4
表 2：证监会《上市公司回购规则》规定的回购情形与 Wind 分类对比	6

一、A 股回购政策：进入价值管理新阶段

1. A 股回购政策的历史沿革

1993 年至今，我国股票回购制度经历了三个阶段，历经“全面禁止→有限放开→灵活激励”三个阶段。2005 年之前，严格限制股份回购；2005 年《公司法》修订，回购规则逐步放松，2018 年和 2022 年是上市公司回购股份政策端的重要节点。2018 年 10 月，《公司法》对回购股份的情形进行了具体的完善，增加了三条回购股份的情形。2022 年 1 月，证监会发布《上市公司股份回购规则（征求意见稿）》，从回购条件、方式、实施期限、回购程序、回购与再融资交叉时间节点限制等方面对上市公司回购进行了明确，同年 10 月 14 日，证监会对回购相关规则进行了归并整合和修改完善，形成《上市公司股份回购规则》，有效回应市场需求；2023 年 12 月 15 日，证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，对部分条款予以优化完善，明确回购注销不作为利润分配；2024 年 4 月 12 日“新国九条”以来，引导上市公司回购股份后依法注销。

图 1：1995-2024 年 A 股市场主要回购政策变化历程



资料来源：新华社，证监会，上交所，深交所，中国政府网，源达信息证券研究所

2. 股票回购的定义与流程

股票回购 (Stock Buyback) 是指上市公司利用自有资金、债务融资或其他合法资金来源，从公开市场或特定股东手中购回本公司已发行在外的一部分股份的行为。回购后的股票可能被注销（减少总股本）或作为库存股保留（用于未来股权激励、可转债转股等）。企业回购股票的资金来源有三：一是自有资金（经营现金流、留存收益）；二是债务融资（发行债券、银行贷款）；三是特定政策允许的其他资金（如科创板允许使用超募资金）。

根据回购价格确定方式的不同，股票回购一般可以分为集中竞价、大宗交易、要约回购、协议转让等方式。上市公司选择回购方式需根据市场影响、资金效率、战略需求进行决定，如

集中竞价适合短期维稳，中小市值公司优先选择集中竞价，减少流动性冲击；大宗交易适合战略布局，但折价需合理；要约回购的效率最高，龙头企业可组合使用大宗交易与要约回购，兼顾效率与成本；协议转让侧重股权重构，但灵活性低。

表 1: A 股回购方式对比

	集中竞价	大宗交易	要约回购	协议转让
操作流程	通过二级市场直接买入，价格由市场实时决定	与特定对手方协商成交，通常折价交易	向全体股东发出收购要约，按固定价格收购	与特定股东协商转让股份，需交易所合规性审查
交易规则	不得高于董事会决议前 30 日均价的 150%；仅限开盘集合竞价 (9:15-9:25) 操作；单日买入不超过总股本的 1% (科创板/创业板为 2%)。	不超过前收盘价的±10% (ST 股±5%)；受让方需锁定 6 个月；门槛最低 30 万元或 50 万股	不低于公告前 30 日均价的 90%；需提前将 20% 履约保证金存入指定账户；要约期通常为 30-60 日。	单个受让方持股需≥5%；涉及控制权变更需证监会批准
市场影响	高 (直接推升股价)	低 (折价成交，冲击小)	中 (明确价格信号)	低 (非公开交易)
资金效率	低 (分散买入，成本不可控)	高 (单笔大额成交)	高 (快速完成目标)	中 (需谈判与审批)
灵活性	高 (可随时终止)	中 (需匹配对手方)	低 (要约期不可撤销)	低 (需长期协商)
成本控制	难 (受市场波动影响大)	中 (折价但锁定价格)	高 (固定价格)	高 (协商定价)
适用场景	短期护盘、小规模回购	大额回购、引入战投	快速完成目标、私有化	股权结构调整、战略合作
监管复杂度	低 (仅需备案)	中 (需交易所形式审核)	高 (需证监会审批)	高 (涉及控制权需审批)

资料来源：《上市公司股份回购规则》，源达信息证券研究所

股份回购能带来多方面好处。

- ① **提升股东价值。** 回购会减少公司总股本，直接增厚每股收益 (EPS)，降低权益资本比例，提升 ROE (净资产收益率)，吸引价值投资者。
- ② **传递积极信号。** 回购表明公司管理人认为股价被低估，释放内部人对未来前景的乐观预期；减少流通股，提高控股股东持股比例，巩固控制权，抵御恶意收购。
- ③ **替代现金分红。** 资本利得税税率通常低于股息税 (如美国)，通过回购变相回馈股东可以享受税盾优势；同时避免承诺固定分红的压力，适应现金流波动。
- ④ **可作为股权管理工具。** 回购股份用于股权激励计划，绑定核心团队利益；为可转债持有人提供转股来源，降低稀释效应。

上市公司回购流程：根据《公司法》、《上市公司股份回购规则》及沪深交易所细则，上市公司股份回购流程分为五个阶段：1) 内部决策，董事会或股东大会审议通过回购方案，明确目的、金额及期限；2) 监管报备，向交易所提交方案并开立专用账户；3) 实施操作，通过集中竞价（限价 150%均价，单日≤1%股本）、大宗交易（折价±10%）等方式买入股份；4) 信息披露，需在 2 日内公告决议，每月披露进展，回购完成后 3 日内公示结果；5) 股份处理，3 年内注销（需股东大会减资程序）或转为库存股用于股权激励。科创板企业可使用超募资金，回购期限最长 4 年，全过程需规避内幕交易及操纵股价风险。

图 2：A 股上市公司回购流程

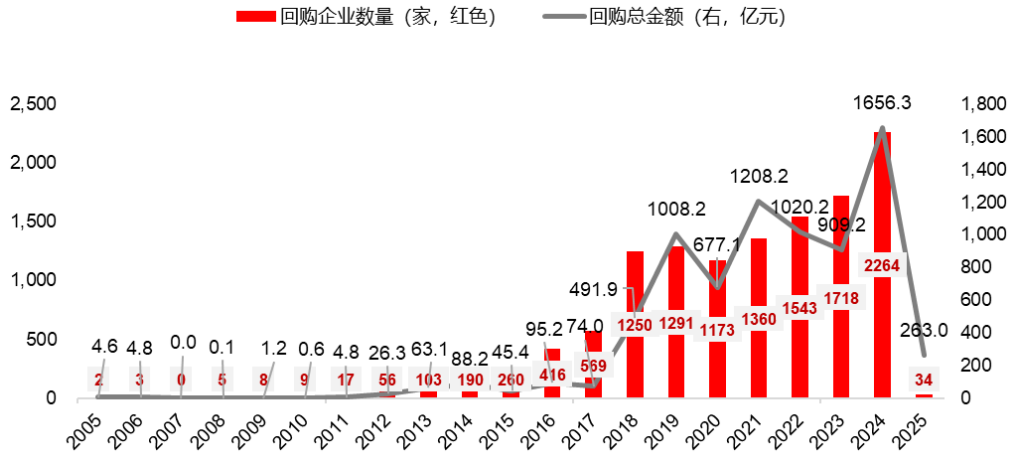


资料来源：《公司法》，《上市公司股份回购规则》，源达信息证券研究所

二、A 股回购现状：2024 年主动回购企业数量创新高

A 股回购规模自 2018 年开始显著增长。2005 年回购制度破冰，修订后的《公司法》首次明确允许股份回购，但仅限于减资、合并、股权激励及股东异议四种情形，回购案例极少，全年仅 2 家公司完成回购，累计金额不足 5 亿元。2013 年证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，但审批严格，年均回购金额约 63 亿元，集中于金融、地产等蓝筹股。2015 年股灾后，证监会鼓励回购作为救市工具，简化程序，2015 年回购金额增长，但多为象征性操作，救市效果有限。2018 年《公司法》修订，新增“维护股价”等回购情形，2018 年全年的回购规模突破 490 亿元，回购逐步成为 A 股主流市值管理工具。2023 年政策鼓励回购股份注销，明确不计入利润分配限制，2024 年回购金额 1656.3 亿元创历史新高。

图 3：2005-2025 年 A 股完成回购的企业数量和年度回购总金额



资料来源：Wind，源达信息证券研究所 注：2025 年数据截至 2025 年 3 月 21 日

我们采用 Wind 分类方式，将回购目的分为六类。根据《上市公司股份回购规则》，公司回购包括四种主要情形。上市公司的回购目的一般会在回购预案或回购报告书中阐述，公告中不会直接说明本次回购类型，Wind 根据其目的进行人为判断归纳，将回购目的分为六大类，包括股权激励注销、实施股权激励或员工持股计划、盈利补偿、市值管理、重组，和其他，具体分类依据见表 2。

表 2：证监会《上市公司回购规则》规定的回购情形与 Wind 分类对比

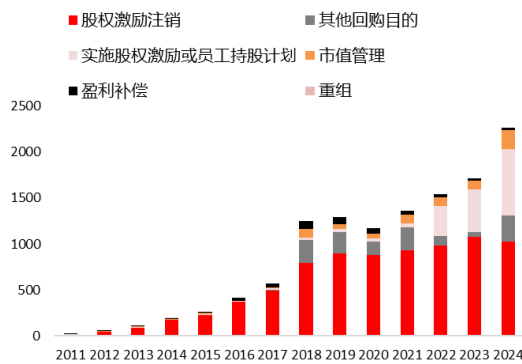
《上市公司股份回购规则》规定的回购情形	Wind 分类
(一) 减少公司注册资本；	1、股权激励注销： 因激励对象离职、绩效考核不达标等现实情况，出于股权激励股份注销目的而进行的回购。
(二) 将股份用于员工持股计划或者股权激励；	2、实施股权激励或员工持股计划： 公司目前业务发展良好，业绩经营持续增长，为了完善公司长效激励机制，为后续实施股权激励而进行的回购。
(三) 将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；	3、盈利补偿： 业绩承诺协议普遍存在于发行股份购买资产，业绩承诺未完成时则业绩承诺方将通过股份和现金进行补偿，股份补偿通过回购方式进行，回购总价一般为 0 元或 1 元。
(四) 为维护公司价值及股东权益所必需，当符合以下条件之一： (1) 公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产； (2) 连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 20%； (3) 公司股票收盘价格低于最近一年股票最高收盘价格的 50%； (4) 中国证监会规定的其他条件。	4、市值管理： 公司认为现有公司股价不能正确反映公司股票的实际价值，出于稳定股价目的而进行的回购。
	5、重组： 在重组过程中为避免出现交叉持股等原因进行的股份回购，该情况较少出现。
	6、其他： 不属于以上 5 种或出现多种回购目的同时存在时为其他。

资料来源：《上市公司股份回购规则》，Wind，源达信息证券研究所

注：我们将 Wind 分类中的“实施股权激励”和“员工持股计划”合并至“实施股权激励或员工持股计划”

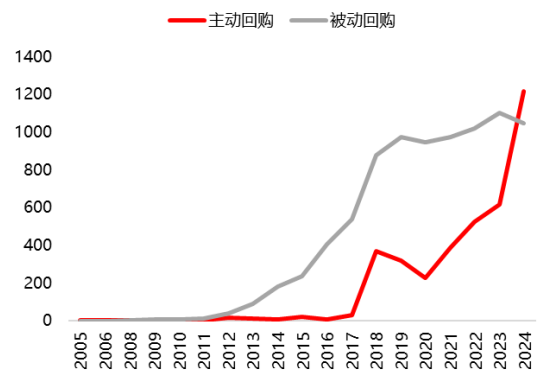
进行主动回购的上市公司数量呈增长趋势。2018 年之前,回购目的基本均为股权激励注销,2018 年政策新增三种回购情形后,以市值管理和盈利补偿为目的的回购数目显著增长;2022 年起,为实施股权激励或员工持股计划而进行的回购数量大幅增长,2024 年进一步增加。回购目的中,我们将实施股权激励或员工持续计划、市值管理、重组、其他计为主动回购,其余为被动回购,统计发现 2022 年以来,完成主动回购的公司数目显著增长,从 2021 年的 387 家增长至 2022 年的 526 家,2023 年为 616 家,2024 年为 1216 家,超过被动回购家数。

图 4: 按照回购目的划分, 2011-2024 年 A 股完成回购的公司数目



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

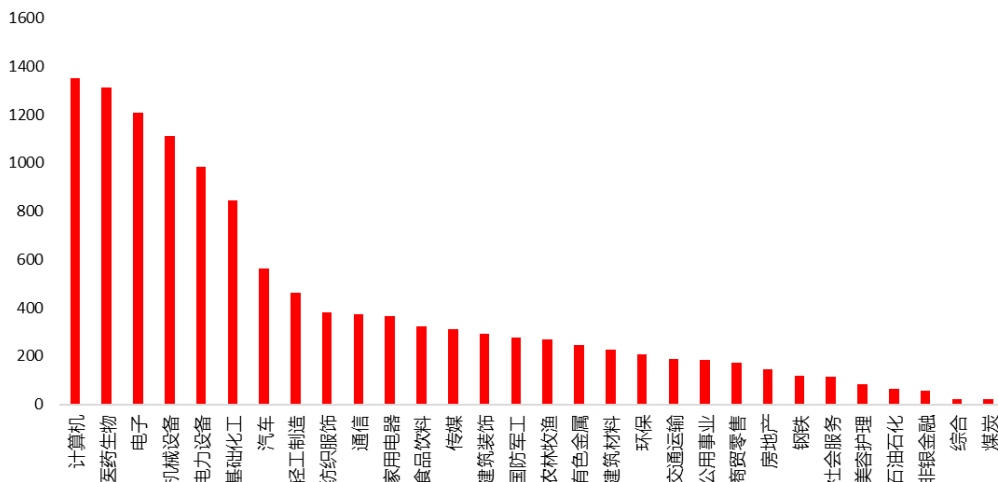
图 5: 按照主动与被动划分, 2011-2024 年完成回购的公司数目



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

按行业划分, 完成回购的上市公司主要集中在科技成长板块, 如计算机、医药生物、电子、机械、电力设备。

图 6: 2005-2025 年 3 月 21 日 A 股完成回购的公司总数按行业划分



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

三、回购对企业市值有何影响？

过去几轮回购潮，均发生在指数底部区间。证监会规定当公司估值破净，或连续 20 个交易日内股价累计下跌 20%，或一年内股价累计下跌 50%，可进行回购。对投资者而言，上市公司回购是重要的积极信号，代表公司对盈利增长或改善的信心。直观来看，回购对于上市公司市值具备显著的托底作用。A 股历史上的回购潮包括 2016 年 3-4 月、2018 年 10 月-2019 年 3 月、2023 年 12 月-2024 年 2 月，均出现在指数的阶段性底部。

图 7：2005 年以来 A 股预案回购公告数目与万得全 A 指数对比

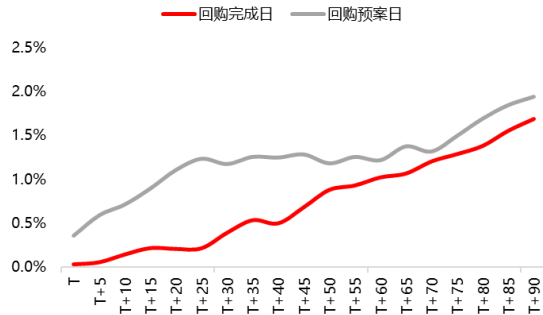


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

由于 2018 年起 A 股上市公司股票回购大幅增加，因此我们选取 2018 年至今（截至 2025 年 3 月 21 日）期间完成的回购事件作为分析样本，共计 10633 条数据（下文均采用此样本数据）。

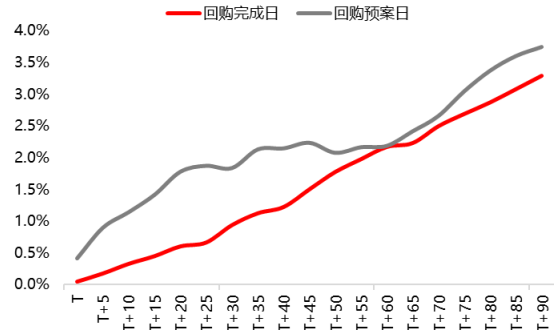
【回购预案公告】的短期事件效应显著，公告日后绝对和相对收益为正。统计样本企业在回购预案公告日和回购完成公告日后 90 日的绝对收益均值，以及相对万得全 A 的超额收益均值，【回购预案日】公告后的收益率更高，30 日后绝对/相对收益率均值为 1.84%/1.17%，90 日后绝对/相对收益率均值为 3.74%/1.94%，【回购完成日】公告后 30 日绝对/相对收益率均值为 0.94%/0.39%，90 日绝对/相对收益率均值为 3.29%/1.69%。

图 8：公司在回购预案公告和回购完成后 90 日的超额收益率对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

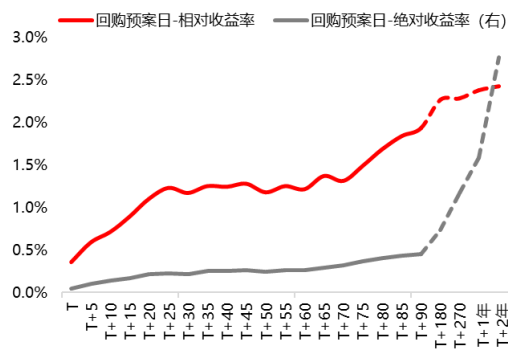
图 9：公司在回购预案公告和回购完成后 90 日的绝对收益率对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

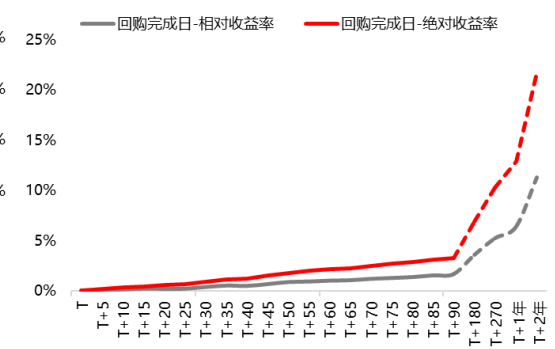
拉长时间维度，【回购完成公告】后 1-2 年超额收益显著。统计样本企业在【回购预案公告日】和【回购完成公告日】后的绝对收益率均值，以及相对全 A 的超额收益率均值。【回购预案公告日】1 年后的绝对/相对收益率均值为 13.27%/2.38%，2 年后的绝对/相对收益率均值为 23.11%/2.43%；【回购完成日】公告后 1 年的绝对/相对收益率均值为 12.85%/6.42%，2 年后绝对/相对收益率均值为 **21.70%/11.32%**。一方面，回购可以传达出管理层的长期信心；另一方面，回购带来的 EPS 增厚以及股权激励的业绩释放，通常在 1-2 年内体现。

图 10：A 股回购预案日后绝对与相对全 A 收益率



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 11：A 股回购完成日后绝对与相对全 A 收益率



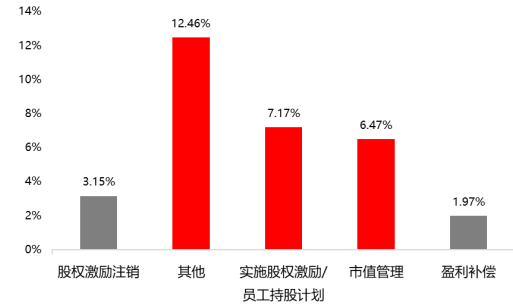
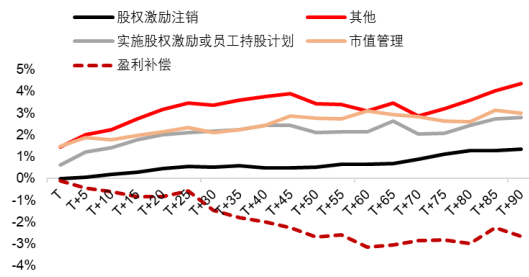
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

进一步，我们对回购目的、回购比例、回购时估值水平对短期超额收益率的影响进行分析，由于回购预案日相比回购完成日的短期事件效应更强（见图 8），因此下文均选择回购预案日作为分析时点（T 日）。

主动回购的超额收益率高于被动回购。根据回购目的分组，由于2005年以来仅有2例重组回购案例，因此数据分析中省略“重组”。回购预案公告后90日，回购目的为“其他”、“市值管理”、“实施股权激励或员工持股计划”的超额收益率显著高于“股权激励注销”和“盈利补偿”。“其他”分类中，包括可转债转股，或部分实施股权激励或员工持股计划、部分注销的回购，回购预案日后的超额收益率最高，90日平均超额收益率为4.36%，预案日至完成日的平均区间超额收益率为12.46%。

图 12: 不同回购目的的公司 在回购预案日后的超额收益

图 13: 不同回购目的的公司 在预案日至完成日的区间超额收益



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

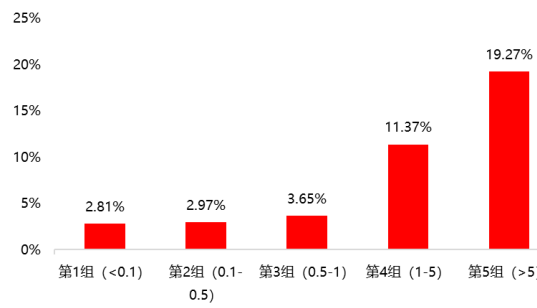
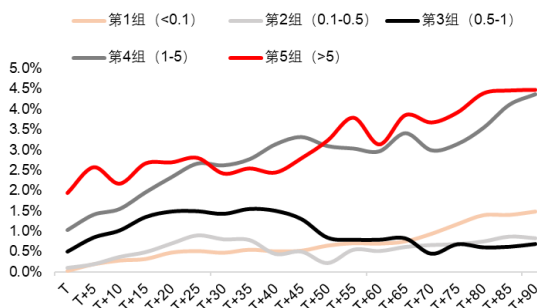
资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

注: 红色为主动回购, 灰色为被动回购

回购比例 (回购数量占总股本数) 与超额收益率正相关。根据回购比例不同，把公司分为5组: 第1组 (<0.1%)、第2组 (0.1%-0.5%)、第3组 (0.5%-1%)、第4组 (1%-5%)、第5组 (>5%)。回购预案公告日90日后，高回购比例公司的超额收益更高，第5组和第4组的90日超额收益率分别为4.48%和4.36%，其他组别超额收益率仅不足1.5%。从回购预案日至完成日的区间超额收益来看，回购比例与超额收益率正相关，回购比例<0.1%组别的区间超额收益率仅为2.81%，而回购比例>5%组别的超额收益率高达19.27%。

图 14: 不同回购比例 (%) 的公司 在回购预案日后的超额收益

图 15: 不同回购比例的公司 在预案日至完成日的区间超额收益

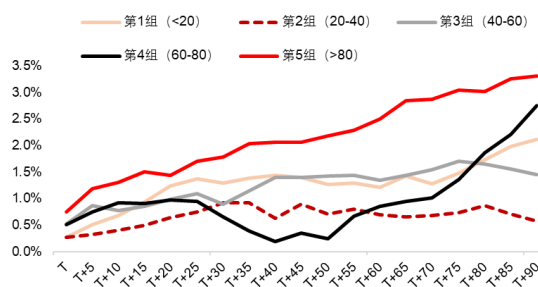


资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

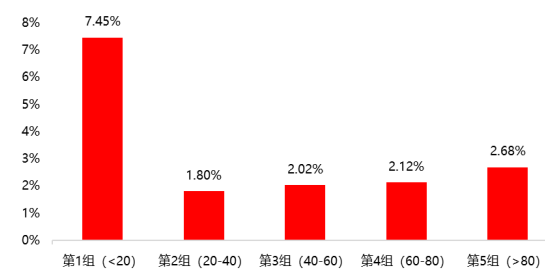
估值角度，回购预案日后“强者恒强”与“低估值修复”逻辑均存在。用回购预案日的 PB 分位数（过去 5 年）代表企业的估值水平，根据估值分位数把回购企业划分五组：第 1 组 (<20)、第 2 组 (20-40)、第 3 组 (40-60)、第 4 组 (60-80)、第 5 组 (>80)。统计发现，从回购预案日至回购完成日，低估值（第 1 组）企业的超额收益率 7.45% 显著高于其他组别；回购预案日后 90 日的超额收益来看，最高估值（第 5 组）和最低估值（第 1 组）的 90 日超额收益较高，分别为 3.32%、2.11%。最高估值组在回购预案后的事件效应较强，可能由于高估值公司通常处于成长阶段或热门行业，这类公司回购可能会被解读为管理层认为当前股价仍被低估，或公司具备持续增长潜力，从而增强投资者信心。

图 16: 不同估值水平的个股在回购预案后 90 日的超额收益对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 17: 不同估值水平的个股在预案日至完成日的区间超额收益



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

四、风险提示

国内经济增长波动的风险；

数据统计误差；

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。