国联证券
GUOLIAN SECURITIES



分红与回购：国内互联网公司股东回报对比

国联证券传媒互联网研究团队

证券研究报告 2024年1月28日

国联证券
GUOLIAN SECURITIES



回购的价值及海外科技公司回购情况

对回购行为的理解

回购是什么？

回购的定义：

回归指上市公司利用现金等方式，从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。

回购的方式一般包括：

自由现金、债务融资、内部资金调配等。

回购完成后股票的处理方式包括：

1）公司可以将所回购的股票注销；

2）公司将回购的股票作为“库存股”保留，不再属于发行在外的股票，且不参与每股收益的计算和分配。

库存股后续用途包括：发行可转换债券、股权激励计划等，或在需要资金时将其出售。

回购对上市公司的影响？

上市公司回购股份的意义：

1）稳定公司股价，维护公司形象；
2）回报投资者的重要方式；
3）股权激励计划的股票来源；
4）提高资金的使用效率，优化公司资本结构；
5）抵御恶意收购的工具；
6）促进证券市场的规范、稳健运行。

股票回购起源于美国。早在20世纪50年代，美国上市公司就出现了股票回购行为。后续，美国证监会（SEC）对于股票回购行为作为多条规定。

整体来看，回购制度一方面大幅度提升投资者的回报，另一方面强化了证券市场的价格发现功能，并在多次市场波动中对于稳定市场起到重要的作用。

资料来源：证券时报，《上市公司并购重组：规则 实务 案例》，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

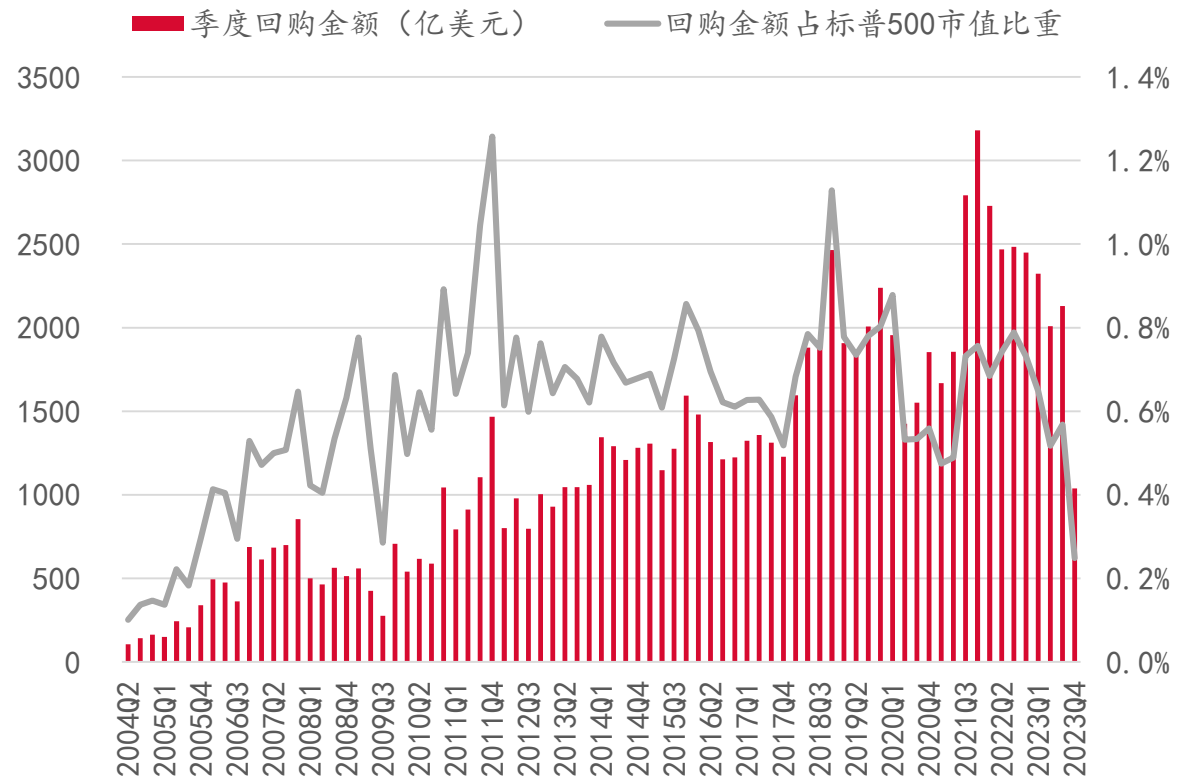
海外：回购是重要的拉升股价、提升股东回报的手段

我们通过复盘标普500成分股回购情况，看美股回购力度和趋势：

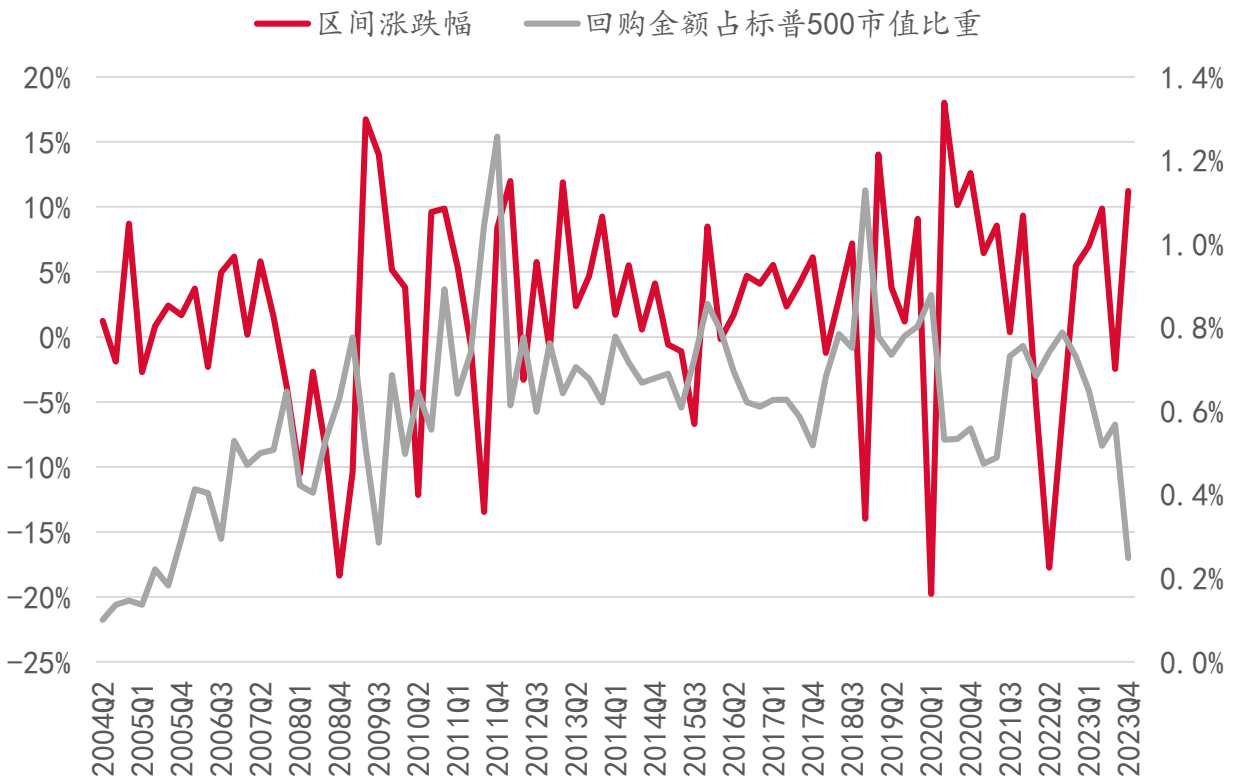
回购力度：从绝对值来看，美股回购金额整体呈现增长趋势，其中2021Q3单季度突破3000亿美元，后逐步回落；从占市值比重来看，自2009年之后整体维持在0.7%的平均水平；

回购趋势：整体来看，美股回购力度和涨跌幅成反向趋势，是在市场低迷时期彰显管理层信心，提升股东回报的重要手段。

标普500指数成分股历史回购金额及占市值比重



标普500指数成分股历史涨跌幅与回购力度关系



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

海外科技公司的分红及回购

微软：

- 分红：微软实行季度派息，以2023财年为例，每季度派息金额为每股0.68美元（FY2022为0.62美元、FY2021为0.56美元）；**2023财年总分红金额为202亿美元；**
- 回购：2019年11月公司董事会批准了不超过400亿美元的回购计划，改计划于2020年2月开始实施，2021年11月完成；2021年11月，公司再次宣布通过了最高不超过600亿美元的回购计划，2021年11月开始实施，截至2023财年末（2023/6/30）该计划仍有223亿美元回购额度，无到期期限。**2023财年总回购股份数6900万股，总回购金额为184亿美元。**

苹果：

2023年5月，公司宣布了一项新的股权回购计划，最高回购金额900亿美元；同时提高派息金额，将从2023年5月起将每季度的分红由0.23美元/股上调至0.24美元/股。**2023年财年，公司累计回购金额达到776亿美元、总分红金额达到150亿美元。**

谷歌：

2023年4月，公司宣布董事会批准了700亿美元的回购计划，根据公司2023Q3季报，该回购计划仍有523亿美元额度。2023Q3公司回购了1.22亿股、回购金额达到159亿美元；**2022年度整体的回购股份数为5.3亿、回购金额593亿美元。**

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

海外科技公司的分红及回购

亿美元，比值除外		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
微软 财年截至6/30	回购总额	197	230	280	184
	分红金额	39	169	186	202
	(回购+分红)/净利润	*53.2%*	*65.0%*	*64.1%*	*53.4%*
	(回购+分红)/期末市值	*15,408*	*20,369*	*19,170*	*25,309*
苹果 财年截至9/30	回购总额	724	860	894	776
	分红金额	141	145	148	150
	(回购+分红)/净利润	*151%*	*106%*	*104%*	*95%*
	(回购+分红)/期末市值	*4.40%*	*4.32%*	*4.73%*	*3.46%*
谷歌 财年截至12/31	回购总额	311	503	593	
	分红金额	/	/	/	
	(回购+分红)/净利润	*77%*	*66%*	*99%*	
	(回购+分红)/期末市值	*2.63%*	*2.62%*	*5.18%*	

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

国联证券
GUOLIAN SECURITIES



国内互联网公司回购分析

互联网公司在过去一年的回购情况

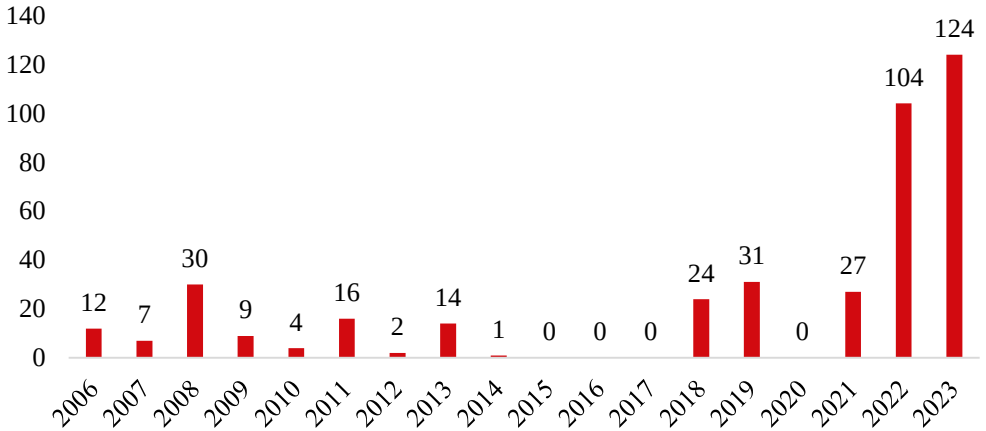
公司	年份	回购次数	回购股份数（万股）	回购股数/年底股份数	回购金额（亿美元）	回购金额/年底市值	回购金额/当年净利润
腾讯	2022年	104	10,708	1.12%	43	1.04%	16.0%
	2023年	124	14,870	1.57%	62	1.74%	/
阿里	FY2023	/	103,917	5.06%	109	4.1%	102%
	2023年	/	89,790	4.41%	95	4.8%	/
美团	2022年	/	/	/	/	/	/
	2023年	/	/	/	/	/	/
百度	2022年	/	/	/	2.76	0.7%	25%
	2023年	/	/	/	3.51	0.8%	/
网易	2022年	/	/	/	11.96	2.5%	41%
	2023年	/	/	/	6.42（2023年前三季度回购金额）	1.1%	/

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

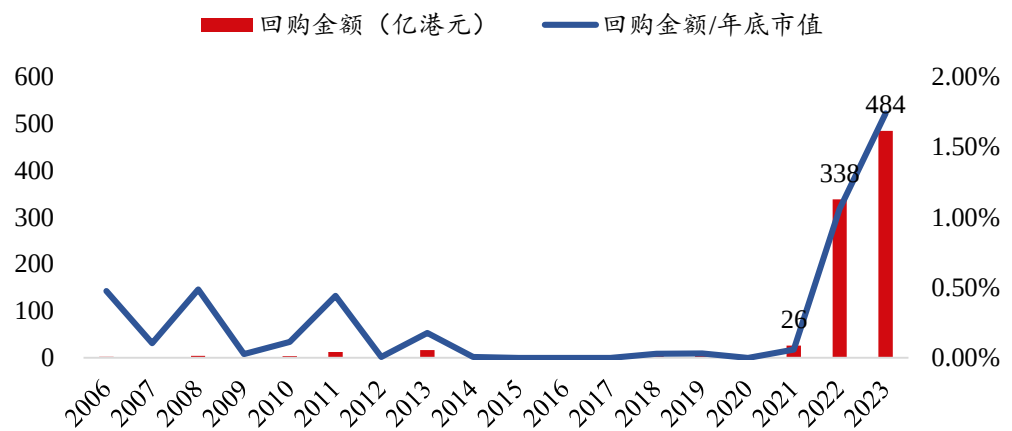
国联证券 GUOLIAN SECURITIES

腾讯：2022年起回购力度显著提升

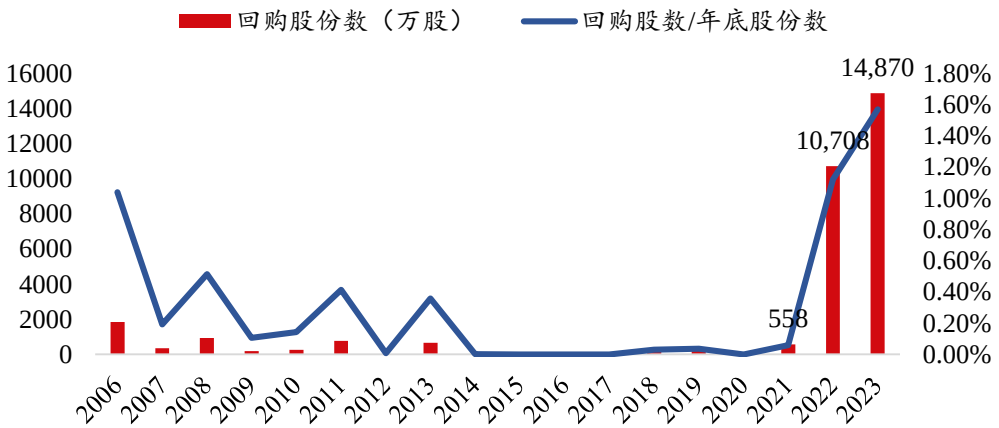
腾讯：各年度回购天数



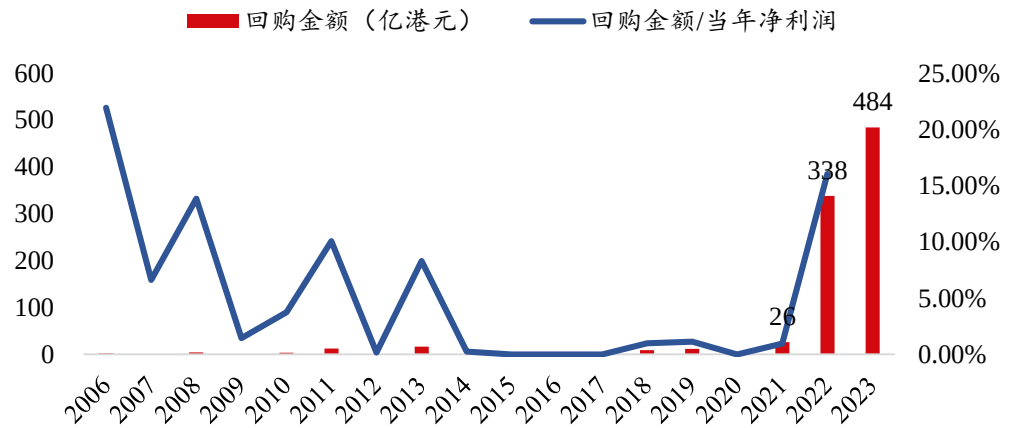
腾讯：各年度回购金额及市值占比



腾讯：各年度回购股份数及占比



腾讯：各年度回购金额及净利润占比

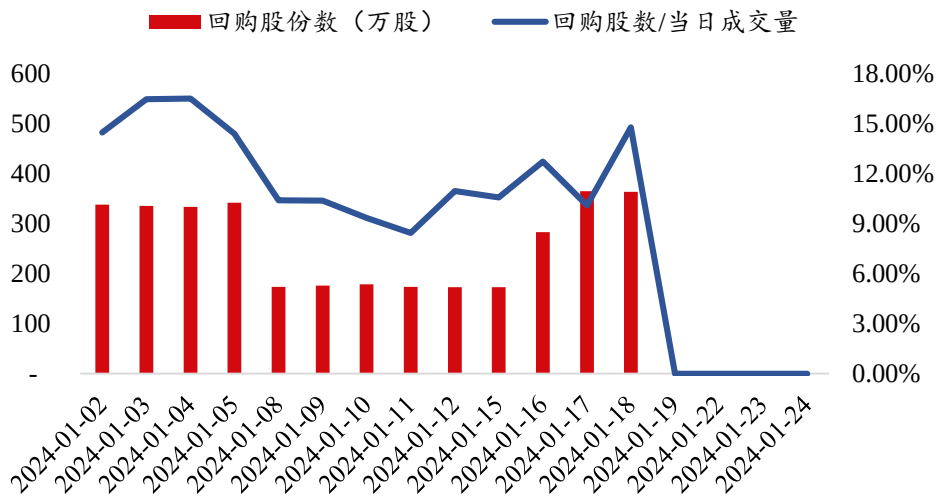


资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

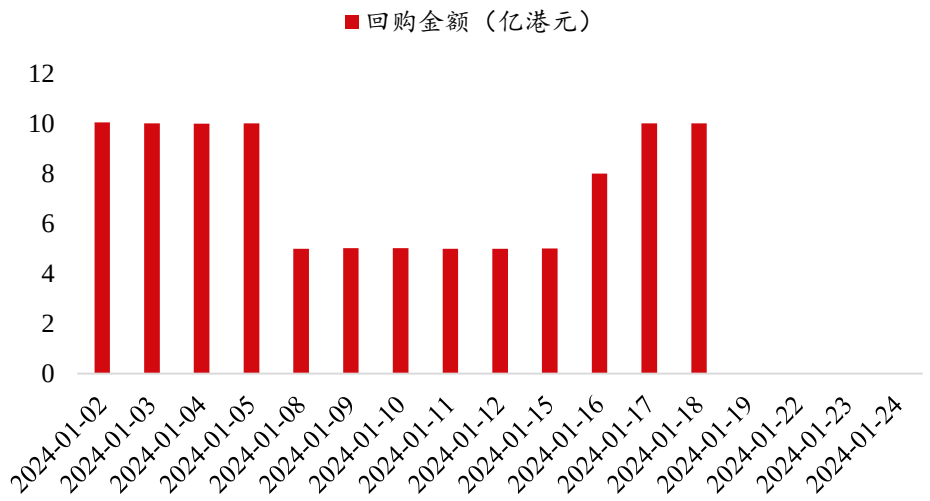
国联证券 GUOLIAN SECURITIES

腾讯：2024年已连续13个交易日实施回购，日均回购金额5-10亿港元

腾讯：24年1月已连续13个交易日实施回购



腾讯：日均回购金额约5-10亿港元



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

腾讯：回购旨在提高股东价值，股份回购后被注销

根据公司年报披露，公司进行回购的主要目的是长远提高股东价值，回购的股票被注销。

- 以2022年为例，公司在2022年度在市场上回购其107,083,000股股份，其中100,643,000股于2022/12/31已被注销、6,440,000股股份于2022/12/31尚未被注销，其后于2023年1月被注销。
- 以2021年为例，公司在2021年度在市场上回购其5,581,800 股股份，其后已被注销。

根据公司每月发布的证券变动月报表（以2023年12月为例），股票回购后将被注销

1. 可發行股份分類 (註5及6)	普通股		股份類別	不適用	可發行股份將於香港聯交所上市 (註1, 5及6)	是
可發行股份的證券代號(如已於香港聯交所上市) (註1, 5及6)			00700			
多櫃檯證券代號	80700	RMB	說明			

發行類別		價格 (如適用)		發行及配發日期 (註5及6)	股東大會通過日期 (如適用)	本月內因此發行的發行人新股份數目 (E)	本月底因此可能發行的發行人新股份數目
		貨幣	價格				
1).	購回股份			2023年12月29日	2023年5月17日	-26,710,000	
2).	購回股份				2023年5月17日		-17,830,000

總數 E (普通股): -26,710,000

備註：

1. 於2023年12月29日，合共26,710,000股普通股予以註銷（該等股份於2023年11月20日至24日、27日至30日、及2023年12月1日、4日至8日、11日至15日及18日已作購回）。

2. 於2023年12月19日至22日及27日至29日，合共17,830,000股普通股已作購回但於2023年12月31日尚未註銷。

本月普通股增加／減少 (-)總額（即A至E項的總和） -25,299,092

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

腾讯：未披露回购资金的来源，回购资金是否充沛有待进一步判断

通常公司进行股票回购的资金来源可能包括几种：公司自由现金、债务融资、内部资金调配

从公司的自由现金流和账面现金水平来看，腾讯回购资金相对充沛；但值得注意的是，腾讯的大部分业务在国内，基于业务的现金流入以人民币为主，而回购其股票需要支付港币，因此需要考虑公司回购时的外币充沛程度。

1. 利用公司自有现金流回购，第一需要考虑公司境外业务（主要是游戏出海）贡献的经营现金流情况；第二需要考虑，若通过换汇是否会有金额上的限制；
2. 通过债务融资筹集资金，则需要考虑海外债权融资的成本。

从公司经营现金和账面资金的充裕程度，看回购的可持续性：

		2019	2020	2021	2022	2023H1
经营性现金流	亿元	1,486	1,941	1,752	1,461	1,030
营业收入	亿元	3,773	4,821	5,613	5,546	2,992
经营性现金流/营业收入	*%*	*39%*	*40%*	*31%*	*26%*	*34%*
自由现金流（FCFF）	亿元	1,087	829	800	463	-288
归母净利润	亿元	933	1,598	2,248	1,882	520
自由现金流/归母净利润	*%*	*117%*	*52%*	*36%*	*25%*	*-55%*
账面现金	亿元	1,330	1,528	1,680	1,567	1,396
回购总金额	**亿元**	**10.5**	**0.0**	**21.6**	**295.6**	**148.2**

资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

腾讯：从分红和回购角度看公司在股东回报方面的投入情况

腾讯每年度派发末期股息，2022年度派发每股2.4港元（2021年每股1.6港元）。

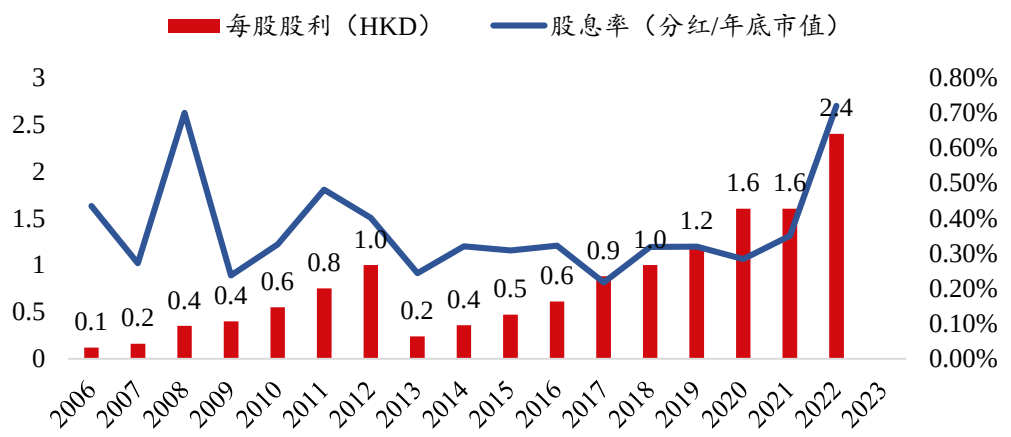
我们根据分红和年底的市值计算股息率，2022年为0.72%，较上一年度有明显提升。

公司回购注销股份/增发股份等会改变股份总数，进而改变每股股息，但根据测算结果回购行为对股息的影响较小

根据公司公告，公司回购股份后均已注销，因此公司用于回购的金额也可以理解为一种提升股东回报的投入。

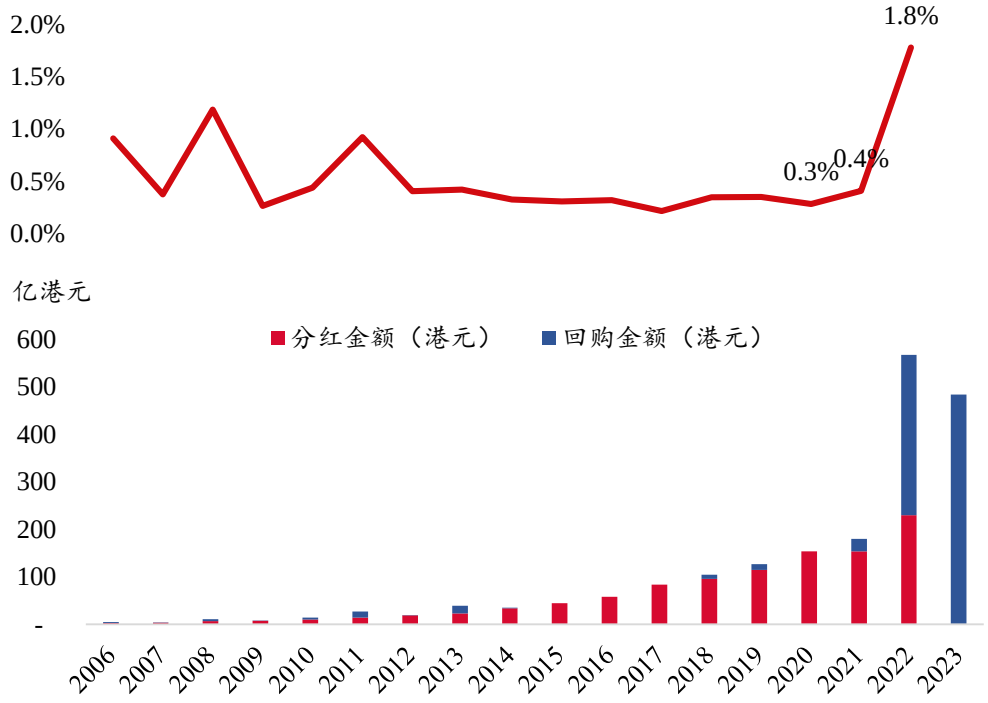
我们用分红金额+回购金额合计占年末市值的占比，来判断公司在股东回报方面的投入情况，腾讯在2022年的分红+回购率约为1.8%。

腾讯：每股股利及EPS占比



		2018	2019	2020	2021	2022
实际每股股利	港元	1.00	1.20	1.60	1.60	2.40
假设：不增发/不回购	港元	1.00	1.20	1.60	1.60	2.40
假设：只增发	港元	1.00	1.20	1.60	1.60	2.37
△股利-来自增发	港元	-0.0003	-0.0005	-0.0002	-0.0015	-0.0313
△股利-来自回购	港元	0.0003	0.0004	-	0.0009	0.0265

腾讯：历年分红及回购金额及在年末市值的占比



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

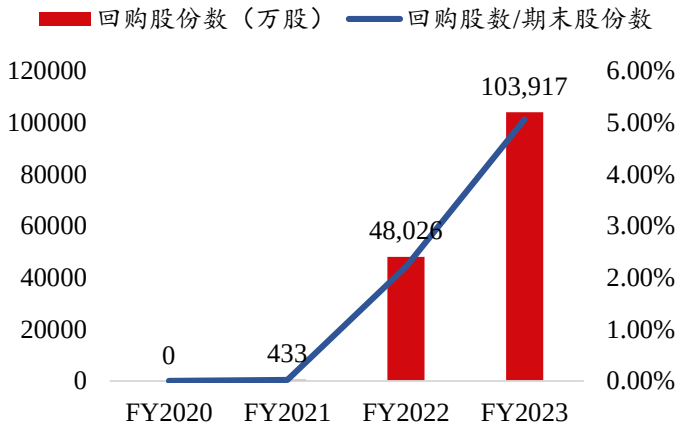
阿里：2021财年开始实行回购计划，2022及2023财年回购力度较大

公司董事会于2019年5月批准了一项为期两年的股份回购计划，金额最高为60亿美元。此后，董事会多次扩增了该计划的规模并延长期限。根据公司截至2023/3/31的2023财年年度报告，该回购计划进一步扩大至400亿美元，有效期至2025年3月。

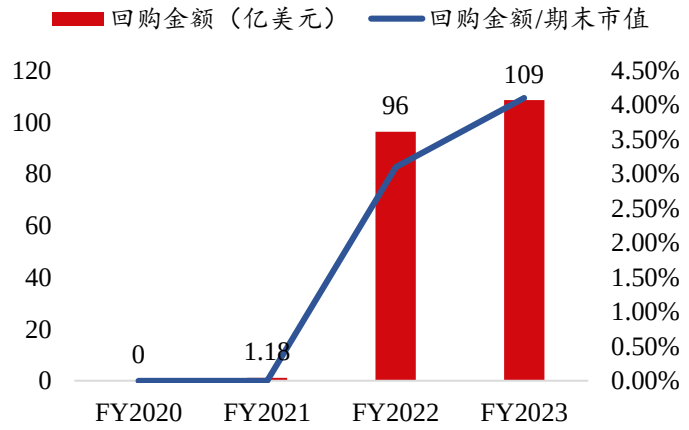
公司自2022年起，回购力度亦显著提升，根据公司2024/1/2发布的公告，**截至2023/12/31的12个月期间，公司以95亿美元总购回购了8.979亿股普通股（相当于1.122亿股美国存托股），是回购力度最大的中国互联网公司**；23Q4回购金额为29亿美元，总计回购2.827亿股普通股（相当于3660万股美国存托股）。截至2023/12/31，该回购计划仍有117亿美元回购额度，有效期至2025年3月。

阿里各财年的回购情况（截至3/31为阿里的财年）

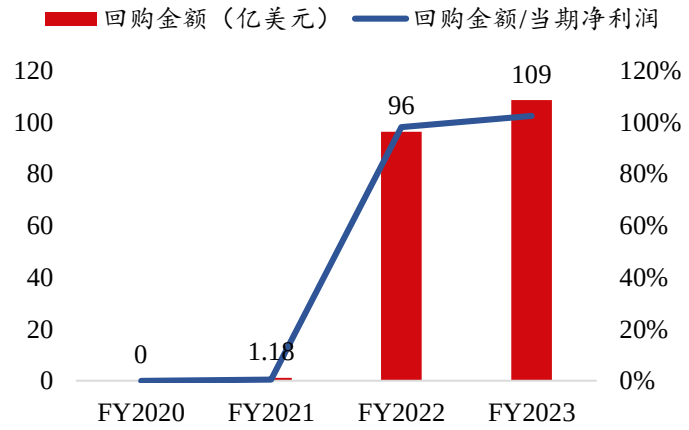
阿里：各财年回购股份数及占比



阿里：各财年回购金额及市值占比



阿里：各财年回购股份数及占比



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所整理

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/017164151010006035