

基于股份回购的选股策略

事件特征与组合构建

报告摘要：

- **开展股份回购的公司数量明显提升：**为进一步推动资本市场高质量发展，主管部门持续引导上市公司开展对分红、回购注销等有助于提升公司投资价值的行为，相关文件密集出台。在此背景下，近年来 A 股市场开展股份回购的公司数量明显提升，回购主题也愈发受市场关注。
- **开展回购的公司有哪些特点：**以 2019 年以来的回购事件为样本进行统计，从公司的域分布看，开展回购的公司以中小市值公司为主，中证 800 内成分股占比仅 23.6%，40.5% 的公司总市值小于 50 亿元，回购事件数量前 5 行业为医药、机械、计算机、电子、化工；从市场表现看，回购前经历股价下跌、估值较低的公司占比较高，41% 的公司的事件前两月经历了 10% 以上的跌幅，49% 的公司 PE_TTM 三年百分位低于 30%，63% 的公司 PB_LF 三年百分位低于 30%；从基本面看，近年来回购公司的 ROE 增速、净利润增速中枢有所下移，整体看 48% 的公司回购前扣非净利润(TTM)增速为负，37% 的公司增速超 20%。
- **回购事件收益特征：**从回购进度看，实施前各阶段公告（股东提议、董事会预案、股东大会通过）未来 20 日超额收益率均值更高；从回购目的看，以集中竞价回购流通股的三类回购目的（员工激励、市值管理、其他）平均短期超额收益更优；从资金来源看，自有资金类的短期、长期超额表现更稳定；从回购量看，两种指标预计回购金额占比、实施回购量占比在各自对应的样本集内（分别对应实施前阶段样本、实施及实施完成样本）均体现出回购量占比最高的分组收益表现较突出的特点。
- **基本回购组合：**每月末调仓，调仓日过去 20 交易日内发布过回购公告的公司等权构建组合；2019/1/31-2024/11/15 期间，相对中证 500 年化超额收益 8.0%，信息比 0.88，相对最大回撤 20.0%。
- **事件筛选组合：**在基本组合基础上按回购事件特征筛选符合条件的个股等权构建组合；相对中证 500 年化超额收益 12.8%，相对最大回撤 22.8%，信息比 0.92，月度胜率 65.7%，单月最差超额为-8.9%。
- **回购精选组合：**事件筛选结合基本面、量价因子打分精选 50 只个股等权构建组合；相对中证 500 年化超额收益 25.4%，信息比 1.8，相对最大回撤 17.9%，月度胜率 65.7%，单月最差超额为-4.7%。2024 年以来（截至 11/15）超额收益 9.0%。
- **风险提示：**1. 本报告中所述选股测试结果是用量化方法通过历史数据统计、建模和测算完成，所得出的结论与规律在政策、市场环境发生变化时可能存在失效的风险；2. 模型在市场结构及交易行为改变时存在失效风险；3. 因量化模型不同，本文提出的观点可能与其他量化模型结论存在差异。

图：回购精选组合净值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表：三类回购组合表现

组合名	年化超额	信息比
基本回购组合	8.0%	0.88
事件筛选组合	12.8%	0.92
回购精组合	25.4%	1.79

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：周飞鹏



SAC 执证号：S0260521120003



021-38003649



zhoufeipeng@gf.com.cn

分析师：安宁宁



SAC 执证号：S0260512020003



SFC CE No. BNW179



0755-23948352



anningning@gf.com.cn

请注意，周飞鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 基于相似度的因子研究:多因子 Alpha 系列报告之(五十三) 2024-11-25
- 股价预测之多模态多尺度:深度学习研究报告 2024-11-18
- 基于 Level2 因子的 ETF 轮动策略:ETF 轮动研究报告 2024-11-15

目录索引

一、研究背景	5
二、回购公司特征概述	6
(一) 回购公司的域分布	8
(二) 回购公司的市场表现	9
(三) 回购公司的基本面情况	10
三、回购事件收益特征	12
(一) 回购进度	13
(二) 回购目的	15
(三) 资金来源	17
(四) 预计回购金额与实施回购量	19
四、回购精选组合	20
(一) 基础回购组合	21
(二) 事件筛选组合	23
(三) 回购精选组合	24
五、总结	26
六、风险提示	27

图表索引

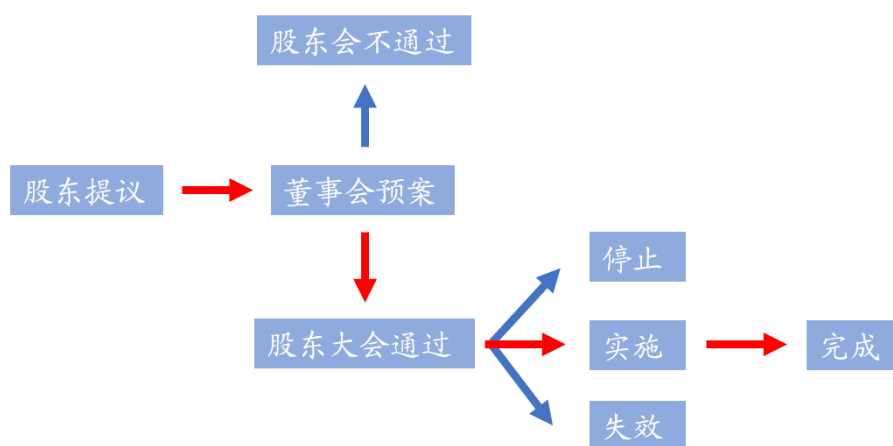
图 1: 回购事件进度理论流程	5
图 2: 每月新增回购事件数量 (201901-202410)	7
图 3: 回购事件持续天数分布 (201901-202410)	7
图 4: 发生回购事件次数的公司比例 (201901-202410)	7
图 5: 2019 年以来回购公司的宽基指数分布比例 (以事件计, 201901-202410) 8	
图 6: 2019 年以来回购公司的总市值分布比例 (以事件计, 201901-202410) ...8	
图 7: 2019 年以来回购公司的行业分布比例 (以事件计, 201901-202410)9	
图 8: 2019 年以来回购公告前 40 日收益率分布比例.....9	
图 9: 各年回购公告前 40 日收益率中位数.....9	
图 10: 回购公司 PETTM 三年百分位点分布比例	10
图 11: 各年回购公司 PETTM 三年百分位点中位数	10
图 12: 回购公司 PBLF 三年百分位点分布比例	10
图 13: 各年回购公司 PBLF 三年百分位点中位数	10
图 14: 回购公司 ROETTM 分布比例	11
图 15: 各年回购公司 ROETTM 中位数.....11	
图 16: 回购公司 ROETTM 同比分布比例	11
图 17: 各年回购公司 ROETTM 同比中位数	11
图 18: 回购公司净利润 TTM 同比分布比例	12
图 19: 各年回购公司净利润 TTM 同比中位数	12
图 20: 回购公司 SUE 分布比例	12
图 21: 各年回购公司 SUE 中位数.....12	
图 22: 各回购进度事件分布比例 (以事件计, 201901-202410)	13
图 23: 各回购进度事件 20 日超额收益均值时序.....14	
图 24: 各回购进度事件 250 日超额收益均值时序	14
图 25: 各回购进度事件 20 日超额收益分年均值.....14	
图 26: 各回购进度事件 250 日超额收益分年均值	14
图 27: 各回购目的事件分布比例 (以事件计, 201901-202410)	15
图 28: 各回购目的事件 20 日超额收益均值时序.....16	
图 29: 各回购目的事件 250 日超额收益均值时序	16
图 30: 各回购目的事件 20 日超额收益分年均值.....16	
图 31: 各回购目的事件 250 日超额收益分年均值	16
图 32: 各回购资金来源事件分布比例 (以事件计, 201901-202410)	18
图 33: 各回购资金来源事件 20 日超额收益均值时序	18
图 34: 各回购资金来源事件 250 日超额收益均值时序	18
图 35: 各回购资金来源事件 20 日超额收益分年均值	18
图 36: 各回购资金来源事件 250 日超额收益分年均值	18
图 37: 预计回购金额占比分组 20 日超额收益均值时序.....20	
图 38: 单次回购数量占比分组 20 日超额收益均值时序.....20	
图 39: 基础回购组合净值 (2019/1/31-2024/11/15)	22

图 40: 基础回购组合月度收益 (2019/1/31-2024/11/15)	22
图 41: 事件筛选组合净值 (2019/1/31-2024/11/15)	23
图 42: 事件筛选组合月度收益 (2019/1/31-2024/11/15)	23
图 43: 回购精选组合净值 (2019/1/31-2024/11/15)	24
图 44: 回购精选组合月度收益 (2019/1/31-2024/11/15)	25
图 45: 回购精选组合超额净值及动态回撤 (2019/1/31-2024/11/15)	25
图 46: 回购精选组合历史持仓市值分布	26
图 47: 回购精选组合历史持仓行业分布	26
表 1: 2023 年底以来涉及上市公司回购主要文件	6
表 2: 回购进度分类下公告后 20 交易日累计超额收益统计	14
表 3: 回购进度分类下公告后 250 交易日累计超额收益统计	15
表 4: 不同回购目的采取的主要回购方式及股本类型	16
表 5: 回购目的分类下公告后 20 交易日累计超额收益统计	17
表 6: 回购目的分类下公告后 250 交易日累计超额收益统计	17
表 7: 回购资金来源分类下公告后 20 交易日累计超额收益统计	19
表 8: 回购资金来源分类下公告后 250 交易日累计超额收益统计	19
表 9: 预计回购金额占比分组 20 日累计超额收益统计	20
表 10: 单次回购数量占比分组 20 日累计超额收益统计	20
表 11: 事件特征筛选条件	21
表 12: 基础回购组合分年业绩	22
表 13: 事件筛选组合分年业绩	24
表 14: 回购精选组合分年业绩	25

一、研究背景

股份回购是指上市公司购回已发行股份以优化资本结构的行为，其通常包含几个主要阶段：股东提议、董事会预案、股东大会通过（或不通过）、实施（或中途停止、失效）、完成。回购股份一方面可通过减少分母端股本量来提升每股盈利，另一方面也可通过降低流通（或潜在进入流通）股本来改善二级市场的供需格局。

图1：回购事件进度理论流程



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

近年来，尤其是2024年以来A股市场上开展股份回购的公司数量明显提升。这一现象的背后，既有上市公司自身发展的需要，也有主管部门为进一步推动资本市场高质量发展，对分红、回购注销等有助于上市公司提升投资价值行为的引导。

去年底以来，涉及上市公司股份回购的文件密集出台，如：2023年12月，证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，进一步健全回购机制、优化回购条件与回购约束机制；2024年3月，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，提出提升股份回购效果和监管约束力，推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销；2024年4月，国务院发布新“国九条”，提出引导上市公司回购股份后依法注销；2024年10月，央行、金融监管总局、证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款用以支持回购和增持上市公司股票。

随着回购股份公司的增多，回购主题也愈发受市场关注。在此背景下，我们尝试以2019年以来的回购公告为数据对回购主题选股的可能性进行探索，供投资者参考（如无特殊说明，本报告数据来源均为Wind）。具体而言，我们尝试回答以下问题：

1. 开展回购的公司有什么特点？
2. 回购事件的不同特征对股价未来表现有何影响？
3. 如何基于回购事件筛选个股、构建组合？

表 1: 2023 年底以来涉及上市公司回购主要文件

日期	发布机关	文件	涉及回购主要内容
2024/10/17	中国人民银行 金融监管总局 中国证监会	《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件上市公司和主要股东提供贷款，分别支持其回购和增持上市公司股票。
2024/4/12	国务院	《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》（新“国九条”）	引导上市公司回购股份后依法注销。
2024/3/15	中国证监会	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	特定类型回购注销金额纳入股利支付率计算；提升股份回购效果和监管约束力，推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销。
2023/12/15	中国证监会	修订《上市公司股份回购规则》	健全回购机制、优化回购条件与回购约束机制。

数据来源：政府网站，广发证券发展研究中心

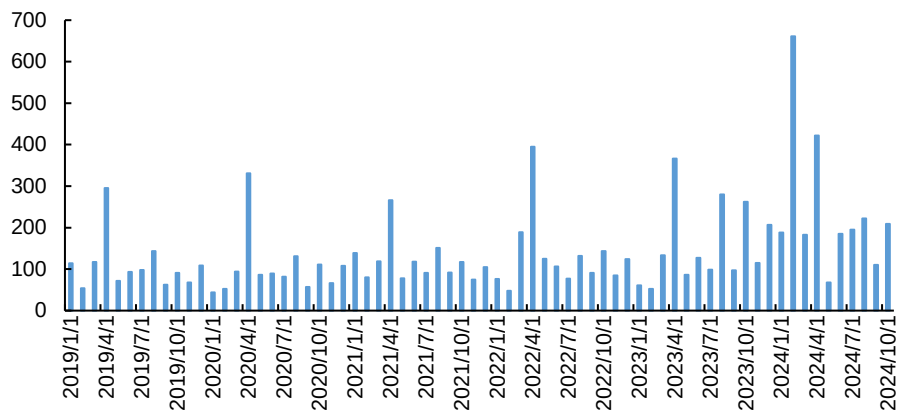
二、回购公司特征概述

我们从事件（某公司的某次回购事件，单一事件可能包含多轮回购公告）的角度统计，在2019年1月-2024年10月期间，回购事件共计9917起，从月度分布的角度看，每年的4月即年报、一季报发布月是回购公告的密集发布期。进入2024年以来，回购事件数明显提升。

从单回购事件的持续时间看，90%以上的事件会持续至少30自然日，17%左右的事件持续超半年。所有事件的平均持续时间为109天、中位数75天。在所有开展回购的公司中，有60%以上的公司开展过多次回购，有17%左右的公司开展过5次以上回购。

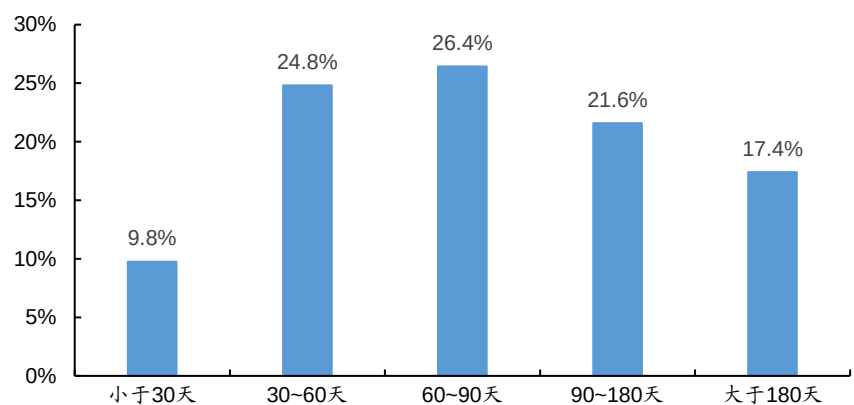
本章中，我们将从事件的统计口径对回购公司的域分布、市场表现、基本面情况等维度进行特征描述。

图2：每月新增回购事件数量（201901-202410）



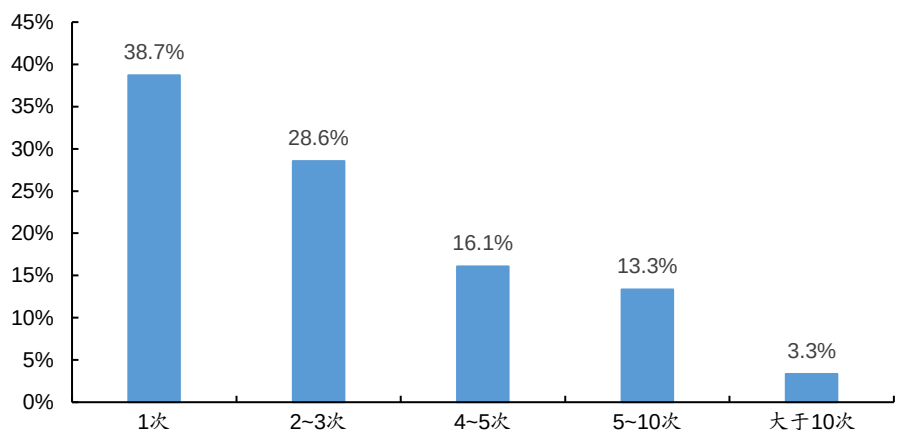
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：回购事件持续天数分布（201901-202410）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：发生回购事件次数的公司比例（201901-202410）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）回购公司的域分布

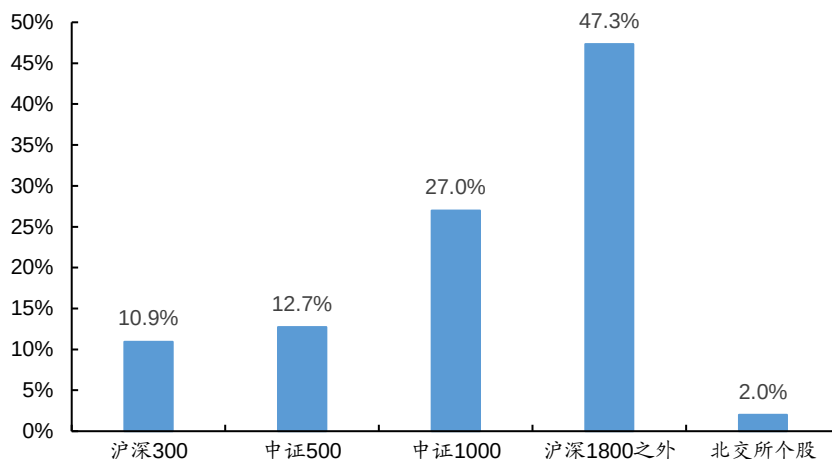
从回购公司的域分布来看，开展回购的公司以中小市值公司为主。

在宽基指数分布上，回购公司所属沪深300、中证500、中证1000、沪深1800之外、北交所个股的比例分别为10.9%、12.7%、27.0%、47.3%、2.0%。

在总市值分布上，40.5%的公司总市值小于50亿元，39%的公司市值介于50~200亿元，仅20%左右的公司市值大于200亿元。

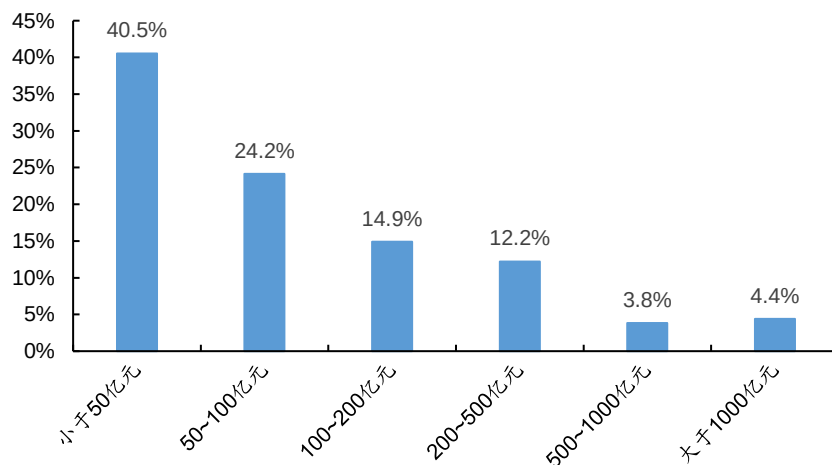
从回购公司数量的行业占比看，医药、机械、计算机、电子、化工等行业排名靠前。

图5：2019年以来回购公司的宽基指数分布比例（以事件计，201901-202410）



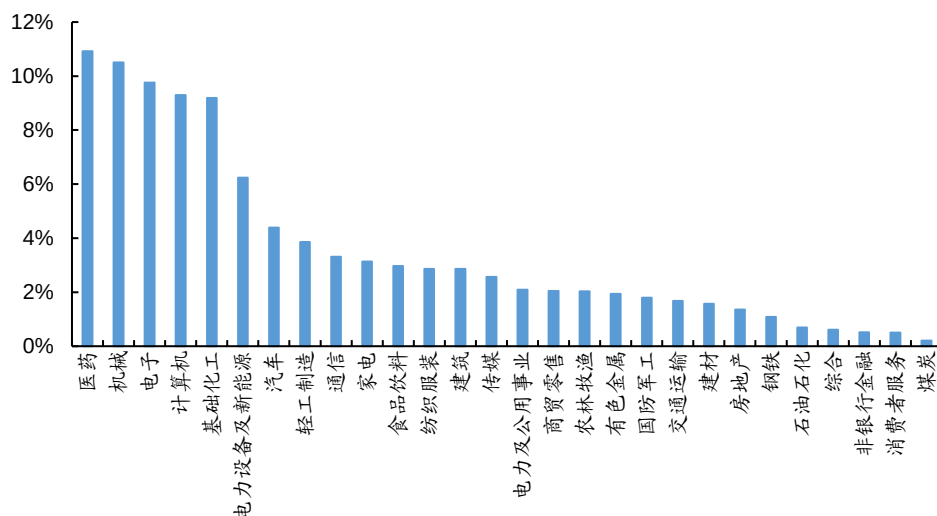
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2019年以来回购公司的总市值分布比例（以事件计，201901-202410）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：2019年以来回购公司的行业分布比例（以事件计，201901-202410）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

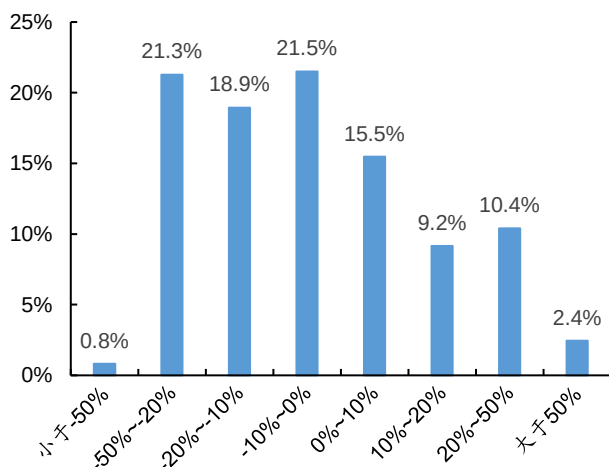
（二）回购公司的市场表现

从市场表现看，此前经历股价下跌、估值较低的公司在回购公司中占比较高。

从回购事件前40交易日的收益率分布看，分布呈明显的右偏状态，中位数-6.0%、均值-3.4%，41%的公司的事件前两月经历了10%以上的跌幅。时序上看，2021年以来事件前两月收益率中位数为负。

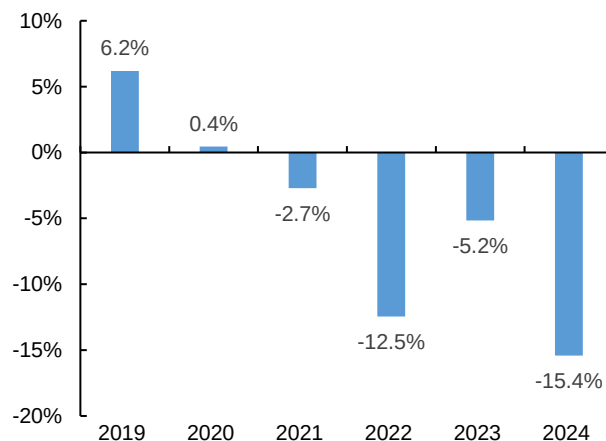
从回购事件前个股的估值看，49%的公司PE_TTM三年百分位低于30%，63%的公司PB_LF三年百分位低于30%。从整体看，PE与PB百分位点的中位数分别为32.4%、16.7%。

图8：2019年以来回购公告前40日收益率分布比例



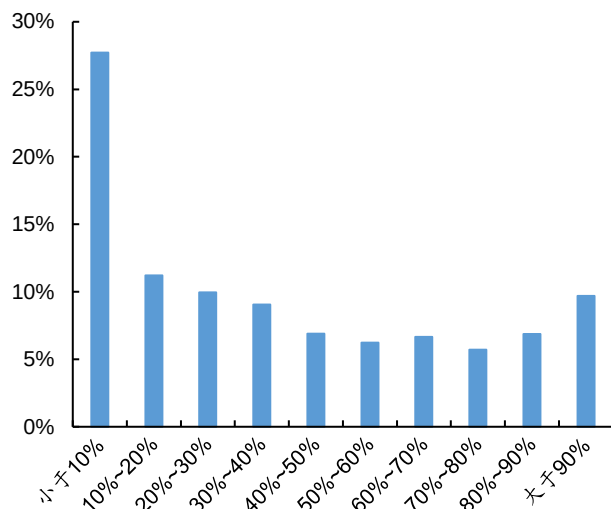
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：各年回购公告前40日收益率中位数



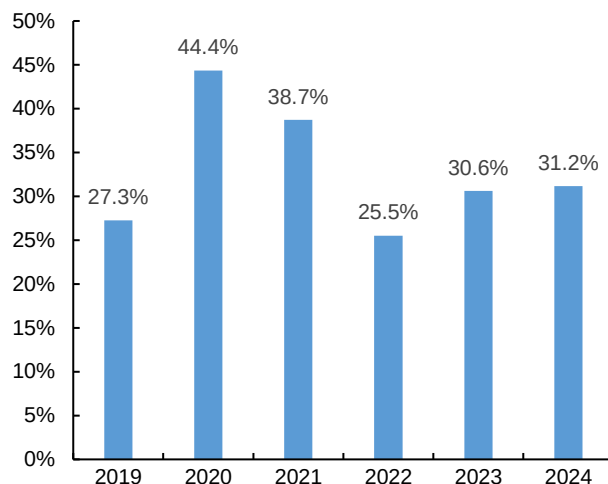
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：回购公司PETTM三年百分位点分布比例



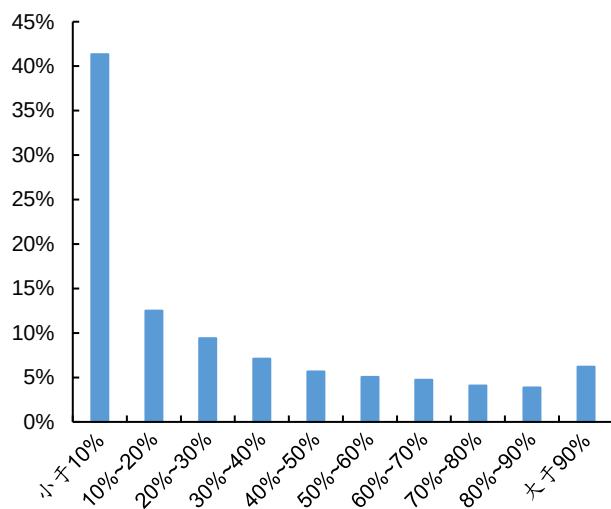
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：各年回购公司PETTM三年百分位点中位数



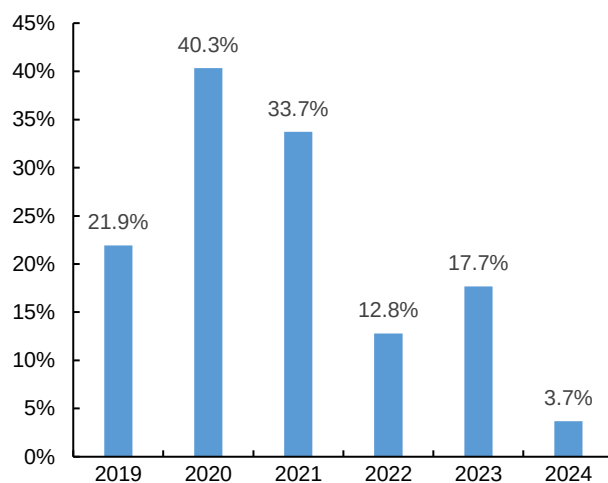
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：回购公司PBLF三年百分位点分布比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：各年回购公司PBLF三年百分位点中位数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）回购公司的基本面情况

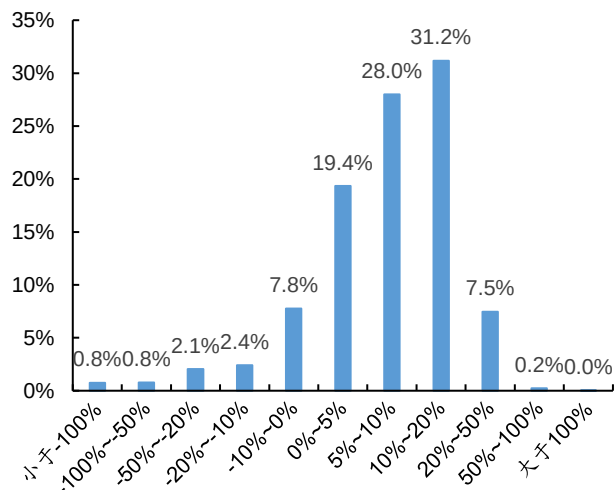
回购事件前公司的基本面情况分化较明显。从ROE_TTM角度看，13.8%的回购公司处于亏损状态，47%的公司ROE处于0~10%之间，37%的公司ROE高于20%。

从ROE_TTM的同比角度看，近60%的回购公司ROE同比增速为负，25%的公司增速超20%。从扣非净利润TTM的同比角度看，48%的回购公司净利润增速为负，37%左右的公司增速超20%。从时序上看，近年来回购公司的ROE及净利润增速中枢皆有所下移。

从SUE（标准化预期外盈余，1单位代表该季度净利润较预期增长了1单位的过去8

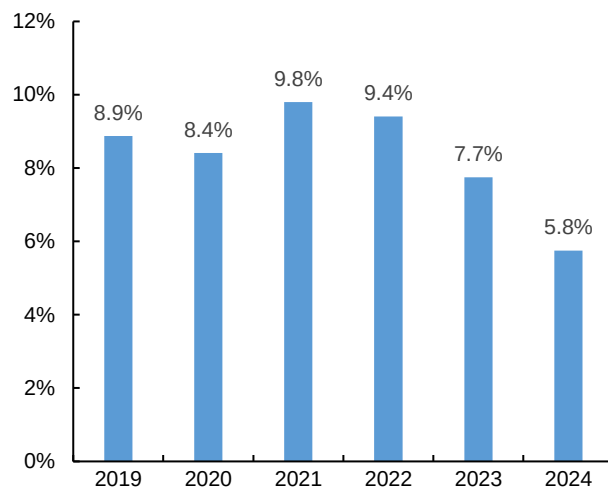
季度增长标准差) 指标看, 回购公司的SUE分布相对较为均衡, 均值为-0.74, 中位数为-0.17。

图14: 回购公司ROETTM分布比例



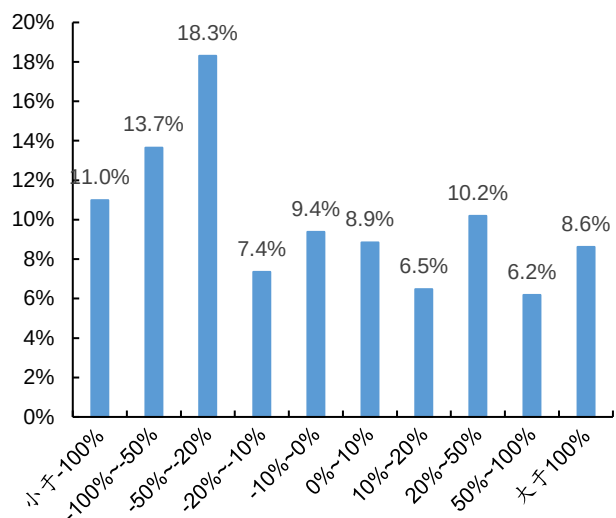
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 各年回购公司ROETTM中位数



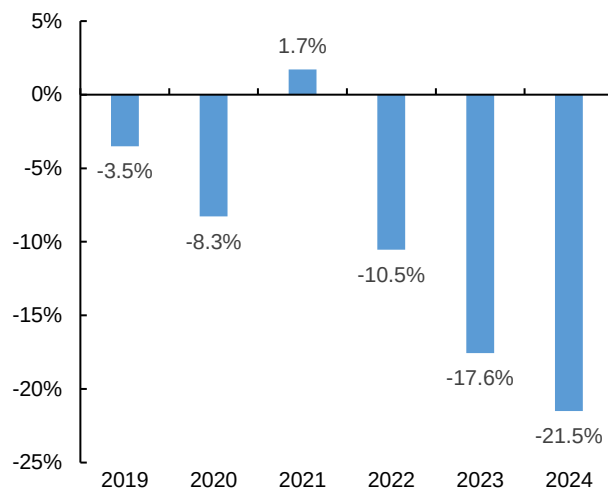
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 回购公司ROETTM同比分布比例



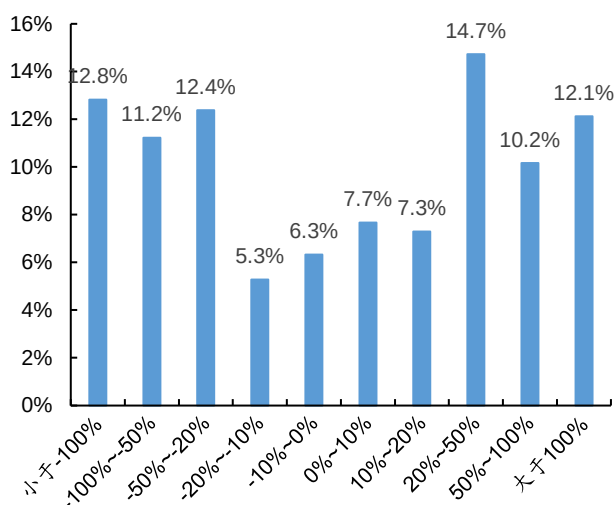
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 各年回购公司ROETTM同比中位数



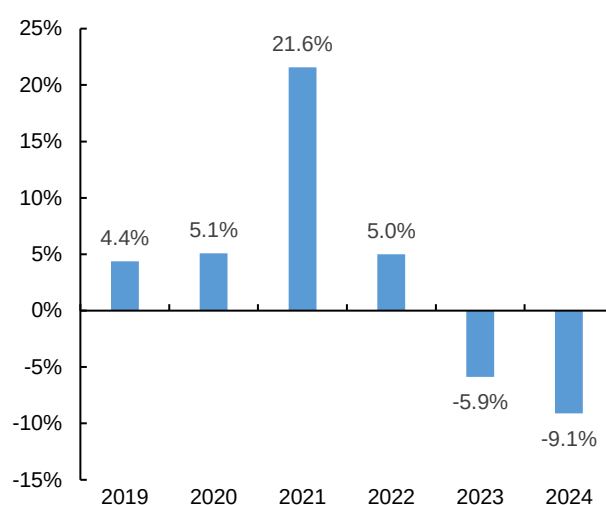
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 回购公司净利润TTM同比分布比例



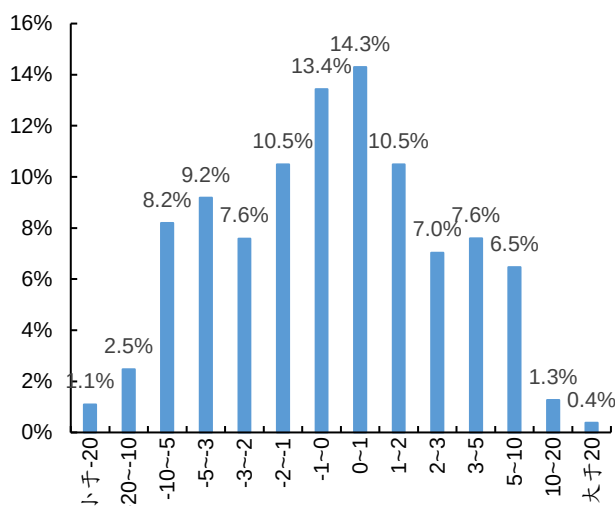
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 各年回购公司净利润TTM同比中位数



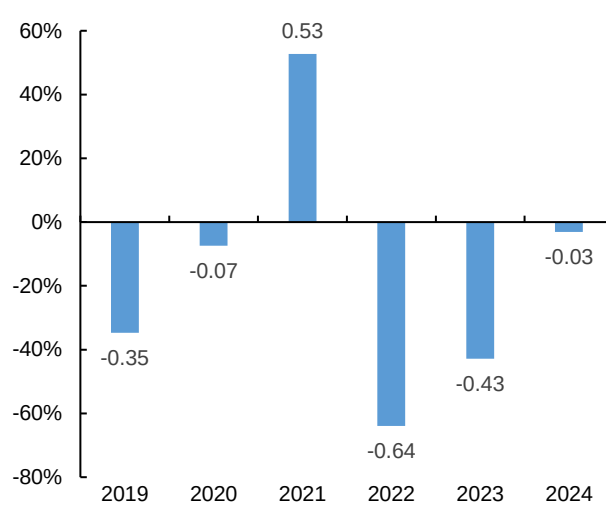
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 回购公司SUE分布比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 各年回购公司SUE中位数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、回购事件收益特征

接下来,我们从事件驱动的角度讨论回购公告的不同特征(包括回购进度、回购目的、资金来源、回购量等)对公司未来收益的影响。

与上一章以事件为样本不同,本章我们以每条回购公告为研究样本,具体以每条回购记录所对应的特征将所有回购记录进行分类,并考察公告后个股相对中证500的超额收益表现,以期得到不同分类下事件对股价刺激的平均效果。做法上,我们考察短期(T0~T20)及长期(T0~T250)内个股的累计超额收益(公告日为T0,若公告日非交易日则以其后一交易日为T0)。

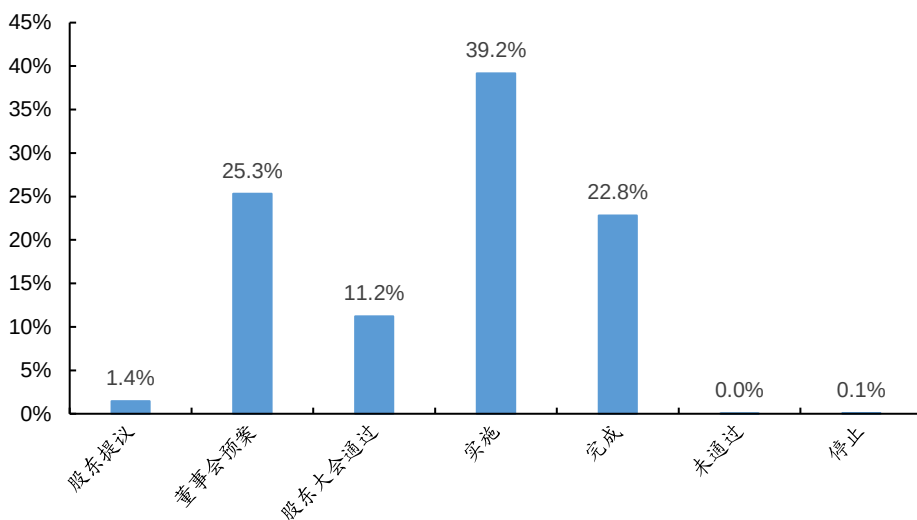
（一）回购进度

前述中我们提到回购事件可以按进度划分为“股东提议”、“董事会预案”、“股东大会通过”、“实施”、“完成”、“未通过”、“停止”等不同阶段。在2019年以来的回购公告中，我们统计按进度类型划分，回购实施前公告数量占比约为38%，实施中占比约39%，实施完成占比约23%，中途结束占比仅约0.1%。

细分来看，在公告后的20交易日中“股东提议”类公告公司相对中证500的平均累计超额最高（5.5%），“董事会预案”次之（1.6%），“实施”（1.0%）与“股东大会通过”（0.9%）较为接近，“停止”类与“未通过”类样本量较小代表性不足。而在公告后250交易日中，“股东提议”类公告表现较差，而样本量最大的“董事会预案”、“股东大会通过”、“实施”、“完成”四类公告的表现接近，平均累计超额收益在7%左右。

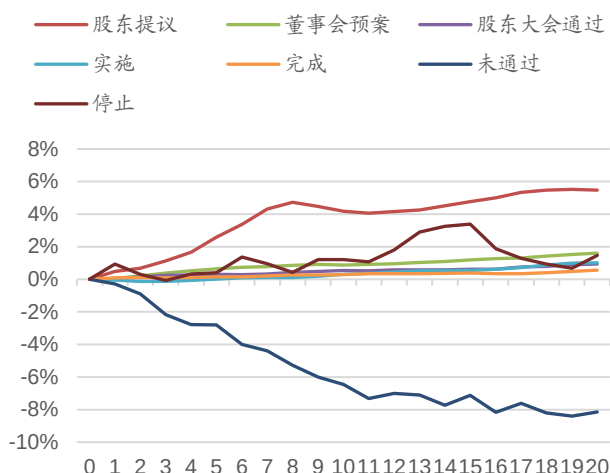
从分年角度看，四类样本量最高的公告在2021年与2024年中未来短期收益分化较大，而在2020年、2023年中长期收益较其余年份更低。

图22：各回购进度事件分布比例（以事件计，201901-202410）



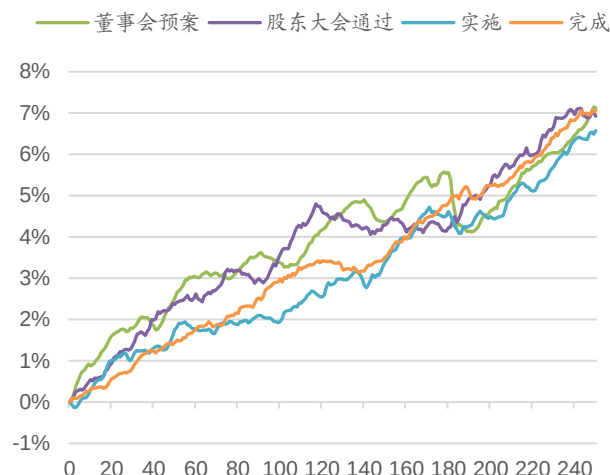
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23: 各回购进度事件20日超额收益均值时序



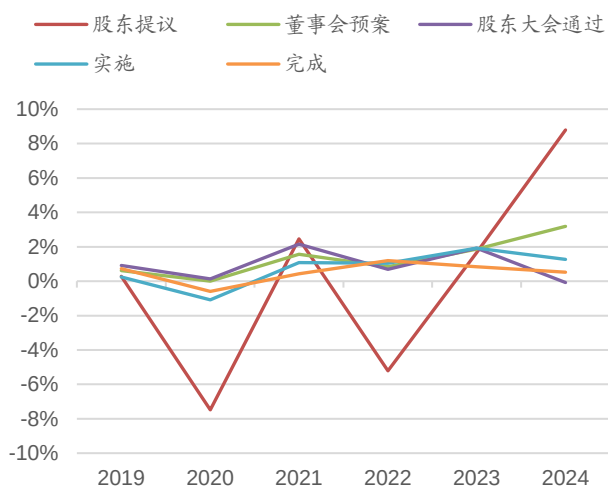
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 各回购进度事件250日超额收益均值时序



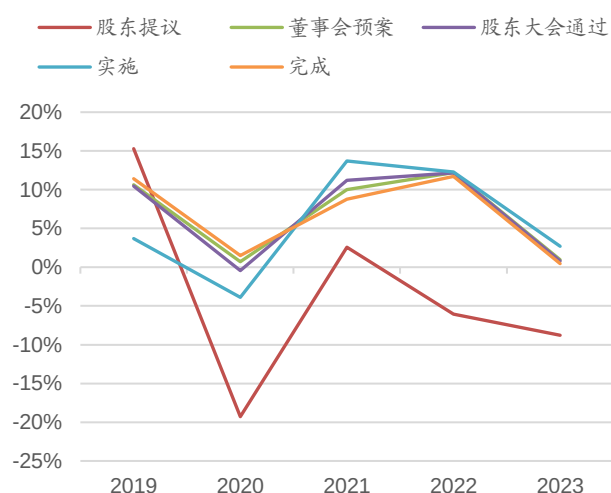
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 各回购进度事件20日超额收益分年均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图26: 各回购进度事件250日超额收益分年均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 回购进度分类下公告后 20 交易日累计超额收益统计

回购进度	胜率	盈亏比	均值
股东提议	63.1%	1.77	5.5%
董事会预案	49.8%	1.47	1.6%
股东大会通过	46.5%	1.44	0.9%
实施	47.9%	1.40	1.0%
完成	46.3%	1.33	0.6%
未通过	12.5%	0.18	-8.1%
停止	45.2%	1.59	1.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 回购进度分类下公告后 250 交易日累计超额收益统计

回购进度	胜率	盈亏比	均值
股东提议	31.6%	1.01	-7.9%
董事会预案	46.7%	1.79	7.1%
股东大会通过	46.9%	1.74	6.9%
实施	48.8%	1.68	6.6%
完成	47.0%	1.77	7.1%
未通过	62.5%	6.66	59.4%
停止	37.0%	1.14	-7.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 回购目的

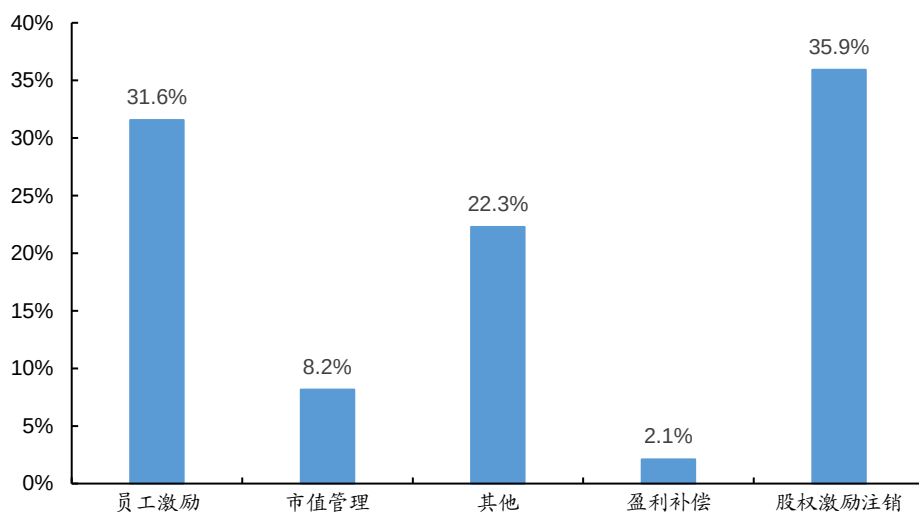
另一方面, 我们可将回购公告按回购目的划分为“员工激励”、“市值管理”、“盈利补偿”、“股权激励注销”、“其他”五种类别。在2019年以来的回购公告中, “股权激励注销”与“员工激励”的数量占比最高, 分别为35.9%、31.6%, “其他”类占22.3%, “市值管理类”占8.2%, “盈利补偿”类则仅占2.1%。

特定回购目的通常对应特定的回购方式及回购股份类型。我们统计, “员工激励”、“市值管理”、“其他”类回购以集中竞价回购流通股为主, 而“盈利补偿”、“股权激励注销”类回购则以定向回购限售股为主。

从事件的短期收益看, “员工激励”类公告的20日平均超额收益最高(1.7%), “其他”类次之(1.1%), “盈利补偿”类最差(0.1%)。从长期收益看, “股权激励注销”类回购平均累计超额最高(8.5%)且走势相对稳定。

从分年角度看, “员工激励”类回购短期收益上的相对优势在近几年中较为稳定。

图 27: 各回购目的事件分布比例 (以事件计, 201901-202410)



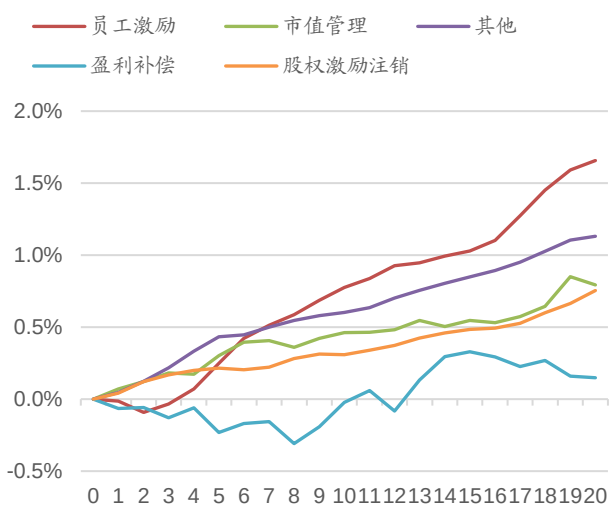
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 不同回购目的采取的主要回购方式及股本类型

回购目的	回购方式	股份类型	数量	占该目的类型比例
员工激励	集中竞价	非股权激励流通股	14047	99.9%
市值管理	集中竞价	非股权激励流通股	3631	99.9%
其他	集中竞价	非股权激励流通股	9895	99.7%
盈利补偿	定向	非股权激励限售股	896	95.8%
股权激励注销	定向	股权激励限售股	16013	100.0%

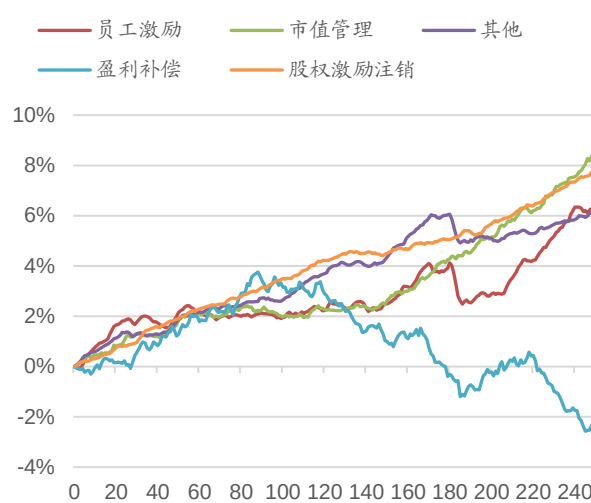
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 各回购目的事件 20 日超额收益均值时序



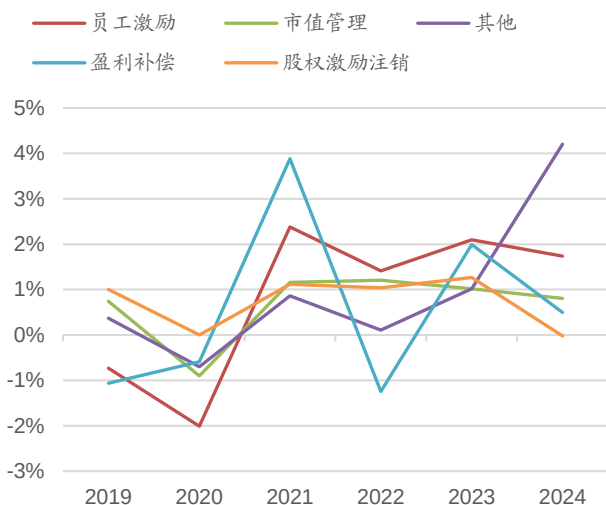
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 各回购目的事件 250 日超额收益均值时序



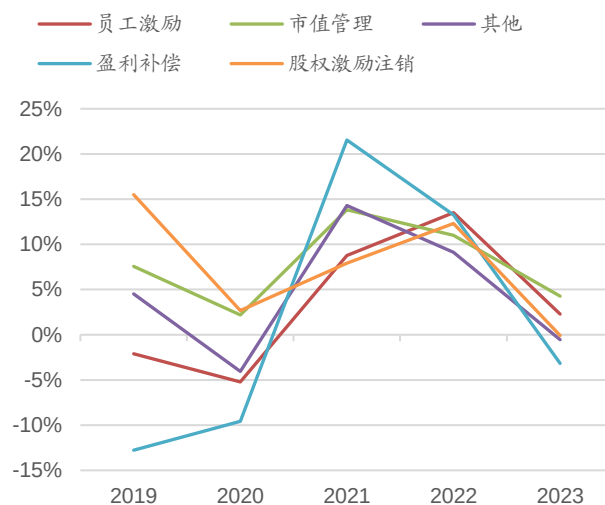
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 各回购目的事件 20 日超额收益分年均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 各回购目的事件 250 日超额收益分年均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 回购目的分类下公告后 20 交易日累计超额收益统计

回购目的	胜率	盈亏比	均值
员工激励	50.2%	1.48	1.7%
市值管理	48.3%	1.33	0.8%
其他	47.2%	1.47	1.1%
盈利补偿	43.8%	1.33	0.1%
股权激励注销	46.9%	1.35	0.8%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 回购目的分类下公告后 250 交易日累计超额收益统计

回购目的	胜率	盈亏比	均值
员工激励	49.9%	1.63	6.4%
市值管理	53.3%	1.67	8.5%
其他	45.8%	1.77	6.1%
盈利补偿	36.2%	1.50	-2.6%
股权激励注销	47.1%	1.81	7.7%

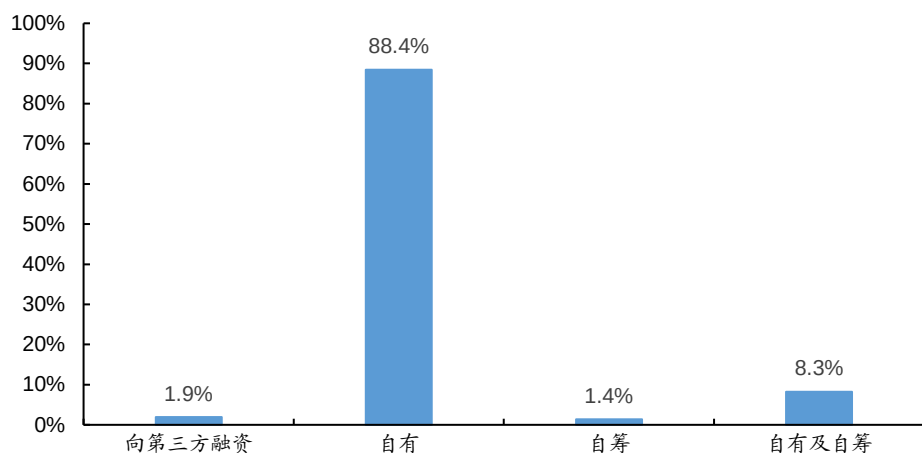
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 资金来源

类似的, 我们将回购公告按回购资金来源划分为“向第三方融资”、“自有资金”、“自筹资金”、“自有及自筹资金”四种类别。其中, “自有资金”类回购公告数量占比最高(88.4%)、“自有及自筹资金”次之(8.3%), 其余类别占比均不足2%。

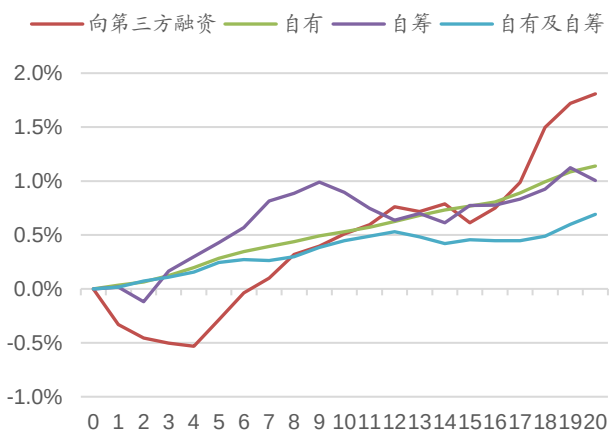
从事件的短期收益看, 样本量较大的“自有资金”类公告20日平均超额收益为1.1%, “自有及自筹”类公告收益较低(0.7%), 其他两类公告的超额收益则波动较大。从长期收益看, “自有资金”类回购未来一年平均超额为7.6%, 其余类型收益表现均不理想。

图32: 各回购资金来源事件分布比例(以事件计, 201901-202410)



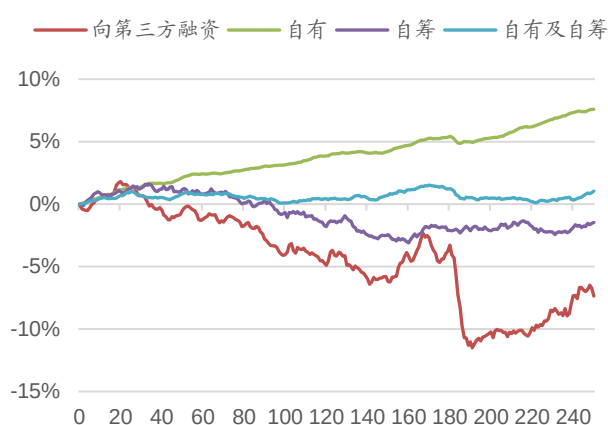
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 各回购资金来源事件20日超额收益均值时序



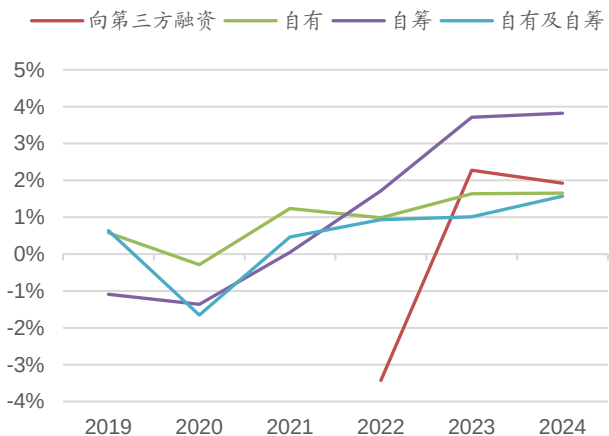
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 各回购资金来源事件250日超额收益均值时序



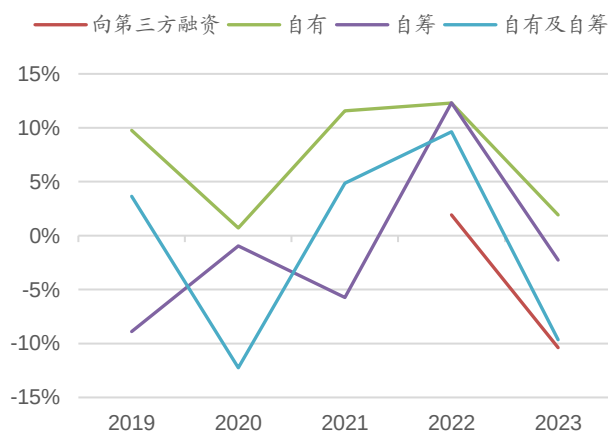
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图35: 各回购资金来源事件20日超额收益分年均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 各回购资金来源事件250日超额收益分年均值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7：回购资金来源分类下公告后 20 交易日累计超额收益统计

资金来源	胜率	盈亏比	均值
向第三方融资	49.4%	1.53	1.8%
自有	48.2%	1.42	1.1%
自筹	44.5%	1.57	1.0%
自有及自筹	46.7%	1.35	0.7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8：回购资金来源分类下公告后 250 交易日累计超额收益统计

资金来源	胜率	盈亏比	均值
向第三方融资	26.4%	1.53	-7.4%
自有	48.1%	1.77	7.6%
自筹	41.9%	1.25	-1.5%
自有及自筹	42.1%	1.48	1.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）预计回购金额与实施回购量

另一方面，我们再从回购公告中披露的回购量角度考察该类指标是否对公告后个股表现有区分能力。需要注意的是，回购量指标有两种口径，一是实施前阶段（“股东提议”、“董事会预案”、“股东大会通过”）公告中的预计回购金额，二是实施阶段（“实施”、“实施完成”）披露的累计回购股份数量。

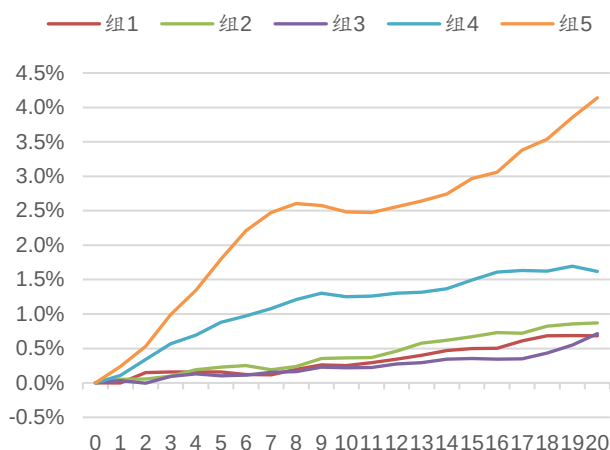
由于两类回购量对应的回购阶段不同，我们需区分样本分别研究。同时，实施阶段中的回购股数为累计值，使用时需转化为单期值（一次回购事件可能分批次执行多次回购操作）。对于两种回购量指标，我们都将其除以个股的流通市值/股本以计算预计回购金额占比与单次回购数量占比，并在对应的研究样本中按指标大小将回购公告等分为5组（组别越大对应回购占比越高），分别考察未来20日超额收益表现。

从预计回购金额占比看，第五组平均累计超额优势明显，20日超额收益均值为4.1%，显著高于本章第一节中“股东提议”、“董事会预案”、“股东大会通过”类阶段公告的平均表现。

从单次回购数量占比看，第5组、第4组20日超额收益均值分别为1.3%、1.4%，高于其他组别，亦明显高于本章第一节中“实施”、“完成”类阶段公告的平均表现。

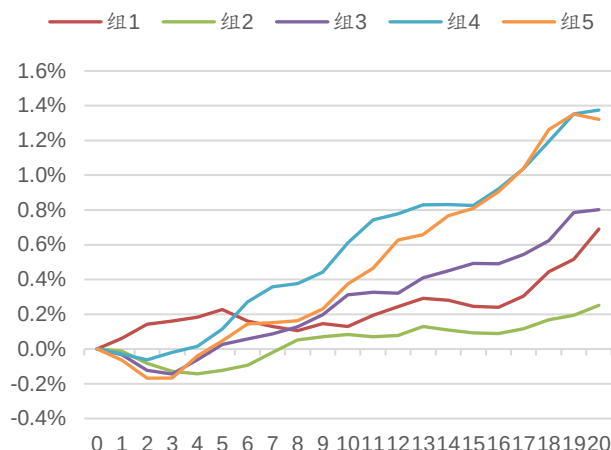
整体看，回购量占比高的回购事件公告后短期收益相对更优。

图37：预计回购金额占比分组20日超额收益均值时序



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：单次回购数量占比分组20日超额收益均值时序



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9：预计回购金额占比分组 20 日累计超额收益统计

预计回购金额占比分组	胜率	盈亏比	均值
组 1	45.8%	1.39	0.7%
组 2	46.0%	1.45	0.9%
组 3	46.8%	1.36	0.7%
组 4	52.2%	1.36	1.6%
组 5	57.6%	1.84	4.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 10：单次回购数量占比分组 20 日累计超额收益统计

单次回购数量占比分组	胜率	盈亏比	均值
组 1	47.7%	1.30	0.7%
组 2	46.2%	1.24	0.3%
组 3	47.7%	1.35	0.8%
组 4	49.7%	1.43	1.4%
组 5	46.8%	1.55	1.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、回购精选组合

从事件的角度分析了不同特征回购事件的短期、长期收益效应后，本章中我们从固定频率调仓的角度分析借助回购事件进行选股的可能性。

首先，我们构建基础回购组合以初步分析回购主题股票组合的相对收益；其次，借助第三章的统计结果，我们在基础回购组合的基础上加入事件特征筛选条件得到事件筛选组合；进一步地，我们在事件筛选的基础上叠加基本面及量价因子选股，构建回购精选组合。从组合表现看，回购主题股票可以提供一定的超额但稳定性不

足，而回购精选组合在收益端、收益风险性价比角度较基础组合、事件筛选组合都有明显提升。

我们简要介绍组合构建及回测说明如下：

业绩基准： 中证500指数；

回测区间： 2019/1/31-2024/11/15；

调仓周期： 每月末最后一个交易日以收盘价调仓；

选股范围： 调仓日回看过去20交易日内发布过回购公告的公司；

基础回购组合： 当期选股范围内公司等权构建组合；

事件筛选组合： 在当期选股范围中按特征筛选符合条件的个股等权构建组合，筛选条件见下方表格（鉴于调仓频率为月度，我们主要参考事件的短期收益特征）；

回购精选组合： 在事件筛选的基础上叠加精选基本面、量价因子筛选50只个股等权构建组合。

表11：事件特征筛选条件

特征类别	筛选条件
回购进度	仅保留“股东提议”、“董事会预案”、“股东大会通过”类公告
回购目的	剔除“盈利补偿”类公告
资金来源	仅保留“自有”、“自有及自筹”类公告
预计回购金额占比	将满足前三项条件的公司按预计回购金额占比等分为5组，仅保留第5组个股

数据来源：广发证券发展研究中心

（一）基础回购组合

回测显示，基础回购组合平均每期持股437只，相对中证500年化超额收益8.0%，信息比0.88，相对最大回撤20.0%，月度胜率68.6%，单月最差超额为-6.4%。该结果说明回购主题可以提供一定程度的相对收益，但稳定性欠佳。

图39: 基础回购组合净值 (2019/1/31-2024/11/15)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 基础回购组合月度收益 (2019/1/31-2024/11/15)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 基础回购组合分年业绩

年份	绝对收益	超额收益	相对最大回撤	年化 IR
2019	34.7%	8.6%	2.2%	2.38
2020	21.9%	1.0%	7.2%	0.16
2021	26.3%	10.7%	7.3%	1.17
2022	-11.0%	9.4%	7.3%	1.19
2023	7.8%	15.2%	3.9%	2.80
2024 (截至 1115)	7.1%	-2.0%	20.0%	-0.15
综合	14.4%	8.0%	20.0%	0.88

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 事件筛选组合

回溯区间内，事件筛选组合相对中证500年化超额收益12.8%，信息比0.92，相对最大回撤22.8%，月度胜率65.7%，单月最差超额为-8.9%。事件筛选组合在收益端较基础回购组合有一定提升，但回撤也有所放大。

图41: 事件筛选组合净值 (2019/1/31-2024/11/15)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 事件筛选组合月度收益 (2019/1/31-2024/11/15)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 事件筛选组合分年业绩

年份	绝对收益	超额收益	相对最大回撤	年化 IR
2019	27.1%	1.0%	6.0%	0.14
2020	15.9%	-5.0%	13.4%	-0.49
2021	26.3%	10.7%	10.8%	0.79
2022	-3.0%	17.3%	6.6%	1.58
2023	34.9%	42.3%	5.0%	3.34
2024 (截至 1115)	10.1%	0.9%	22.8%	0.05
综合	19.2%	12.8%	22.8%	0.92

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 回购精选组合

对比前两类组合表现, 我们看到事件筛选对选股效果的提升较为有限, 而进一步加入基本面及量价因子筛选后的回购精选组合则在收益端、回撤端、收益风险比等方面提供了更明显的提升。

回购精选组合每期持股50只, 回测期内相对中证500年化超额收益25.4%, 信息比1.8, 相对最大回撤17.9%, 月度胜率65.7%, 单月最差超额为-4.7%, 2024年以来(截至11/15)超额收益9.0%。

回购精选组合的历史持仓以中小市值股票为主, 平均每期持仓中沪深300个股占比12%、中证500个股占比14%、中证1000个股占比25%、沪深1800之外个股占比49%。

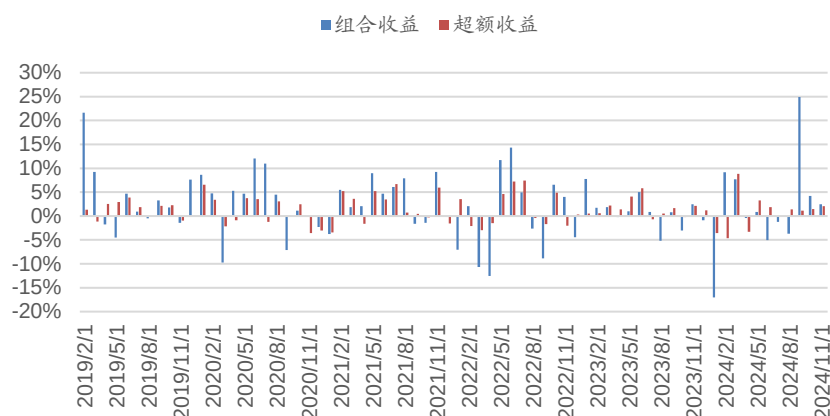
从行业角度看, 平均每期持仓权重排名前5的行业为基础化工、医药、电子、机械、计算机。

图43: 回购精选组合净值 (2019/1/31-2024/11/15)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图44: 回购精选组合月度收益 (2019/1/31-2024/11/15)



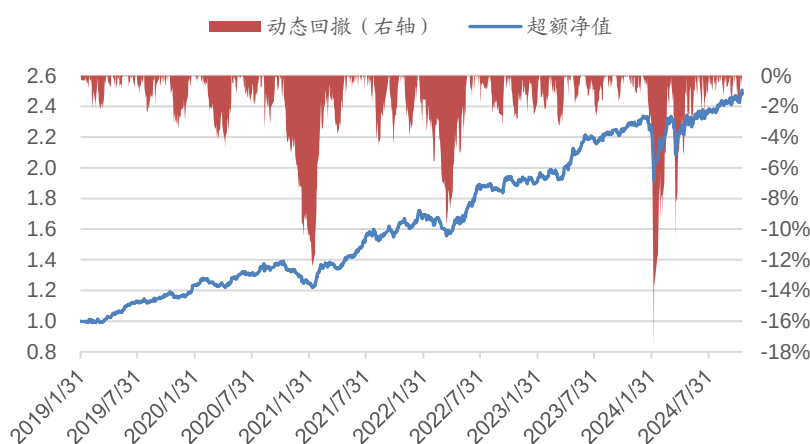
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 14: 回购精选组合分年业绩

年份	绝对收益	超额收益	相对最大回撤	年化 IR
2019	46.1%	20.0%	3.5%	3.16
2020	34.9%	14.0%	7.4%	1.66
2021	45.8%	30.3%	5.7%	3.20
2022	-6.6%	13.7%	9.6%	1.39
2023	12.2%	19.6%	3.3%	2.66
2024 (截至 1115)	18.1%	9.0%	17.9%	0.63
综合	25.4%	18.9%	17.9%	1.79

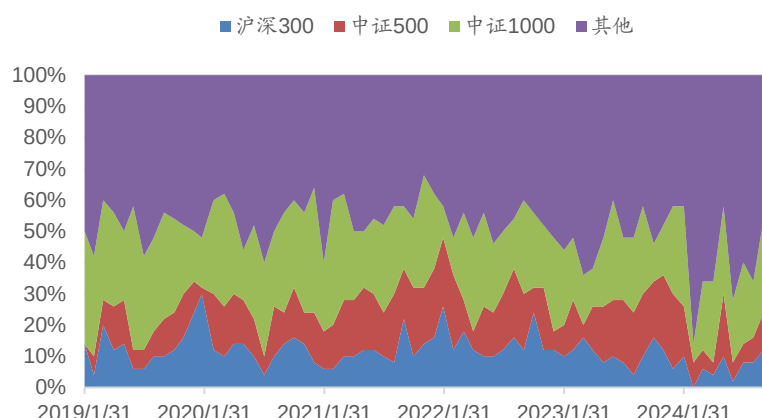
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图45: 回购精选组合超额净值及动态回撤 (2019/1/31-2024/11/15)



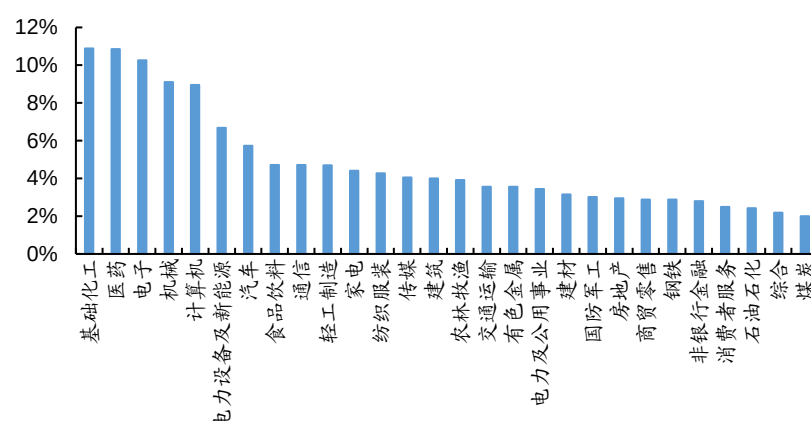
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图46：回购精选组合历史持仓市值分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图47：回购精选组合历史持仓行业分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、总结

本报告围绕上市公司股权回购这一主题进行选股研究，探讨了开展回购公司的整体特点、回购事件不同特征对股价未来表现的影响以及基于回购事件构建选股组合的多种方式。

在第一章中，我们介绍了研究背景：随着回购股份公司的增多，回购主题愈发受市场关注。

在第二章中，我们从事件的统计口径对回购公司的域分布、市场表现、基本面情况等维度进行特征描述，勾勒回购公司的整体画像。

在第三章中，我们从事件驱动的角度讨论回购公告的不同特征（包括回购进度、回购目的、资金来源、回购量等）对公司未来短期、长期收益的影响。

在第四章中，我们从固定频率调仓的角度分析借助回购事件进行选股的可能性。回

测结果显示，回购主题股票可以提供一定的超额但稳定性不足；基于第三章统计结果的事件筛选组合在收益端有一定提升，但回撤有所放大；而结合基本面、量价因子的回购精选组合在收益端、回撤端、收益风险性价比角度较前两种组合都有较明显提升。回购精选组合每期持股50只，在2019/1/31-2024/11/15期间相对中证500年化超额收益25.4%，信息比1.8，月度胜率65.7%，单月最差超额-4.7%，相对最大回撤17.9%。

六、风险提示

1. 本报告中所述选股测试结果是用量化方法通过历史数据统计、建模和测算完成，所得出的结论与规律在政策、市场环境发生变化时可能存在失效的风险；2. 模型在市场结构及交易行为改变时存在失效风险；3. 因量化模型不同，本文提出的观点可能与其他量化模型结论存在差异。

广发金融工程研究小组

安 宁 宁：首席分析师，暨南大学硕士，从业 14 年，2011 年进入广发证券发展研究中心。

张 超：资深分析师，中山大学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。

陈 原 文：资深分析师，中山大学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

李 豪：资深分析师，上海交通大学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

周 飞 鹏：资深分析师，伯明翰大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张 钰 东：资深分析师，中山大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

季 燕 妮：资深分析师，厦门大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

林 涛：研究员，中山大学硕士，2024 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。