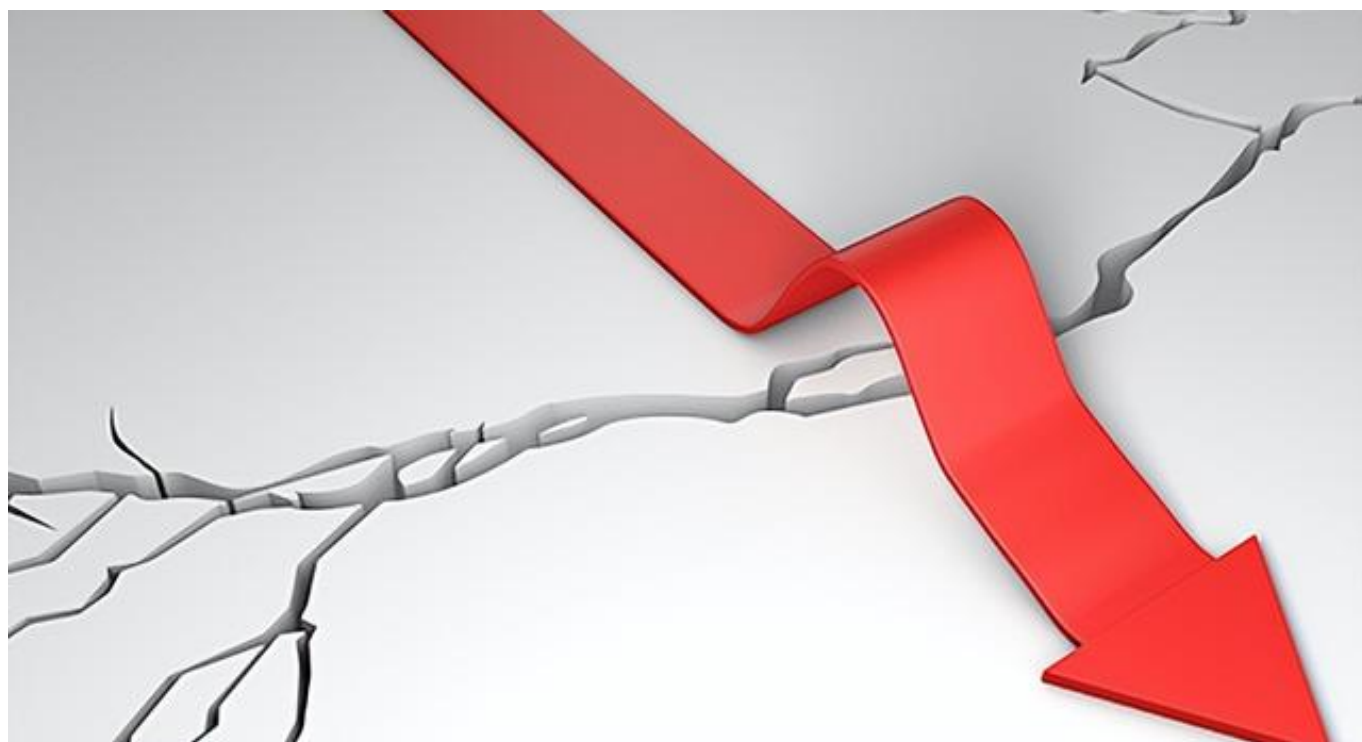


红周刊 特约 | 陈建德

自2021年下半年以来，腾讯控股一直在不断地回购自己公司的股份，比如10月14日，公司又耗资6.02亿港元回购238万股，截至当天，腾讯年内已回购75次，回购总金额达238.8亿港元。但是，二级市场上腾讯的股价，却自2021年2月后一直下跌，从最高的700多港元跌到最近的230港元附近，已足足跌去了三分之二左右。



基本面变化

回购“失效”

回购和股价的鲜明对比让很多人非常诧异，为何腾讯不断在回购，但是股价却一直下跌呢？因为按照一般的理解，回购股份对上市公司股价是利好，一来回购可以体现为公司对自身业务发展前景的良好预期；二来可以在短期内增加股份的买入量，推升股价。但是，实际情况并不完全如此。

2021年以来，很多中概股和在香港上市的互联网个股跌幅巨大。从2021年下半年开始，就有很多人喊出：“跨过香江，夺取港股定价权”的口号，笔者于2022年1月21日，在《

红周刊》上写了一篇文章《抄底

？且慢！中概互联龙头股风险或未完全释放》，回头去看，当时自己的观点和大众是很不一样的，但不幸的是，股价表现却被自己言中了。今年以来，截至10月20日，恒生指数

跌了30%左右，腾讯则从年初的约450港元跌到最低的230港元附近，几近腰斩。

为什么要谈这篇文章，因为在原来的这篇文章里，讲到不看好中概互联的一个原因，和本文要论述的腾讯股份回购、股价下跌高度相关。当时文中谈道：“这些互联网巨头，通过横向与纵向并购

发展，维持了自身中长期的利润中高速增长……在反垄断大背景下，这些互联网巨头不但不一定能大量对外横向与纵向扩张，甚至于原来持有的一些上市公司和非上市公司的股份也要部分退出，比如之前腾讯就公布了将向自己的股东派发其自身持有的京东的股票。估计这种行为远未结束，而只是开始。”

回购“替代”并购投资

估值预期下降

腾讯一直在回购的原因之一是：腾讯是一家现金流

非常强的公司，经营过程中，不断地累积巨额的现金流。以前，腾讯是通过对外投资的方式把钱花掉，通过对外投资买了众多优质的公司资产，购买的优质公司资产驱动腾讯公司收入和利润总额的增长。在腾讯主业增长的基础上，由于腾讯的并购投资，市场给予腾讯很好的收入与利润增长预期，从2010-2021年，腾讯维持年复合30%左右的净利润增速，支撑腾讯较高的估值。与此同时，腾讯股价也飞速增长，从2010年的20元左右增长到2021年最高峰的749元，股价年复合增速也在30%左右。

但是，自2020年底开始的反垄断、控制“资本无序扩张”以后，特别是2021年下半年以来，腾讯的对外投资力度下降。在对外投资减少的情况下，由于其有巨额经营性现金流入，公司有巨额的现金盈余，公司不断地回购股份。

由于对外投资减少，市场对于以后腾讯的收入和利润增长的预期下降，导致腾讯估值下降。

叠加今年腾讯营业收入下降（2021年上半年腾讯营业收入2735.62.05亿，2022年上半年收入2695亿）、净利润下降（2021年上半年腾讯净利润903.54亿，2022年上半年净利润420.32亿），纵使今年以来回购很多，但股价仍然几近腰斩。

观察腾讯从2010年到2021年的年底的现金流量表，可以看出，从2010年到2021年，腾讯的经营活动现金流净额从2010年的123.19亿增长到2021年有1751.86亿，增长了约15倍，其中2020年最高达1941.19亿，说明腾讯的现金盈利能力极强。

从2010年到2021年，腾讯的投资活动现金流净额从2010年的120.15亿增长到2021年有1785.49亿，增长了约15倍，其中2020年最高达1819.55亿。在“投资购买”科目里，从2012年的5.57亿增长到2021年的1076.07亿。这说明腾讯每年在花大量的钱去对外收购与并购。

再观察其最近两年以来的季度报表，可以看到，腾讯2022年上半年的“投资购买”仅292.75亿元，相较于2021年的546.91亿元，几乎减半了一半。同时2021年上半年没有回购支出，2021年下半年回购了21.70亿元，2022年上半年回购55.77亿元。

投资股票，核心的是对未来的预期。腾讯的案例可以说明一个投资上的道理：对于一家公司而言，回购股份并不一定是最好的选择，最好的选择是把钱花在能够持续驱动公司业务和利润不断增长的方向上。这也是市场上经常对于并购重组的公司给予更高估值的原因，即使公司并购重组所需要花费的钱是通过定增的股权融资、抑或是通过借贷等债权融资而融来的。

（作者系天朗资产管理总经理。本文已刊发于10月22日《红周刊》，文中观点仅代表作者个人，不代表《红周刊》立场，提及个股仅为举例分析，不做买卖建议。）