

**买入**

2025年6月20日

**加密复苏最大受益者，政策东风叠加牛市周期**

- **以“零佣金”为核心：**Robinhood Markets, Inc 是一家金融科技公司。它凭借简洁易用的移动和网页平台，以零佣金交易为核心，并提供碎股购买等特色服务，吸引了大量用户，尤其是年轻投资者。其独特盈利模式依赖客户现金利息、融资融券利息以及向高频交易商出售订单流，而非传统佣金。
- **Meme 股热潮以及加密业务的崛起：**公司在 2020-2021 年的 Meme 股和加密货币（如狗狗币）狂潮中，其平台成为交易核心，用户量激增。近期积极拓展国际市场并优化服务，其“零佣金+加密入口”模式在 2024q4 迎来爆发，其中加密货币交易收入占比首次突破 35%，同时入金客户增至 2520 万，客均资产 5773 美元，有力印证了该商业模式的强劲增长和可持续性。
- **以“金融民主化”为使命：**公司将股票交易转化为日常移动行为，成为美国增量投资者的核心入口。如今 50% 的新入场零售投资者选择 Robinhood，正是对其“金融民主化”使命和“零心理负担”模式成功的终极验证。
- **多样化的产品和服务：**公司提供覆盖股票、ETF、期权及主流加密货币的交易服务，大幅降低各类投资门槛。其订阅服务提供额外购买力/保证金和专业工具。平台同时打破财富管理高门槛，允许散户小额投资专业 ETF 组合，并辅以投资者教育。
- **精准聚焦千禧一代和 Z 世代：**该群体对加密货币兴趣浓厚，偏好移动化、便捷化投资，并倾向使用杠杆。平台通过“零佣金+碎股交易”显著降低门槛，依托极简设计和社交功能提升粘性，并积极布局加密货币及国际业务，满足其新兴资产需求。
- **目标价 91.00 美元，首次覆盖给予买入评级：**“加密复苏引擎 + 全球合规扩张 + 财富管理转型”三者构成 Robinhood 估值的跃迁。我们看好公司在加密牛市中的爆发力、特朗普账户计划落地带来的资金增量以及加密业务与年轻用户生态的垄断性绑定。因此，给予公司 62xPE，对应目标价 91.00 美元，较前一交易日收盘价格+16%，首次覆盖给予买入评级。
- **风险因素：**监管与合规风险、业务模式脆弱、用户与竞争风险、运营与财务风险。

金焯

852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

**主要资料**

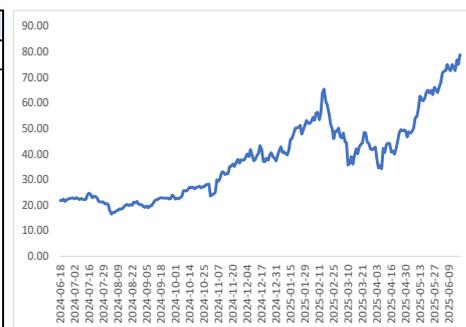
行业	金融服务
股价	78.35 美元
目标价	91.00 美元 (+16%)
股票代码	HOOD.US
已发行股本	8.82 亿股
总市值	691.41 亿美元
52 周高/低	78.74 美元/13.98 美元
每股账面价	8.99 美元
主要股东	The Vanguard Group Inc. (8.41%) Baiju Bhat (6.80%) Blackrock, Inc. (4.58%) FMR LLC (3.83%) Newlands Management Operations LLC (2.74%)

**表：盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (百万美元)	1865.00	2951.00	3684.82	3930.44	4589.01
	变动 37.33%	58.23%	24.87%	6.67%	16.76%
净利润	-541.00	1411.00	1333.63	1438.27	2268.75
	变动 -47.37%	-360.81%	-5.48%	7.85%	57.74%
每股盈利 (美元)	(\$0.60)	\$1.56	\$1.47	\$1.58	\$2.50
	变动 -48.58%	103.13%	2682.94%	16.55%	19.30%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率78.35美元 (估)	-67.31	41.07	54.12	53.53	39.62

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**



资料来源：彭博

# 从“颠覆者”到“全球金融科技巨头”

## 零佣金交易模式和金融民主化理念

Robinhood 致力于通过提供零佣金的股票交易服务，降低投资门槛，推动金融市场的民主化进程

Robinhood Markets, Inc. 是一家在金融科技领域具有重要影响力的美国公司，自 2013 年由 Vladimir Tenev 和 Baiju Bhatt 创立以来，便以其创新的商业模式和用户友好的服务理念迅速崛起。公司总部位于加利福尼亚州门洛帕克，凭借其移动应用程序和网页平台，为投资者提供了股票、ETF、期权以及加密货币等多种金融产品的交易服务。

Robinhood 的业务模式以零佣金交易为核心，这一策略极大地降低了投资者的交易成本，尤其是对那些资金规模较小的个人投资者而言，具有显著的吸引力。此外，公司还通过提供零碎股票购买、IPO 认购等特色服务，进一步拓宽了其用户群体，尤其是吸引了大量年轻投资者的关注。Robinhood 的界面设计简洁直观，操作流程便捷高效，这些特点使其在用户体验方面表现出色，尤其适合初入市场的投资者。

Robinhood 的盈利模式并非依赖传统的交易佣金，而是通过客户现金余额的利息收入、融资融券利息以及向高频交易机构出售订单流等方式实现盈利。这种独特的盈利模式在一定程度上反映了公司对传统金融交易模式的颠覆性创新，但也引发了市场对其潜在风险和可持续性的讨论。

尽管如此，Robinhood 的发展势头依然强劲。2021 年 7 月，公司成功在纳斯达克上市，股票代码为 HOOD，这一事件标志着其在资本市场上的重要地位。

## 凭借零佣金模式、产品创新、Meme 股热潮以及加密业务的崛起

Robinhood 的发展历程可以分为以下几个关键阶段：

Robinhood 逐步从一个零佣金交易平台转型为一个以加密货币为重要增长极的综合性金融科技平台

**创立与零佣金模式（2013-2015 年）：**Robinhood 由斯坦福大学毕业生 Baiju Bhatt 和 Vlad Tenev 于 2013 年创立，总部位于加利福尼亚州门洛帕克。公司以零佣金交易模式进入市场，打破了传统券商 8-10 美元的佣金壁垒，这一创新模式极大地降低了投资者的交易成本。通过取消最低入金要求和支持碎股交易，Robinhood 成功吸引了大量年轻用户，尤其是千禧一代和 Z 世代，为其后续业务拓展奠定了坚实的用户基础。

公司的发展历程不仅反映了金融科技领域的创新趋势，也体现了散户投资者在金融市场中日益增长的影响力

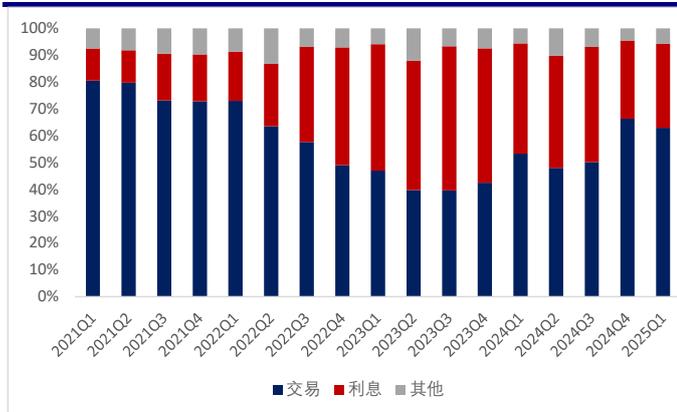
**产品创新与用户增长（2015-2020 年）：**在 2015 年至 2020 年期间，Robinhood 凭借卓越的产品创新能力实现了快速增长。公司通过引入游戏化元素、打造简洁直观的交易界面，并推出有吸引力的股票奖励机制，极大地提升了用户体验。这些创新举措不仅提升了用户活跃度，也为公司后续拓展加密货币等新兴业务积累了宝贵经验。

**Meme 股热潮与加密业务崛起（2020-2021 年）：**2020 年至 2021 年，Robinhood 在 Meme 股和加密货币狂潮中扮演了核心角色。平台成为 GameStop、AMC 等热门股票以及狗狗币等加密货币交易的主战场。2021 年 1 月，Robinhood 创造了单月新开户数超过所有其他券商总和的纪录。这一时期，Robinhood 不仅吸引了大量新用户，还培养了用户对新兴资产类别的投资习惯。

**国际扩张与多元化发展（2021 年至今）：**近年来，Robinhood 积极拓展国际市场，特别是在欧盟和英国布局加密业务。公司通过开发期货交易基础设施、优化交易界面和服务等方式，进一步强化其在加密领域的竞争力。此外，Robinhood 在 2024q4 交出了历史最佳财报：营收同比增长 115%至 10.14 亿美元，净利润达 9.16 亿美元。这一增长的核心驱动力是加密货币交易业务收入（3.58 亿美元，yoy+733%），其营收占比首次突破 35%，交易收入占比突破 53%。用户规模同步扩张，入金客户数达

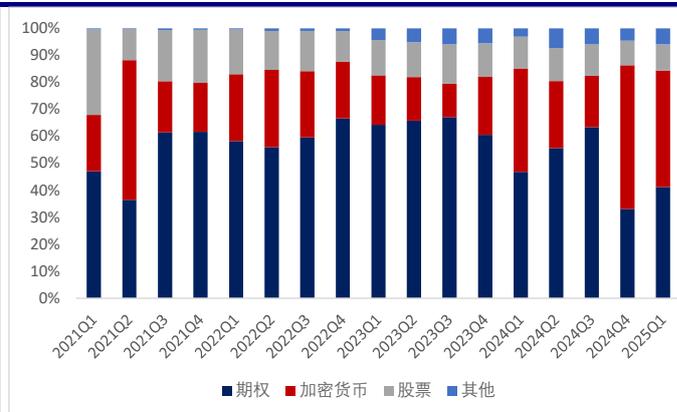
2,520万 (yoy+8%)，客均资产 7,655 美元，验证了“零佣金+加密入口”模式的可持续性。

图表 1: Robinhood 收入构成



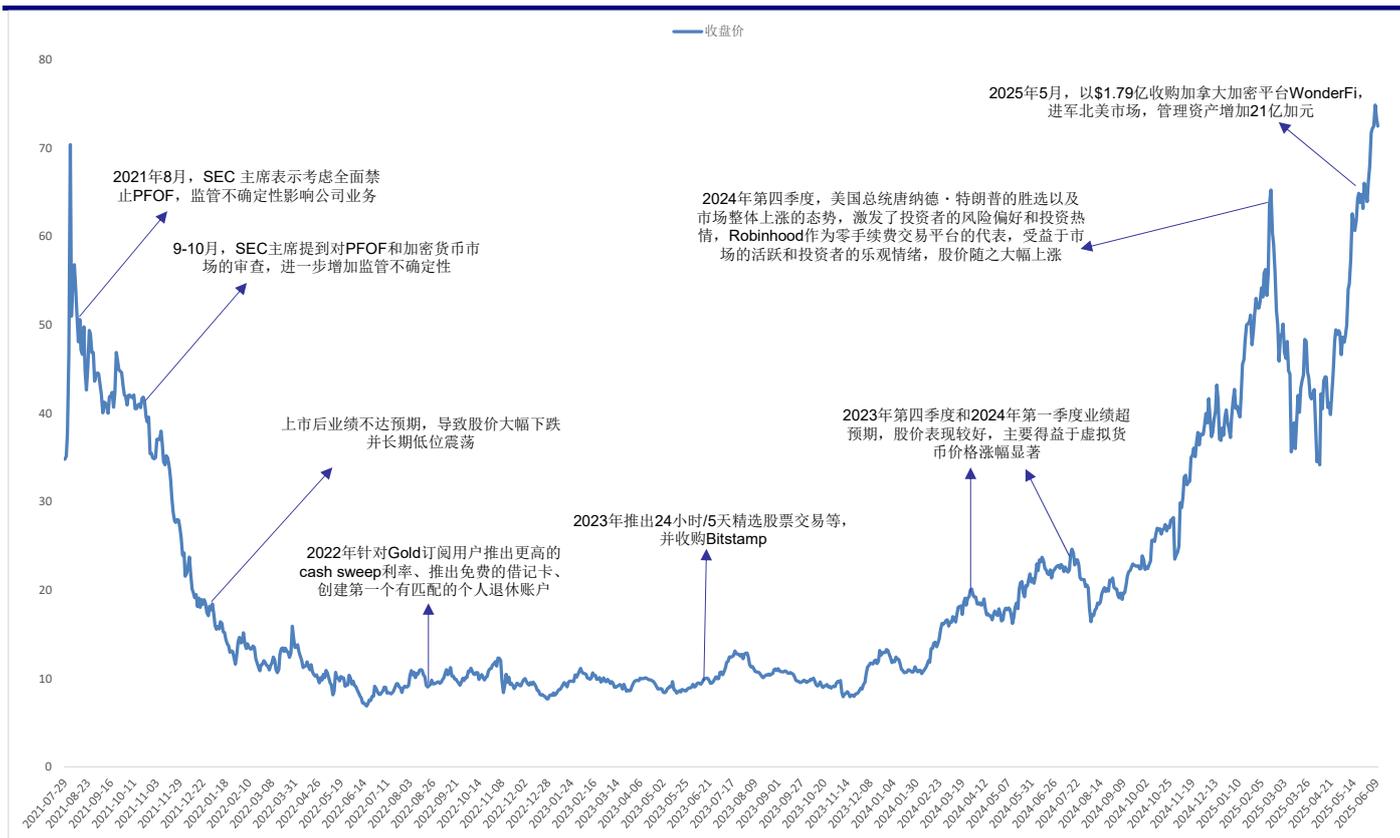
资料来源：公司财报，第一上海

图表 2: Robinhood 交易业务收入构成



资料来源：公司财报，第一上海

图表 3: Robinhood 上市后的股价复盘



资料来源：公司资料，第一上海

## 管理团队致力于将 Robinhood 打造为高效、便捷、创新的金融科技平台，为全球投资者提供优质服务

Robinhood 由两位斯坦福大学毕业生 Vladimir Tenev 和 Baiju Bhatt 于 2013 年创立。在斯坦福大学期间，两人因共同的学术背景和对金融市场的兴趣结识，并萌生了创立一家零佣金交易平台的想法。他们希望通过创新的商业模式，降低投资门槛，使更多人能够参与金融市场。

Robinhood 的管理团队由多位在金融科技、产品设计、市场运营等领域具有丰富经验的专业人士组成，他们推动了公司的持续发展与创新

**Vladimir Tenev:** 作为 Robinhood 的联合创始人兼首席执行官，Tenev 先生专注于公司的技术架构与数据分析。他曾在纽约的金融机构负责高频交易系统的开发，积累了丰富的技术经验。Tenev 先生凭借其深厚的专业背景，为 Robinhood 的技术创新与市场拓展提供了坚实支撑，目前仍是公司核心领导团队的重要成员。

**Baiju Bhatt:** 作为联合创始人，Bhatt 先生在产品设计与用户体验方面发挥了关键作用。他以卓越的设计理念著称，致力于打造简洁、直观且易于使用的交易界面。Bhatt 先生曾表示：“产品设计的最高境界之一是，当你第一次看到和使用某款产品时，你可以感受到背后的设计者是谁。”他于 2020 年辞去联席首席执行官职务，并于 2024 年离开 Robinhood，创立了一家专注于航空领域的初创企业。

**Christine Brown:** 担任首席运营官（COO），Brown 女士负责公司的日常运营管理与业务拓展，确保公司各项业务高效、有序运行。

**Ravi Gokulnath:** 作为首席技术官（CTO），Gokulnath 先生领导公司的技术研发团队，致力于推动技术创新，提升平台的性能与用户体验。

**Katherine Liu:** 担任首席财务官（CFO），Liu 女士负责公司的财务战略规划与财务管理，为公司的稳健发展提供财务支持

## 使命定位：金融民主化的技术践行者

Robinhood 通过技术驱动，消除这些障碍，确保无论财富、收入或背景如何，每个人都能平等参与金融市场

Robinhood 正在颠覆百年金融业的资源分配逻辑。其宣称的“金融民主化”（Democratize Finance for All）绝非虚言：公司通过零佣金交易+零账户门槛的定价核武，精准撕裂传统券商依靠佣金与最低余额构筑的利润护城河。更关键的是，其极简交互界面将晦涩的金融术语转化为直觉化操作，使投资门槛从认知层面瓦解——这种用户体验代差推动平台净注资账户在 2021q1 达 1,800 万，且超半数用户为首次开设券商账户（2015-2021q1 数据），这意味着 Robinhood 吃下了美国增量投资者市场的最大蛋糕。

增长飞轮已获年轻一代投票认证

2021 年其内部研究显示，公司在美国 18-44 岁主力消费人群的品牌渗透率逼近 50%，这一数字实则为未来 ARPU 提升埋下伏笔：当现金管理、加密货币等衍生服务持续降低用户迁移成本，平台粘性将转化为跨产品变现的通路。数据佐证其统治力——2020 年至 2021q1 期间，应用在苹果商店金融类持续霸榜，更在 2021q1 摘下全品类年度下载王冠，渠道获客效率碾压传统线下券商。

护城河在于对“投资行为范式”的重构

传统经纪商服务存量财富，而 Robinhood 培育增量市场——它将股票投资从“富人游戏”解构为手机上的日常高频行为。更值得关注的是其数据驱动迭代机制：创始团队在斯坦福校园用 MVP（最小可行产品）验证模式后，现已进化出实时需求感知系统（例如 2021 年新增电话客服应对 1,800 万用户运维），这种敏捷性使其面对 Web3 等新风口时总能抢先卡位。当前 50% 的新入场零售投资者选择 Robinhood 开户，本质上是对“零心理负担投资”商业模式的长期投票。

## 主要产品和服务涵盖了股票、ETF、期权、加密货币等多个领域

通过多样化的产品和服务为用户提供了一个高效、便捷的投资平台

**股票交易服务：**Robinhood 提供零佣金的股票交易服务，用户可以通过其平台买卖超过 3500 种股票。这一服务打破了传统券商收取交易佣金的模式，极大地降低了投资者的交易成本，使更多人能够参与到股票市场中。此外，Robinhood 还支持碎股交易，允许用户以较小的资金量购买股票的一部分，从而降低了投资门槛，吸引了大量年轻投资者和小额投资者。

**ETF 交易服务：**Robinhood 为用户提供广泛的交易所交易基金（ETF）交易服务。ETF 是一种在证券交易所上市交易的投资基金，通常跟踪特定的市场指数或行业。通过交易 ETF，投资者可以实现资产的多样化配置，降低单一股票的风险。Robinhood 的 ETF 交易同样采用零佣金模式，进一步降低了投资者的成本。

**期权交易服务：**Robinhood 的期权交易服务允许用户进行复杂的市场策略操作，如对冲风险或获取杠杆收益。用户可以在平台上交易看涨期权和看跌期权，包括指数期权和期货交易。Robinhood 通过提供期权交易，满足了不同风险偏好投资者的需求，同时也为专业投资者提供了更丰富的投资工具。

**加密货币交易服务：**Robinhood 的加密货币交易平台支持多种主流加密货币的交易，用户可以零佣金交易这些加密货币，并通过 Robinhood 的加密货币钱包进行安全存储。Robinhood 的加密货币交易服务不仅为投资者提供了参与新兴资产类别的机会，也推动了加密货币市场的普及和发展。

通过创新的金融工具和服务，推动了金融市场的普及和民主化

**Robinhood Gold 订阅服务：**Robinhood Gold 是该平台的高级订阅服务，用户每月支付一定费用即可获得额外的购买能力或保证金交易服务。例如，每月支付 10 美元可获得 2,000 美元的额外购买能力，而每月支付 200 美元则可获得 50,000 美元的保证金交易能力。此外，Robinhood Gold 还提供专业市场数据和分析工具，帮助用户做出更明智的投资决策。

**投资者教育与资讯服务：**Robinhood 高度重视投资者教育，通过多种渠道为用户提供丰富的教育资源。这些资源帮助用户更好地理解金融市场，提升投资能力。

**财富管理：**Robinhood 打破传统财富管理高门槛限制，允许散户以极低资金获取专业管理的ETF组合；投资额达500美元可解锁个股配置权限，实现个性化分散投资。

**安全与保障服务：**Robinhood 为用户提供安全的资产基金保护，支持多种支付方式，包括银行转账、借记卡和信用卡。平台通过多种安全措施保护用户资金，如加密存储和保险保护。此外，Robinhood 还通过严格的合规措施和监管框架，确保用户交易的合法性和安全性。

图表 4: 产品蓝图



资料来源：公司资料，第一上海

图表 5: Robinhood 与其他平台比较

	Robinhood 	BLOCK 	coinbase 	charles SCHWAB 
活跃用户	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2,580万用户</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 机构客户为主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 1亿以上认证用户</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 3,560万用户</li> <li>&gt; 高净值长期投资者、退休规划</li> </ul>
产品服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 移动模式</li> <li>&gt; 24/5交易服务</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 代币化内容访问</li> <li>&gt; 无直接交易功能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 加密货币交易</li> <li>&gt; 加密货币质押</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 研究服务</li> <li>&gt; 全范围投资产品</li> </ul>
交易品种	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 期权、股票、加密货币</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; BTC、ETH</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 超过250种加密货币</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 股票、期权</li> </ul>
加密货币交易定价	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 35 bps PFOF (零佣金)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; &gt; 150 bps</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 100 – 150 bps</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; N/A</li> </ul>

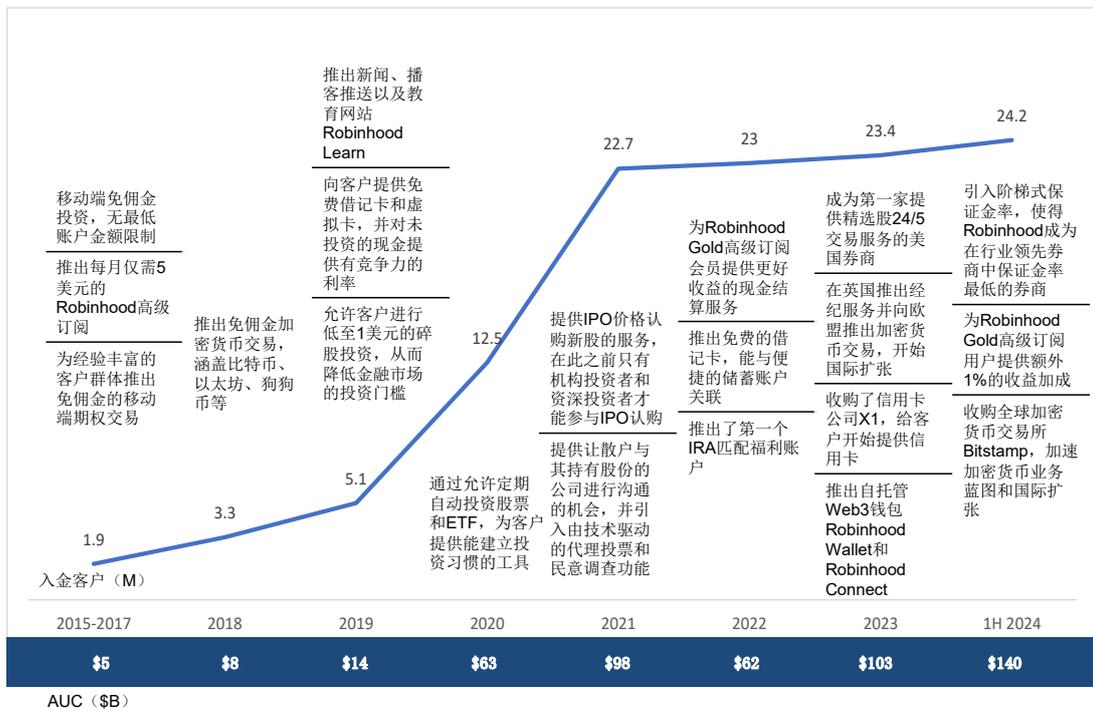
资料来源：公司资料，第一上海

图表 6: Robinhood 在提供股票与期权交易的同时也提供加密货币交易

指标/产品	Robinhood	Coinbase	Charles Schwab	Interactive Brokers
总用户 (M)	25.8	120.0	35.6	3.79
月度活跃用户 (M)	14.4	8.0	N/A	N/A
股票与期权	✓		✓	✓
加密货币	✓ 提供28种	✓ 提供200多种		✓ 仅提供一些核心币种, 如 BTC、ETH、LTC、BCH等
BTC 现货 ETF	✓		✓	✓

资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: Robinhood 的产品时间线以及用户和 AUC 增长曲线



资料来源: 公司资料, 第一上海

## 客户群体以千禧一代、Z世代以及零售投资者为主

Robinhood 的市场定位和策略不仅满足了年轻投资者的需求，也为其在金融科技领域的持续发展奠定了坚实的基础

Robinhood 的目标客户群体主要集中在千禧一代和 Z 世代，这两个群体对新兴资产类别，尤其是加密货币，表现出浓厚的兴趣和较高的参与度。他们对数字化、便捷化的投资体验有着较高的期望，倾向于通过移动应用程序等现代化工具进行金融交易。同时，Robinhood 也吸引了那些希望以较低成本进入金融市场的普通零售投资者，尤其是资产规模相对较小的投资者。这些用户通常拥有较低的账户资产规模，人均账户资产往往不到 1 万美元，他们更倾向于通过杠杆交易，如融资融券，来增加投资收益。Robinhood 通过零佣金模式和碎股交易，显著降低了投资门槛，吸引了大量无经验或少经验的散户用户。平台的极简交易设计和轻体验，使用户能够随时随地进行股票买卖，进一步降低了投资成本。

此外，Robinhood 的用户群体对社交属性有较高需求。平台通过“推荐好友赚奖励”和“投资社区”等功能，增强了用户粘性和社交体验。这种社交化的营销策略不仅吸引了新用户，还提升了用户的活跃度和忠诚度。Robinhood 的市场定位是为普通散户提供零佣金的股票、ETF、期权和加密货币等资产的交易服务。其策略包括通过零佣金模式和碎股交易降低投资门槛，吸引资金有限的年轻投资者；利用社交媒体和激励机制吸引新用户，增强用户粘性；积极布局加密货币和国际业务，满足年轻一代对新兴资产的需求。

Robinhood 通过其创新的产品和服务，成功吸引了以千禧一代和 Z 世代为主的年轻散户群体。通过降低投资门槛、增强社交属性等策略进一步巩固了其在这一细分市场的地位，为用户提供了一个高效、便捷且多样化的投资平台。

## 零佣金交易模式，交易收入通过 PFOF 实现

PFOF (Payment for Order Flow, 订单流付款) 是 Robinhood 的核心盈利模式之一，也是其能够提供零佣金交易服务的关键所在。PFOF 模式的核心在于，Robinhood 将用户的交易订单流出售给做市商，从而获取收入。

在 PFOF 模式下，Robinhood 作为经纪商，并不直接将用户的交易订单发送至公开交易所进行撮合，而是将这些订单转交给做市商。做市商通过高频交易获取价差收益，并向 Robinhood 支付一定的费用作为报酬。例如，当用户在 Robinhood 平台上提交一笔股票买卖订单时，Robinhood 会将该订单发送给做市商。做市商在完成交易后，会向 Robinhood 支付一定金额的费用，这一过程构成了 PFOF 模式的基础。

做市商在 PFOF 模式中扮演着至关重要的角色。他们的主要职责是通过高频买卖来获取价差收益。为了实现这一目标，做市商通常会提供极小的报价单位，甚至低至 0.001 美元。这种微小的报价单位使得做市商能够在交易中获取微小的价差收益。例如，如果一只股票的最优买价和卖价分别为 100.64 美元和 100.65 美元，做市商可能会以 100.645 美元买入股票，再以 100.65 美元卖出，从而获得 0.005 美元的价差收益。其中，Robinhood 会收取 0.001~0.002 美元/股的费用作为报酬。

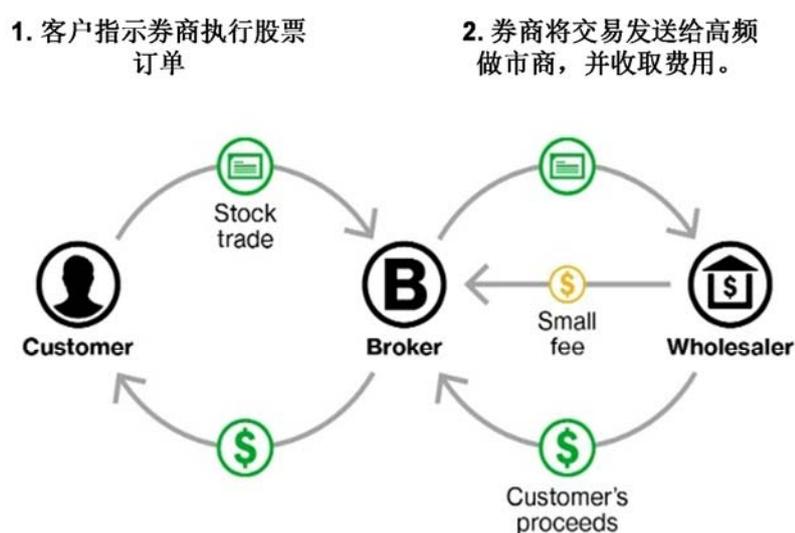
PFOF 模式为公司带来了显著的市场优势和用户吸引力，但同时也面临着价格改善、监管合规和市场波动等挑战

PFOF 模式是 Robinhood 商业模式的核心，也是其能够提供零佣金交易服务的关键所在。通过将用户的交易订单流出售给做市商，Robinhood 不仅能够为用户提供零佣金交易，还通过多元化的收入来源增强了自身的盈利能力。PFOF 模式使得 Robinhood 能够吸引大量年轻投资者和资产规模较小的散户，这些用户通常对交易成本较为敏感，零佣金交易极大地降低了他们的投资门槛。此外，Robinhood 围绕“交易经纪”推出的一系列服务，如保证金融资、股票借入借出、信用贷款等，也产生了可观的利息收入，进一步巩固了其盈利基础。

目前该模式存在一定争议。首先，这种模式可能导致投资者无法获得最佳报价。做市商为了获取利润，可能会在报价中增加一定的风险补偿空间，从而加大了价差，这可能损害投资者的利益。其次，PFOF 模式的监管合规性也受到质疑。美国证券交易委员会（SEC）和金融业监管局（FINRA）对 Robinhood 的 PFOF 模式进行了严格审查，并对其提出了多项指控。此外，PFOF 模式的收入高度依赖市场交易活跃度和做市商的利润空间，这使得 Robinhood 的盈利能力受到市场波动的影响。随着市场竞争的加剧，免佣模式逐渐成为行业主流，仅靠 PFOF 模式已难以成为 Robinhood 低成本获客的有力手段。

随着市场竞争的加剧和技术的不断进步，PFOF 模式的盈利能力可能会受到一定影响。Robinhood 需要不断创新和优化其业务模式，以应对市场变化和监管挑战。同时，Robinhood 也需要在保持用户吸引力的同时，进一步优化其业务模式，以实现可持续发展。

图表 8：PFOF 模式的基本原理



3. 高频做市商需要在自己的暗池找到“最佳执行方案”，这可能意味着最低价格、最快交易或最有可能完成的交易。只要在暗池中成交的订单，高频做市商会将收益返还给券商，券商再将其记入客户账户。

资料来源：彭博，第一上海

## 美国券商行业

### 传统巨头承压 vs 互联网新锐崛起

美国券商行业作为全球金融体系的关键组成部分，其发展态势与演变趋势受到全球市场的广泛关注。近年来，随着金融科技的迅猛发展以及市场环境的深刻变化，美国券商行业，尤其是互联网券商领域，呈现出显著的转型与变革特征。

#### 传统券商与互联网券商的现状

传统券商，如高盛和摩根士丹利等，通常有着深厚的历史底蕴和广泛的业务布局，在金融市场中长期占据主导地位。然而，近年来其利润增速逐渐放缓，显示出传统业务模式在新时代面临的挑战。与此同时，互联网券商的崛起为行业注入了新的活力。以嘉信理财、盈透证券等为代表的互联网券商，凭借轻资本的商业模式和平台化的运营策略，实现了显著高于传统券商的利润增速和股东回报，在当前市场环境下展现出更强的适应性和增长潜力。

#### 互联网券商的崛起与创新

互联网券商的崛起得益于其在技术创新和客户服务方面的显著优势。以 Robinhood 为例，其通过零佣金交易模式和用户友好的平台设计，吸引了大量年轻投资者和资产规模较小的散户。这种模式不仅降低了投资者的交易成本，还通过简化操作流程和增强用户体验，提升了用户粘性。此外，互联网券商还通过“支付订单流”（PFOF）模式获取收入，即将客户的订单流出售给做市商或其他机构，从而获得稳定的收入来源。这种模式在一定程度上弥补了零佣金交易带来的收入损失，为互联网券商的持续发展提供了支持。

#### 盈利模式的多元化

随着佣金自由化和行业竞争的加剧，互联网券商的盈利模式逐渐多元化。除了传统的经纪业务外，互联网券商还积极拓展财富管理、资产管理、投资银行等业务领域。例如，嘉信理财通过提供定制化的财富管理方案吸引高净值客户，开展资产管理业务以获取管理费收入，参与并购重组等投资银行业务以赚取高额佣金。此外，互联网券商还通过利息净收入和银行账户存款收入等资金类业务，进一步提升了盈利能力。这种多元化的盈利模式不仅增强了互联网券商的抗风险能力，还为其在市场上的持续发展提供了坚实基础。

#### 监管与市场环境逐渐严峻

美国监管机构对券商行业的监管力度不断加强，特别是在 PFOF 等业务模式方面，监管机构对其合规性提出了更高要求。近年来，监管机构对 Robinhood 等互联网券商进行了严格审查，要求其在信息披露、客户保护和交易透明度等方面做出改进。此外，市场环境的变化，如地缘政治冲突、高通胀和加息周期等因素，也对券商行业的盈利能力提出了挑战。市场波动加剧使得投资者的风险偏好发生变化，交易活跃度下降，这对依赖交易收入的券商产生了不利影响。

#### 美国券商行业的未来发展将受到技术创新的深刻影响

我们认为，美国券商行业未来的发展将围绕技术创新、客户需求和市场竞争展开。一方面，人工智能、区块链和云计算等技术将深度融入券商业务，提升运营效率、优化客户体验，并推动业务创新。例如，通过人工智能算法精准把握客户需求，提供个性化投资建议；利用区块链技术增强交易透明度和安全性。另一方面，随着客户需求日益多样化和个性化，券商需更加注重服务的精细化和差异化，通过大数据分析提供更具针对性的金融解决方案。行业整合和国际化竞争也将成为未来的重要趋势，券商可能通过并购重组整合资源，提升竞争力，同时积极拓展国际市场，寻找新的增长机会。这些变化将促使券商不断优化业务模式，以适应市场的快速变化和激烈竞争。

### 代际迁移与需求分层重塑行业竞争格局

年轻客群颠覆传统投资范式

美国券商行业的竞争核心正经历根本性位移——客群结构的代际更替催生需求断层，迫使行业从标准化服务转向精准分层运营。Z世代与千禧一代携84万亿美元的财富继承浪潮席卷市场，其碎片化交易偏好与社交化决策特征（Reddit影响35%交易决策）彻底颠覆传统投资范式。Robinhood以34岁用户年龄中位数捕捉年轻客群，通过迷因币专区和零股交易设计将日活推至2,000万峰值，但娱乐化交互引发的SEC审查使合规成本激增，折射出流量价值与监管成本的深层矛盾。

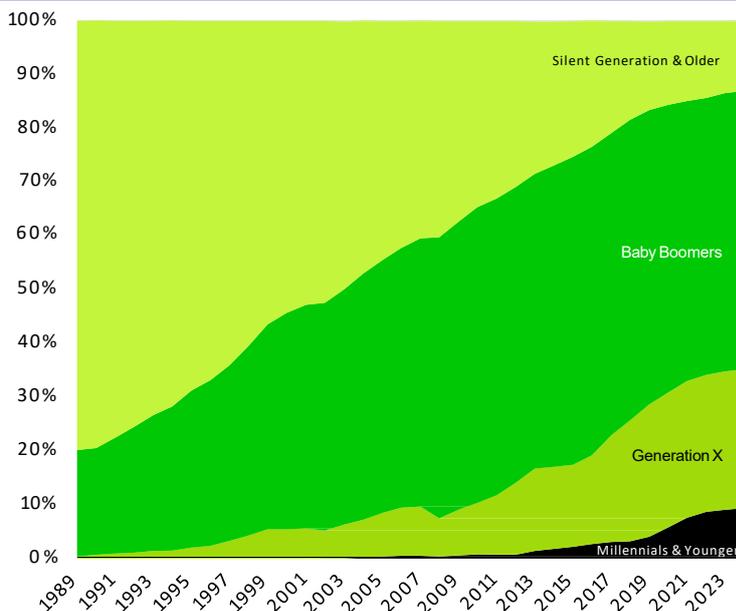
千禧一代的财富升级

高净值客群则呈现截然不同的价值图谱。摩根士丹利家族办公室服务以户均220万美元的AUM和92%的续费率验证顶层财富管理溢价，嘉信理财智能投顾3,000亿美元AUM中35岁以下用户占比突破45%，印证千禧一代从交易通道向综合财富管理的迁徙趋势。

Robinhood的年轻客群虽贡献70%的流量但ARPU仅\$80，决定企业需在监管框架内重构变现效率；有数据称，千禧一代财富升级将推动财富管理费率收入2030年突破60%的行业占比，倒逼平台构建全生命周期服务能力；机构市场的专业门槛持续抬升，盈透证券68%机构收入占比证明技术深度已成护城河。当行业裂变为社交化流量平台、财富管家、垂直技术商三大阵营，无客群聚焦能力的中间层将加速价值蒸发——这既是当前Robinhood估值波动率达传统券商几倍的根源，亦是资本配置的核心逻辑锚点。

图表 9：按代际划分的美国家庭财富份额（截至 2024 年 6 月 30 日）

美国代际财富转移是 Robinhood 业务的顺风



资料来源：美联储，公司资料，第一上海

图表 10：三类客群的价值锚点分化

客群类型	核心需求	代表企业应对策略	关键指标
年轻散户	低门槛+高娱乐性	Robinhood零股交易+加密货币裂变	用户中位年龄31岁，ARPU \$80
高净值个人	定制化+跨代传承	摩根士丹利家族办公室服务	户均AUM \$220万，续费率92%
机构投资者	极速执行+风险管理	盈透证券算法路由+大宗暗池	日均DART 361万笔，机构占比68%

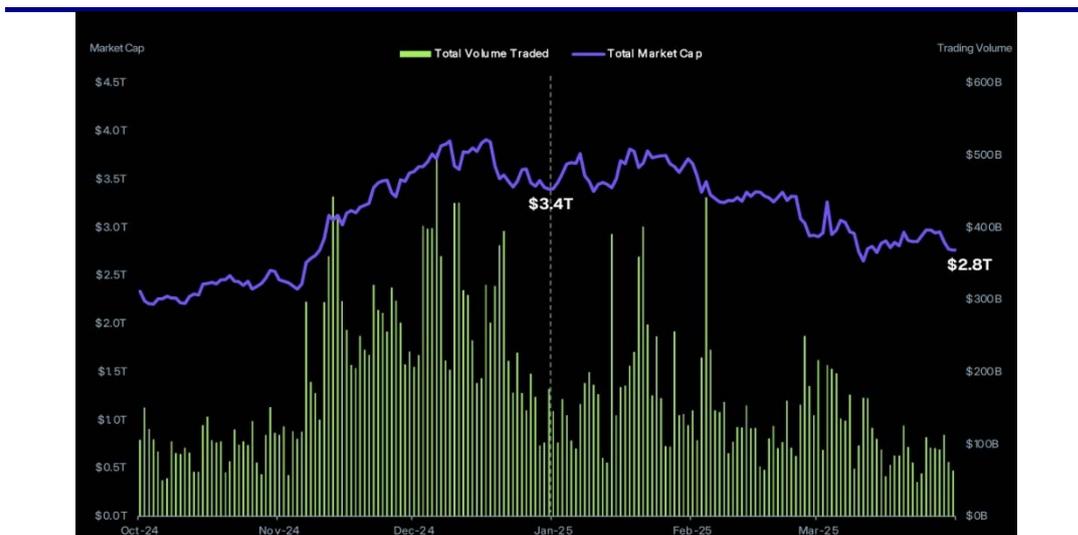
资料来源：公司资料，第一上海

## 加密货币行业

### 市场呈现深度回调，结构性分化加剧

本文数据均截至 2025q1 2025 年第一季度全球加密总市值环比收缩 19%至 2.8 万亿美元，日均现货交易量下滑 27%至 1,460 亿美元，反映宏观不确定性下的流动性紧缩。市场内部出现显著分化：比特币凭借避险属性市占率跃升至 59%，创 2021 年以来新高；而以太坊市占率跌至 8%的五年低位，稳定币板块则逆势扩张，总市值增长 11%至 2,261 亿美元历史峰值，其中 USDC 增发 161 亿美元成为主要驱动力。跨资产相关性分析显示，加密货币与标普 500 指数维持 0.85 的高相关性，但波动率差异进一步拉大——加密市场年化波动率达 56%，为美股市场的 3.4 倍。

图表 11：总加密货币市值和现货市场概况

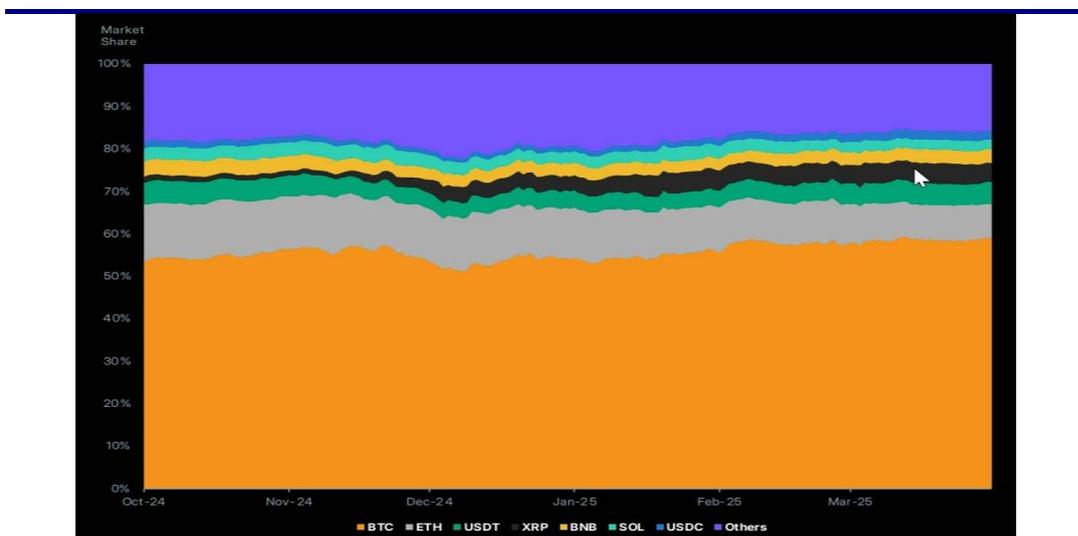


资料来源：CoinGecko

Meme 币成为零售流量引擎

当前币种生态呈现“两极分化”特征。特朗普团队官方 TRUMP 币上线 Robinhood 后单季托管资产增长 75%，占平台交易量 40%；狗狗币凭借马斯克推特联动效应持续贡献超 30%的加密收入。

图表 12：比特币的主导地位增强



资料来源：CoinGecko

比特币在 2025q1 目前占加密货币总市值的 59%

图表 13: 主流币在 2025q1 加密货币总市值的占比

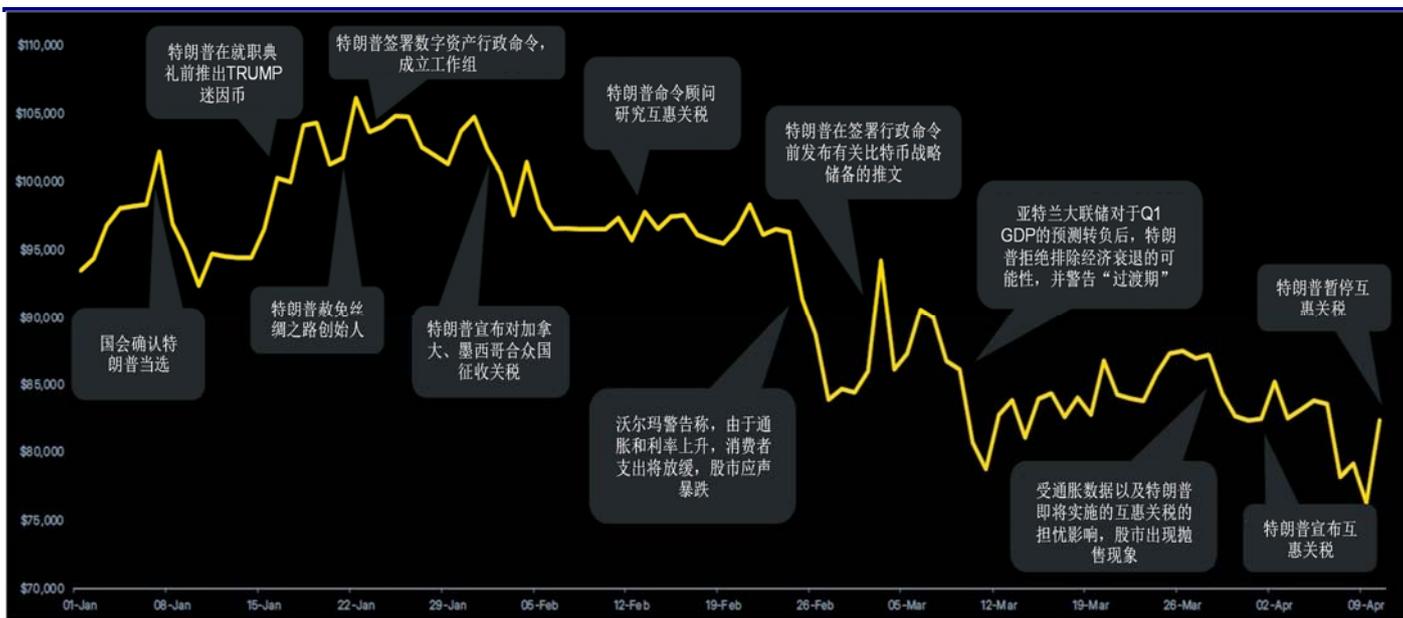


资料来源: CoinGecko

核心资产受政策主导波动

比特币价格在特朗普就职后两日冲高至 106,162 美元历史峰值, 但随后受贸易关税政策冲击回落 12%, 季度末报 82,514 美元。

图表 14: 比特币价格和特朗普自就职以来政策的影响 (2025 年 1 月 1 日至 4 月 10 日)

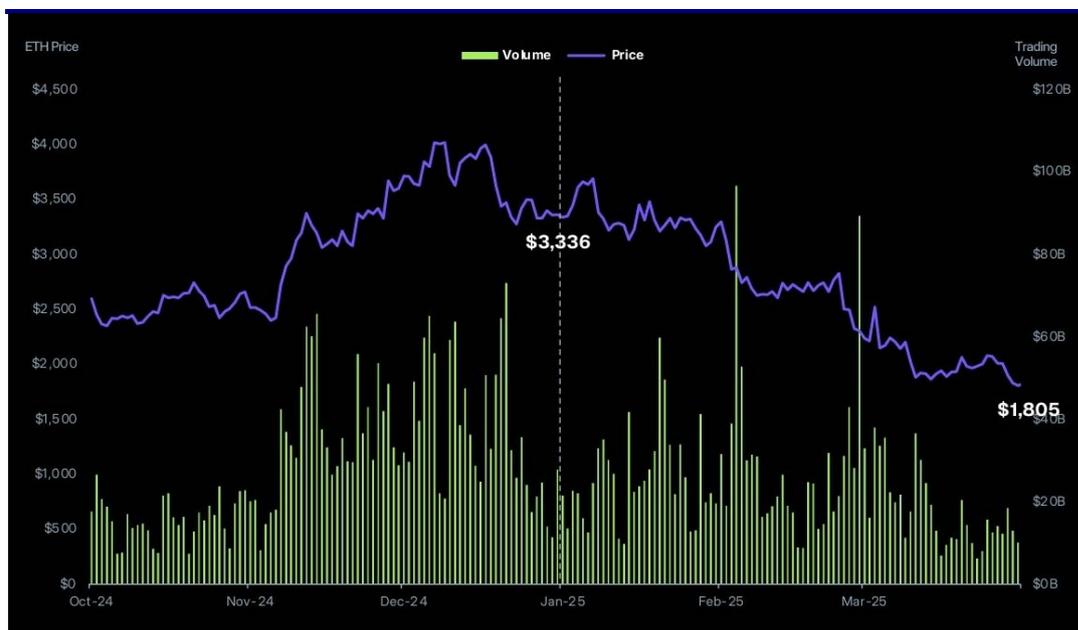


资料来源: CoinGecko

以太坊表现显著弱于大盘，价格暴跌 45% 至 1,805 美元，回归 2023 年水平，其现货 ETF 遭遇 2.276 亿美元净流出，管理规模腰斩至 54 亿美元。

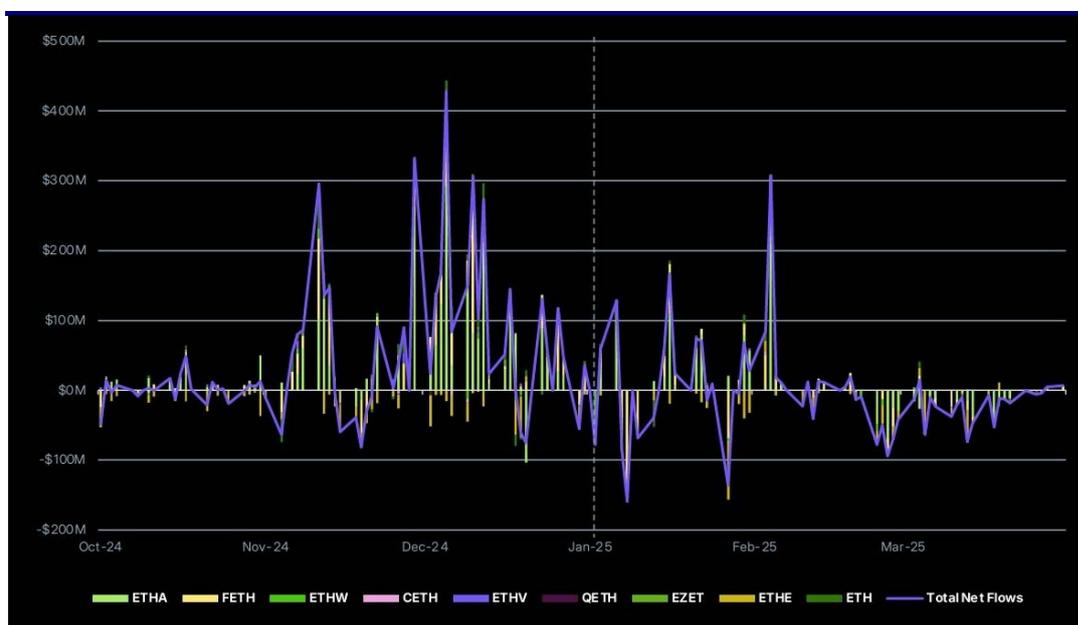
图 15: 以太坊的价格变化以及交易量

以太坊的价格从 3336 美元暴跌至 1805 美元，直接抹去了其所有在 2024 年的收益



资料来源: CoinGecko

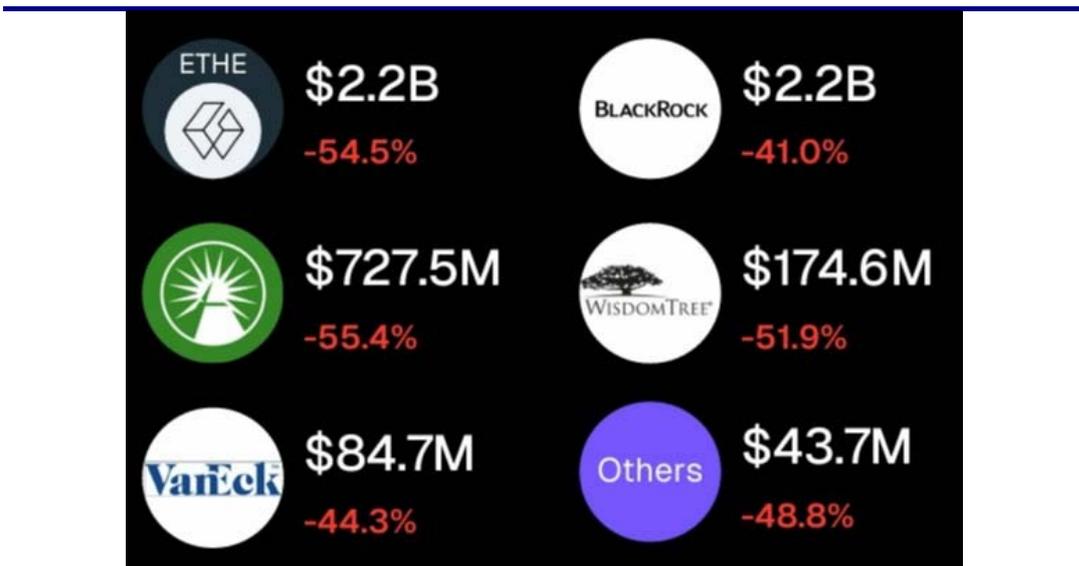
图 16: 以太坊 ETF 的每日净流入



资料来源: CoinGecko

图表 17: 以太坊 ETF 的总规模 (截至 2025 年 3 月 31 日)

2025q1, 所有以太坊 ETF 的资产管理规模均下降了 40-50%



资料来源: CoinGecko

中心化交易所 (CEX) 现货交易量环比下降 16% 至 5.4 万亿美元, 币安重夺 41% 的市场份额。

图表 18: 前 10 中心化交易所的交易量



资料来源: CoinGecko

去中心化交易所（DEX）则逆势增长，现货交易量提升 6.2% 至 7,007 亿美元，Solana 链占比达 40%（1 月峰值 52%）；永续合约 DEX 交易量创 7,990 亿美元历史新高（qoq+40%），Hyperliquid 以 69% 的份额确立领先地位，反映去中心化衍生品基础设施的成熟。

图表 19：前 10 去中心化交易所的交易量



资料来源：CoinGecko

2025q1 加密货币市场在政策不确定性与宏观压力下深度回调，但稳定币扩容、RWA 赛道进展及永续合约 DEX 的逆势增长，表明加密生态的结构性进化仍在延续比特币的避险属性强化与机构参与深化（ETF/RWA）构成长期价值支撑，而以太坊生态需依赖 Layer 2 应用突破与监管明朗化实现破局。

## 财务分析

### 收入结构：双轮驱动但隐忧显现

加密货币与期权主导增长

#### 交易收入

**加密货币业务：**2024q4 因比特币突破 10 万美元及特朗普政策利好，加密收入同比激增 733%至 3.58 亿美元，占营收的 35%以及占交易收入的 53%。但 2025q1 随市场回调，加密交易额同比增速放缓至 28%，收入环比下滑至 2.52 亿美元（仍占交易收入的 43%），呈现高波动性。

**期权业务：**最稳定支柱，2025q1 收入环比增加 8%至 2.40 亿美元，受益于市场波动及用户杠杆偏好。

**股票交易：**变现率持续走低，2025q1 收入仅 5,600 万美元（qoq-8%），反映 PFOF 模式在低波动市场中盈利受限。

杠杆需求驱动增长，利率环境压制收益

#### 利息收入

**总利息收入：**2025q1 的总利息收入为 2.90 亿美元（yoy+14%），增长主要得益于生息资产的增长和证券借贷活动的增加，但部分增长被短期利率的下降所抵消。

**融资利息收入：**2025q1 收入达 1.10 亿美元（yoy+53%），增长主因市场波动推高用户杠杆需求，期权与加密交易活跃带动融资余额扩张，部分对冲了利率下行压力，反映该业务与市场活跃度的强关联性。

**自有资金利息收入：**2025q1 收入达 0.49 亿美元（yoy-30%），主因美联储降息导致货币市场利率传导至国债收益率普降 25bp，压低短期固收资产回报；该业务与政策利率高度绑定，在降息周期中持续承压，需依赖规模扩张抵消收益下滑。

**客户闲置资金利息：**2025q1 收入达 0.56 亿美元，基准利率下调持续拖累现金收益，但 Gold 会员 5%的高息政策推动订阅转化，2025q1 会员数达 320 万（yoy+88%）形成关键缓冲。

**Cash Sweep 利差收入：**2025q1 贡献 0.48 亿美元，其模式依赖银行合作利差（如付息 3% vs 用户获息 5%），利率下行周期中银行付息率降低导致利差收窄。

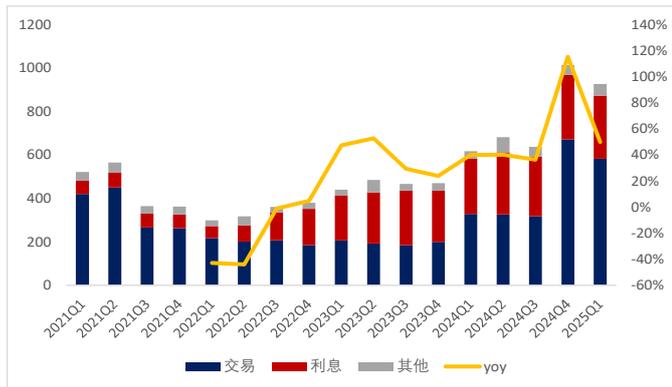
**其他利息收入（信用卡等）：**2025q1 为 0.27 亿美元，源于信用卡贷款净利息与融券业务，规模有限但增长稳健。

#### 其他收入

**Gold会员订阅收入：**2025q1 贡献约 3,800 万美元（yoy+65%），占其他收入的 70%。核心驱动力为 Gold 会员数激增至 319 万（yoy+90%），会员权益升级（如百万美元级资产免管理费、5%的高息储蓄）推动转化率提升。

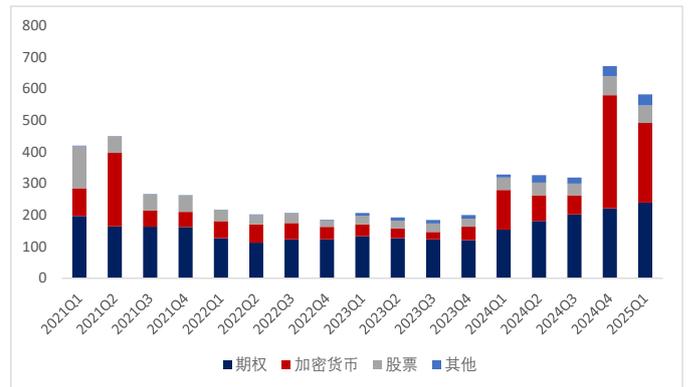
**代理收入：**2025q1 收入约 900 万美元（yoy+29%），占其他收入的 17%。

图表 20: 总收入 (\$M) 及增速 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 21: 交易收入 (\$M)



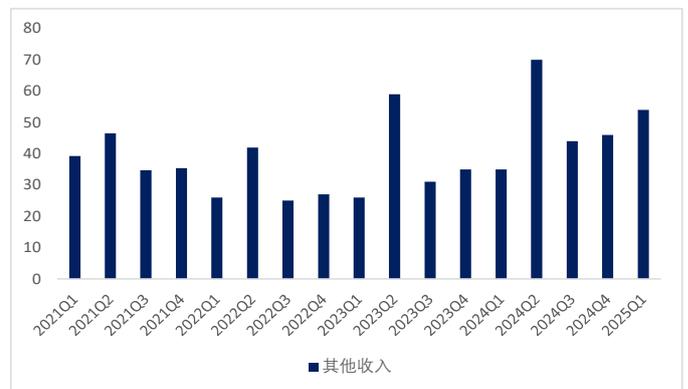
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 22: 利息收入 (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 23: 其他收入 (\$M)

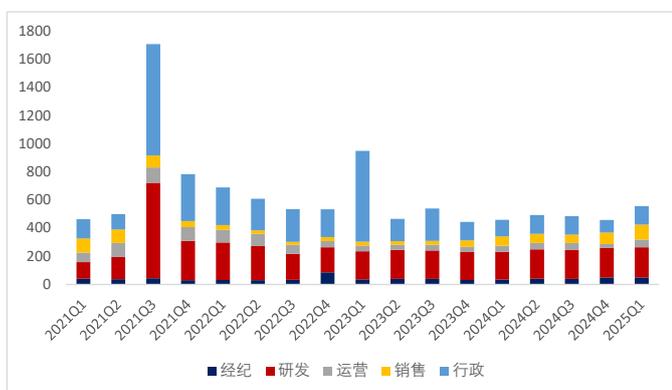


资料来源: 公司资料, 第一上海

**总营运费用:** 2025 年 Q1 总营运费用为 5.57 亿美元 (yoy+21%), 主要受产品开发和国际扩张投入驱动, 但环比控制得当。

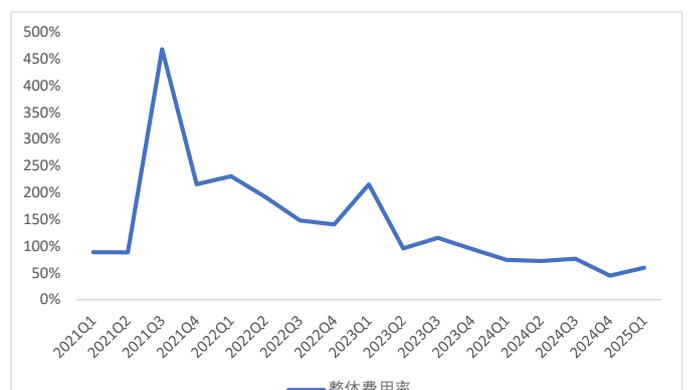
**整体费用率:** 费用率约为 60%, 同比优化显著 (2024q1 约 74%), 反映规模效应提升。

图表 24: 总营运费用 (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 25: 整体费用率 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

**净利润与净利率：**净利润达 3.36 亿美元 (yoy+114%)；净利率为 36%，创历史新高，远超市场预期。

**调整后 EBITDA：**调整后 EBITDA 为 4.70 亿美元 (yoy+90%)，但略低于预期的 5.02 亿美元，主因运营成本增加及 TradePMR 整合支出。

图表 26：净利润 (\$M) 及净利率 (%)



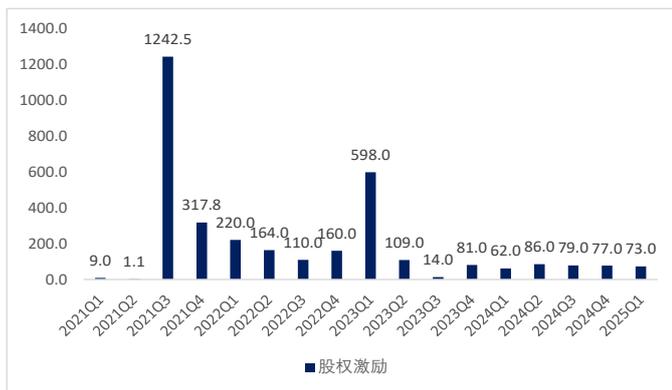
资料来源：公司资料，第一上海

图表 27：调整后 EBITDA (\$M)



资料来源：公司资料，第一上海

图表 28：股权激励 (\$M)



资料来源：公司资料，第一上海

图表 29：现金及现金等价物 (\$B)



资料来源：公司资料，第一上海

**入金用户：**2025q1 达 2,580 万, yoy+8% (较 2024q1 增加 190 万), qoq+2% (较 2024q4 增加 60 万)。

**平台总资产及客均资产：**2025q1 平台总资产 2,206 亿美元, 对应 2,580 万用户, 客均资产约 8,550 美元 (yoy+58%)。

**MAU：**2025q1 的 MAU 为 1,440 万 (yoy+5%, qoq-3%)。

**AUC 净存款：**2025q1 达 18.0 亿美元, 创单季度历史新高, yoy+61% (2024q1 为 11.2 亿美元)。

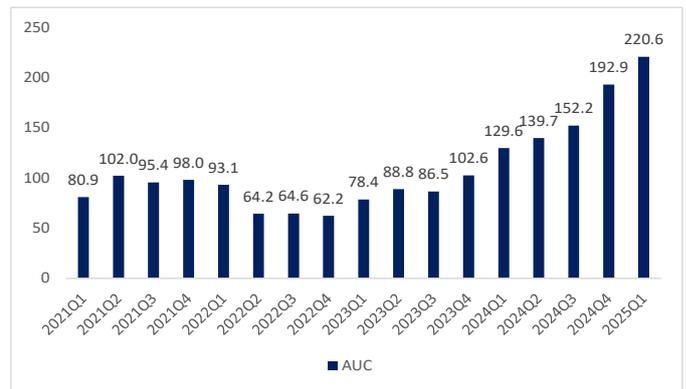
**用户年龄层：**以 18-40 岁的年轻投资者为核心群体, 平台简洁的操作界面、零佣金策略及加密货币交易功能显著吸引了千禧一代和 Z 世代。尽管未公开具体年龄占比, 第三方报告指出其 35 岁以下用户占比超 60%。

图表 30: 入金用户数 (M)



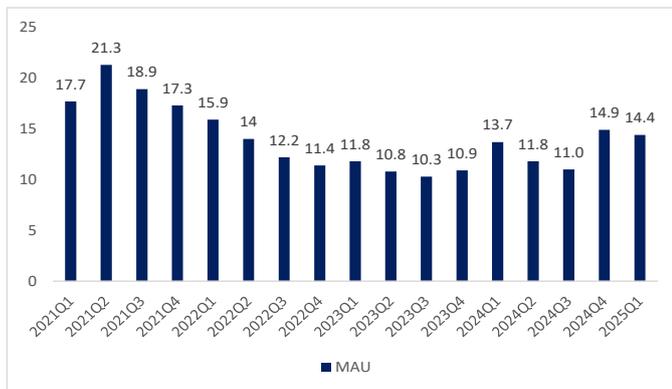
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 31: 平台总资产 (\$B)



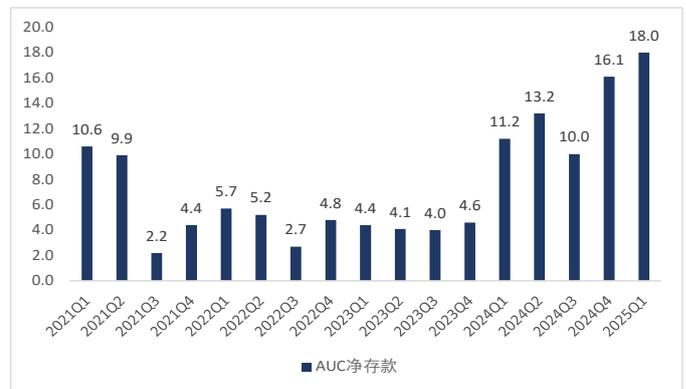
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 32: MAU (M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 33: AUC 净存款 (\$B)



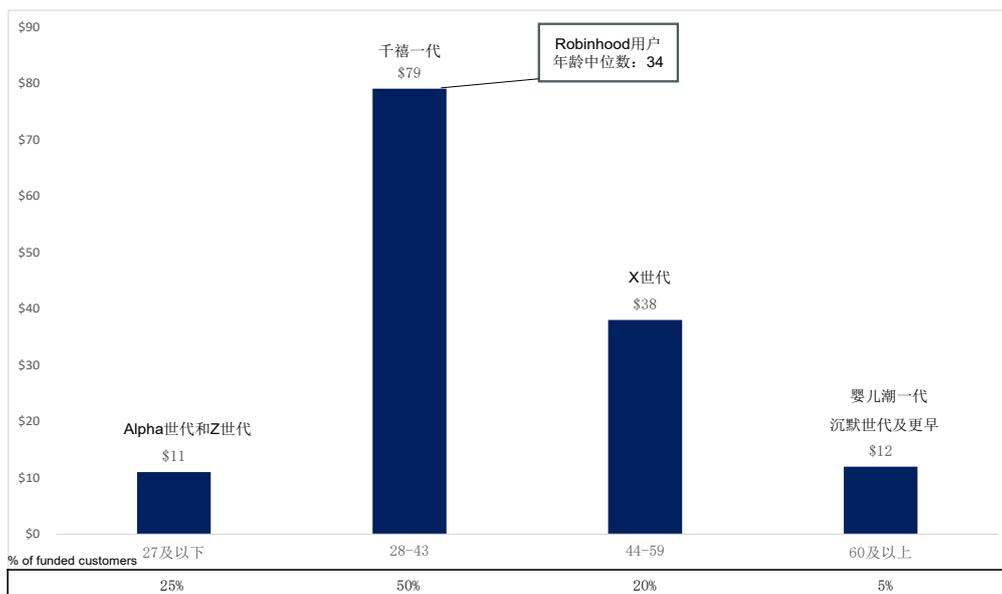
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 34: 客均资产 (\$)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 35: AUC (\$B) 分布 (按年龄, 截至 24q2)



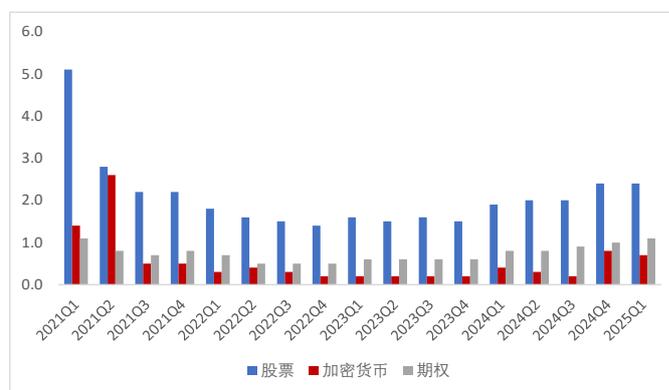
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 36: 股票 (\$B)、期权合约 (M) 和加密货币 (\$B) 的交易量



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 37: 股票、期权和加密货币 DARTs (M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

## 盈利预测与估值

### 交易收入扩张驱动盈利拐点

加密货币业务：2025q1 加密收入达 2.52 亿美元（yoy+100%），占交易收入 43%。尽管环比 2024 年 Q4 的 3.58 亿美元下降，但结构性增长明确。

增量动力：Bitstamp 收购（2025 年中完成）将打通欧洲 50 国合规市场，新增机构客户与质押收入。

代币扩张：新增 SOL、ADA 等代币交易，填补监管松绑后的需求缺口。

股票与衍生品：2025q1 股票交易量达 4,132 亿美元（yoy+84%），期权及预测市场合约交易量超 10 亿份，创新产品贡献收入弹性。

盈利预测：2025 年总收入达 36.8 亿美元（yoy+25%），其中加密收入占比升至 26%，交易收入占比升至 44%。

图表 38：盈利预测

Robinhood Markets, Inc. (In \$millions)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>Income Statement</b>							
<b>Revenues:</b>							
Options	688.90	488.00	505.00	760.00	884.31	886.27	1,082.18
Cryptocurrencies	419.38	202.00	135.00	626.00	971.47	1,042.40	1,272.83
% of Transaction-based revenues	30%	25%	17%	38%	44%	46%	46%
% of Total net revenues	23%	15%	7%	21%	26%	27%	28%
Equities	287.73	117.00	104.00	177.00	195.61	185.25	217.37
Other	6.34	7.00	41.00	84.00	144.26	156.15	169.02
<b>Transaction-based revenues</b>	<b>1,402.35</b>	<b>814.00</b>	<b>785.00</b>	<b>1,647.00</b>	<b>2,195.65</b>	<b>2,270.07</b>	<b>2,741.41</b>
Securities lending	137.15	89.00	79.00	94.00	136.96	188.47	239.72
Margin interest	131.82	177.00	243.00	319.00	491.51	522.43	614.32
Interest on segregated cash and securities	4.02	57.00	210.00	261.00	240.70	329.47	373.57
Other interest revenue	4.18	125.00	420.00	459.00	428.00	428.00	428.00
Interest expenses related to credit facilities	(20.22)	(24.00)	(23.00)	(24.00)	(24.00)	(24.00)	(24.00)
<b>Total net interest revenues</b>	<b>256.96</b>	<b>424.00</b>	<b>929.00</b>	<b>1,109.00</b>	<b>1,273.17</b>	<b>1,444.37</b>	<b>1,631.60</b>
Other revenues	155.83	120.00	151.00	195.00	216.00	216.00	216.00
<b>Total net revenues</b>	<b>1,815.14</b>	<b>1,358.00</b>	<b>1,865.00</b>	<b>2,951.00</b>	<b>3,684.82</b>	<b>3,930.44</b>	<b>4,589.01</b>
<b>Operating expenses:</b>							
Brokerage and transaction	152.34	179.00	146.00	164.00	285.17	347.18	241.94
Technology and development	1,232.79	875.00	805.00	818.00	902.69	1,002.80	976.30
Operations	373.13	285.00	159.00	169.00	203.93	190.39	157.94
Marketing	327.37	106.00	122.00	272.00	299.00	235.59	238.55
General and administrative	1,370.52	924.00	1,169.00	474.00	525.48	570.40	473.20
<b>Total operating expenses</b>	<b>3,456.15</b>	<b>2,369.00</b>	<b>2,401.00</b>	<b>1,897.00</b>	<b>2,216.27</b>	<b>2,346.35</b>	<b>2,087.94</b>
<b>Operating Income</b>	<b>(1,641.01)</b>	<b>(1,011.00)</b>	<b>(536.00)</b>	<b>1,054.00</b>	<b>1,468.55</b>	<b>1,584.09</b>	<b>2,501.08</b>
Change in fair value of convertible notes and warrant liability	2,045.66	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Other expense (income), net	(2.23)	16.00	(3.00)	(10.00)	(4.00)	(4.00)	(4.00)
<b>Income before income taxes</b>	<b>(3,684.43)</b>	<b>(1,027.00)</b>	<b>(533.00)</b>	<b>1,064.00</b>	<b>1,472.55</b>	<b>1,588.09</b>	<b>2,505.08</b>
Provision for (benefit from) income taxes	2.00	1.00	8.00	(347.00)	138.92	149.82	236.33
<b>Net income</b>	<b>(3,686.43)</b>	<b>(1,028.00)</b>	<b>(541.00)</b>	<b>1,411.00</b>	<b>1,333.63</b>	<b>1,438.27</b>	<b>2,268.75</b>

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 投资建议：目标价 91.00 美元，首次覆盖给予买入评级

Robinhood 已于 2024 年实现持续盈利（此前长期亏损），且盈利增长明确，所以我们采用 PE 估值法。2024q4 公司首次实现单季收入破 10 亿美元，2025q1 收入 yoy+50% 至 9.27 亿美元，调整后 EBITDA 利润率达 51%，说明公司的盈利模式趋于成熟。

与传统券商（如嘉信理财 PE~20x）和加密交易所（如 Coinbase PE~57x）相比，Robinhood 兼具互联网平台增长属性与金融业务变现能力，因此应当给予其更高增长溢价，得出公司 2025E 的合理 PE 为 62x。

“加密复苏引擎 + 全球合规扩张 + 财富管理转型”三者构成 Robinhood 估值的跃迁。我们看好公司在加密牛市中的爆发力、特朗普账户计划落地带来的资金增量以及加密业务与年轻用户生态的垄断性绑定。因此，给予公司 62xPE，对应目标价 91.00 美元，较前一交易日收盘价格+16%，首次覆盖给予买入评级。

图表 39: 同类公司估值情况（截至 2025 年 6 月 20 日）

	Price	Market Cap (\$B)	Price / Earnings		
			2025E	2026E	2027E
<b>Online Brokers</b>					
Coinbase	262	67	57	41	34
Charles Schwab	89	162	21	18	15
Interactive Brokers	210	23	28	27	23
<b>Fintech</b>					
Block	65	40	35	22	17
Paypal	72	70	14	13	11
<i>Average</i>			31	24	20
<b>Robinhood</b>					
Current	78				
Target	91				
Upside	16%				

资料来源：Visible Alpha，第一上海预测

## 风险因素

### 监管与合规风险

尽管特朗普政府暂缓加密严监管且 SEC 结束对 Robinhood Crypto 的调查，但政权更迭风险仍存。

### 业务模式脆弱性

收入高度捆绑市场波动，2025q1 加密收入因比特币回调环比下滑 30%至 2.5 亿美元；利息收入中 62%的现金类业务（如客户闲置资金）受美联储降息拖累。

### 用户与竞争风险

2025q1 AUM 环比降 7%至 1,800 亿美元，高净值客户流失与财富管理转型滞后。

### 运营与财务风险

高峰交易期（如政策发布）服务中断隐患未除；营销效率恶化，2025q1 数字广告支出+60%但收入 qoq-9%。

# 主要财务报表

财务报表摘要					
<b>损益表</b>					
美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	1,865	2,951	3,685	3,930	4,589
交易开支	146	164	285	347	242
研发开支	805	818	903	1,003	976
运营开支	159	169	204	190	158
销售开支	122	272	299	236	239
行政与其他开支	1,169	474	525	570	473
<b>营运收入</b>	<b>-536</b>	<b>1,054</b>	<b>1,469</b>	<b>1,584</b>	<b>2,501</b>
<b>税前盈利</b>	<b>-533</b>	<b>1,064</b>	<b>1,473</b>	<b>1,588</b>	<b>2,505</b>
所得税	8	-347	139	150	236
<b>净利润</b>	<b>-541</b>	<b>1,411</b>	<b>1,334</b>	<b>1,438</b>	<b>2,269</b>
<b>增长</b>					
入 (%)	37%	58%	25%	7%	17%
收入 (%)	47%	297%	39%	8%	58%
润 (%)	47%	361%	-5%	8%	58%
<b>资产负债表</b>					
美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	4,835	4,332	5,236	7,392	7,806
应收经纪人、交易商和清算机构款项	89	471	471	471	471
应收用户款项	3,495	8,239	11,322	13,372	17,299
清算机构存款	338	489	489	489	489
限定用途现金	0	0	0	0	0
<b>总流动资产</b>	<b>31,790</b>	<b>25,103</b>	<b>34,269</b>	<b>45,469</b>	<b>56,070</b>
PP&E	120	139	101	78	67
商誉	175	179	179	179	179
无形资产	48	38	38	38	38
其他非流动资产	199	728	496	461	455
<b>总资产</b>	<b>32,332</b>	<b>26,187</b>	<b>35,083</b>	<b>46,226</b>	<b>56,809</b>
应付账款和应计费用	384	397	486	499	218
应付用户款项	5,097	7,448	6,703	10,236	12,051
借出证券	3,547	7,463	12,822	15,971	20,850
其他短期负债	16,517	2,796	4,673	5,785	7,407
<b>总短期负债</b>	<b>25,545</b>	<b>18,104</b>	<b>24,683</b>	<b>32,492</b>	<b>40,526</b>
长期债务	91	111	111	111	111
<b>总负债</b>	<b>25,636</b>	<b>18,215</b>	<b>24,794</b>	<b>32,603</b>	<b>40,637</b>
<b>股东权益</b>	<b>6,696</b>	<b>7,972</b>	<b>10,289</b>	<b>13,623</b>	<b>16,172</b>
<b>总负债和总股东权益</b>	<b>32,332</b>	<b>26,187</b>	<b>35,083</b>	<b>46,226</b>	<b>56,809</b>
<b>财务分析</b>					
美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	-29%	36%	40%	40%	55%
所得税率 (%)	-2%	-33%	9%	9%	9%
净利率 (%)	-29%	48%	36%	37%	49%
<b>营运表现</b>					
交易/收入 (%)	-8%	-6%	-8%	-9%	-5%
研发/收入 (%)	-43%	-28%	-24%	-26%	-21%
运营/收入 (%)	-9%	-6%	-6%	-5%	-3%
销售/收入 (%)	-7%	-9%	-8%	-6%	-5%
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	0.79	0.70	0.71	0.71	2.92
收入/净资产	0.28	0.37	0.36	0.29	0.28
经营性现金流/收入	0.75	-0.04	0.77	1.74	0.70
<b>现金流量表</b>					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
<b>净利润</b>	<b>-541</b>	<b>1,411</b>	<b>1,334</b>	<b>1,438</b>	<b>2,269</b>
折旧和摊销	71	77	77	56	45
信贷损失准备金	41	76	0	0	0
SBC	802	304	416	531	426
递延所得税	83	-369	0	0	0
其他经营活动	-34	0	0	0	0
公允价值变动	-40	0	0	0	0
<b>营运现金流</b>	<b>1,406</b>	<b>-112</b>	<b>2,842</b>	<b>6,830</b>	<b>3,219</b>
购买PP&E	-2	-13	-8	-7	-7
开发软件的资本化	-19	-37	-31	-26	-27
M&A	-93	123	0	0	0
其他投资活动	-475	-191	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-582</b>	<b>-148</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-34</b>
普通股收益	-1	0	0	0	0
普通股回购	-601	-223	0	0	0
信贷还款	-20	-12	0	0	0
其他融资活动	12	-110	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-610</b>	<b>-345</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。