

ROBINHOOD MARKETS (HOOD.O)

优于大市

引领全球金融体系变革，布局 AI 打开成长空间

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 计算机 · 软件开发

◆ 投资评级：优于大市(首次)

证券分析师：熊莉
联系人：侯睿

021-61761067

xiONGLI1@guosen.com.cn
hourui3@guosen.com.cn

执证编码：S0980519030002

事项：

事件：当地时间6月30日，Robinhood更新自身产品，在欧盟推出美国股票和ETF代币，让符合条件的客户能够通过Robinhood股票代币投资美国股市，此类交易不收取佣金，并支持分红发放与24×5交易。欧洲用户将可交易200多只美国股票和ETF代币，且持有者会直接在App内收到分红。未来，Robinhood计划通过自研的基于Arbitrum的Robinhood Layer 2区块链来支持代币化股票的发行与交易，该区块链目前正在开发中，专为代币化现实资产（RWA）优化，将支持24/7交易、无缝跨链桥接以及用户自托管等功能。此举加速了RWA代币化进程，公司借此成为推动传统金融与区块链技术融合的先行者。

国信计算机观点：1) **交易业务：**随着PFOF等模式流行，当前美国交易活动场外成交的占比正在逐步提升。做市商为美国股票和期权订单流支付金额快速提升，公司在PFOF市场中的占比亦不断提升。加密货币法规加速推进，相关市场快速增长。公司为用户提供多种金融资产交易服务，市场扩张有望推动主业收入持续增长。2) **Robinhood Cortex：**公司发布AI投资助手Robinhood Cortex，能够帮助用户更好地识别投资机会，更丰富的订阅服务有望推动平台会员用户数量快速增长，同时刺激会员用户交易量的提升。3) **股票代币：**公司在欧盟推出超200种美国股票和ETF代币，未来将迁移至公司正在开发的Layer2区块链中。此举将改变传统金融交易模式。考虑到公司为RWA、金融AI领域先行者，有望占据市场先发优势，预计2025/2026/2027年公司实现营业收入分别为41.4/55.3/73.7亿美元，实现归母净利润分别为19.1/27.9/39.7亿美元，对应当前PE为46/31.4/22.1倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。4) **风险提示：**估值的风险、AI落地不及预期的风险、宏观经济及行业波动风险等。

评论：

◆ 零佣金模式开创者，致力于金融民主化

Robinhood成立于2013年，由两位斯坦福大学毕业生Tenev和Bhatt创立。公司凭借简洁的移动端与网页端平台界面以及零佣金交易与碎股交易等创新服务，快速在年轻投资者中建立起庞大客户群体。自成立以来，公司发展大致经历了以下阶段：

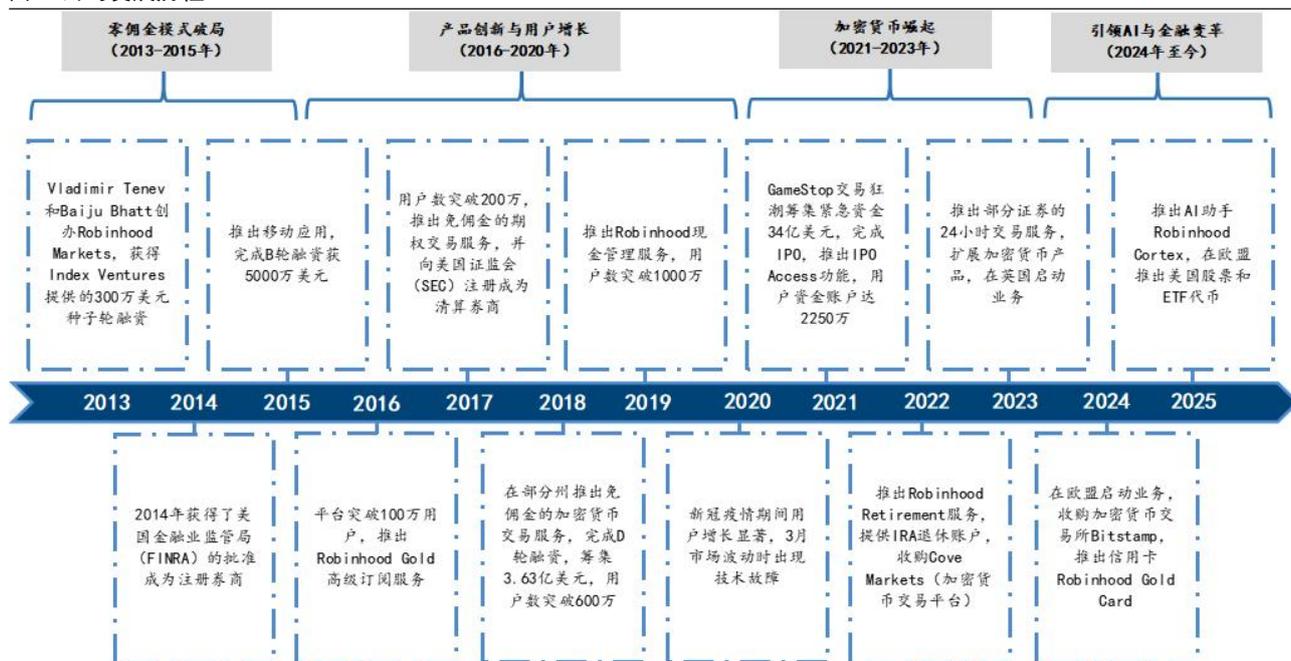
1) **零佣金模式破局（2013-2015年）：**两位创始人此前曾为金融机构构建高频交易平台，在华尔街工作期间经历了2011年占领华尔街行动，发现普通用户和华尔街金融公司的股票交易成本存在明显差距，受此启发开始打造移动端优先、免佣金的交易平台，以实现金融民主化。2014年，公司获得了美国金融业监管局（FINRA）的批准成为注册券商，2015年推出移动应用，凭借免佣金交易模式和友好的用户界面，迅速受到投资者的欢迎；

2) **产品创新与用户增长（2016-2020年）：**得益于移动端优先的产品定位、零股交易等功能降低了高价股的门槛、好友推荐送免费股票的裂变式营销与社交媒体自发传播等因素，公司用户群体迅速扩大，平台在2016年突破100万用户，并推出Robinhood Gold高级订阅服务。2017年公司推出免佣金的期权交易服务，并向美国证监会（SEC）注册成为清算券商，2018年在部分州推出免佣金的加密货币交易服务，2019年推出Robinhood现金管理服务，自身产品快速扩展。2020年，新冠疫情推动用户持续增长，公司系统在3月因交易流量激增而崩溃，后续向受影响账户发放补偿；

3) **加密货币崛起 (2021-2023 年)**：2021 年，在 Reddit “WallStreetBets” 等社区号召下，大量散户集中买入 GameStop、AMC 等被对冲基金重度做空的股票，引发空头挤压。清算机构 DTCC 临时把 Robinhood 的保证金需求提高约十倍；为满足流动性与合规要求，Robinhood 开始禁止用户新买入这些高波动股票，仅允许平仓卖出。此举引发集体诉讼、国会听证和监管调查，迫使公司紧急融资逾 34 亿美元以补足保证金。同年，公司提交 IPO 招股书，推出 IPO Access 功能，允许普通用户参与首次公开募股，平台用户资金账户超 2250 万。2022 年，公司推出 Robinhood Retirement 服务，提供 IRA 退休账户，并收购加密货币交易平台 Cove Markets。2023 年，公司扩展加密货币产品，推出 Robinhood Connect，允许用户在去中心化应用 (dApp) 里直接调用 Robinhood 账户购买或补充加密货币，Robinhood Wallet 新增比特币、狗狗币等虚拟货币的托管与转账，在欧洲启动相关业务；

4) **引领 AI 与金融变革 (2024 年至今)**：推出信用卡 Robinhood Gold Card，收购加密货币交易所 Bitstamp，持续扩张加密货币交易业务。2025 年，公司推出 AI 助手 Robinhood Cortex，在欧盟推出美国股票和 ETF 代币，计划通过自研的基于 Arbitrum 的 Robinhood Layer 2 区块链来支持代币化 RWA 的发行与交易，引领全球金融模式变革。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

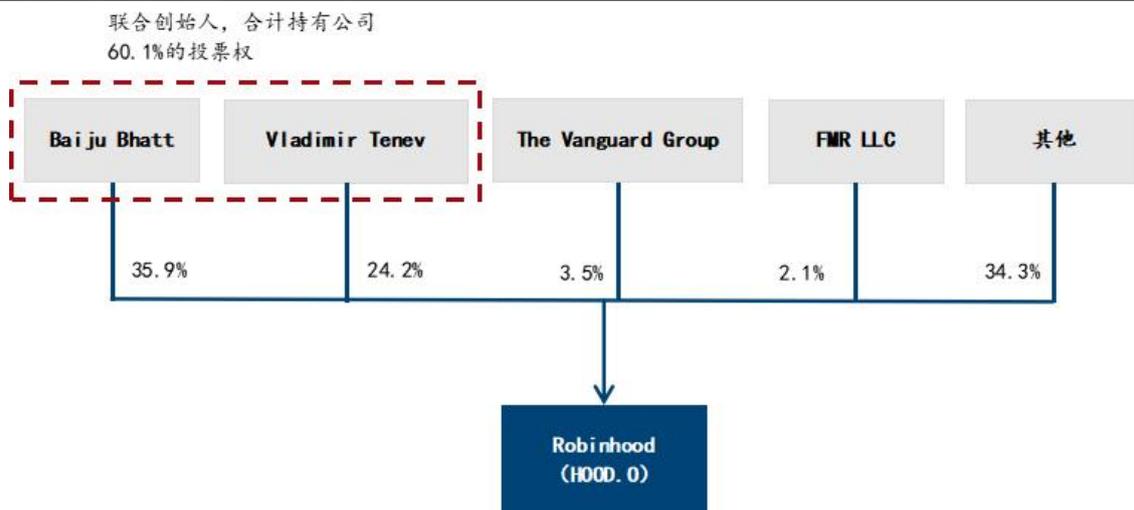
公司持续丰富产品矩阵，已形成以交易业务为核心、订阅与财富管理为延展、AI 赋能的多元化布局。公司主要包括以下产品：1) **经纪业务**：包括投资、期权交易、零股交易、定期投资、融资融券等功能，投资范围涵盖股票、ETF、衍生品等多种资产。公司首家提供全天候、24 小时交易的美国券商，也支持 ETF 全天交易。除美国外，公司也在英国提供经纪服务，包括免佣金交易美股等功能；2) **加密货币业务**：已实现美国所有州及主要海外属地的全覆盖，客户进行交易时可以选择将订单发送给做市商以获得零佣金服务，或将订单发送至交易所并支付手续费，公司在美国不作为用户买卖交易的对手方。公司在欧盟提供加密货币交易服务，并提供质押服务，通过质押用户可获取奖励收益；3) **托管服务**：代表客户以托管方式持有所有已结算的加密货币，以汇总钱包的形式为客户托管加密资产，客户从流动性提供商购买的加密货币会转入汇总钱包；4) **Robinhood Gold (订阅服务)**：高级订阅服务，用户支付费用以获得更高的现金利息、更大金额的即时入金、专业研究报告、AI 等功能；5) **Robinhood Gold Card (信用卡)**：无年费、无外币交易手续费，仅限符合资格的 Gold 订阅用户申请，每笔符合条件的消费均可获得积分奖励，可用于兑换礼品卡、网购等，或直接转入经纪账户进行投资、赚取利息或提现。

表1: 公司平台产品介绍

业务类别	地区	功能模块	详细信息
经纪业务	美国	投资功能	允许客户免佣金投资于美国上市的股票和交易型开放式指数基金（ETF），以及相关的期权和美国存托凭证（ADR）
		期权交易	客户可使用基本（Level 2）策略（如买入看涨/看跌期权等）或高级（Level 3）策略（如信贷价差等）进行期权交易，公司会定期复审客户的期权交易资格
		零股交易	允许客户购买股票的部分，而非整股，使客户即使资金有限也能建立多样化的投资组合
		定期投资	支持客户按设定周期自动购买股票和特定 ETF，使其能够逐步建仓
		融资融券	用户可向平台借入资金作为额外的投资资本，经客户同意，Robinhood 可将其股票借出，并分享利息收入
		现金清算利息（Cash Sweep）	将未投资的经纪账户资金自动转入合作银行，与银行分成利息
		即时取现	合资格客户可通过即时取现功能将账户资金立即转至银行账户或借记卡，需支付手续费
		Robinhood 退休账户	为客户提供传统 IRA 和 Roth IRA 账户，帮助其开始退休储蓄
		联合投资账户	联合账户允许客户与其配偶或合作伙伴共同管理投资，实现资产合并与协同增值
		事件合约	允许交易者基于事件判断对特定事件结果进行押注，公司通过受美国商品期货交易委员会（CFTC）监管的期货经纪商（FCM）牌照提供此服务
加密货币业务	英国	期货交易	可交易股指、能源、外汇、金属及加密资产等，支持极速下单、税收优惠及低佣金费率
	美国	免佣金交易美股和 ADR、期权交易、零股交易、定投、保证金投资、证券出借、现金清算计划以及 24 小时交易市场	通过 RHC 在美国提供加密货币交易服务，实现美国所有州及主要海外属地的全面覆盖，客户可以选择将订单无佣金地路由至做市商，或通过智能交易路由以支付手续费的方式将订单发送至交易所。支持交易超 22 种加密货币，提供免佣金的加密货币定投服务
托管服务	欧盟	通过 RHEU 在欧盟特定司法辖区提供加密货币交易服务，并为欧盟客户提供质押（Staking）服务	代表客户以托管方式持有所有已结算的加密货币，分为两种类型：1）热钱包通过在线方式管理；2）冷钱包需通过物理访问控制进行管理。公司以汇总钱包的形式为客户托管加密资产，代表并为客户利益而持有
Robinhood 钱包			通过开曼群岛子公司在超过 150 个国家提供自托管 Web3 钱包，允许客户自由存入和提取加密货币
Robinhood Gold（订阅服务）			用户需支付 5 美元/月，享受以下功能：更高的现金利息、更高的退休账户匹配额度、更大金额的即时入金、借入的前 1000 美元保证金上免收利息、更低的合约费和佣金、专业研究报告、纳斯达克 Level II 数据等
Robinhood Gold Card（信用卡）			无年费、无外币交易手续费，仅限符合资格的 Gold 订阅用户申请。每笔符合条件的消费均可获得积分奖励，这些奖励可用于兑换旅行、礼品卡、网购消费，或直接转入持卡人的经纪账户进行投资、赚取利息或提现，接近 10 万用户已开通使用

资料来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司创始人拥有控制权，管理团队从业经验丰富。截至 2025 年 4 月，公司创始人 Baiju Bhatt 以及 Vladimir Tenev 通过持有 60.2%、40.3% 的 B 类普通股分别持有公司 35.9%、24.2% 的投票权，合计掌握 60.1% 的投票权，拥有公司控制权，第三大股东领航集团通过持有公司 8.9% 的 A 股股权掌握 3.5% 的投票权。公司创始人 Vladimir Tenev 担任当前公司董事会主席兼首席执行官，Baiju Bhatt 已离开管理层，仍担任董事职务。公司管理团队均曾在相关领域知名公司担任高管职务，具有丰富管理经验，其中核心技术人员层在知名人工智能公司任职，有助于公司后续 AI 领域的拓展。

图2: 公司所有权情况（截至 2025 年 4 月）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 公司高级管理人员

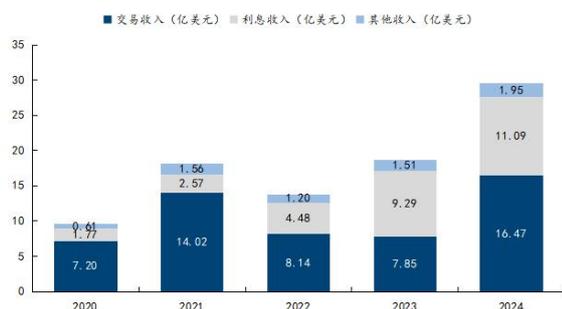
姓名	职务	性别	年龄	履历
Vladimir Tenev	首席执行官兼董事会主席	男	38	公司联合创始人, 斯坦福大学数学学士、加利福尼亚大学洛杉矶分校 (UCLA) 数学硕士; 2013 年, 与 Bhatt 共同创立 Robinhood, 2013 年至 2020 年间与 Bhatt 担任联合首席执行官和共同总裁; 自 2020 年起, 担任公司首席执行官、总裁兼董事会主席。
Jason Warnick	首席财务官	男	53	西华盛顿大学会计学学士; 曾在亚马逊公司担任多个财务、战略和合规方面的领导职务, 2011-2018 年期间担任财务副总裁; 2018 年加入公司, 担任首席财务官。
Jeffrey Pinner	首席技术官	男	40	普林斯顿大学机械与航空航天工程学士、斯坦福大学航空与航天硕士; 曾任 Cruise 的人工智能与机器人部门工程师、Lyft 的首席技术官; 2024 年加入公司, 担任首席技术官。
Daniel Gallagher	首席法务官	男	53	乔治城大学的文学学士、天主教大学哥伦布法学院的法学博士; 2017-2019 年曾任 Mylan N.V. 的首席法务官、2019-2020 年在 Wilmer Cutler Pickering Hale and Dorr LLP 律所担任合伙人及证券部副主席; 2020 年加入公司, 担任首席法务官。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 加密货币推动收入增长, 盈利能力快速提升

交易为公司最大收入来源, 加密货币推动占比提升。公司当前收入主要由三部分构成: 1) 交易收入: 包括股票、衍生品、加密货币等资产交易, 主要依靠收取支付式流量费 (PFOF) 创收, 同时包含部分合同费、佣金收入; 2) 利息收入: 主要来自两融业务、现金清算利息 (Cash Sweep) 以及信用卡消费收取的利息费用; 3) 其他收入: 包括 Robinhood Gold 的月/年订阅费、用户启用即时取现时按笔收取的手续费等。分年度看, 2024 年公司交易收入达 16.47 亿美元, 占公司总收入比重达 55.81%, 为公司最大收入来源, 其中期权交易贡献 7.6 亿收入, 加密货币贡献 6.26 亿收入, 股权交易贡献 1.77 亿收入, 其余交易贡献 8.4 亿收入。公司利息收入达 11.09 亿元, 占总收入比重达 37.58%, 其他收入 1.95 亿元, 占总收入比重 6.61%。分季度看, 2025Q1 公司实现交易收入 5.83 亿美元, 同比增长 77.2%, 占比达到 62.89%, 其中加密货币交易实现收入 2.52 亿美元, 超期权交易的 2.4 亿美元。公司实现利息收入 2.9 亿美元, 同比增长 14.17%, 占总收入比重达 31.28%, 其他收入 0.35 亿美元, 同比增长 250%, 占总收入比重达 3.78%。

图3: 公司分年度各业务收入



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司分年度各业务收入占比



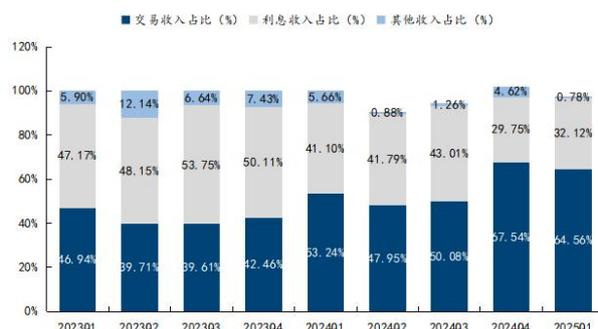
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分季度各业务收入



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

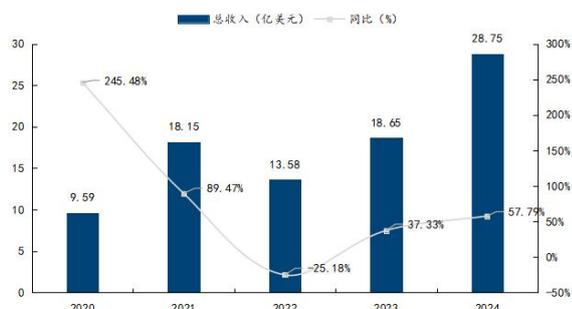
图6: 公司分季度各业务收入占比



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

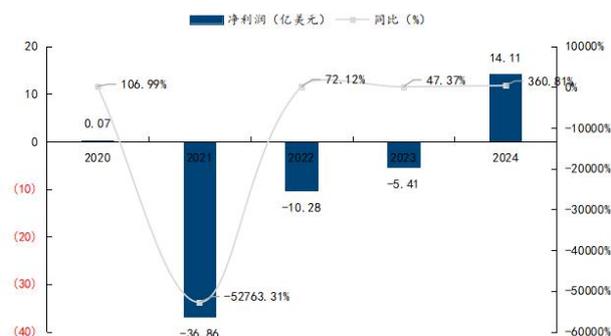
收入保持高增速, 净利润回暖。分年度看, 2024 年公司实现收入 28.75 亿美元, 同比增长 57.79%, 主要受交易收入快速增长推动, 2024 年平台加密货币每位交易者的平均交易量增长了 77%, 进行加密货币交易的 用户数量增长了 72%, 加密货币业务收入同比增长 363.7%, 进行期权交易的用户数量增长了 29%, 以及 期权合约交易数量增长了 43%, 期权收入同比增长 50.49%。受收入快速增长推动, 公司实现净利润 14.11 亿元, 同比增长 360.81%, 公司前期亏损主要受美股加密货币进入熊市, 导致加密货币与期权交易佣金返 佣减少影响, 随着加密货币市场活跃度恢复, 公司利润有望持续增长。受交易收入持续增长推动, 2025Q1 公司实现总收入 9.03 亿美元, 同比增长 50%, 实现净利润 3.36 亿美元, 同比增长 114.01%。

图7: 公司分年度收入



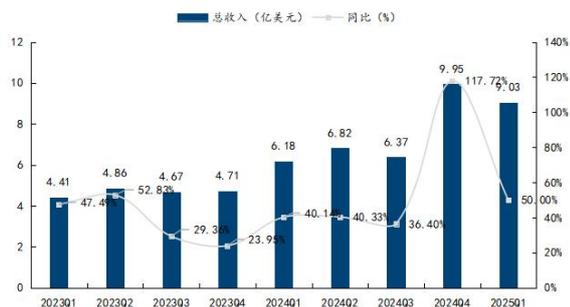
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分年度净利润



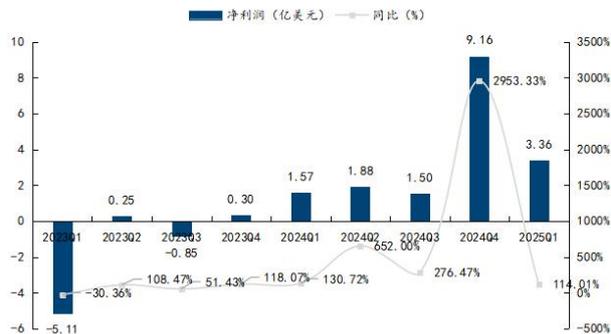
资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度收入



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

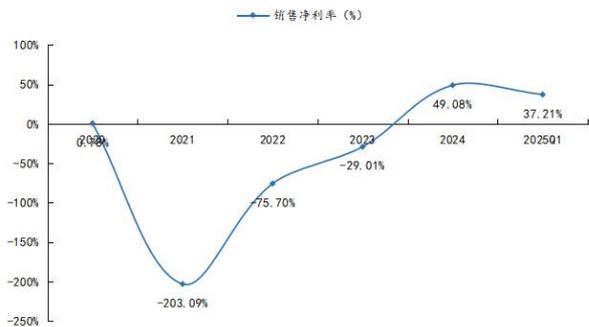
图10：公司分季度净利润



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

盈利能力稳步提升，期间费率持续下降。公司收入主要来自于向做市商收取的返佣、证券出借返息等业务，因此公司不存在传统意义上的直接销售成本，公司亦未在报表披露自身毛利情况。2024年，公司实现销售净利率49.08%，主要受收入提升、计提的和解金及罚款支出减少1.55亿美元以及创始人奖励取消导致的相关费用减少4.85亿美元影响。2025Q1，公司实现销售净利率37.21%，同比增长11.81个pct。随着公司业务模式逐渐成熟，公司期间费用率逐步下降。2024年，公司实现销售、研发、管理费用率分别为9.46%、28.45%、15.83%，分别同比+2.92、-14.71、-46.85个pct。2025Q1，公司实现销售、研发、管理费用率分别为11.63%、23.7%、14.73%，分别同比+0.79、-8.02、-4.37个pct。

图11：公司销售净利率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图12：公司期间费用率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

◆ 订单流收入（PFOF）为用户提供无佣金服务，公司市占率逐步提升

美国股市高度分散，场外做市商可提供必要流动性。根据《全美市场系统规章》第612条，证券报价≥1.00美元时，任何交易所的报价不得使用小于0.01美元的价格增量，此法律为美国场外做市业务创造了大量市场。美国的做市商可通过价格改善吸引大量投资者的交易请求，并通过内部撮合、库存对冲等方式获得收益，例如苹果在公开市场的最佳买/卖价是175.00/175.10美元，用户下了100股市价买单，此时若订单发送给交易所，将无法成交。做市商接受订单后，以175.08美元将股票卖给用户，为用户创造0.02美元的价格改善。同时，做市商若收到其他用户的卖单，直接在系统里以175.02买进100股，或直接以自身库存股补回，即可赚取差价。美国场外做市商需取得SEC注册的交易商，并取得FINRA会员，在净资本、风控系统等方面受到两者的监管。同时《全美市场系统规章》第611条禁止做市商以劣于NBBO（全国最优

报价)的价格执行客户单,所有场外成交须在10秒内通过FINRA Trade Reporting Facility上报,保障了成交的价格的公允性。

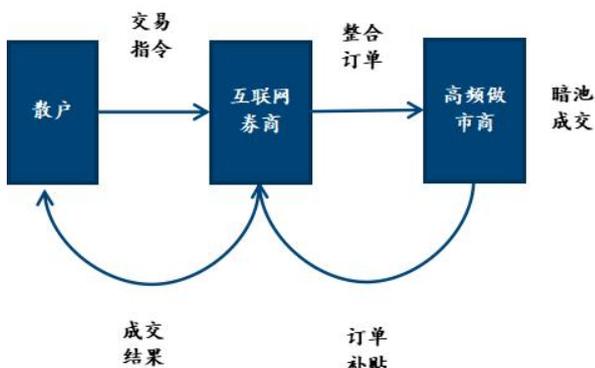
图13: 做市商为市场提供必要的流动性



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

随着 PFOF 等模式流行,当前美国交易活动场外成交的占比正在逐步提升。据彭博社消息,截至 2024 年底,美国股票交易量中有 51.8%是通过场外交易完成的,为有史以来首次超过半数的交易量在交易所之外进行。在 PFOF 模式下,公司将用户的股票、期权与加密货币订单发送给多家做市商或暗池,而不是直接进交易所撮合;做市商接到订单、成交后取公开买卖价差的固定百分比向公司返佣(常规时段为 12.35%),公司后续将订单成交结果返还给用户。

图14: PFOF 盈利模式



资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

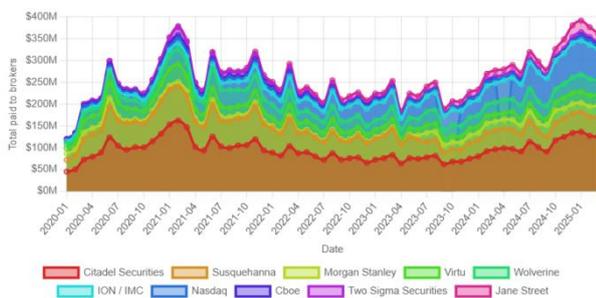
图15: 美国场外成交量占比提升



资料来源:彭博社,国信证券经济研究所整理

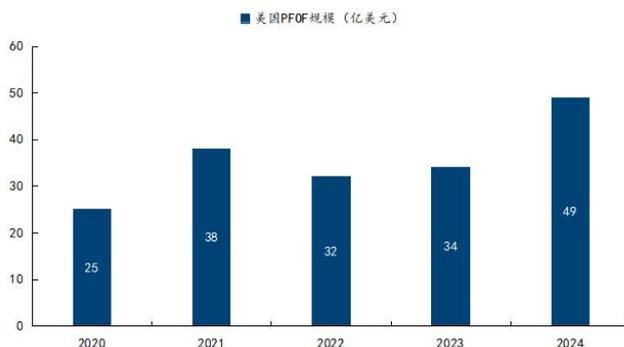
当前美国采用 PFOF 模式的经纪商快速发展,相关市场持续增长。据 S3 数据库对每家经纪商的 606 规则文件的汇总数据,做市商在 2025Q1 为散户订单流支付超 11.9 亿美元,同比增长 54%,创历史新高。其中,公司旗下两家经纪商合计收入 5.6 亿美元,同比增长 65%,嘉信理财(Ameritrade 平台)收入 3.55 亿美元,同比增长 24%,摩根士丹利旗下 E*Trade、Fidelity 和 Webull 分别获得 9300 万美元、7200 万美元和 5700 万美元。2024 年,做市商为美国股票和期权订单流支付超 49 亿美元,同比呈现上行趋势。随着当前美国场外交易市场占比持续提升,我们认为未来美国经纪商的 PFOF 模式市场规模有望持续增长。公司在 PFOF 市场中的占比亦不断提升,从 2020 年占比 27.48%提升至 2025Q1 超 40%。

图16: 美国做市商为订单流支付费用合计



资料来源: S3 数据库, 国信证券经济研究所整理

图17: 美国 PFOF 规模快速增长

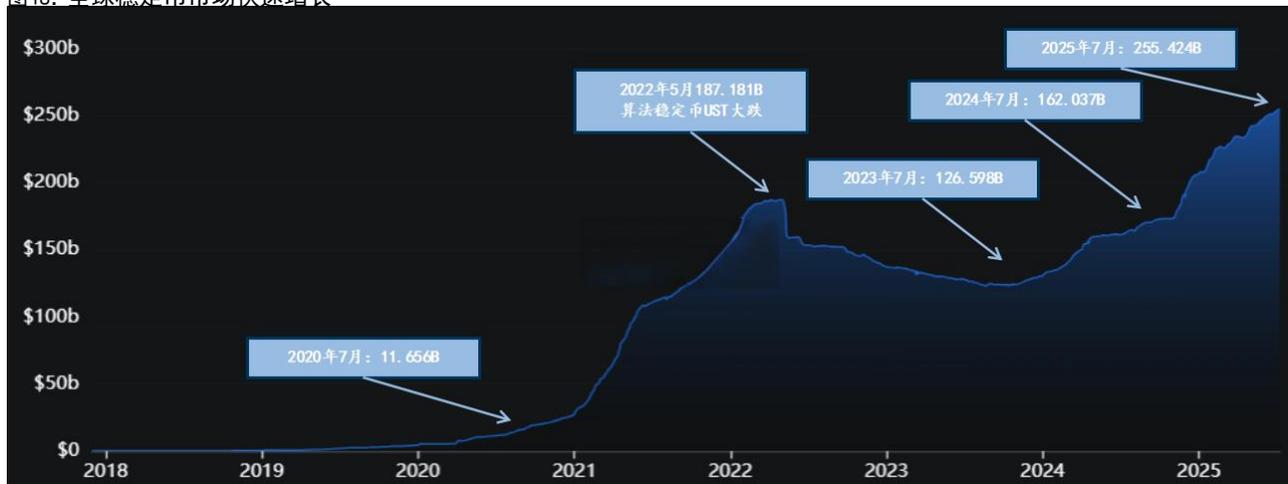


资料来源: S3 数据库, 国信证券经济研究所整理

◆ 监管框架逐渐清晰, 加密货币进入发展快车道

稳定币是传统金融与加密货币的桥梁, 市场规模快速增长。根据发行主体不同, 数字货币可分为央行数字货币和私人数字货币, 后者又可分为加密货币和稳定币。稳定币为特殊类型的加密货币, 其价值与特定资产(通常是法定货币)挂钩, 结合了加密货币的技术优势(全天候运行、无地域限制、无需机构托管等)并具有价格的稳定性。随着虚拟资产市场的发展, 近年来稳定币作为连接传统金融与加密货币的桥梁, 开始充当交易、借贷、衍生品及跨境支付的工具, 推动相关市场迅速发展。据 DefiLlama 数据, 全球稳定币总市值从 2020 年初约 50 亿美元飙升至截至 2025 年 7 月的超 2500 亿美元, 期间增长超 50 倍。

图18: 全球稳定币市场快速增长

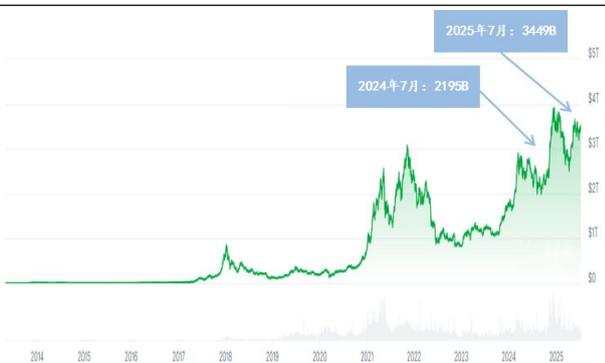


资料来源: DefiLlama, 国信证券经济研究所整理

全球加密货币市场增长, 两大稳定币龙头市场地位稳固。据 coingeck 数据, 截至 2025 年 7 月全球加密货币市场规模超 3.4 万亿美元, 同比增长 57.12%, 其中比特币 (BTC) 市值超 2.2 万亿, 占比达 64.7%, 稳定币市值占比达 7.35%。稳定币龙头 USDT 市值超 1580 亿美元, 在所有数字货币中排名第三, 24 小时交易量常居第一。稳定币具有显著的网络效应和路径依赖, 早期发行的头部稳定币(如 USDT、USDC)拥有先发优势: 1) 率先发行的稳定币更容易成为主流交易媒介, 交易所、钱包、支付商等协议优先支持, 交易对越多(如交易所设定 USDT 买 BTC)、做市商参与越广的币种具有更高的流动性和用户群体, 从而强化其头部地位; 2) 头部稳定币为了适配交易所撮合系统、区块链标准、清算和风控流程等, 出台系列特定设计与资源绑定, 如 USDT 在 2017 年与全球主要交易所的撮合引擎深度耦合, Binance API 设计中将 USDT 视为默认计价单位, 所有“/USD”交易对改写成“/USDT”并沿用至今, 使得后续新发币种难以替代。据 coingeck

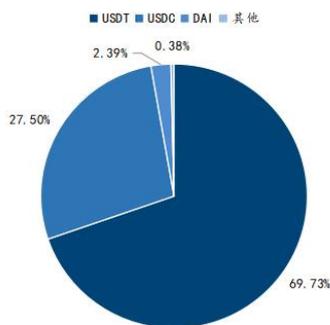
数据，截至 2025 年 7 月，头部稳定币 USDT、USDC 占总流通量的 97.23%，拥有主导地位。

图19: 全球加密货币市场快速增长



资料来源: coingeck, 国信证券经济研究所整理

图20: 头部稳定币占主导地位 (截至 2025 年 7 月)



资料来源: coingeck, 国信证券经济研究所整理

全球法规加速推进，监管框架逐步完善。2025 年，美国稳定币立法进程加速，参议院的《指导和建立美国稳定币国家创新法案》(GENIUS 法案)和众议院的《2025 年稳定币透明与责任促进账本经济法案》(STABLE 法案)均快速推进。4 月 STABLE 法案在众议院金融服务委员会获得通过，6 月 GENIUS 法案在参议院通过，预计该法案将在 2025 年 8 月国会休会前完成立法程序。中国香港特别行政区立法会 5 月通过《稳定币条例草案》，在中国香港设立法币稳定币发行人的发牌制度，计划 8 月 1 日开始实施。此前，欧盟也于 2023 年通过了《加密资产市场监管法案》(MiCAR)。随着全球监管框架快速完善，稳定币正从监管灰区快速迈向有章可循，为行业带来了法律确定性，有利于其持续良性发展。

表3: 中美稳定币法案核心条款总结

核心条款	美国《GENIUS 法案》	核心条款	中国香港《稳定币条例》
发行许可制度	仅允许联邦/州许可的银行信用合作社或非银行金融机构发行支付稳定币，Meta 和亚马逊等科技公司需满足额外金融风控和数据隐私要求才能发行支付稳定币。Tether 等海外发行方或境外发行人须在美注册并遵守同等监管标准，否则禁止在美交易平台提供服务。	牌照制度与准入壁垒	在香港发行任何法币抵押型稳定币，在境外发行锚定港元价值的稳定币以及向香港公众推广稳定币的行为都需要遵守牌照制度并设置准入壁垒。仅限公司或境外认可机构(如持牌银行)申请发行法币抵押型稳定币，禁止个人及非法人实体发行。提高资本门槛，将最低实缴资本设置在 2500 万港元(约 320 万美元)，为全球最高标准之一。
100%储备金要求	资产储备金必须为现金、短期美债、央行存款等高流动性资产，禁止使用加密货币、股票或公司债券作为资产储备金。稳定币不可用于向用户支付利息，明确其“支付工具”属性，避免与银行存款竞争。	100%储备资产与赎回保障	储备资产必须为现金、短期国债等高流动性资产，且与流通稳定币面值一比一等值，禁止挪用或投资高风险资产。储备资产需隔离存放于银行等持牌托管机构。稳定币的持有人拥有赎回权，可以无条件按面值赎回，稳定币发行人需在 1 天内处理且不收取费用。
透明度与审计	发行方需每月公开储备构成及赎回政策，由 CEO/CFO 签字认证。USDC 和 USDT 等市值超过 500 亿美元的稳定币发行方需要向有关部门提交年度财务审计报告。	创新限制	允许算法稳定币(需满足储备要求)，支持多币种稳定币
反洗钱(AML)与合规	发行方受《银行保密法》约束，需执行 KYC(用户身份验证)、交易监控及可疑活动报告。必须建立系统以配合政府冻结或销毁涉及非法活动的代币，以确保交易技术合规。	治理与透明度	对控权人(大股东、间接控制人)及高管(CEO、董事)实施“适人测试”，需自证诚信、专业能力及无利益冲突。持牌人需季度公开储备构成，并由独立审计机构审核。须向金管局报告控股权变更、业务调整等重大事件。
消费者保护	发行方破产时，稳定币持有人享有优先偿付权，储备资产独立于破产财产。严禁声称稳定币“受 FDIC 保险”或“政府担保”，禁止存在误导性的宣传。	危机处理与退出机制	实行法定管理人制度，若持牌人濒临破产，金管局可委任管理人接管业务，优先保障用户资产赎回，类似存款保险机制。稳定币持有人拥有清盘优先权，其赎回权优先于普通债权人。
分级监管框架	实行分级监管框架，市值超 100 亿美元的发行方由 OCC(货币监理署)或美联储监管。市值低于 100 亿美元的非银行发行方可选择州级监管，但标准须与联邦“基本相当”。	单一监管	香港金融管理局主导监管
法律属性界定	明确确定稳定币的法律属性，明确支付稳定币不属于证券、商品或 FDIC 保险工具，避免与 SEC/CFTC 监管重叠。	反洗钱与跨境监管	严格遵循《反洗钱条例》，执行客户尽职调查(KYC)及可疑交易监控。若境外发行方的业务影响香港金融稳定，可被指定纳入监管，要求提交运营数据。

资料来源: 中国人民大学深圳研究院, 国信证券经济研究所整理

公司为虚拟货币交易平台。公司从 2018 年起便在其平台推出免佣金的加密货币交易服务，截至 2024 年底在美国和欧洲平台上提供 22 种虚拟货币的交易，其中包括主流的稳定币 USDC、主流加密货币 BTC 等，在美国已实现了所有州以及主要海外属地的全面覆盖。2022 年，公司宣布与 Circle 达成战略合作伙伴关系，用户能够在公司平台上买卖 USDC，访问专属的应用内教育模块、获得奖励、提升结算效率等，此合作使 USDC 成为首个在 Robinhood Crypto 以及 Robinhood Wallet 上可以买卖的稳定币。随着 USDC 的合规性持续被市场认可，加密货币市场回暖，以及 Circle 与 Coinbase 等交易所的持续运营推广，USDC 流通量快速提升，2025Q1 达到 600 亿美元，市场份额达到 29%。当前 USDC 流通量的持续增加，以及 BTC 等加密货币市场的扩张，有望推动公司交易类业务规模的快速提升。

图21: 公司平台支持交易多种加密货币

加密货币名称	代号	加密货币名称	代号
Aave	AAVE	Cardano	ADA
Avalanche	AVAX	Chainlink	LINK
Bitcoin	BTC	Compound	COMP
Bitcoin Cash	BCH	Dogecoin	DOGE
BONK	BONK	Dogwifhat	WIF
Stablecoin	USDC	XRP	XRP
Ethereum	ETH	Shiba Inu	SHIB
Ethereum Classic	ETC	Solana	SOL
Litecoin	LTC	Stellar Lumens	XLM
Pepecoin	PEPE	Tezos	XTZ
OFFICIAL TRUMP	TRUMP	Uniswap	UNI

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图22: USDC 流通量占比迅速提升



资料来源: Circle 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

◆ Cortex 即将上线，通过 AI 改变用户投资模式

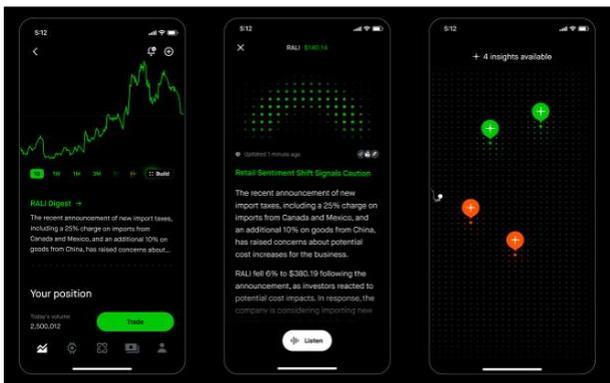
收购 Pluto Capital，推出 AI 投资助手。2024 年 7 月，公司宣布收购 AI 投资研究平台 Pluto Capital，计划将基于大模型的市场数据分析、定制投资策略、实时投资组合优化等功能集成到平台当中。2025 年 3 月，公司在 The Lost City of Gold 活动中推出智能投顾 Robinhood Strategies、私人银行 Robinhood Banking 以及基于 AI 的投资助手 Robinhood Cortex。

Robinhood Cortex 旨在帮助用户更好地把握市场动向、识别投资机会，相关功能将面向 Gold 订阅用户推出，主要具备以下功能：

- 1) **Stock Digest**: 帮助投资者解答股票涨跌原因，只需进入股票的详情页，AI 会快速生成影响该股票价格的分析，支持展示数据来源以及音频播放功能；
- 2) **Trade Builder**: 简化交易流程、为投资者提供新策略，通过分析价格信号、技术面等信息，根据用户的要求在市场上筛选出可能的交易机会，例如用户只需选定目标价格区间，AI 将自动生成多个期权交易策略，用户可根据需求对方案进行调整。

不同于传统 AI 交易机器人，Cortex 不直接代替用户交易，而是聚焦 AI 辅助分析的角色，致力于提供接近机构级别的研究体验，弥合大众与专业投资者之间的信息差。Cortex 未来将优先向 Gold 会员开放，并逐步嵌入到平台更多核心模块中，如股票研究、组合优化、市场策略筛选等，构建 AI 驱动的投资平台。Cortex 的推出标志着公司创新 AI+投资平台的尝试，有望推动公司用户粘性与长期付费渗透率提升。

图23: Stock Digest 功能预览



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图24: Trade Builder 功能预览



资料来源：赛富时官微，国信证券经济研究所整理

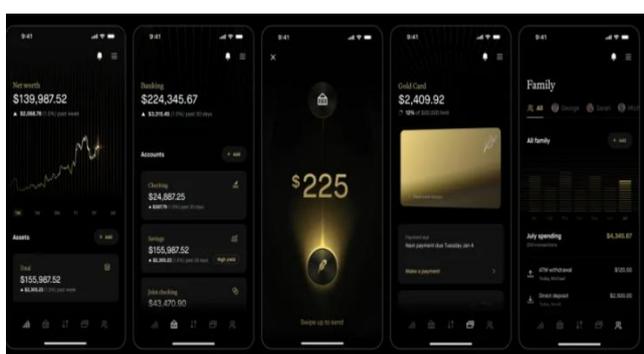
推出智能投顾及私人银行功能，全面建设综合性券商。Robinhood Strategies 为公司新发布的智能投顾，可根据用户的投资目标打造由专家管理的投资组合，并直接在 App 内呈现。其背后的投资团队拥有 50 多年华尔街机构与高净值客户投资管理经验，其管理模式主要基于个人需求定制 ETF 多元化投资组合辅以精选个股，并提供持续的组合更新。用户可随时查看持仓、主要收益驱动因素，并可指定排除某些个股。Robinhood Strategies 年管理费仅为 0.25%，Gold 会员年度封顶为 250 美元，所有超 10 万美元的资金免管理费，当前已面向所有用户全面推出。Robinhood Banking 是公司为订阅会员打造的私人银行，用户可享受 4.00% 的年收益率（APY）储蓄利率，是全国平均水平的 9 倍以及使用私人银行服务，例如遗产规划和专业税务建议等，此功能将于今年秋季上线。

图25: Robinhood Strategies



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图26: Robinhood Banking



资料来源：赛富时官微，国信证券经济研究所整理

公司活跃账户数量快速提升，单用户收入持续增加。近年来公司活跃用户数量持续增长，据公司数据，2025Q1 公司入金账户数量达 2580 万，同比增长 7.95%。随着公司为会员用户提供的附加功能逐渐增加，公司平均每会员用户收入亦快速提升，2025Q1 公司每会员用户收入达 145 美元，同比增长 39.42%。金融是高数据密度的行业，投资者可利用 AI 数据汇总、分析等能力，大幅提升数据运营效率，从而优化投资决策。据 MarketsandMarkets 数据，2024 年全球金融 AI 市场规模达 383.6 亿美元，预计到 2030 年将增至 1903.3 亿美元，期间 CAGR 达 30.6%。在期权交易里，单个股票有上百个到期日和行权价的组合。Cortex 可根据用户的行情判断与风险偏好，自动生成如 Long Call、Bull Call Spread 等策略，附带盈亏平衡点、

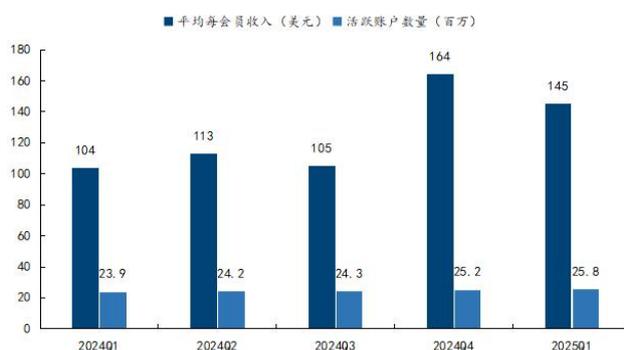
最大损失、收益可视化图，让普通用户也能实现专业资产配置，能切实解决用户痛点。同时，公司平台自身交易流量可为 Cortex 创造大量的推广机会，有望推动公司平台期权交易量持续提升，并增加订阅用户数量。

图27: 全球 AI 金融市场快速提升



资料来源: MarketsandMarkets, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司入金账户数量及每会员收入增长



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 创新股票代币业务，为后续扩展打下基础

当地时间 6 月 30 日，公司在法国戛纳举行的“Robinhood Presents: To Catch a Token”活动中发布系列全新产品，包括股票代币化与 Layer 2 区块链、永续合约、美国地区的加密货币质押服务等。公司已在欧盟推出了美国股票与 ETF 代币，让符合条件的用户可通过 Robinhood 股票代币接触美国股市。代币具备零佣金、无 Robinhood 加点价差（可能包含其他费用）、支持分红支付和 24/5 交易等优势。欧洲用户将可投资超 200 种美国股票和 ETF，以及 OpenAI、SpaceX 等非上市公司代币，持有者还可在 App 中直接收到股票分红。股票代币将最初在 Arbitrum 链上发行，未来将迁移至公司正在开发的 Layer 2 区块链 Robinhood Chain，同样基于 Arbitrum 构建，该区块链将专为代币化现实资产（RWA）优化，支持 24/7 交易、跨链桥接与自主管理资产等功能。通过此功能创新，公司欧洲平台从纯加密货币应用转变为综合投资平台。

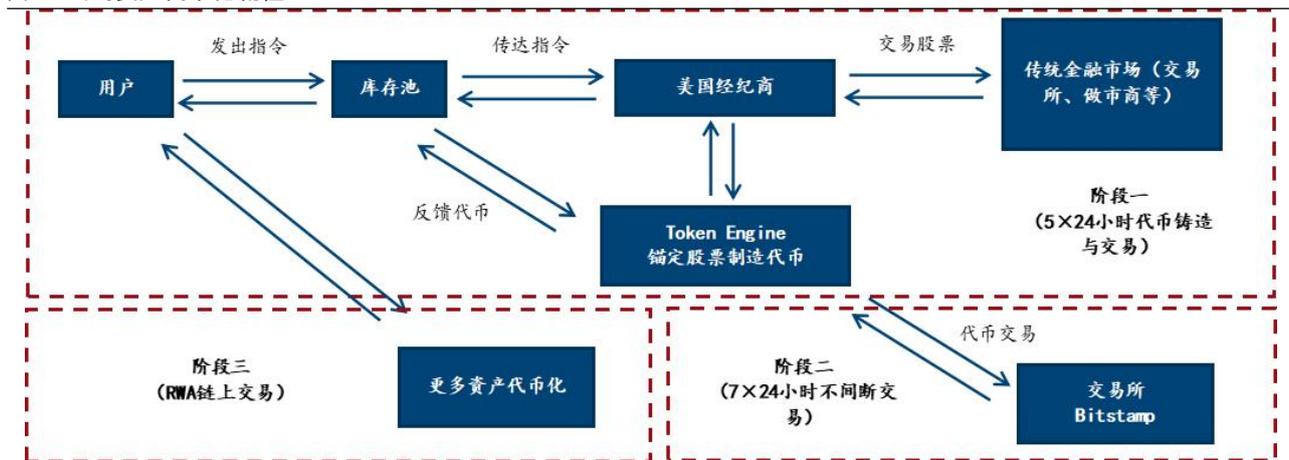
图29: 公司股票代币产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

代币与现实资产对应，通过交易所提供流动性。公司通过多个阶段流程将代币与真实股票对应：阶段一（24/5 代币铸造与交易），欧洲用户在 Robinhood Crypto App 中输入指令，公司会检查自有库存池是否还有可用股票，若库存不足则通过公司在美国的经纪商买入等量股票，股票被托管在隔离账户中后，Token Engine 会在 Arbitrum L2 铸造等量代币并反馈给公司库存池，公司随后通过库存池将代币发放到用户链上钱包；阶段二（24/7 交易），美股休市期间允许链上代币在交易所 Bitstamp 内自由交易，同时由做市商提供短期库存或使用仓位净额对冲；阶段三，支持更多 RWA 交易，包括债券、基金、房地产份额等，并允许用户完全链上自托管，可将代币提取至任何兼容的钱包，并转入其他区块链。

图30：公司资产代币化流程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

金融体系变革者，颠覆传统金融模式。公司创新化股票代币可为机构、投资者提供低成本、24/7 交易等优势，既提高了资金周转效率，又削弱了依赖 T+1 清算和高额保证金的传统中介链条，推动证券交易向更开放、高效、可编程的数字金融体系演进：

1) **链上瞬时结算**：公司将股票代币迁上 Arbitrum，可利用智能合约做到秒级 DvP（货银对付），完全在区块链上由智能合约完成，满足条件就同时划走买方的资金并将代币打给账户，若任何一方资金不足则交易终止。当前美股清算流程为当天成交后第二天真正过户，期间清算所（DTCC）为防止券商流动性不足，会让券商事先缴保证金，链上交易的模式完全跳过 T+1 的清算模式。券商不必再交大额保证金，进而避免 2021 年因 DTCC 追缴 37 亿美元保证金而被迫停机的类似事件；

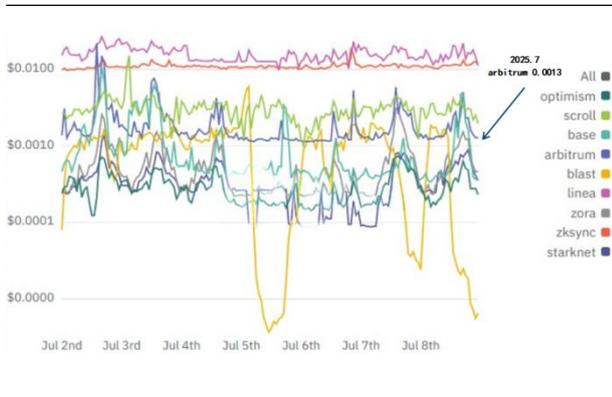
2) **降低清算成本**：据 Dune 数据，每笔代币转账或 DvP 交割在 Arbitrum 上平均消耗仅 0.002 美元，而据 DTCC 数据，每笔现股交易平均单边清算费用达 0.58 美元。在实际交易当中，公司可以通过库存预留+净额结算把 TradFi（传统金融体系）购股次数压缩到最低，从而大幅减少清算成本，从而有空间把碎股、微额交易等功能向全球散户普及，而不必担心小单蚀本；

3) **提高配置效率**：代币化让股票成为链上资产，可与稳定币、债券代币等资产在链上自由组合。投资者可瞬间把持有的股票代币质押换取 USDC，再购买美债收益代币。而传统体系下，把股票转到券商融资融券账户需经历结算过户，在银行柜台或券商下单购买债券，资金划转亦需经历 DTC/TreasuryDirect 结算，外汇转换要通过 SWIFT，反向交易仍要经历同样的流程；机构能在链上瞬时完成多资产交割、做市等。传统金融里需要多个清算系统完成的跨资产操作，在智能合约里可打包完成；

4) **交易时间重构**：通过代币化，股票的交易时间突破突破纽交所/纳斯达克每日 6.5 小时的时间限制，扩展至 24/7 交易，不仅满足了全球不同时区的投资者，也给机构提供了新的对冲窗口。同时，私募股权（如 SpaceX）向投资者开放，直接冲击传统交易所的高净值客户壁垒。传统交易所非交易时段的定价权或被公

司主导，重构全球资产价格的发现机制。

图31: 链上交易成本大幅降低



资料来源: Dune, 国信证券经济研究所整理

图32: 美国传统交易体系清算固定成本

FEE NAME	AMOUNT (\$)	CONDITIONS
Receive/Deliver	0.12	Per instruction issued
Instruction Security order generated	0.4	Per receive and deliver order
Transaction Fees (excluding Detail Records)		
Submissions, tier 1	0.1	Per record submitted; applies to the first 500,000 records each month
Submissions, tier 2	0.08	Per record submitted; applies to records between 500,001 and 1,000,000 each month
Submissions, tier 3	0.06	Per record submitted; applies to records in excess of 1,000,000 each month

资料来源: DTCC-《Guide to the 2025 NSCC Fee Schedule》-2025年-P15, 国信证券经济研究所整理

MTF+CASP 牌照齐全，覆盖资产上链全流程。2024年12月，欧盟《加密资产市场监管法案》(MiCAR)正式生效，法案将加密资产分为加密货币、稳定币和资产代币化三类，MiCAR 只对加密货币和稳定币进行监管。公司股票代币被 KID 文件明确界定为与美股价格映射的场外衍生品，在 MiFID II (金融工具市场指令) 框架下作为其他衍生合约提供。2024年，公司通过收购 Bitstamp 获得 MiFID II 投资公司资格，并在许可范围内运营 MTF (多边交易设施)，MTF 身份让平台可以合法撮合任何被 MiFID 认定为金融工具的交易，包括映射美股价格的衍生品。2025年，Bitstamp 从卢森堡 CSSF 拿到首批 CASP 许可证，CASP 牌照覆盖链上托管、发行、撮合及自营等全部加密资产业务环节，并引入 AMLD 6 (欧盟《第六号反洗钱指令》) 级别的 KYC/AML 架构，解决了代币形态端的合规，能把衍生品权利凭证写进区块链而不触碰监管灰区。同年，公司通过其立陶宛子公司 Robinhood Europe 取得了 A 类投资公司牌照以及加密资产服务提供商牌照，涵盖自营做市、客户名义执行、衍生品发行等全部核心权限，只需向立陶宛央行报备跨境范围，即可面向整个欧洲经济区发行和分销股票代币。

图33: 公司核心牌照流程



资料来源: 公司官网, 立陶宛央行官网, 国信证券经济研究所整理

风险敞口方面，公司在欧盟发行的美股股票代币本质上是 OTC 衍生品合约，再用区块链 Token 作为权利凭

证，KID 文件明确写出代币对应的是跟踪美股价格的场外衍生品，投资者没有投票权，也不能向公司申请实物换股。美股休市时，公司会放大买卖价差、降低接单速度并通过公司计提资本补充流动性。ESMA 的《交易中中断与暂停指引》要求所有受 MiFID 监管的场内平台（包括 MTF）发现基础标的停牌、重大信息不对称或价差超出阈值，必须能够立即暂停或限制交易。因此公司保留在重大信息、突发事件时暂停平仓或全面停牌的权利。

在欧盟监管框架下，公司若要向欧洲投资者发行美股代币，必须证明代币背后由等量、等权的美国股票作实物（或记账式）托管。监管机构通过“持股托管+持续披露+跨境监管协作”来核查：

- 1) **持股托管**：公司需把对应的美股现货集中托管在独立的第三方托管机构（德国投资公司 CM-Equity AG）名下，并在区块链代币发行说明书里载明代币等于托管股票的合约性权益。托管人每日向 Robinhood 和监管机构发送库存对账单，公司按规定在链上公布“Proof-of-Assets”报告；
- 2) **持仓对账**：立陶宛央行要求公司定期提交与美国经纪商/托管行之间的对账号单和 DTC 结算记录、经外部审计师出具的客户资产保管报告、区块链上流通代币总量与托管股票数量等文件；
- 3) **跨境监管**：欧盟监管方可通过 IOSCO 及 SEC—ESMA 的监管合作协议，直接向美国清算所或托管行调取记录，核实公司是否真的买入相应数量的股票。

图34：公司文件中列示代币风险



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图35：交易代币收费情况

Costs over time			
EU KID			
Investment 10000			
Scenarios	If you cash in after 1 year		
Total costs			20
Annual cost impact (*)			0.2%

		Percentage Cost (1 Year)	Monetary Amount (1 Year) - EU KID
One-off costs upon entry or exit	Entry costs	0.10%	10
	Exit costs	0.10%	10
Ongoing costs [taken each year]	Management fees and other administrative or operating costs	0.00%	0
	Portfolio transaction costs	0.00%	0
Incidental costs taken under specific conditions	Performance fees [and carried interest]	0.00%	0

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

股票代币业务打开收入空间，相关市场有望快速增长。据公司官网数据，截至 2025 年 6 月末，公司在欧洲拥有超 15 万用户。据 eurostat 数据，截至 2023 年底欧盟全部家庭金融资产规模达 37.3 万亿欧元，其中有 35.9% 投入股票和基金，据欧洲中央银行数据，2024 年欧洲家庭金融资产投资同比增长 2.4%，据 ECB HFCS 数据，欧洲约 17-20% 的成年人持有投资账户。通过敏感性分析，在上述数据不变的情况下，假设公司未来在欧洲地区用户增速分别为 10%、20%、30%，计算可得 2027 年公司在欧洲市场占比分别为 0.3%、0.36%、0.42%，公司美股代币业务预计为公司增加 14.87、17.69、20.77 亿欧元的收入，按照当前汇率换算为 17.4、20.7、24.3 亿美元收入。公司在欧盟推出后续 RWA 相关业务后，预计相关市场将持续增长。

表4: 公司股票代币市场预期 (单位: 欧元)

	2024	2025	2026	2027
欧洲人口 (亿)	4.5			
投资者占比 (%)	18%			
欧洲投资者 (万人)	6075			
欧盟投资规模 (万亿)	38.2	39.0	39.7	40.5
同比 (%)	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
投入股票占比 (%)	35.90%	35.90%	35.90%	35.90%
投入股票金额 (亿元)	137121	139863	142660	145514
美股交易占比 (%)	38%	38%	38%	38%
美股交易金额 (亿元)	52106	53148	54211	55295
假设公司平台人数增速 10%				
公司用户 (万人)		15	16.50	18.15
同比 (%)		10%	10%	10%
公司市占率 (%)		0.25%	0.27%	0.30%
平台交易金额 (亿元)		131.23	147.24	165.20
平均换手次数 (次)		45	45	45
公司收入 (亿元)		11.81	13.25	14.87
假设公司平台人数增速 20%				
公司用户 (万人)		15	18.00	21.6
同比 (%)		20%	20%	20%
公司市占率 (%)		0.25%	0.30%	0.36%
平台交易金额 (亿元)		131.23	160.63	196.61
平均换手次数 (次)		45	45	45
公司收入 (亿元)		11.81	14.46	17.69
假设公司平台人数增速 30%				
公司用户 (万人)		15	19.50	25.35
同比 (%)		30%	30%	30%
公司市占率 (%)		0.25%	0.32%	0.42%
平台交易金额 (亿元)		131.23	174.01	230.74
平均换手次数 (次)		45	45	45
公司收入 (亿元)		11.81	15.66	20.77

资料来源: 公司官网, 欧洲中央银行, eurostat, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设:

交易业务: 涵盖股票、衍生品、加密货币等资产交易, 主要依靠收取支付式流量费 (PFOF) 创收, 部分收入来自合同费、佣金等, 为公司最大收入来源, 2022-2024 年公司总收入比重分别为 58.9%/42.1%/55.8%。当前公司在 PFOF 市场中的占比持续增长, 预计未来将受益于场外市场占比提升、期权及加密货币等交易规模扩张。我们预计 2025/2026/2027 年公司交易业务收入增速分别为 47.6%/30.7%/26.4%, 占公司总收入比重分别为 57.3%/56%/53.1%。

利息收入: 涵盖两融业务、现金清算利息 (Cash Sweep) 以及信用卡消费收取的利息费用, 2022-2024 年公司总收入比重分别为 32.4%/49.8%/37.6%, 当前公司托管资产规模快速扩张, 同时信用卡用户数量逐步增长, 预计未来公司利息收入规模将稳定提升。我们预计 2025/2026/2027 年公司利息收入增速分别为 11%/7.4%/7.4%, 占公司总收入比重分别为 29%/23.3%/18.8%。

股票代币: 公司在欧盟推出超 200 种美国股票和 ETF 代币, 收入主要来自买入及卖出指令扣费。截至 2025 年 6 月末, 公司在欧洲拥有超 15 万用户, 链上资产交易较传统交易模式拥有瞬时结算、提高配置效率等优势, 有望推动公司在欧洲用户持续提升, 并挤压传统经纪商市场。我们预计 2026/2027 年公司股票代币收入增速分别为 155%/102%, 占总收入比重分别为 8%/15.2%/23%。

其他收入: 涵盖 Robinhood Gold 的月/年订阅费、用户启用即时取现时按笔收取的手续费等。当前公司订阅会员数量持续增长, 同时公司面向订阅用户推出 Robinhood Cortex 等全新产品, 有望推动公司订阅用户数量的增长以及单个用户收入的提升。我们预计 2025/2026/2027 年公司其他收入增速分别为 26%/26%/26%, 占公司总收入比重分别为 5.8%/5.5%/5.2%。

表5: 公司营业收入预测 (单位: 百万美元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,382	1,865	2,951	4,246	5,671	7,567
yoy	-25%	37%	58%	44%	34%	33%
交易收入	814	785	1,647	2,431	3,178	4,018
yoy		-4%	110%	48%	31%	26%
占比	59%	42%	56%	57%	56%	53%
利息收入	448	929	1,109	1,232	1,322	1,420
yoy		107%	19%	11%	7%	7%
占比	32%	50%	38%	29%	23%	19%
股票代币				338	861	1,740
yoy					155%	102%
占比				8%	15%	23%
其他收入	120	151	195	246	310	390
yoy		26%	29%	26%	26%	26%
占比	9%	8%	7%	6%	5%	5%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

期间费用率: 公司主营为投资、期权交易、融资融券以及加密货币等业务, 因平台引流需要, 销售费用预计将在一定程度抬高费用率。在下游用户 AI 等创新业务需求提升刺激下, 公司将保持研发投入以增强技术能力并应对市场竞争, 预计更丰富的产品矩阵将为公司收入持续增长提供动力。公司 IPO 后创始人奖励、计提的和解金及罚款等事项使公司前期产生较高管理费用, 随着相关事项完成, 管理费用率也有望降低。公司主营业务在未来将持续释放盈利红利, 叠加有效的费率管控, 预计期间费用率将得到控制。

销售费用率: 公司销售费用主要包括付费营销渠道支出, 例如数字营销和品牌营销, 以及从事市场营销职能员工的现金薪酬、员工福利、股权激励和分摊的间接费用。随着公司持续发布新产品以及欧洲市场扩张, 预计公司营销投入将持续提升, 预计 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 9%/9.1%/9.2%。

管理费用率: 公司管理费用主要包括从事法律、财务、人力资源、风险与合规工作的高管和员工的现金薪酬、员工福利、股权激励以及分摊的间接费用。当前 2021 年产生的和解金与罚金支出基本完成, 2023 年公司创始人签署撤销全部限制性股票激励, 后续公司将不再计提相关费用。随着公司收入持续增长以及对相关费用的有效管控, 预计 2025/2026/2027 年管理费用率分别为 12%/9.9%/8.1%。

研发费用率: 由于公司主营业务处于 AI 转型、RWA 上链的关键阶段, 新产品需要持续研发投入与更新迭代, 以保持行业高竞争力。研发费用率在公司 AI、RWA 等产品市场稳定后有望随着收入持续提升得到控制与下调, 预计 2025/2026/2027 年研发费用率分别为 20.8%/16.8%/13.6%。

表6: 公司期间费用预测 (单位: 百万美元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	103	122	272	381	514	694
yoy		18%	123%	40%	35%	35%
销售费用率	8%	7%	9%	9%	9%	9%
行政费用	924	1,169	455	510	561	617
yoy		27%	-61%	12%	10%	10%
行政费用率	67%	63%	15%	12%	10%	8%
研发费用	878	805	818	883	954	1,030
yoy		-8%	2%	8%	8%	8%
研发费用率	64%	43%	28%	21%	17%	14%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 41.4/55.3/73.7 亿美元，实现净利润分别为 19.1/27.9/39.7 亿美元，净利润年增速分别为 166.4%/46.3%/42.1%，期间实现每股收益分别为 2.16/3.17/4.5 美元。

◆ 估值与投资建议

相对估值：我们采用 P/E 相对估值方法，主要基于以下考量：1) 公司目前已从亏损转为盈利阶段，预计未来随着收入的提升将持续释放利润，P/E 能更好反映公司盈利能力；2) 公司经纪平台属于轻资产、强运营杠杆模式，在股权激励冲回后，公司利润表的影响因素显著减少，净利润接近股东可分配现金流，P/E 相比其他方法更能直观反映每股真实回报能力。公司为全球最大的无佣金互联网券商之一，主要基于 App、PC 端向用户提供投资服务，通过股票、期权、加密货币交易、两融等业务及 AI 技术满足用户的投资需求。考虑到业务相似性，我们选取 Coinbase、盈透证券、SoFi Technologies 作为可比公司。

Coinbase：领先的数字资产交易与基础设施平台，为用户提供数字货币交易、钱包服务等金融产品，收入主要来自两大业务：1) 交易：向零售与机构客户收取加密货币、期货及期权交易手续费；2) 订阅与服务：主要来自稳定币 USDC 的利息分成、区块链质押奖励、托管费以及 Coinbase One 会员订阅等。

盈透证券：全球化、全资产类别的互联网券商，为机构及个人客户提供股票、期权、期货、外汇、债券、基金、贵金属等品种的订单路由、交易执行与处理，同时通过交易平台与第三方加密货币服务商合作交易加密货币，依靠自净息差与佣金获取收入。用户可通过与第三方 Paxos Trust Company、Zero Hash LLC 的接口在账户内交易主流加密货币，第三方服务商负责加密货币的执行、清算与托管。

SoFi Technologies：涵盖全流程的金融服务平台，主要包括以下业务：1) 借贷：提供个人贷款、学生贷款、房屋贷款及相关服务，净利息和手续费为核心收入来源；2) 技术平台：由收购的 Galileo (API 银行即服务) 与 Technisys (银行系统) 组成，为全球金融机构和消费品牌提供云原生核心系统与支付接口；3) 金融服务：提供向个人与企业的金融服务解决方案，包含 SoFi Money (支票与储蓄账户)、SoFi Invest (股票、ETF、期权交易平台)、信用卡及保险分销等。

根据彭博一致预期，2026 年可比公司平均 PE 为 60.65 倍，公司业务与 Coinbase 相似度较高，因此我们给予公司 2026 年高于行业均值的 41-42 倍 PE，对应估值区间为 1145.54-1173.48 亿美元市值。

表7: 可比公司估值比较 (截至 2025 年 7 月 16 日)

公司代码	公司名称	收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	EPS			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
COIN US	Coinbase	388.02	988.31	10.87	5.09	7.16	35.70	76.20	54.23
IBKR US	盈透证券	59.63	259.89	1.72	1.91	2.07	34.67	31.17	28.75
SOFI US	SoFi	20.96	231.68	0.43	0.28	0.51	48.74	74.59	41.42
	Technologies								
	均值			4.34	2.43	3.25	39.70	60.65	41.47
HOOD US	Robinhood	99.54	878.41	0.81	2.16	3.17	122.89	46.08	31.40

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理 (可比公司 Coinbase、盈透证券、SoFi Technologies 预测均来自彭博一致预期)

投资建议：引领全球金融体系变革，布局 AI 打开成长空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) 交易业务：随着 PFOF 等模式流行，当前美国交易活动场外成交的占比正在逐步提升。做市商为美国股票和期权订单流支付金额快速提升，公司在 PFOF 市场中的占比亦不断提升。同时，加密货币法规加速推进，相关市场快速增长。公司为用户提供多种金融资产交易服务，相关市场扩张有望推动主业收入持续增长；2) Robinhood Cortex：公司发布 AI 投资助手 Robinhood Cortex，能够帮助用户更好地识别投资机会，更丰富的订阅服务有望推动平台会员用户数量快速增长，同时刺激会员用户交易量的提升；3) 股票代币：公司在欧盟推出超 200 种美国股票和 ETF 代币，未来将迁移至公司正在开发的 Layer2 区块链中。此举将改

变传统金融交易模式，相关市场有望超 20 亿美元。考虑到公司为 RWA、金融 AI 领域先行者，有望占据市场先发优势，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 41.4/55.3/73.7 亿美元，增速分别为 43.9%/33.5%/33.4%，实现归母净利润分别为 19.1/27.9/39.7 亿美元，对应当前 PE 为 46/31.4/22.1 倍，给予 2026 年 41-42 倍 PE，对应估值区间 1145.54-1173.48 亿美元市值，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

估值的风险：我们选取了与公司业务相近的金融企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司与 Coinbase 业务相似度较高，最终给予公司 2026 年 41-42 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险：1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 43.9%/33.5%/33.4%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。2) 我们预计公司未来 3 年实现归母净利润分别为 19.1/27.9/39.7 亿美元，可能存在对公司费用估计偏低、利润高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

AI 落地不及预期的风险：公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，涉及交易平台构建、AI 产品研发等技术，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

宏观经济及行业波动风险：如果未来宏观经济发生剧烈波动，导致交易需求下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

政策影响风险：订单流支付（PFOF）模式正受到美国国会、美国证券交易委员会（SEC）、州监管机构及其他监管和立法机关日益严格的审查。同时，加密货币与 RWA 等相关法规正在推进过程中，若后续相关政策发生变化，可能导致公司业务受到负面影响。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4835	4332	5418	6409	7262	营业收入	1865	2875	4137	5525	7372
应收款项	3985	9274	11016	14779	19722	营业成本	159	112	124	166	221
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	122	272	371	501	676
流动资产合计	8820	13606	16434	21188	26984	管理费用	1988	1293	1372	1490	1619
固定资产	150	178	197	215	230	财务费用	(243)	(319)	(24)	(30)	(34)
无形资产及其他	223	217	203	188	174	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	23139	12186	12186	12186	12186	资产减值及公允价值变动	0	0	(16)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(372)	(453)	22	24	27
资产总计	32332	26187	29020	33777	39574	营业利润	(533)	1064	2301	3407	4902
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5097	7448	6048	5972	6865	利润总额	(533)	1064	2301	3407	4902
其他流动负债	20448	10656	12959	14978	15892	所得税费用	8	347	391	613	931
流动负债合计	25545	18104	19007	20950	22757	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(541)	717	1910	2794	3971
其他长期负债	91	111	131	151	171						
长期负债合计	91	111	131	151	171	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	25636	18215	19138	21101	22928	净利润	(541)	717	1910	2794	3971
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	6696	7972	9882	12676	16647	折旧摊销	30	34	22	24	27
负债和股东权益总计	32332	26187	29020	33777	39574	公允价值变动损失	0	0	16	15	15
						财务费用	(243)	(319)	(24)	(30)	(34)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1293)	(1757)	(819)	(1800)	(3117)
每股收益	(0.61)	0.81	2.16	3.17	4.50	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1804)	(1006)	1129	1033	896
每股净资产	7.59	9.03	11.20	14.36	18.86	资本开支	0	(33)	(43)	(43)	(43)
ROIC	-6%	11%	22%	26%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-8%	9%	19%	22%	24%	投资活动现金流	0	(33)	(43)	(43)	(43)
毛利率	91%	96%	97%	97%	97%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-22%	42%	55%	61%	66%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-20%	43%	55%	61%	66%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	37%	54%	44%	34%	33%	其它融资现金流	300	536	0	0	0
净利润增长率	--	-233%	166%	46%	42%	融资活动现金流	300	536	0	0	0
资产负债率	79%	70%	66%	62%	58%	现金净变动	(1504)	(503)	1086	991	853
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6339	4835	4332	5418	6409
P/E	(162.4)	122.5	46.0	31.4	22.1	货币资金的期末余额	4835	4332	5418	6409	7262
P/B	13.1	11.0	8.9	6.9	5.3	企业自由现金流	0	(949)	1045	944	801
EV/EBITDA	(303)	86	47	32	23	权益自由现金流	0	(198)	1065	968	828

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032