

买入

2025 年 9 月 30 日

强劲的资产增长、期权 DARTs 上扬与十年愿景的执行

- 资产和客户依然稳固且增长迅猛：**平台总资产强劲增长至 3039 亿美元，同比增幅高达 112%，显示出坚实的基本盘。尽管部分交易活动因交易日减少而出现月度下滑，但期权交易和保证金贷款业务却逆势增长，表现亮眼。此外，其加密货币业务通过 Bitstamp 渠道实现了互补性增长。
- 强劲的财务表现：**截至 6 月 30 日的过去 12 个月，平台总资产与净收入均实现约三倍增长，同时调整后 EBITDA 利润率高达 53%，盈利能力显著提升。公司将其成功归因于快速的产品创新、业务的多元化扩张以及强大的商业模式，并以此为基础持续捕捉巨大的市场机会。
- 收入多元化：**截至 2025 年第二季度，Robinhood 已成功实现收入多元化，其九项核心业务的年化收入均突破 1 亿美元，同时公司在股票、期权等关键业务的市场份额均实现强劲增长。通过战略性收购与新产品的布局，公司正积极构建一个覆盖传统与数字资产的综合金融生态平台。此外，雄厚的财务实力为其有机增长、并购及股东回报提供了有力支撑。
- 目标价上调至 158.00 美元，维持买入评级：**截至 9 月 25 日，股票名义交易量高达约 2060 亿份，期权合约交易量达到约 1.87 亿份。这直接关联其交易费收入，夯实了盈利基础。公司在新业务领域的快速突破，为市场提供了新的估值想象空间。公司 CEO 披露已强势切入预测市场领域，用户累计交易量突破 40 亿份合约，仅第三季度就贡献了 20 亿份。这个被公司视为“增长新引擎”的领域，有效地模糊了金融与博彩的边界，可能成为未来重要的利润增长点。基于 Robinhood 在传统交易业务的稳健表现、加密资产的协同增长以及预测市场带来的巨大潜力，维持“买入”评级，并将目标股价上调为 158.00 美元，对应 2026E 65x PE，较当前股价有约 15% 的潜在上涨空间。
- 风险因素：**经营业绩和关键指标的季度波动性、对交易费收入（包括订单流支付 PFOF）的依赖，以及 PFOF 可能面临新监管或禁令的风险、新产品（如欧洲经济区的 Robinhood 股票代币和美国的质押服务）相关的监管、诉讼和运营风险。

金煊

852-25321960

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业

金融服务

股价

136.72 美元

目标价

158.00 美元

(+15%)

股票代码 HOOD

已发行股本8.89 亿股

总市值 1215.00 亿美元

52 周高/低 136.84 美元/22.05 美元

每股账面价9.09 美元

值

主要股东 THE VANGUARD GROUP Inc.

(8.51%)

Baiju Bhat (6.25%)

Vladimir Tenev (5.66%)

Blackrock, Inc. (4.86%)

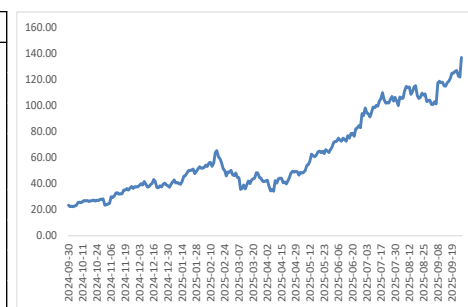
FMR LLC (4.25%)

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	4136.24	4862.22	5666.71
	变动 37.33%	58.23%	40.16%	17.55%	16.55%
净利润	-541.00	1411.00	1691.89	2207.60	3135.84
	变动 -47.37%	-360.81%	19.91%	30.48%	42.05%
每股盈利（美元）	(\$0.60)	\$1.56	\$1.86	\$2.43	\$3.45
	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136.72美元（估）	-117.46	71.67	83.56	75.28	61.77

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

2025 年 8 月月度运营指标概览

2025 年 8 月的数据显示，Robinhood 在资产增长和客户参与度方面继续保持稳健的同比增长，尽管部分交易活动指标出现月度环比（MoM）下滑，这可能部分归因于交易日的减少。

1. 客户和资产增长

平台总资产：达到 3,039 亿美元（MoM+2%、YoY+112%）。
已注资客户数：在 7 月的基础上保持稳定，为 2670 万。
净存款：净存款为 48 亿美元，低于 7 月的 64 亿美元。另外，自 2025 年 6 月起，净存款包含了 Bitstamp 的业绩。

2. 交易活动和成交量

2025 年 8 月股票和期权的交易日为 21 天，相比 7 月的 22 天减少了 5%。
股票交易量：1992 亿美元（MoM-5%、YoY+107%）。
加密货币交易量：Robinhood App 上的加密货币交易量 MoM-18%至 137 亿美元；不过 Bitstamp Exchange 的交易量 MoM+21%，达到 144 亿美元。

3. 日均收益交易（DARTs）

股票 DARTs：MoM-7%至 250 万。
期权 DARTs：120 万，MoM+9%，是交易日减少的情况下唯一实现增长的 DARTs 指标。
加密货币 DARTs：60 万（MoM-14%）。加密货币 DARTs 不包括 Bitstamp 机构业务的活动。

4. 客户融资和收入相关指标

保证金贷款额（Margin Boop）：达到 125 亿美元，MoM+10%、YoY+127%。
现金清算（Total Cash Sweep）：达到 341 亿美元，MoM+1%、YoY+50%。其中，Gold 客户占 323 亿美元。
证券借贷总收入：为 5300 万美元（MoM-13%、YoY+165%）。

5. 产品更新

8 月 1 日：Robinhood Legend 新增了 Level 2 市场数据。
8 月 19 日：面向英国客户推出了 Digests by Robinhood Cortex。

图表 1：2025 年月度指标（1 - 8 月）

Robinhood Markets, Inc.	2025								Change	
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	M/M	Y/Y
(M - in millions, B - in billions)										
Funded Customer Growth (M)										
Funded Customers	25.5	25.6	25.8	25.9	25.9	26.5	26.7	26.7	-	10%
yoy growth	8.5%	8.5%	7.9%	7.9%	7.5%	9.5%	10.3%	9.9%		
Assets Under Custody (AUC) (\$B)										
Total AUC	\$203.7	\$187.4	\$220.6	\$232.3	\$255.3	\$278.6	\$298.0	\$303.9	2%	112%
Net Deposits	\$5.6	\$4.8	\$7.6	\$6.8	\$3.5	\$3.5	\$6.4	\$4.8	NM	NM
annualized growth	NA	28.3%	48.7%	37.0%	18.1%	16.5%	27.6%	19.3%		
Trading										
Trading Days (Equities and Options)	20	19	21	21	21	20	22	21	(5%)	(5%)
Total Trading Volumes										
Equity (\$B)	\$144.7	\$142.9	\$125.6	\$157.8	\$180.5	\$179.1	\$209.1	\$199.2	(5%)	107%
Options Contracts (M)	166.6	165.6	167.9	167.5	179.8	168.1	195.8	195.5	(0%)	33%
Crypto (\$B)	\$20.4	\$14.4	\$11.3	\$8.6	\$11.7	\$8.0	\$16.8	\$13.7	(18%)	154%
Bitstamp (\$B)						\$6.7	\$11.9	\$14.4	21%	NA
Daily Average Revenue Trades (DARTs) (M)										
Equity DARTs	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	(7%)	32%
Option DARTs	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	9%	33%
Crypto DARTs	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	(14%)	100%
Customer Margin and Cash Sweep (\$B)										
Margin Book	\$8.3	\$8.7	\$8.8	\$8.4	\$9.0	\$9.5	\$11.4	\$12.5	10%	127%
Total Cash Sweep	\$26.3	\$26.2	\$28.2	\$28.9	\$30.8	\$32.7	\$33.6	\$34.1	1%	50%
Gold Cash Sweep	\$25.6	\$25.5	\$26.4	\$26.9	\$28.8	\$30.7	\$31.7	\$32.3	2%	45%
Non-Gold Cash Sweep	\$0.7	\$0.7	\$1.8	\$2.0	\$2.0	\$2.0	\$1.9	\$1.8	(5%)	200%
Total Securities Lending Revenue (\$M)	\$25	\$22	\$24	\$25	\$33	\$54	\$61	\$53	(13%)	165%

资料来源：公司资料，第一上海

9 月投资者年度会议

Robinhood 在 2025 年 9 月 15 日的投资者年度会议中，强调了其投资论点、长期愿景、财务实力和产品创新速度。

关键财务和运营指标（截至 2025 年 6 月 30 日的过去 12 个月）

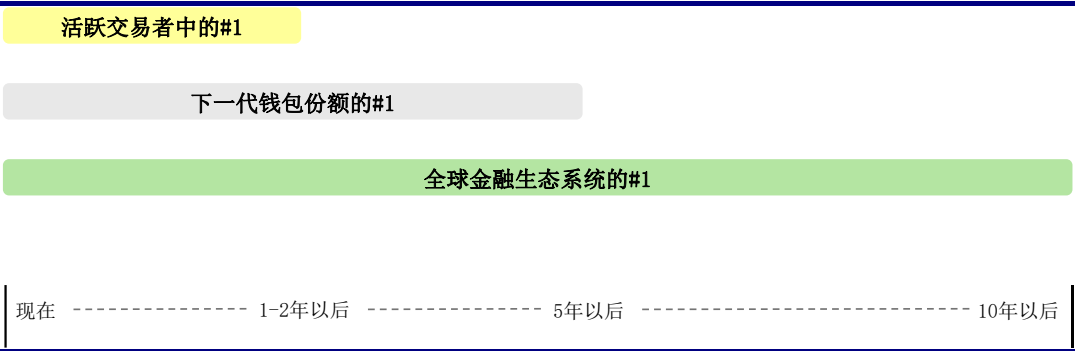
平台总资产和总净收入在四年内增长了约两倍到三倍，而调整后运营费用（non-GAAP）在四年内基本持平

平台总资产：2790 亿美元（YoY+99%）。
已注资客户数：2650 万，同比增长 230 万。
Robinhood Gold 订阅用户：348 万（YoY+76%）。
净存款：580 亿美元，41%的年化增长。
净收入：36 亿美元（YoY+59%）。
摊薄 EPS：1.97 美元，同比增加 1.64 美元。
调整后 EBITDA：19 亿美元（YoY+132%）。
调整后 EBITDA 利润率：53%，同比增加 16 个百分点。

Robinhood 的投资论点基于四个核心：

- ✓ 庞大的市场机会
- ✓ 产品速度 → 带来快速的市场份额增长
- ✓ 业务增长和多样化。
- ✓ 强大的商业模式 → 实现盈利增长

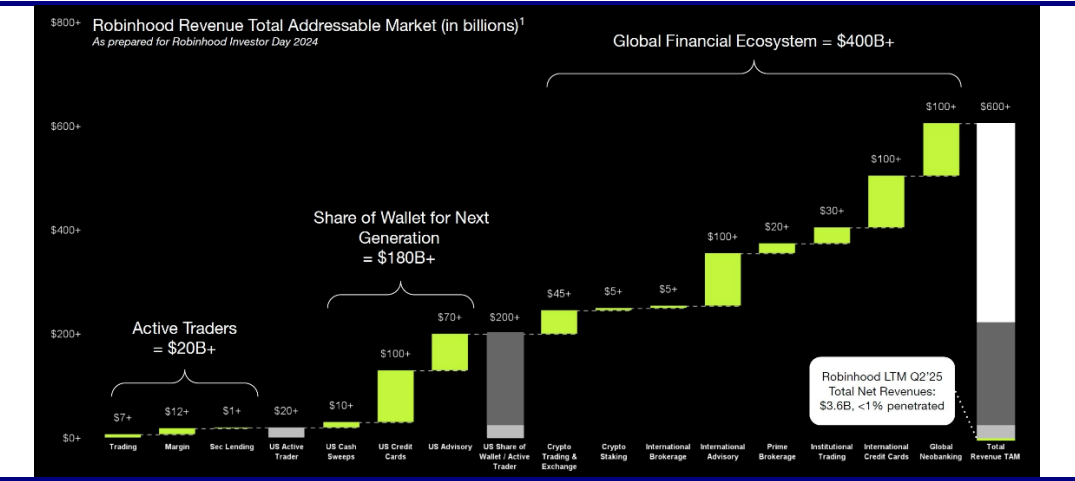
图表 2: Robinhood 的十年愿景



资料来源：Sep. 2025 Investor Presentation，第一上海

公司认为其总潜在市场收入超过 6000 亿美元，而其 LTM 25q2 的总净收入 36 亿美元渗透率不足 1%

图表 3: Robinhood 的潜在市场



资料来源：Sep. 2025 Investor Presentation，第一上海

截至 2025 年第二季度末，Robinhood 已实现显著的收入多元化。其九项核心业务——包括股票交易、期权交易、加密货币交易、保证金利息、现金转存、证券借贷、Gold 订阅以及即时提款服务——各自的年化收入均突破 1 亿美元，公司在多个金融垂直领域均建立起可持续的营收来源。

在产品迭代与市场拓展方面，Robinhood 持续以创新推动其“金融民主化”使命，不断优化用户体验并拓宽服务边界。今年以来，公司也积极通过战略性收购强化业务布局：包括于 2025 年 2 月完成对 TradePMR 的收购，同年 6 月完成对加密货币交易所 Bitstamp 的收购，以及对 WonderFi 的收购预计在 2025 年下半年收官，进一步巩固其在传统与数字资产领域的综合服务能力。

此外，Robinhood 即将推出两大新产品——Robinhood Banking 与 Robinhood Chain，预示着公司正朝着更完整的金融生态平台迈进。与此同时，公司在多个关键业务领域的市场份额也呈现强劲增长态势。截至 2025 年第二季度的过去 12 个月中，其股票市场份额增长达 111%，期权增长 64%，加密货币 App 市场份额提升 52%，保证金业务亦实现 35% 的稳健增长。

在财务实力与资本配置方面，截至 2025 年第二季度，公司持有超过 40 亿美元的现金、投资与稳定币。过去两年间，公司已配置超过 30 亿美元资金，分别用于有机增长（约 12 亿美元）、并购（约 7 亿美元）及资本回报（约 13 亿美元）。其中，资本回报包括 2023 年约 6 亿美元的股票回购，以及自 2024 年 7 月以来部署的约 7 亿美元回购金额，充分说明管理层对股东回报的重视与财务健康的信心。

上调目标价至 158.00 美元，维持买入评级

股票与期权交易活跃

截至 9 月 25 日，股票名义交易量高达约 2060 亿美元，期权合约交易量达到约 1.87 亿份。这直接关联其交易费收入，夯实了盈利基础。

加密资产成为重要支柱

Robinhood 平台与 Bitstamp 交易所的加密资产合计交易量达到约 200 亿美元。公司通过收购 Bitstamp 成功拓展了生态，加密资产已成为其多元化收入结构中的重要一环。

预测市场成为新引擎

此外，公司在新业务领域的快速突破，为市场提供了新的估值想象空间。公司 CEO 披露已强势切入预测市场领域，用户累计交易量突破 40 亿份合约，仅第三季度就贡献了 20 亿份。这个被公司视为“增长新引擎”的领域，有效地模糊了金融与博彩的边界，可能成为未来重要的利润增长点。

基于 Robinhood 在传统交易业务的稳健表现、加密资产的协同增长以及预测市场带来的巨大潜力，维持“买入”评级，并将目标股价上调为 158.00 美元，对应 2026E 65x PE，较当前股价有约 15% 的潜在上涨空间。

图表 4：估值表

			Price / Earnings		
	Price	Market Cap (\$B)	2025E	2026E	2027E
<u>Online Brokers</u>					
Coinbase	137	122	42	53	42
Charles Schwab	97	176	21	18	16
Interactive Brokers	69	31	34	32	29
<u>Fintech</u>					
Block	75	46	32	24	18
Paypal	70	67	13	12	11
<i>Average</i>			28	28	23
<u>Robinhood</u>					
Current	137	101	79	65	58
Target	158				
Upside	15%				

资料来源：Visible Alpha，第一上海预测

风险因素

经营业绩和关键指标的季度波动性。

对交易费收入（包括订单流支付 PFOF）的依赖，以及 PFOF 可能面临新监管或禁令的风险。

新产品（如欧洲经济区的 Robinhood 股票代币和美国的质押服务）相关的监管、诉讼和运营风险。

主要财务报表

损益表					
<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
收入	1,865	2,951	4,136	4,862	5,667
交易开支	146	164	261	347	242
研发开支	805	818	895	1,003	976
运营开支	159	169	205	190	158
销售开支	122	272	330	236	239
行政与其他开支	1,169	474	532	570	473
营运收入	-536	1,054	1,914	2,516	3,579
税前盈利	-533	1,064	1,924	2,528	3,591
所得税	8	-347	232	320	455
净利润	-541	1,411	1,692	2,208	3,136
增长					
总收入 (%)	37%	58%	40%	18%	17%
营运收入 (%)	47%	297%	82%	31%	42%
净利润 (%)	47%	361%	20%	30%	42%

资产负债表					
<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
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
总流动资产	31,790	25,103	34,269	45,469	56,070
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
总资产	32,332	26,187	35,083	46,226	56,809
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
总短期负债	25,545	18,104	24,683	32,492	40,526
长期债务	91	111	111	111	111
总负债	25,636	18,215	24,794	32,603	40,637
股东权益	6,696	7,972	10,289	13,623	16,172
总负债和总股东权益	32,332	26,187	35,083	46,226	56,809

财务分析					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
经营利润率 (%)	-29%	36%	46%	52%	63%
所得税率 (%)	-2%	-33%	12%	13%	13%
净利率 (%)	-29%	48%	41%	45%	55%
营运表现					
交易/收入 (%)	-8%	-6%	-6%	-7%	-4%
研发/收入 (%)	-43%	-28%	-22%	-21%	-17%
运营/收入 (%)	-9%	-6%	-5%	-4%	-3%
销售/收入 (%)	-7%	-9%	-8%	-5%	-4%
财务状况					
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	0.40	0.36	0.35
经营性现金流/收入	0.75	-0.04	0.69	1.40	0.57

现金流量表					
<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
净利润	-541	1,411	1,692	2,208	3,136
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
营运现金流	1,406	-112	2,842	6,830	3,219
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
投资活动现金流	-582	-148	-40	-33	-34
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
融资活动现金流	-610	-345	0	0	0

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。