

持有

2026年5月5日

BTC 突破\$80K 打开估值修复空间，等待 26q2 月度数据验证

- **26q1 财务表现:** 总营收同比+15%至\$10.6 亿，但低于市场预期\$11.7 亿；摊薄 EPS \$0.38(同比+3%)，低于预期\$0.41。26q1 总营收和 EPS 均 miss 约 8-9%，主要受加密交易收入同比下滑 47%至\$1.34 亿拖累。调整后 EBITDA \$5.34 亿(+14% YoY)，EBITDA 利润率从去年同期的 51%降至 50%。
- **加密业务持续承压:** 加密交易收入\$134M(-47% YoY)，APP 端 Crypto Notional Volume 下滑 48%至\$24B。这一拖累完全抵消了其他业务的强劲表现—交易类总收入仅+7%(预期+18%)。即使期权交易+8%、股票+46%、预测市场爆发(+320%)，仍难以填补加密下滑的缺口。
- **增长亮点仍在但短期被掩盖:** 净存款\$177 亿(+22%年化)，连续第三高季度水平；Gold 订阅用户达 430 万(+36% YoY)，渗透率 15.8%；平台总资产 \$3,070 亿(+39% YoY)；保证金贷款\$170 亿(+93% YoY)；预测市场交易量创纪录 88 亿份。
- **费用指引上调引发市场担忧:** 公司将 2026 年调整后运营费用+SBC 指引从\$26-27.25 亿上调至\$27-28.25 亿(增加\$1 亿用于 Trump Accounts 用户界面建设)。26q1 总运营费用 \$6.56 亿(+18% YoY)，运营费用率达 61.5%(vs 25q1 的 60%)，反映 Rothera 合资+Trump Accounts+CF0 transition 等多项开支前置。
- **BTC 突破\$80K 关键阻力提供短期催化:** 5 月 4 日 BTC 突破\$80,300，4 月 BTC ETF 净流入\$26.2 亿，5 月 1 日单日\$6.3 亿。若加密反弹延续至 26q2，公司加密交易量同比基数效应将带来显著拉动，但需注意管理层 4 月底确认“4 月加密未见反弹”，5 月初的反弹仍待 26q2 monthly metrics 验证。
- **估值适度调整，目标价 82.86 美元，持有评级:** 基于 BTC 突破\$80K 提供的加密预期改善，我们将估值乘数些许上调—P/E 52.65x→55x、EV/EBITDA 30x→32x。综合目标价下调至\$82.86，对应当前股价约+8%上行空间。
- **风险因素:** BTC 本轮反弹未能站稳\$80K 以上、伊朗局势恶化推升油价、新 Fed 主席 Warsh 紧缩政策、Trump Accounts 执行风险、新业务投入挤压短期利润率、监管不确定性(Kalshi 合作)。

金煊

852-25321960

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业 金融服务
 股价 76.55 美元
 目标价 82.86 美元 (+8%)
 股票代码 HOOD
 已发行股本 9.01 亿股
 总市值 689.72 亿美元
 52 周高/低 153.86 美元/45.56 美元
 每股账面价 10.34 美元
 主要股东 THE VANGUARD GROUP Inc. (10.64%)
 Blackrock, Inc. (7.10%)
 Vladimir Tenev (6.16%)
 Baiju Bhat (6.13%)
 State Street (3.68%)

表：盈利摘要

盈利摘要					
截至12月31日止财政年度	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
总收入 (百万美元)	2951	4473	4920	5658	6337
变动	58.23%	51.58%	10.00%	15.00%	12.00%
净利润	1465	2319	1563	2018	2388
变动	6876.19%	58.29%	-32.60%	29.13%	18.31%
每股盈利 (美元)	\$1.57	\$2.06	\$1.71	\$2.19	\$2.58
变动		31.21%	-17.08%	28.43%	17.67%
市盈率 76.55 美元 (估)	20.16	45.28	44.81	34.89	29.65

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

2026q1 财务数据

收入端：结构性增长亮点 vs. 加密拖累

图表 1: 2026q1 财务数据

指标 (\$M)	Q1 2025	Q1 2026	YoY%	vs. 预期
交易类收入	583	623	7%	Miss
- 加密货币	253	134	-47%	Miss
- 期权	240	260	8%	In-line
- 股票	56	82	46%	Beat
- 其他(含预测市场)	35	147	320%	Beat
净利息收入	290	359	24%	Beat
其他收入(订阅等)	54	85	57%	Beat
总营收	927	1,067	15%	Miss 9%
总运营费用	557	656	18%	Miss
调整后EBITDA	470	534	14%	Miss
EBITDA利润率	51%	50%	-1pp	In-line
净利润	336	346	3%	Miss
摊薄EPS (\$)	0.37	0.38	3%	Miss 7%

资料来源：公司资料，第一上海

交易收入：结构剧变，加密占比从 43% 骤降至 21%

加密交易收入由 25q1 的 \$253M 下滑 47% 至 \$134M，是 26q1 业绩的最大拖累项。其中，Robinhood APP 端加密名义交易量同比下滑 48% 至 \$240 亿；Bitstamp 贡献 \$420 亿，但因费率较低和有竞争压力对收入贡献有限。值得注意的是，加密在交易收入中的占比从去年同期的 43% 降至 21%，反映了显著的业务结构变化。

26q1 亮点在于预测市场 (prediction markets) 的爆发性增长——其他交易收入同比 +320% 至 \$147M，Q1 事件合约交易量创纪录达 88 亿份，4 月份至今每月运行率约 \$30 亿。期权 (+8%)、股票 (+46%)、期货均双位数增长。但这些仍不足以弥补加密的下行空间。

净利息收入：保证金贷款扩张支撑 +24% 增长

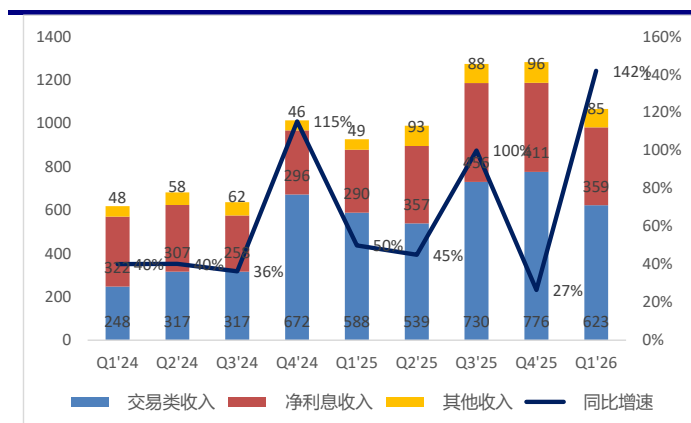
26q1 NII 达 \$359M，同比 +24%，主要驱动因素：(1) 保证金贷款余额 \$170 亿，同比 +93%；(2) 平台资产规模扩大带来更多生息资产；(3) 部分被短期利率下行和证券借贷活动减少抵消。

公司在 2 月调整了高收益现金计划，将 \$60 亿从 Cash Sweep 转入 Cash and Deposits 用以支持保证金贷款增长——这一调整使 Cash Sweep 余额降至 \$260 亿 (-8% YoY)，但增加了 margin lending 的资金来源。

其他收入：Gold 订阅 +57% 引领，Banking 启动初期

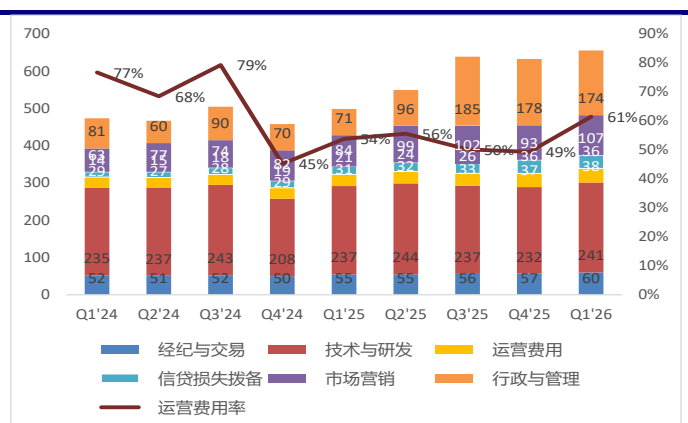
其他收入 \$85M 同比 +57%，其中 Robinhood Gold 订阅收入 \$50M 同比 +32%，订阅用户达 430 万创纪录。Banking 业务存款超 \$20 亿、12.5 万 Funded 用户 (40% 客户使用直存)；Robinhood Strategies AUM 达 \$16 亿、28.5 万 Funded 用户。这些重复性收入对长期估值至关重要，但目前仍处于规模化早期。

图表 2: 收入 (\$M) 及增速 (%)



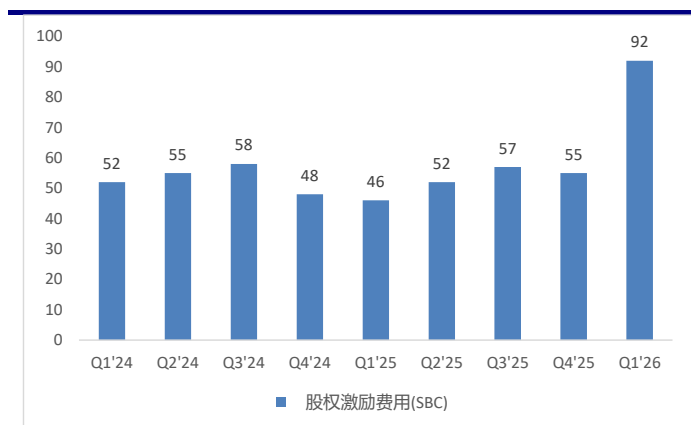
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 3: 营运费用 (\$M) 及费用率 (%)



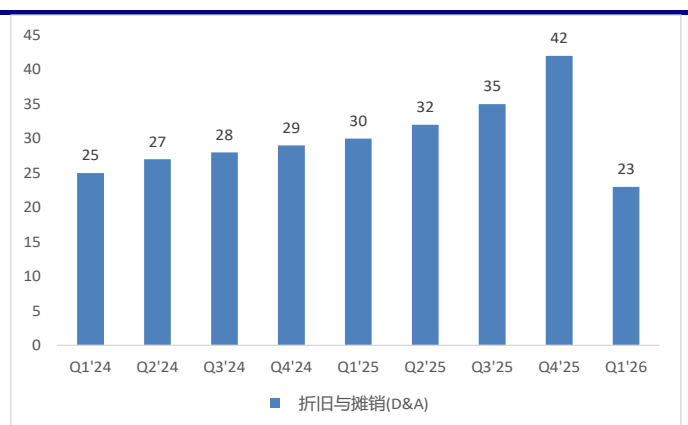
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 4: 股票激励费用 (\$M)



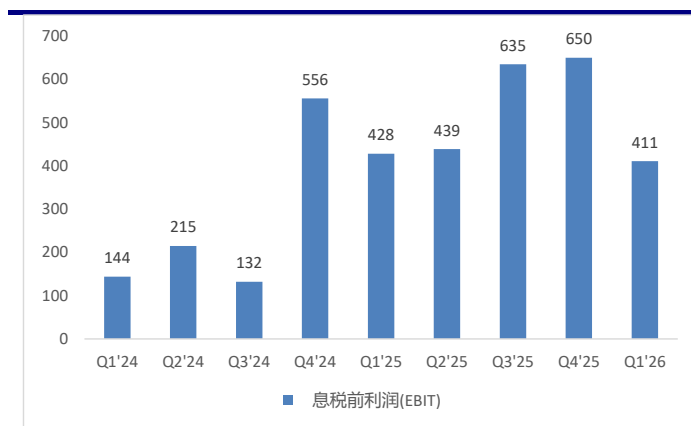
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 5: 折旧与摊销 (\$M)



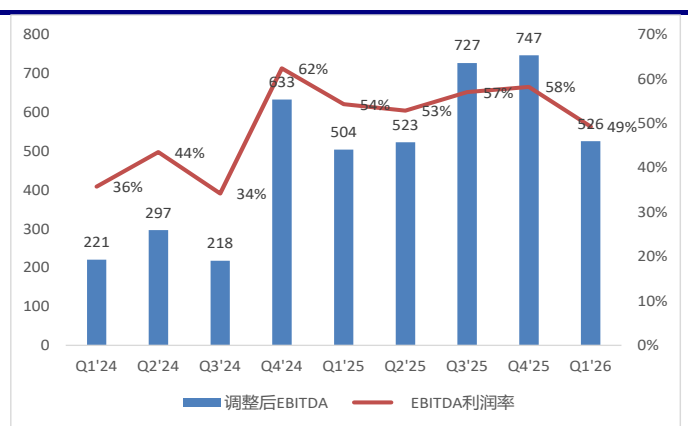
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 息税前利润 (\$M)



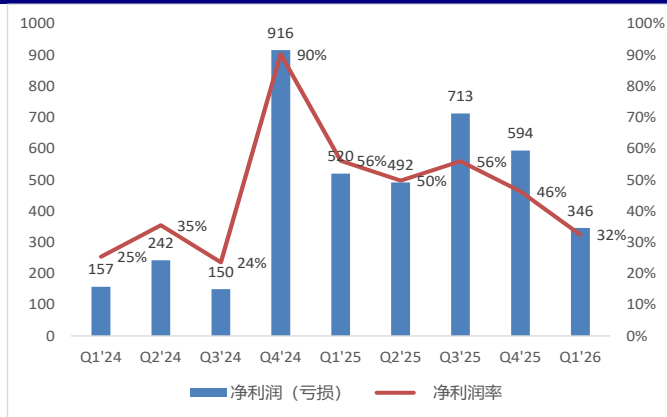
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 调整后 EBITDA (\$M) 及利润率 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 净利润 (\$M) 及净利润率 (%)



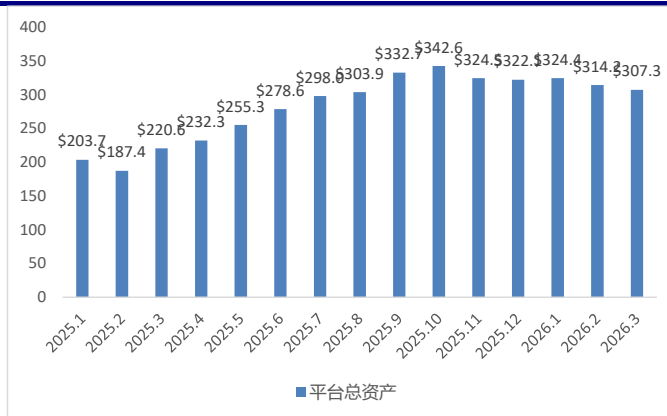
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9: 摊薄每股收益 (\$)



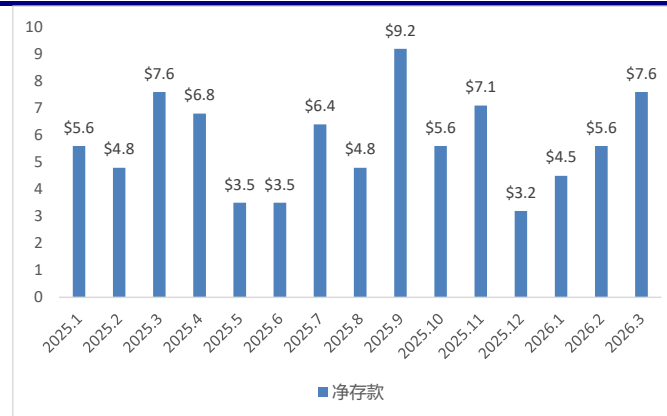
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 10: 平台总资产 (\$B)



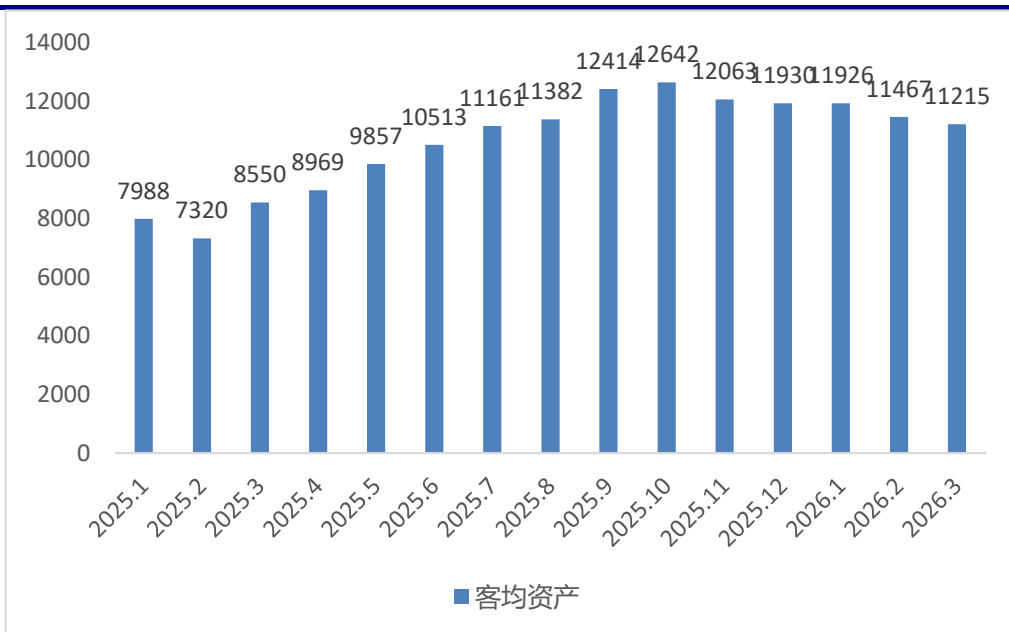
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 净存款 (\$B)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 12: 客均资产 (\$)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 13: 月度指标

	2025												2026			Change	
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	M/M	Y/Y
<i>M - in millions; B - in billions</i>																	
Funded Customer Growth (M)	25.5	25.6	25.8	25.9	25.9	26.5	26.7	26.7	26.8	27.1	26.9	27.0	27.2	27.4	27.4	-	6%
Asset Growth (\$B)																	
Total Platform Assets	\$203.7	\$187.4	\$220.6	\$232.3	\$255.3	\$278.6	\$298.0	\$303.9	\$332.7	\$342.6	\$324.5	\$322.1	\$324.4	\$314.2	\$307.3	(2%)	39%
Net Deposits ¹	\$5.6	\$4.8	\$7.6	\$6.8	\$3.5	\$3.5	\$6.4	\$4.8	\$9.2	\$5.6	\$7.1	\$3.2	\$4.5	\$5.6	\$7.6	NM	NM
Trading																	
Equities and Options Trading Days	20.0	19.0	21.0	21.0	21.0	20.0	21.5	21.0	21.0	23.0	18.5	21.5	20.0	19.0	22.0	16%	5%
Crypto and Prediction Markets Trading Da	31	28	31	30	31	30	31	31	30	31	30	31	31	28	31	19%	-
Total Trading Volumes																	
Equity (\$B)	\$144.7	\$142.9	\$125.6	\$157.8	\$180.5	\$179.1	\$209.1	\$199.2	\$238.8	\$320.1	\$201.5	\$188.6	\$227.3	\$194.4	\$216.1	11%	72%
Options Contracts (M)	166.6	165.6	167.9	167.5	179.8	168.1	195.8	195.5	218.8	266.7	193.2	199.4	200.0	180.3	205.9	14%	23%
Crypto (\$B)	\$20.4	\$14.4	\$11.3	\$8.6	\$11.7	\$14.7	\$28.7	\$28.1	\$23.5	\$32.5	\$28.6	\$21.2	\$22.9	\$25.0	\$17.8	(20%)	58%
Robinhood App	\$20.4	\$14.4	\$11.3	\$8.6	\$11.7	\$8.0	\$16.8	\$13.7	\$9.3	\$13.9	\$12.0	\$8.1	\$8.7	\$9.4	\$5.7	(30%)	(50%)
Bitstamp	-	-	-	-	-	\$6.7	\$11.9	\$14.4	\$14.2	\$18.6	\$16.6	\$13.1	\$14.2	\$15.6	\$12.1	(22%)	NA
Event Contracts (B)	-	-	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	1.7	2.5	3.0	2.9	3.4	2.4	3.0	25%	NM
Average Daily Trading Volumes¹																	
Equity (\$B)	\$7.2	\$7.5	\$6.0	\$7.5	\$8.6	\$9.0	\$9.7	\$9.5	\$11.4	\$13.9	\$10.9	\$8.8	\$11.4	\$10.2	\$9.8	(4%)	63%
Options Contracts (M)	8.3	8.7	8.0	8.0	8.6	8.4	9.1	9.3	10.4	11.6	10.4	9.3	10.0	9.5	9.4	(1%)	18%
Crypto (\$M)	\$658	\$514	\$365	\$287	\$377	\$490	\$926	\$906	\$783	\$1,048	\$953	\$684	\$739	\$893	\$574	(36%)	57%
Robinhood App	\$658	\$514	\$365	\$287	\$377	\$287	\$542	\$442	\$310	\$448	\$400	\$261	\$281	\$336	\$184	(45%)	(50%)
Bitstamp	-	-	-	-	-	\$223	\$384	\$465	\$473	\$600	\$553	\$423	\$458	\$557	\$390	(30%)	NA
Event Contracts (M)	-	-	10	7	10	13	10	10	57	81	100	94	110	86	97	13%	NM
Daily Average Revenue Trades (DARTs) (M)																	
Equity	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	3.0	3.1	2.7	2.7	2.8	2.6	2.8	8%	22%
Options	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3	1.2	(8%)	9%
Crypto ²	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	(20%)	(33%)
Interest Earning Assets (\$B)																	
Margin Book	\$8.3	\$8.7	\$8.8	\$8.4	\$9.0	\$9.5	\$11.4	\$12.5	\$13.9	\$16.5	\$16.8	\$16.8	\$18.4	\$17.2	\$17.0	(1%)	93%
Cash and Deposits ^{3, 5}	\$10.7	\$9.9	\$9.8	\$11.4	\$12.1	\$14.0	\$14.6	\$14.3	\$14.4	\$14.7	\$12.1	\$11.0	\$11.7	\$16.5	\$16.7	1%	70%
Cash Sweep ⁵	\$26.3	\$26.2	\$28.2	\$28.9	\$30.8	\$32.7	\$33.6	\$34.1	\$35.4	\$34.2	\$32.5	\$32.8	\$31.5	\$25.8	\$26.0	1%	(8%)
Securities Lending (\$M)																	
Total Securities Lending Revenue	\$25	\$22	\$24	\$25	\$33	\$54	\$61	\$53	\$59	\$60	\$34	\$38	\$34	\$25	\$33	32%	38%
Securities Lending, Net ^{4, 6}	\$10	\$6	\$7	\$9	\$13	\$32	\$37	\$24	\$26	\$24	-	\$2	\$4	(\$1)	\$1	NM	(86%)

资料来源: 公司资料, 第一上海

5月初市场动态与近期催化剂观察

BTC 突破\$80K：是真突破还是假反弹？

自公司4月底26q1业绩发布以来，加密市场出现关键转折。BTC于5月4日交易日突破\$80,300心理关口。

这一突破伴随多重利多：

- 1) 4月BTC ETF净流入\$26.2亿(年内最强月份)，5月1日单日流入\$6.3亿；
- 2) 伊朗5月1日提交14点停火建议，原油从4年高位回落，全球风险偏好改善；

但是反弹的可持续性仍待观察：

- 1) BTC较年初高点\$126K仍下跌37%，2026年迄今仍为负收益；
- 2) 5月15日Powell卸任Fed主席后，Warsh倾向紧缩货币政策，历史上每次Fed主席换届BTC平均跌至少77%；
- 3) 伊朗谈判尚未达成最终协议，霍尔木兹海峡封锁风险仍存；
- 4) Strategy(MSTR)5月5日26q1财报将披露Saylor的BTC增持节奏——其平均成本\$75,537仅微低于现价，重大减持将冲击市场。

对HOOD的传导：需等待26q2月度数据验证

Robinhood的股价在26q1财报后轻微反弹，部分price in了BTC上涨预期。

但需要明确：

- 1) 26q1加密交易量数据已截止3月31日，与5月反弹无关；
- 2) 公司4月29日财报会上明确「4月份加密未见显著反弹」；
- 3) 真正的26q2数据要等到5月中旬公司披露月度运营指标后才能确认。如果4月底-5月加密交易量从26q1的\$24B(Robinhood APP端)月度运行率回升至\$30B以上，将明显对26q2收入提供支撑。

我们观察以下时间窗口的催化剂：

- 1) 5月5日 - Strategy/MSTR 26q1财报：观察Saylor是否继续累积BTC，对市场情绪有重大信号意义
- 2) 5月15日 - Powell卸任 + 新Fed主席Warsh就职：货币政策预期转向可能引发短期波动
- 3) 5月中旬 - HOOD 4月Monthly Metrics：首次披露26q2初始交易量数据，是否兑现“4月强劲”的指引
- 4) 6月初 - HOOD 5月Monthly Metrics：验证BTC突破\$80K后的实际客户行为变化
- 5) 7月底 - HOOD 26q2财报：综合验证加密反弹是否实质性传导至业绩

投资建议与估值

目标价 82.86 美元，调整为“持有”评级

估值乘数调整

- 1) P/E 由 52.75x 上调至 55x：FY2026E EPS 下调至\$1.71(含 Trump Accounts 一次性\$100M+CF0 transition 成本)；55x 对应 FY2027E 正常化 EPS \$2.19 约 37x，与高质量 Fintech 同业(Coinbase ~30-35x、SoFi ~30x) 估值一致。BTC 突破后市场风险偏好改善，对成长性溢价有所修复。26q1 miss 让市场对单一年度 EPS 不确定性提高，因此 P/E 权重从 45% 降至 40%。

- 2) EV/EBITDA 由 30x 上调至 32x: FY2026E EBITDA \$22.97 亿、利润率 47%; 32x 对应 FY2027E EBITDA \$29.21 亿约 25x, 位于 Fintech 同业(Coinbase ~25x、SoFi ~18x) 区间高端。考虑 HOOD 仍具 50%+EBITDA 利润率优势+加密预期改善, 给予溢价合理。
- 3) EV/Revenue 维持在 8x: 权重从 15%升至 20%以平衡 P/E 一年期波动。
- 4) 综合加权目标价\$82.86 (此前\$100), 对应当前股价\$76.55 约+8%上行空间。考虑到上行空间未达到 15%+的买入阈值, 且 26q2 加密反弹是否实质传导至业绩需待 5 月中旬-7 月底数据验证, 我们将公司评级调整为“持有”。
- 5) 后续观察重点: 5 月-6 月 HOOD 月度交易量数据; BTC 能否站稳\$80K 关键位置; Strategy 5/5 财报释放的市场信号。如 26q2 加密交易量同比转正, 将考虑上调评级。

图表 14: 估值模型

市场数据与关键假设			
参数	数值		
当前股价 (美元)	76.55		
摊薄股数 (百万股)	901		
现金 (百万美元)	5,012		
有息债务 (百万美元)	-		
市值 (百万美元)	68,972		
企业价值EV (百万美元)	63,960		
估值乘数			
估值方法	乘数	权重	
市盈率 P/E (× FY2026E EPS)	55.0x	40.0%	
EV/EBITDA (× FY2026E Adj.EBITDA)	32.0x	40.0%	
EV/Revenue (× FY2026E 营收)	8.0x	20.0%	
P/FCF (× FY2026E 自由现金流)	30.0x	15.0%	
各方法隐含目标价 (美元/股)			
估值方法	隐含目标价 (\$)	占比	
P/E 法	95.41	45.0%	
EV/EBITDA法	87.16	35.0%	
EV/Revenue法	49.25	20.0%	
综合目标价			
	加权目标价 (\$)	当前股价 (\$)	隐含上行空间
加权均值	82.86	76.55	8%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

风险因素

BTC 本轮反弹未能站稳的下行风险：5 月初 BTC 突破 \$80K 但需站稳 200 日均线 \$83,842 才能确认趋势反转。若 5 月份 BTC 跌回 \$75K 以下，加密交易量恢复将延后，HOOD 加密相关收入承压可能延续至 26q2 甚至 26q3。同时，每次 Fed 主席换届（5 月 15 日）历史上 BTC 平均跌 77%，是重大不确定性。

加密货币周期下行延续：26q1 加密交易收入同比 -47%，且管理层确认 4 月未见显著反弹。加密名义交易量（APP 端）-48%，反映散户情绪疲软。如果加密熊市延续至 2026 年下半年，全年加密收入可能进一步下行，对交易类收入构成持续压力。

Trump Accounts 执行风险：Trump Accounts 作为美国财政部独家合作产品长期价值显著，但存在以下风险：（1）公司预先投入 \$1 亿建设 UI 及客服，确认收入需待客户激活；（2）项目以 cost-plus 加少量加成定价，盈利贡献有限；（3）政治敏感性可能影响品牌中性形象。

监管不确定性：（1）预测市场合作方 Kalshi 此前面临法律诉讼，部分州对预测市场表达管辖权异议；（2）PFOF 模式持续受 SEC 关注；（3）加密业务跨境扩张面临多国监管不确定性；（4）Robinhood Stock Tokens（欧洲）和 staking 服务面临 litigation 风险。

利率与宏观环境：短期利率下行已开始限制净利息收入弹性；如美联储继续降息，HOOD 的净利息利差将受压。同时，新 Fed 主席 Warsh 倾向紧缩政策可能引发市场剧烈波动。伊朗局势若恶化推升油价至 \$130 以上，可能再次引发风险资产抛售。

竞争加剧：Coinbase、SoFi、Charles Schwab 等竞争对手在零佣金交易、加密、银行业务等领域加速布局。Robinhood 需持续投入产品创新和市场营销，可能挤压利润率。Q1 营销费用 \$107M 同比 +2%，但全年指引同比增加约 18%。

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>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入					
交易类收入	1,554	2,633	2,781	3,112	3,422
净利息收入	1,183	1,514	1,669	1,867	2,028
其他收入	214	326	470	679	887
总净收入	2,951	4,473	4,920	5,658	6,337
同比增速	58%	52%	10%	15%	12%
运营支出					
经纪与交易	205	223	283	306	330
技术与研发	923	950	1,147	1,273	1,363
运营费用	113	133	184	192	203
信贷损失拨备	66	107	182	238	285
市场营销	296	378	512	538	539
行政与管理	301	530	752	651	634
总运营支出	1,904	2,321	3,060	3,197	3,352
运营费用率	65%	52%	62%	57%	53%
利润指标					
股权激励费用(SBC)	213	210	332	340	360
折旧与摊销(D&A)	109	139	106	120	130
息税前利润(EBIT)	1,047	2,152	1,860	2,461	2,985
调整后EBITDA	1,369	2,501	2,297	2,921	3,475
EBITDA利润率	46%	56%	47%	52%	55%
所得税(费用)/收益	-418	-167	297	443	597
净利润(亏损)	1,465	2,319	1,563	2,018	2,388
净利润率	50%	52%	32%	36%	38%
摊薄每股收益(EPS) (\$)	1.57	2.06	1.71	2.19	2.58

资产负债表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
资产					
流动资产					
现金及等价物	4,332	4,261	6,033	7,909	10,145
受监管隔离现金/证券	4,724	5,749	12,232	14,309	16,105
用户应收款(保证金贷款)	8,239	17,994	19,224	21,219	22,522
借入证券	3,236	2,408	4,466	5,638	6,595
交易所保证金存款	489	702	736	797	846
用户持有碎股	2,530	3,782	4,053	4,741	5,336
持有至到期投资	398	0	0	0	0
其他流动资产	1,155	1,409	2,055	3,594	5,656
流动资产合计	25,103	36,305	48,798	58,208	67,206
非流动资产					
固定资产及软件(净)	139	154	157	178	206
商誉	179	385	401	401	401
无形资产(净)	38	168	154	82	4
其他非流动资产	728	1,125	1,499	2,002	2,528
非流动资产合计	1,084	1,832	2,210	2,663	3,138
资产总计	26,187	38,137	51,008	60,871	70,344
负债					
流动负债					
应付账款及应计费用	397	463	604	807	1,019
用户应付款	7,448	11,986	17,495	18,752	19,552
借出证券	7,463	11,626	17,818	22,495	26,316
碎股回购义务	2,530	3,782	4,053	4,741	5,336
其他流动负债	266	914	1,392	2,435	3,832
流动负债合计	18,104	28,771	41,362	49,230	56,054
非流动负债					
其他非流动负债	111	215	254	302	348
负债总计	18,215	28,986	41,616	49,532	56,403
股东权益					
额外实收资本(APIC)	12,008	11,284	11,209	11,349	11,509
其他综合收益(损失)	-1	8	2	2	2
留存收益(累计亏损)	-4,035	-2,152	-585	1,433	3,821
非控制性权益	0	11	372	376	380
股东权益合计	7,972	9,151	9,393	11,339	13,942
负债及股东权益总计	26,187	38,137	51,008	60,871	70,344

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
经营利润率(%)	35%	48%	38%	44%	47%
EBITDA利润率(%)	46%	56%	47%	52%	55%
净利率(%)	50%	52%	32%	36%	38%
收入占比					
交易/收入(%)	53%	59%	57%	55%	54%
净利息/收入(%)	40%	34%	34%	33%	32%
其他/收入(%)	7%	7%	10%	12%	14%
营运表现					
交易/收入(%)	20%	10%	15%	12%	11%
研发/收入(%)	88%	44%	62%	52%	46%
运营/收入(%)	11%	6%	10%	8%	7%
销售/收入(%)	28%	18%	28%	22%	18%
财务状况					
总负债/总资产	70%	76%	82%	81%	80%
收入/净资产	37%	49%	52%	50%	45%
经营性现金流/收入	-5%	37%	79%	50%	50%

现金流量表

<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
经营活动现金流					
净利润(亏损)	1,411	1,883	1,563	2,018	2,388
股权激励费用(SBC)	213	210	332	340	360
折旧与摊销(D&A)	109	139	106	120	130
营运资本及其他变化	-1,890	-594	1,885	340	317
经营活动现金流合计	-157	1,638	3,886	2,818	3,195
投资活动现金流					
资本支出(Capex)	-74	-93	-95	-141	-158
并购及投资支出	-74	234	-53	0	0
投资活动现金流合计	-148	141	-148	-141	-158
自由现金流(FCF)	-231	1,545	3,791	2,676	3,036
FCF转化率(FCF/净利润)	-16%	82%	243%	133%	127%
融资活动现金流					
股票回购	-223	-615	-1,000	-800	-800
其他融资活动	-122	25	358	0	0
融资活动现金流合计	-345	-590	-642	-800	-800
现金变动汇总					
净现金变动	-651	1,198	-3,860	1,876	2,236
期初现金余额	9,346	8,695	9,893	6,033	7,909
期末现金余额	8,695	9,893	6,033	7,909	10,145

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。