

## Day1Global Research Team

### DEEP DIVE RESEARCH REPORT

# Robinhood Markets, Inc.

HOOD | NASDAQ

股票代码	HOOD (NASDAQ)	当前股价	\$71.93
市值	\$64.7B	52 周区间	\$29.66 - \$153.86
FY2025 收入	\$4.5B (+52% YoY)	FY2025 净利润	\$1.88B
Q4 EPS	\$0.66 (Beat \$0.63)	Adj EBITDA Margin	56%
分析师评级	19 Buy / 3 Hold / 2 Sell	共识目标价	\$127 (+77%)

基于 Q4 2025 / FY2025 财报 | 2026 年 2 月 24 日

数据来源: Robinhood IR, SEC Filings, Market Data

免责声明: 本报告仅供研究参考, 不构成投资建议。投资有风险, 入市需谨慎。所有数据截至 2026 年 2 月 24 日。

## Executive Summary / TL;DR

**Action: WATCHLIST — PASS at \$72, BUY Target \$55-60, STRONG BUY <\$50**

Robinhood 正在从一个交易 app 进化为金融超级应用（SuperApp），FY2025 收入\$4.5B 同比增长 52%，净利润\$1.88B 实现了真正的盈利拐点。但当前~35x TTM P/E 估值中已 price in 了增长预期，且 60%+收入仍依赖交易（尤其是加密货币），周期性风险显著。等待更好的入场机会。

## Key Forces: 三个决定性因素

### 1. 金融 SuperApp 转型 — 最重要的长期叙事

Robinhood 正在从一个简单的股票/加密交易平台，转变为一站式金融服务平台。这个战略转型是理解公司未来的核心：

**Gold 订阅 (4.2M 用户, +58% YoY):** 月付\$5 的 VIP 服务，提供更高存款利率、专业研报、Level II 行情等。15%的渗透率意味着巨大的增长空间。这是最可预测、最高质量的收入来源。

**Strategies (\$1.3B AUM):** 类似于智能投顾的自动化投资组合管理功能，帮助用户从"炒单"升级为"资产管理"。这直接对标 Schwab、Fidelity 的核心业务。

**Banking + Credit Card:** 推出了支出账户（\$300M 存款）和信用卡（Gold 卡带 3%返现），目标是成为用户的主要银行账户。一旦成功，用户粘性将指数级提升。

**Retirement (\$26.5B AUC):** IRA 退休账户是美国人最"重"的金融关系之一。用户一旦将退休金放在 Robinhood，转移成本极高，这是最强的"锁定"机制。

**国际扩张 (750K 客户):** 已进入英国和欧盟市场，2025 年通过收购 Bitstamp 获得全球加密货币牌照。

### 2. 加密货币收入的周期性 — 最大的短期风险

Q4 2025 加密交易收入\$221M，环比下降 52%（Q3 为\$461M），这直接导致 Q4 总收入增速从 Q3 的 +100%骤降至+27%。加密收入是一把双刃剑：牛市时可以为总收入贡献 40%以上，熊市时可能萎缩至 15%以下。目前 BTC 已从高点回落 30%，这是股价从\$153 跌至\$72 的主要原因。

**关键洞察:** 市场过度关注加密波动，但 non-crypto 收入在 FY2025 增长了约 45%，已占总收入的 75%。如果去掉加密部分，Robinhood 的"底层"业务增速依然健康。

### 3. 运营杠杆与利润率扩张 — 盈利质量提升

FY2025 是 Robinhood 证明自己"能赚钱"的关键一年。调整后 EBITDA 利润率达到 56%（vs FY2024 的 42%），收入增长 52%而运营费用仅增长 25%，展示了平台型商业模式强大的运营杠杆。股权激励（SBC）占收入比例从 10.3%降至 6.8%，GAAP 盈利质量显著提升。

## Module A: 收入深度拆解

### FY2025 全年收入结构

收入类别	FY2025	FY2024	YoY %	占比	质量评级
交易收入 (Transaction)	\$2,720M	\$1,503M	+81%	59%	中 (周期性)

- 期权 Options	\$1,189M	\$793M	+50%	26%	中高 (粘性强)
- 加密货币 Crypto	\$854M	\$393M	+117%	19%	低 (高波动)
- 股票 Equities	\$332M	\$218M	+52%	7%	中
- 预测市场 Events	\$338M	\$90M	+276%	7%	未知 (新品)
净利息收入 (NII)	\$1,445M	\$1,080M	+34%	32%	高 (可预测)
其他/订阅收入	\$379M	\$378M	+0.3%	8%	最高 (经常性)
总收入 Total	\$4,544M	\$2,951M	+52%	100%	—

Q4 2025 季度表现

Q4 2025 收入细项	Q4 2025	Q3 2025	QoQ %	YoY %	信号
期权 Options	\$314M	\$285M	+10%	+41%	稳健增长
加密货币 Crypto	\$221M	\$461M	-52%	-38%	周期下行
股票 Equities	\$94M	\$71M	+32%	+54%	加速增长
预测市场 Events	\$147M	\$61M	+141%	+374%	爆发增长
净利息收入 NII	\$411M	\$387M	+6%	+39%	稳定器
其他/订阅	\$96M	\$95M	+1%	+109%	基盘稳固
Q4 总收入	\$1,283M	\$1,360M	-6%	+27%	—

收入质量评估: FY2025 收入的"质量分层"非常重要——净利息收入（32%，高可预测性）+ Gold 订阅收入（高粘性）提供了约 40%的稳定底盘。交易收入虽占 59%但内部分化明显：期权收入粘性强（用户学习曲线高，不易流失），加密收入波动极大。预测市场是全新增长引擎但持续性待验证。

Module B: 盈利能力分析

指标	Q4 2025	Q3 2025	FY2025	FY2024
收入 Revenue	\$1,283M	\$1,360M	\$4,544M	\$2,951M
Adj. EBITDA	\$726M	\$810M	\$2,507M	\$1,235M
Adj. EBITDA Margin	57%	60%	56%	42%
GAAP 净利润	\$605M	\$150M	\$1,880M	\$877M
GAAP 净利率	47%	11%	41%	30%
稀释 EPS	\$0.66	\$0.17	\$2.05	\$0.99
SBC (股权激励)	\$87M	\$80M	\$309M	\$305M
SBC / Revenue	6.8%	5.9%	6.8%	10.3%
运营费用增速	—	—	+25%	+20%
收入增速	—	—	+52%	+37%

**关键发现:** 收入增长 52%而运营费用仅增长 25%——这就是"运营杠杆" (Operating Leverage) 的经典体现。简单来说, Robinhood 每多赚 1 块钱收入, 只需要多花约 0.5 毛的成本, 剩下的都是利润。SBC 从收入的 10.3%降至 6.8%, 说明公司在减少"隐性稀释"——这意味着 GAAP 利润更"真实"了。

**注意 Q3 vs Q4 净利润差异:** Q3 净利润仅\$150M vs Q4 的\$605M, 主要是 Q3 有一次性监管罚款和投资减值。调整后的盈利能力实际上是持续改善的。

## Module C: 现金流与资产负债表

指标	FY2025	FY2024
经营性现金流 (OCF)	\$1,640M	\$1,050M
资本支出 (CapEx)	~\$60M	~\$45M
自由现金流 (FCF)	~\$1,580M	~\$1,005M
FCF / 净利润 (转化率)	84%	115%
现金及等价物	\$4,300M	\$4,800M
股票回购 (自 Q3 2024)	\$910M	\$267M
净资产 (Equity)	\$8,700M	\$7,200M
ROE (净资产回报率)	~21%	~12%

**现金流解读:** FCF/净利润转化率 84%——这意味着公司赚的利润大部分能变成"真金白银"。\$4.3B 现金储备充裕, \$910M 的股票回购 (约占 SBC 的 3 倍) 说明管理层在积极抵消股权稀释。ROE 从 12%跃升至 21%, 但因为只有 1 年强劲盈利记录, 还不能断言可持续性。

## Module D: 2026 年前瞻指引

**管理层指引 (Guidance):** 2026 年调整后运营费用预计\$2.6B-\$2.725B (同比+18%中值), 隐含继续保持"收入增速大于费用增速"的运营杠杆。分析师共识预测 FY2026 收入\$5.46B (+22.2% YoY), Adj EBITDA 利润率扩张至 58.9%。

**January 2026 初步数据:** 平台总资产\$324B, 注册客户 27.2M。1 月通常是季节性低点, 但资产规模持平 Q4 水平是积极信号。

**CFO 换人:** Shiv Verma 将接替 Jason Warnick 担任 CFO。Warnick 是 Robinhood 上市以来的关键财务舵手, 换帅过渡期可能带来短期不确定性, 但新 CFO 来自高增长科技公司背景, 可能带来更激进的资本配置策略。

## Module E: 竞争格局对比

公司	市值	P/E (TTM)	收入增速	核心优势	威胁程度
HOOD	\$65B	~35x	+52%	年轻用户+产品	—
SCHW	\$170B	~26x	+18%	AUM 规模+品牌	高
IBKR	\$85B	~38x	+26%	专业交易工具	中

COIN	\$50B	~30x	+78%	加密基础设施	中高
SOFI	\$20B	~60x	+24%	银行牌照+学贷	中

护城河评估: Narrow but Widening（窄但在拓宽）

Robinhood 的护城河目前仍然较窄——品牌认知度在年轻投资者中很强，但用户切换成本不高。不过随着 Retirement（\$26.5B 退休金）和 Banking 的渗透，“粘性资产”占比提升，护城河在逐步加深。27M 注册用户（平均年龄~31 岁）代表了 40 年以上的货币化窗口期，这是最被市场低估的资产。

Module F: 核心 KPI 仪表盘

KPI 指标	Q4 2025	Q4 2024	YoY 变化	趋势判断
注册客户 (Funded)	27.0M	25.2M	+7%	稳健
Gold 订阅用户	4.2M	2.65M	+58%	强劲加速
Gold 渗透率	15%	11%	+400bp	核心驱动力
平台总资产 (AUC)	\$324B	\$193B	+68%	强劲
TTM 净存款	\$68B	\$37B	+84%	强劲
ARPU (年化)	\$191	\$164	+16%	稳步提升
Retirement AUC	\$26.5B	\$12.5B	+112%	爆发
Strategies AUM	\$1.3B	新业务	N/A	初期增长
国际客户	750K	新市场	N/A	扩张初期
月活跃用户	~12M	~10M	+20%	健康

最重要的领先指标: Gold 订阅增长。4.2M 用户付费\$5/月 = ~\$250M ARR，且这些用户的 ARPU 是普通用户的 3-4 倍。Gold 渗透率从 11%到 15%只用了 4 个季度，如果达到 25-30%（类似 Amazon Prime 的渗透路径），将彻底改变 Robinhood 的收入质量。

Module G: 产品管线与创新

Prediction Markets（预测市场）

FY2025 收入\$338M（Q4 单季\$147M，+374% YoY），累计处理超过 120 亿份合约。通过与 Rothera 的合资运营，获得 CFTC 合规框架。这是一个 Robinhood 独有的差异化产品，竞争对手目前无法复制。2025 年超级碗期间创纪录的交易量证明了体育赛事是强大的流量入口。

Robinhood Strategies（智能投顾）

AUM 已达\$1.3B，提供基于 AI 的自动化投资组合管理。低费率+零门槛对标 Wealthfront/Betterment（\$70B+ AUM），但拥有更大的用户基数来交叉销售。这是 ARPU 提升的关键杠杆。

Banking & Credit Card

Spending Account 存款\$300M，Gold Card 提供 3%无上限返现。虽然规模尚小，但一旦用户将 Robinhood 作为主要银行账户使用（Primary Financial Relationship），LTV 将提升 3-5 倍。CEO Vlad Tenev 明确表示 Banking 是 2026 年的战略重点。

区块链 & Tokenization

Robinhood 刚宣布了 Layer-2 区块链测试网，首周处理 400 万笔交易。同时推出\$1B 的零售投资者基金，投资 Pre-IPO 公司。这些举措表明 Robinhood 正在布局"资产代币化"这一万亿级赛道。

Module K: 多维度估值分析

估值方法	当前值	行业均值	隐含价格	判断
P/E (TTM)	35x	25-30x	\$55-60	偏贵
EV/Revenue (TTM)	14x	8-10x	\$50-65	偏贵
EV/EBITDA (TTM)	26x	18-22x	\$55-65	偏贵
P/E (FY2026E)	25x	20-25x	\$72	合理
反向 DCF	隐含增速 25%+	—	—	可达但紧
PEG Ratio	~0.7x	<1=便宜	—	有吸引力

概率加权情景分析

情景	概率	目标价	空间	FY26E Rev	FY26E P/E	触发条件
Bull 牛市	30%	\$140	+95%	\$6.2B	38x	加密回暖 +SuperApp 放量
Base 基本	45%	\$95	+32%	\$5.5B	28x	业务稳健+无重大黑天鹅
Bear 熊市	25%	\$45	-37%	\$4.0B	20x	加密寒冬+监管打击
加权目标价	100%	\$96	+33%	—	—	隐含 IRR ~15%

估值结论: 加权目标价\$96（+33%上行空间），但 15%的隐含 IRR 仅"勉强"满足风险调整后回报要求。考虑到 60%+收入依赖交易环境，我们需要更大的安全边际。在\$55-60 区间买入时，隐含 IRR 提升至 25%+，风险回报比显著改善。

Module L: 持股结构与内部人交易

内部人交易信号: 偏负面。过去 6 个月内部人执行了 128 笔卖出交易，0 笔买入。虽然高管卖出可能是 pre-planned 的定期减持（Rule 10b5-1 计划），但零买入仍然值得关注。

国会议员持仓: 有趣的正面信号。8 位国会议员在近期买入 HOOD，0 笔卖出。国会议员的交易往往与政策走向相关——这可能暗示对 Robinhood 友好的监管环境。

机构持仓: Vanguard、BlackRock、Citadel 等主要机构持有。ARK Invest（Cathie Wood）在近期有减持动作，但仍是重要持仓。

## 六大投资哲学视角

投资哲学	判断	核心逻辑
Quality Compounder (Buffett 巴菲特)	PASS	盈利记录太短（仅 1 年强劲），护城河尚窄，需要 3-5 年持续证明才能被视为复利机器
Imaginative Growth (ARK/Cathie Wood)	LONG	SuperApp TAM 巨大（美国金融服务\$200B+收入池），27M 年轻用户 = 40 年货币化窗口，10x+潜力
Fundamental L/S (Tiger Global)	LONG	市场过度锚定加密风险，低估 SuperApp 期权价值。做多 HOOD/做空传统高估值券商是有效对冲
Deep Value (Klarman)	PASS	在\$72 无安全边际。<\$50 才有足够折价。周期性收入结构意味着需要更高风险补偿
Catalyst-Driven (Tepper)	LONG	多个催化剂在 6-18 个月内释放：加密复苏、Banking 放量、Strategies 规模化、国际扩张
Macro Tactical (Druckenmiller)	CAUTIOUS	降息有利 NII 短期但降低长期利差。加密&预测市场受监管政策影响大。需要看清宏观方向

## 价值投资四维评分 (us-value-investing)

评估维度	得分	分析说明
ROE 可持续性	2/3	FY2025 ROE ~21%，但仅 1 年强劲记录。需观察 FY2026 是否能维持 20%+。交易收入的周期性使 ROE 可能大幅波动。
负债安全性	2/3	无传统长期债务，\$4.3B 现金。但券商业务有结构性负债（客户资金、保证金贷款），资本充足率需持续监控。
自由现金流质量	2/3	FCF \$1.6B，转化率 84%（好于平均）。\$910M 回购有效抵消 SBC 稀释。但 FCF 受交易量波动影响大。
护城河评估	2/3	窄但在拓宽：品牌优势在 Z 世代/千禧一代明确，Retirement/Banking 正在建立转换成本。但功能可被大型竞争对手复制。
综合评级	8/12	B 级 — 良好的投资候选标的，但尚未达到 A 级“复利机器”的标准。需要更长的盈利记录和更宽的护城河。

## Variant View: 市场共识 vs 我们的观点

### 市场共识（Consensus）

Robinhood 是一只高 Beta 的加密/Meme 股票，收入不可预测，估值靠情绪驱动。当加密市场下跌时，HOOD 必然大幅回调。

### 我们的观点（Our View）

市场对加密风险的判断基本正确，但对业务转型的低估程度惊人。三个被忽视的事实：

第一，非加密收入在 FY2025 增长约 45%，占总收入 75%。即便加密收入归零，Robinhood 仍有\$3.4B 的“底层”收入在快速增长。



第二，27M 注册用户（平均~31 岁）意味着 40 年以上的货币化窗口。这些用户的人生财务复杂度（房贷、退休、投资、保险）还远未到顶峰，ARPU 的增长空间远大于市场定价。

第三，Gold 订阅的飞轮效应被严重低估。4.2M 用户、15%渗透率、58%增长率——这个曲线类似早期的 Amazon Prime。一旦渗透率突破 25%，Robinhood 的"subscription + financial services"模式将获得质变式的估值重评。

## Pre-Mortem: 三大失败路径

失败情景	概率	影响	具体描述
加密寒冬延续	20%	高	BTC 持续低于\$40K 超过 12 个月，加密交易收入萎缩至 \$200M 以下，拖累总收入增速降至个位数。股价可能跌至\$30-40。
监管重锤	15%	中高	PFOF（订单流付费）被禁止将直接砍掉期权+股票交易收入的 20-30%；CFTC 收紧预测市场合规将威胁\$338M 的新业务线。
SuperApp 不粘	25%	中	用户将 Robinhood 视为"玩票"而非主力金融关系，Retirement/Banking/Strategies 无法突破临界规模，ARPU 增长停滞在\$200 以下。

## Module M: 持续监控框架

### 增长驱动力跟踪

指标	当前值	6 个月目标	12 个月目标	重要性
Gold 订阅用户	4.2M	5.0M	6.0M+	最高
ARPU	\$191	\$200+	\$220+	高
TTM 净存款	\$68B	\$70B+	\$80B+	高
Retirement AUC	\$26.5B	\$35B+	\$45B+	中高
Strategies AUM	\$1.3B	\$3B+	\$5B+	中
国际客户	750K	1.5M+	3M+	中
Banking 存款	\$300M	\$1B+	\$3B+	中高

### 操作触发器

动作	价格/条件	逻辑
BUY 买入	\$55-60	25x FY2026E P/E，隐含 IRR 25%+，提供足够安全边际
STRONG BUY	<\$50	加密恐慌带来的极端错价，20x FY2026E P/E，历史性机会
ADD 加仓	Gold 用户达 6M+	Gold 飞轮加速确认，证明 SuperApp 模式可行
HOLD 持有	\$70-100	估值合理但不便宜，持有但不追高
TRIM 减仓	\$130+	接近前高，估值拉伸至 40x+，部分获利了结



EXIT 退出	PFOF 被禁	核心商业模式受损，需要完全重新评估
---------	---------	-------------------

## 最终决策

**分类: WATCHLIST (观察名单)**

**当前动作: PASS at \$72 — 等待更好入场点**

**买入目标: \$55-60 | 强力买入: <\$50**

信心度: MEDIUM — 商业模式论证强，但价格未到位

核心逻辑: 在~35x TTM P/E 估值下，60%+收入与市场环境高度相关，缺乏足够的安全边际。Robinhood 的 SuperApp 转型方向正确，Gold 飞轮是被市场低估的关键变量，但我们需要更低的价格来补偿周期性风险。加密市场的下一次深度回调 (BTC -30%+) 很可能带来\$55 以下的入场机会。耐心等待。

## 数据来源

- [1] Robinhood Investor Relations - Q4 2025 Earnings Release (Feb 10, 2026) — <https://investors.robinhood.com>
- [2] Robinhood Markets 10-K Annual Report FY2025 — SEC EDGAR
- [3] Robinhood Markets 10-Q Quarterly Report Q4 2025 — SEC EDGAR
- [4] Robinhood Q4 2025 Earnings Call Transcript — Robinhood IR
- [5] Robinhood January 2026 Monthly Operating Data — <https://investors.robinhood.com>
- [6] Robinhood Markets (HOOD) Stock Data — Yahoo Finance, CNBC, TradingView
- [7] Robinhood Markets Market Cap — CompaniesMarketCap (\$67.25B as of Feb 2026)
- [8] Robinhood Stock Price History — MacroTrends (52-week high \$153.86, low \$29.66)
- [9] TIKR.com — Robinhood FY2026 Consensus Estimates (\$5.46B revenue, 58.9% EBITDA margin)
- [10] Motley Fool — "Robinhood Stock Has Been Volatile" (Feb 21, 2026)
- [11] CNBC — Robinhood CEO Interview, Analyst Reports (Feb 2026)
- [12] TradingView — HOOD Technical Analysis, Next Earnings May 13, 2026
- [13] CoinCodex — HOOD Price Forecast Model