

Robinhood(HOOD.O)深度报告：打造全民金融平台，开启民主金融时代

评级：买入(首次覆盖)

陈梦竹(证券分析师)
S0350521090003
chenmz@ghzq.com.cn

林臻(联系人)
S0350123040004
linz@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对纳斯达克指数表现

表现	1M	3M	12M
Robinhood	9%	20%	118%
纳斯达克	-6%	-1%	17%

市场数据

2024/06/18

当前价格（美元）	21.86
52周价格区间（美元）	7.91-24.28
总市值（百万美元）	18,793.18
流通市值（百万美元）	18,793.18
总股本（万股）	85,970.62
流通股本（万股）	85,970.62
日均成交额（百万美元）	455.51
近一月换手（%）	58.64

◆ 本篇报告核心解决以下问题：

- ◆ 1) Robinhood早期如何异军突起大量获客？历史上的股价大幅波动的原因是什么？
- ◆ 2) 如何看待美国互联网券商的竞争格局以及加密货币行业的发展？目前Robinhood又在其中扮演什么样的角色？
- ◆ 3) Robinhood当前的核心变量是什么？预期差最大的业务在哪一块？如何看待Robinhood的短期及长期驱动力？
- ◆ 4) Robinhood估值方式的切换，今年如何为Robinhood定价？

1、Robinhood的发展过程：创新业务的领跑者，致力于打造全民金融理财平台

- ◆ **创新采用零佣金模式破局：**1) 两位创始人均来自斯坦福，在毕业后进入华尔街工作期间，经历了2011年占领华尔街行动，并发现了普通用户和华尔街金融公司的股票交易成本存在较大差距，于是决定创业建立一款零手续费的股票交易APP，让更多美国民众参与金融投资。2) 2013年底，Robinhood发布内测版本，一个周末过去，新增5万注册用户。到2014年底，Robinhood App正式上线时，100多万用户提交注册申请。截至2018年，注册用户突破400万，超过了1982年成立、有36年历史的竞争对手E*TRADE (370万用户)。
- ◆ **将零佣金拓展至加密货币，并不断完善产品功能：**1) 2018年年初，Robinhood宣布美国多个州的用户可以通过Robinhood的平台进行零佣金的比特币和以太坊交易。Robinhood同时承诺将尽快拓展提供服务的区域，同时将陆续推出十余种加密货币。2) 2018年年底获得清算经纪商牌照，推出自清算系统。
- ◆ **致力于打造全民金融理财平台：**1) 2020年或因疫情关系，占据美股证券软件一半下载量；2) 2021年年初被迫中断交易而声名受损。3) 2021年7月于纳斯达克上市，致力于美国金融民主化。

2、美国互联网券商的竞争格局与加密货币行业的发展现状？Robinhood在各自版块里扮演什么样的角色？

- ◆ **互联网券商行业：**主要玩家刚刚经历行业整合阶段，目前基本都以零佣金的形式开展业务，主要依赖PFOF的商业模式，Robinhood的用户数量并不少，平均年龄最低，但人均资产规模差距较大。
- ◆ **加密货币行业：**目前加密货币全球渗透程度相当于早期互联网，但美国渗透速度快，美国针对加密货币交易建立了两层监管框架，Robinhood与Coinbase比较各有优势。

3、Robinhood当前核心变量是什么？边际变化最超预期的业务是哪一块，如何看待Robinhood的短期及长期驱动力

- ◆ 加密货币的收入弹性是今年最大的看点，也是目前市场预期差最大的地方：我们认为狗狗币的交易活跃程度对Robinhood加密货币收入有重大影响，而狗狗币的3月活跃程度大幅提升，狗狗币价格环比上涨71%，交易量近1200亿美金，环比增长595%，同比增长649%。
- ◆ 降息预期的变化对公司的影响：我们认为即使美联储今年不降息，Cash Sweep以及信用卡业务也能受益于高息环境而获得持续的资金流入，在公司已给出努力控制成本的指引下，有望实现利润的大幅增长
- ◆ 短期驱动力：1) BTC以外的其他加密货币后续跟随BTC的补涨机会；2) 高息环境下Wallet share的提升
- ◆ 长期驱动力：1) 美国代际转移以及家庭持有股票比例的提升

4、今年如何为Robinhood估值，互联网券商是否已经拥有较为成熟的估值体系？

- ◆ 我们预计公司今年能够在2023年Q4盈利的基础上持续实现盈利，从历史回溯角度看，无论是嘉信理财还是盈透证券，都已经拥有了较为成熟的估值中枢，对未来1年利润的PE估值中枢基本在20-22倍左右，我们认为今年开始Robinhood有望切换至PE估值方式。

盈利预测及投资评级：我们预计公司2024-2026年营收分别为34/44/54亿美元，GAAP净利润分别为13/21/28亿美元；根据P/E估值法，考虑到行业估值体系已比较成熟，我们采用当前嘉信理财及盈透证券2024E PE的平均数 19.9x，对应合计目标市值263亿美元，对应目标价30.1美元；考虑到Robinhood在美国年轻一代的地位牢固，且今年有望实现利润大幅增长及估值体系切换，首次覆盖，我们给予Robinhood“买入”评级。

风险提示：用户增长不及预期风险，海外发展不及预期风险，行业竞争加剧风险，加密货币市场发展不及预期风险，监管风险，商业化拓展不及预期风险。

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	1,865	3,383	4,372	5,359
增长率(%)	37%	81%	29%	23%
归母净利润（百万美元）	-541	1,324	2,108	2,814
增长率(%)		542%	59%	33%
摊薄每股收益（美元）	-0.61	1.49	2.37	3.16
ROE(%)		20	30	39
P/E		15.48	9.72	7.28
P/B	2.36	3.00	2.85	2.78
P/S	10.98	6.06	4.69	3.82

资料来源：Wind资讯、公司财报、国海证券研究所

注：Robinhood财年财报季度与自然年自然季度一一对应，下同

一、Robinhood业务拆解及业绩驱动力分析

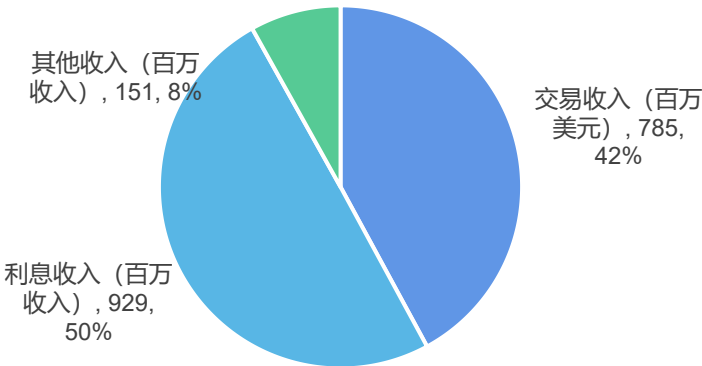
核心观点：

- 1 加密货币的收入弹性是今年最大的看点，也是目前市场预期差最大的地方；
- 2 即使美联储今年不降息，我们认为Cash Sweep以及信用卡业务也能受益于高息环境而获得持续的资金流入，在公司已给出努力控制成本的指引下，有望实现利润的大幅增长；

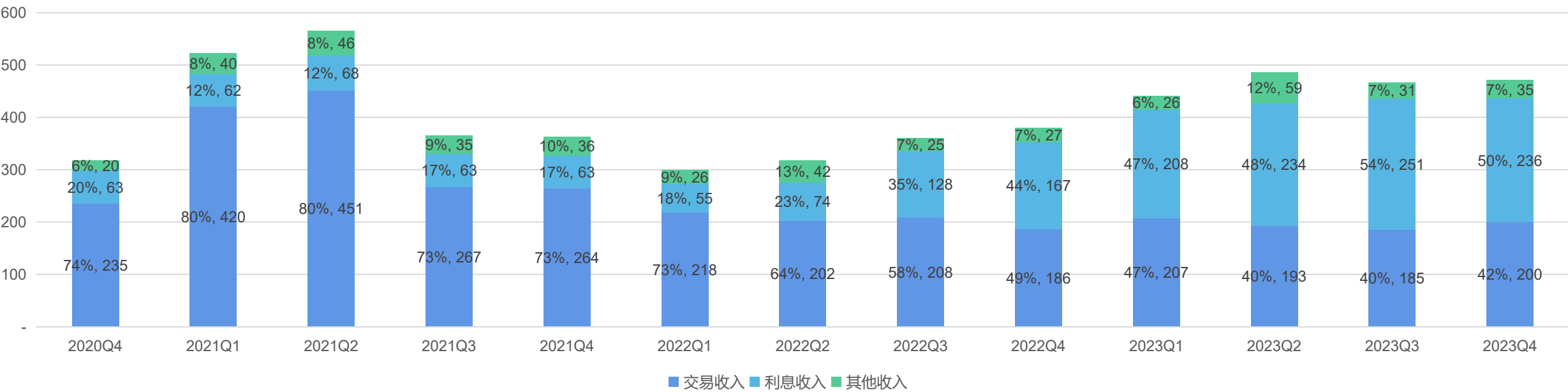
业务	主要细分产品	2023年Q4收入占比	增长驱动力				
交易相关收入	股票收入	5%	活跃用户数 ↑	美联储利率 ↓	资产托管规模 ↑	换手率 ↑	Take rate ↑
	股票期权收入	26%	↑	↑	↑	↑	↑
	加密货币收入	9%	↑	↑	↑	↑	↑
利息收入	融券收入	2%	活跃用户数 ↑	美联储利率 ↑	资产托管规模 ↑	Take rate ↑	
	融资收入	14%	↑	↑		↑	
	Cash Sweep	8%	↑	↑	↑	↑	
	其他利息收入	26%	↑	↑	↑	↑	
其他收入	Gold Member订阅收入	7%	订阅用户数 ↑		美联储利率 ↑	订阅月费 ↑	
			↑	↑		↑	

- **Robinhood收入结构随着加息周期有所变化：**2021年以前，Robinhood的收入主要来自交易相关收入，交易收入占比在60-80%左右，2022年Q2以后，利息收入的占比开始逐渐提升，并在2023Q1超越交易收入成为Robinhood第一大收入来源。
- **Robinhood2023年收入拆解：**2023年Robinhood总收入18.7亿美元，其中利息收入9.3亿美元，占比50%，交易收入7.9亿美元，占比42%，其他收入1.5亿美元，占比8%。

2023年Robinhood收入拆解（百万美元）



Robinhood收入结构变化（百万美元）



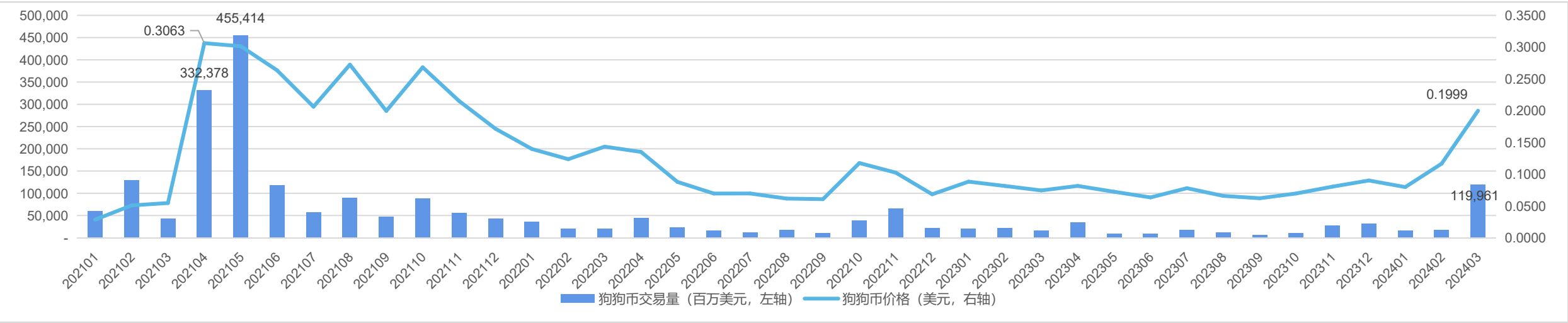
Robinhood加密货币 — 狗狗币的交易活跃程度对Robinhood加密货币收入有重大影响，3月活跃程度大幅提升



- Robinhood目前可供交易的加密货币有15种，其中狗狗币是较重要的一个，根据环球市场播报，Robinhood曾托管了占总流通量超过30%的狗狗币。
- 2021年Q1和Q2，狗狗币分别占据加密货币营收的34%和62%，因此狗狗币的交易活跃程度对Robinhood的加密货币收入边际变化较重要。
- 2024年3月，狗狗币价格环比上涨71%，交易量近1200亿美元，环比增长595%，同比增长649%。我们预计这将对Robinhood Q1的加密货币收入有较为积极的影响。

Robinhood可供交易加密货币列表	
BTC	UNI
ETH	ETC
DOGE	XLM
SHIB	AAVE
AVAX	XTZ
LINK	COMP
BCH	USDC
LTC	

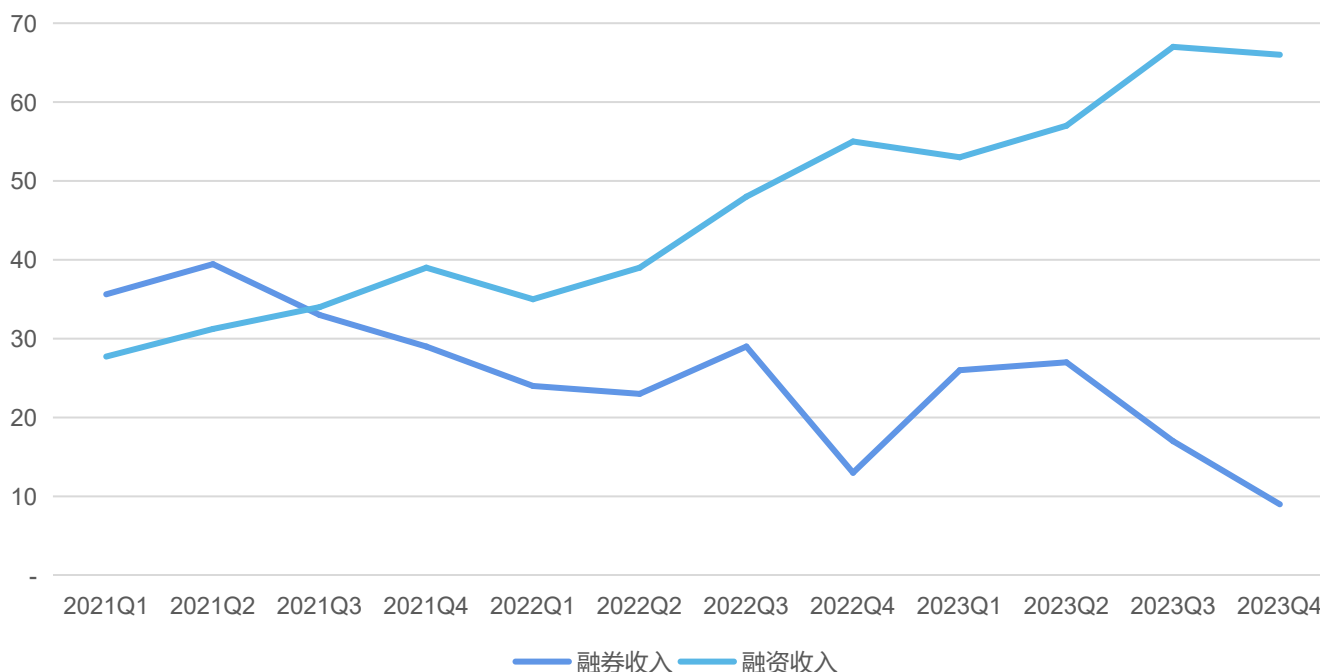
狗狗币交易量及价格走势



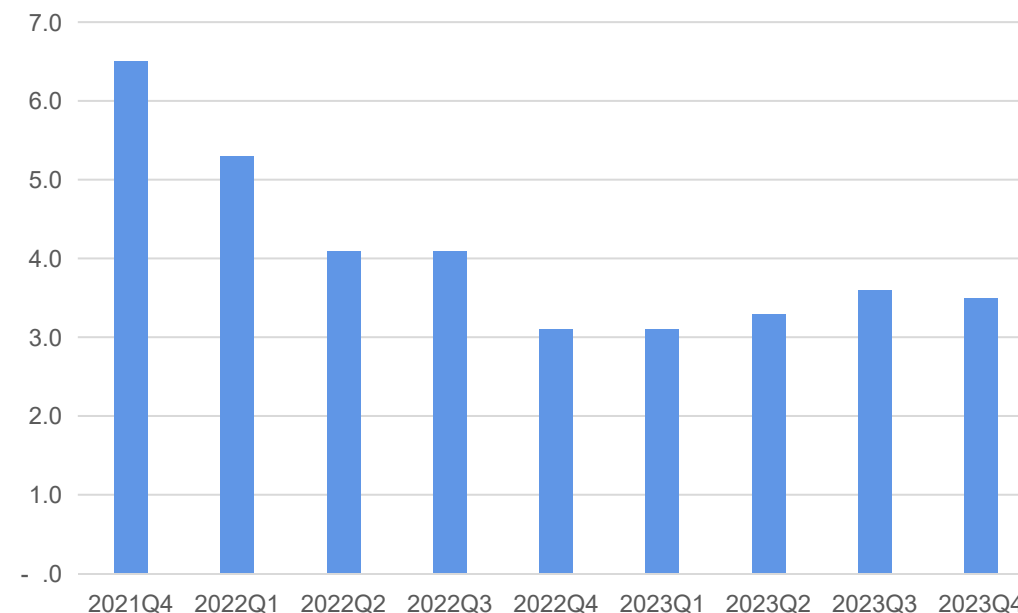
资料来源：公司财报，环球市场播报，Coingecko，国海证券研究所

- 2021年至今，Robinhood两融业务呈现两极化走势，融资收入逐步上升，融券收入逐步下降，至2023年Q4，融资收入达66百万美元，融券收入达9百万美元，两融业务整体收入为75百万美元，占整体收入的16%。
- 整体而言，融资收入的增长并不依赖于融资规模的增加，融资规模2021Q4至今甚至略有下滑，融资收入的增长主要得益于加息带来的take rate的提升。

融资融券收入走势（单位：百万美元）



融资规模略有下滑（单位：10亿美元）

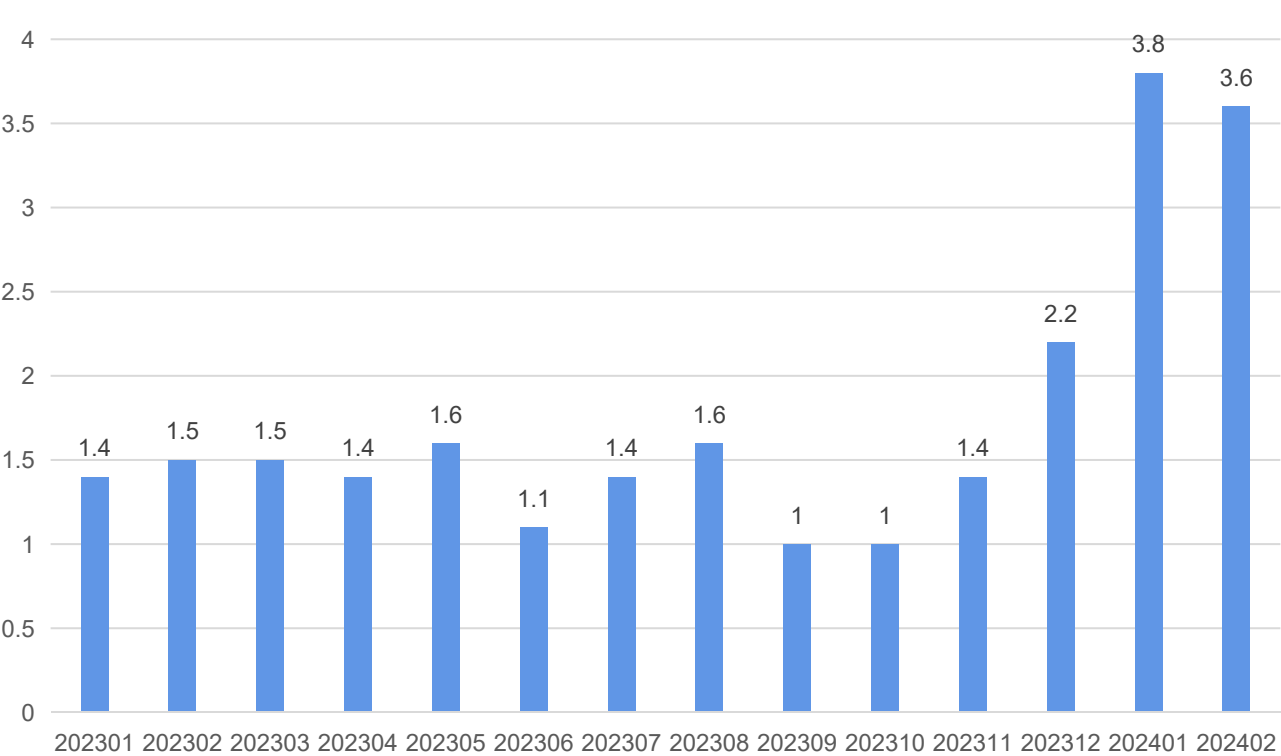


Robinhood利息收入——Cash Sweep高利率吸引大量用户，资金持续净流入

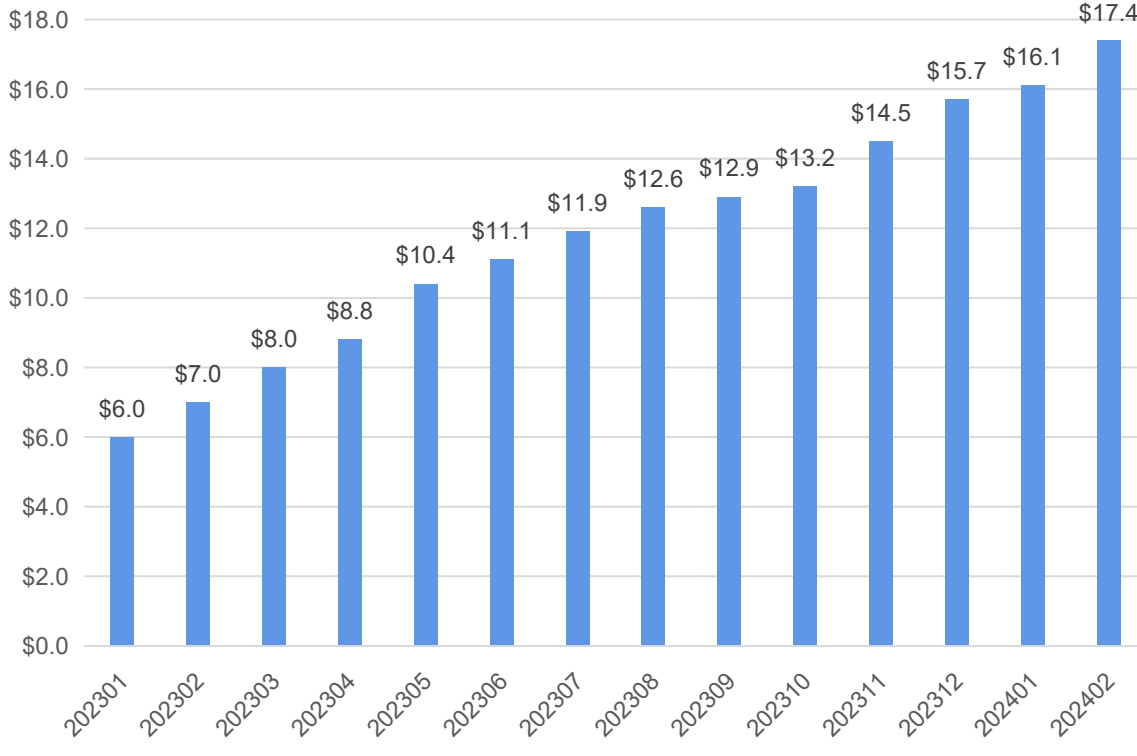


- Cash Sweep是Robinhood为其订阅会员提供的一项高息储蓄业务，当前环境下，参加Cash Sweep的用户可享受高达5%的存款利率（非Cash Sweep用户仅为1.5%）。
- 我们预计若高利率环境若长期持续，则Cash Sweep有望吸引更多的资金流入和收获更高的资产规模。
- 2024年前两个月，资金净流入(net deposit)分别为38亿美元和36亿美元，合计流入规模已超过去年总流入规模的40%，Cash Sweep规模也在稳步增长，截至2024年2月，Cash Sweep规模达到174亿美元，同比增长149%。

资金净流入（10亿美元） 2024年前两个月开始加速

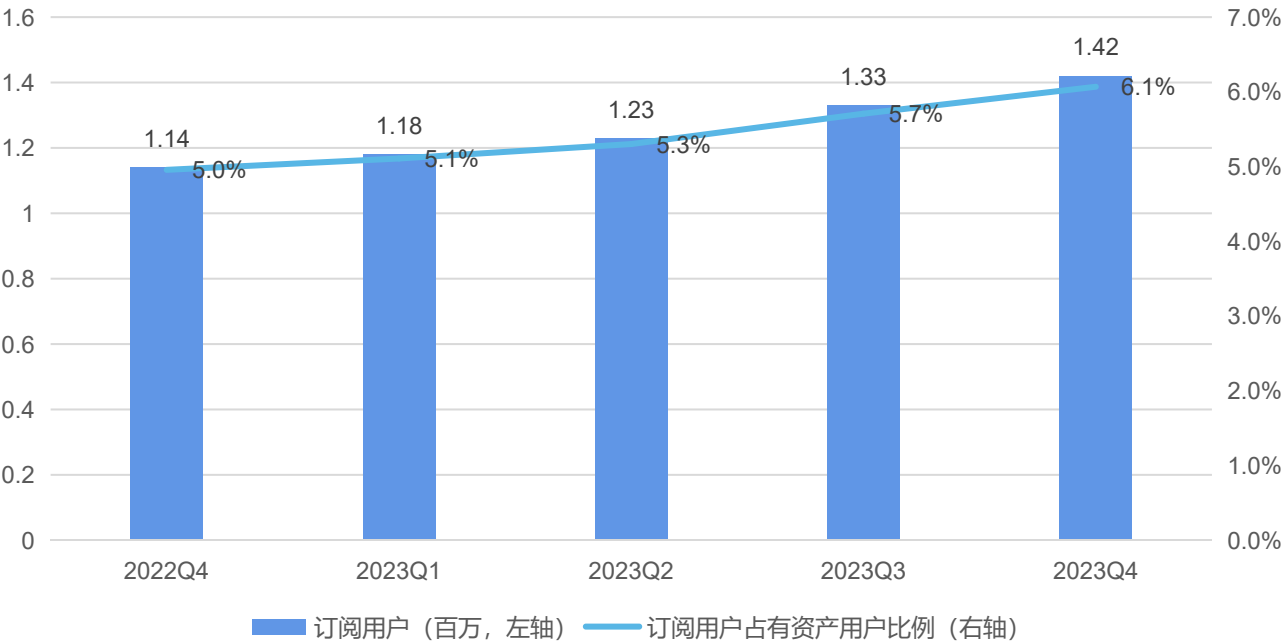


Cash Sweep规模（10亿美元） 稳步增长

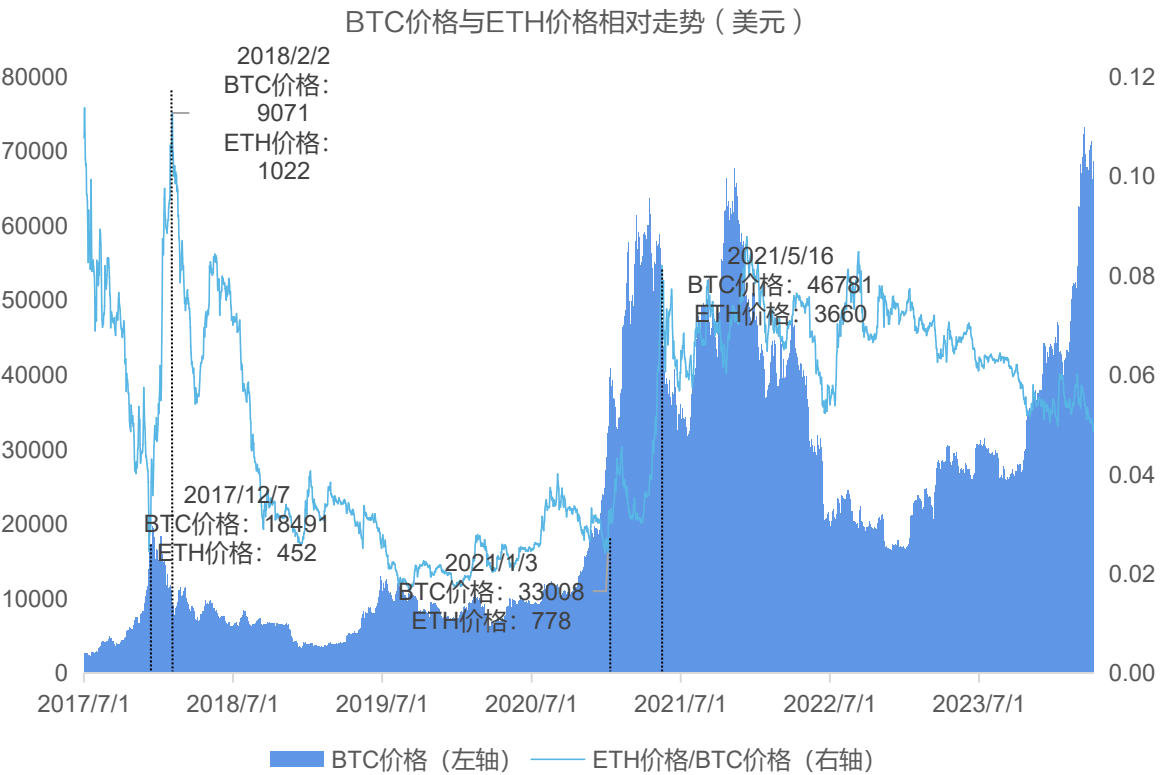


- Gold member是Robinhood推出的一项订阅用户服务，用户需要每月支付5美元，除了上文提到的Cash Sweep服务以外，Gold Member还可享受以下服务：
 - 更大额的即时存款
 - 晨星的专业研究报告
 - 纳斯达克Level II市场数据
 - 8%的融资利率
- 2024年3月28日，Robinhood推出第一张信用卡 — Robinhood Gold Member，该卡对所有品类的消费都提供3%的现金返还，同时在Robinhood旅行平台上花费的出行费用提供5%返现。
- 对比来看，Apple Card只有在苹果商店，以及特定商户使用Apple Pay的消费提供3%返现，更普遍的消费场景中返现比例只能给到2%。
- 目前来说，Robinhood信用卡需要成为Gold Member才可以申请使用，同时所有的返现均可转入Robinhood的经纪账户直接进行股票交易。

Gold Member用户及比例稳定提升

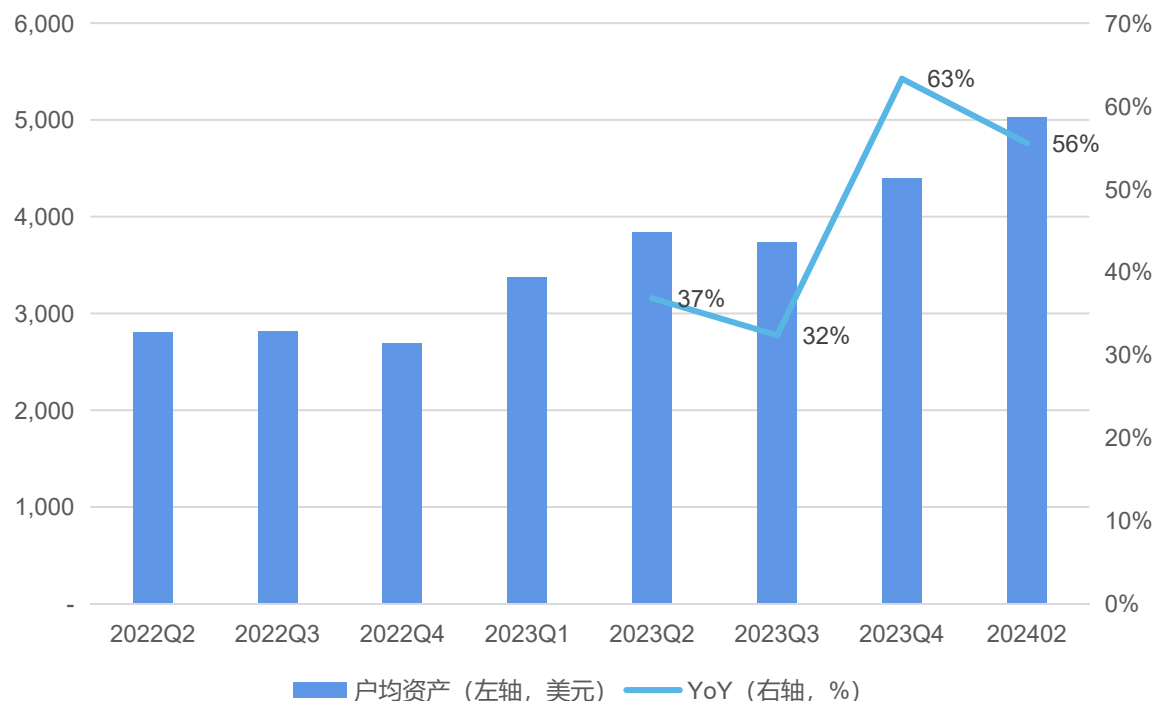


- 除已经观测到的狗狗币在2024年3月份交易量和价格的快速上升，我们同样可以从历史回溯的过程里看到，每次BTC经历一轮较大的上升周期的时候，后续其他的加密货币也会有一波较为大幅的补涨：
 - 以ETH为例，2017年加密货币的牛市，ETH价格自2017年12月7日BTC价格达到18491美元后开始持续跑赢BTC，ETH的价格从2017年12月7日的452美元上涨到2018年2月2日的1022美元；2020年开始的加密货币牛市，ETH价格从2021年1月3日开始逐渐跑赢BTC，2021年1月3日至2021年5月16日，ETH价格从778美元涨至3660美元。
 - 而“山寨币”的代表狗狗币也是从2021年1月初开始跑赢BTC，2021年1月28日至2021年5月8日，狗狗币价格上涨9068%。



- 自2022年3月美联储宣布加息25bp开启加息周期以来，可以看到Robinhood的户均资产开始逐步提升，截至2024年2月，Robinhood的户均资产达到5030美元，同比增长56%。
- 目前Robinhood已发展出交易，理财，支付三大功能，满足客户的不同需求，我们认为在当前高息环境且Robinhood在各个功能都有自己独特优势的前提下，Robinhood有望持续提升户均资产规模从而获得更高且稳定的户均收入。

Robinhood户均资产逐步提升



1 提供服务：股票，股票期权，加密货币交易
2 独特优势：零佣金交易加密货币
3 变现模式：PFOF

交易

支付

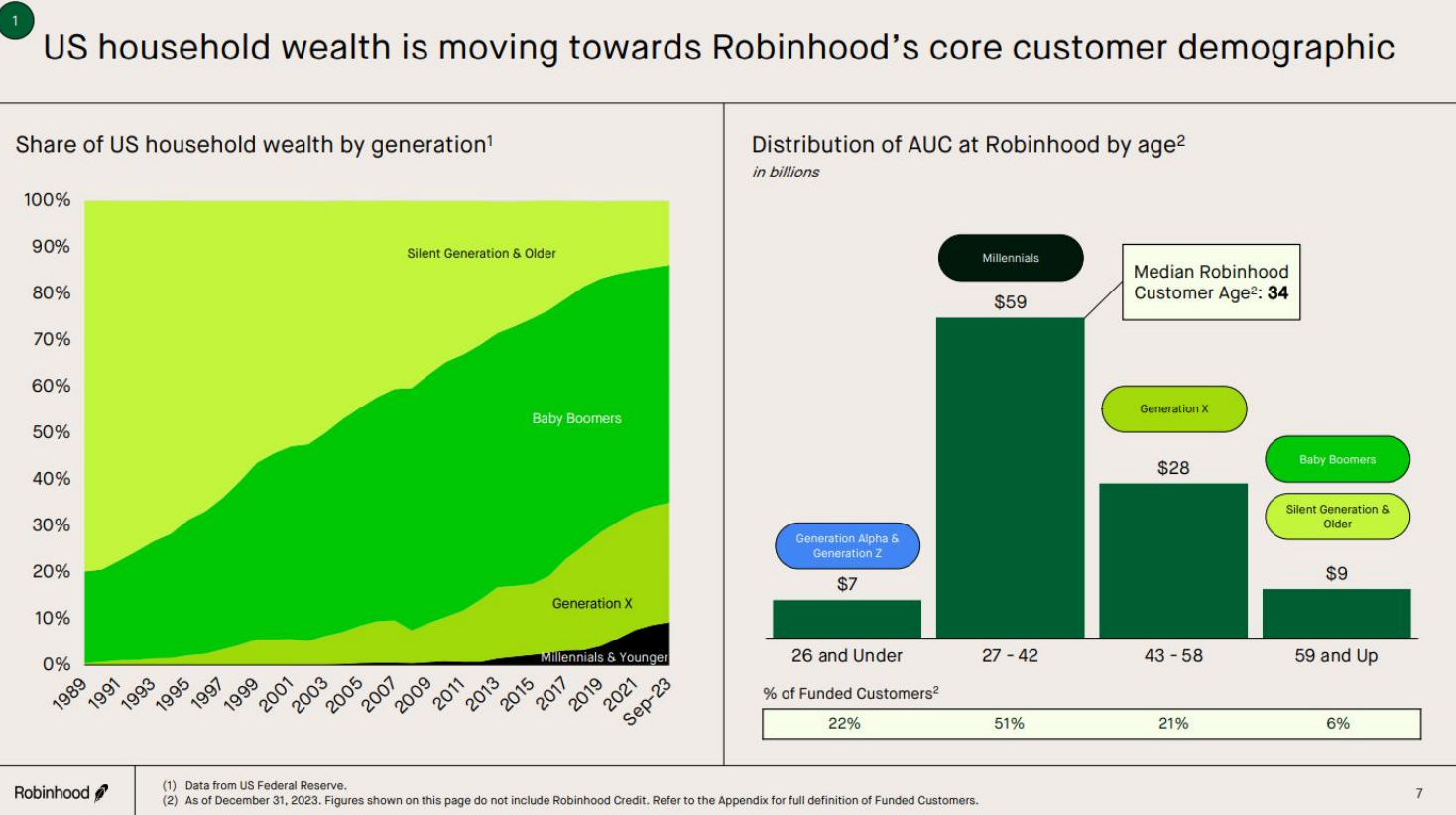
理财

1 提供服务：
Cash
Card, Credit
Card
2 独特优势：
3%的返现率
3 变现模式：
订阅费用

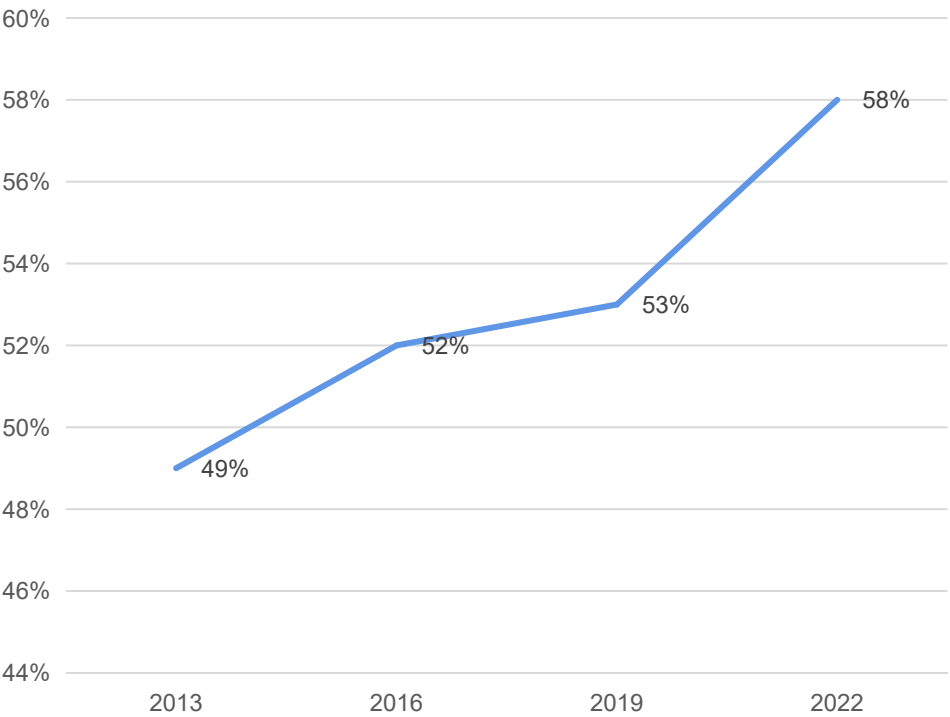
1 提供服务：
Cash Sweep
2 独特优势：
高储蓄利率
3 变现模式：
订阅费用，利
息分成

- Robinhood投资者报告显示，美国家庭的财富目前依然主要集中在婴儿潮世代手中，但随着时间推移，X世代和千禧一代的比例正在逐步提升。
- 截至2023年12月31日，Robinhood的用户平均年龄为34岁，正处于千禧一代的中间年份。

- 根据美联储数据，美国家庭拥有股票的比例逐年上升，截至2022年，美国家庭拥有股票的比例达到58%，相较于2013年提升接近10 pct。
- 截至2023年12月31日，Robinhood拥有2340万有资产用户，占美国18岁以上的人口比例约为9%。



美国家庭拥有股票的比例正在逐步上升



二、Robinhood基本情况



2013-2018：创新采用零佣金模式破局

- 受“占领华尔街”影响，决心创业将美国金融民主化：两位创始人均来自斯坦福，在毕业后进入华尔街工作期间，经历了2011年占领华尔街行动，并发现了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，于是决定创业建立一款零手续费的股票交易APP，让更多美国民众参与金融投资。
- 推出零佣金股票交易，广受欢迎：2013年底，Robinhood发布内测版本，一个周末过去，新增5万注册用户。到2014年底，Robinhood App正式上线时，100多万用户提交注册申请。截至2018年，注册用户突破400万，超过了1982年成立、有36年历史的竞争对手E*TRADE (370万用户)

2018-2020：将零佣金拓展至加密货币

- 2018年年初进军加密货币市场：2018年年初，Robinhood宣布美国加利福尼亚州、马萨诸塞州、密苏里州、蒙大拿州和新罕布什尔州的用户可以通过Robinhood的平台进行零佣金的比特币和以太坊交易，而与此同时，Coinbase需要收取1.5%-4%的服务费。Robinhood同时承诺将尽快拓展提供服务的区域，同时将陆续推出十余种加密货币，包括比特币现金、莱特币、瑞波币、瑞波币、以太坊分叉（Ethereum Classic）、零币（Zcash）、比特币黄金、OmiseGo、NEO、Lisk、Dogecoin等。
- 自清算系统启动：2018年年底获得清算经纪商牌照，推出自清算系统。

2020至今：致力于打造全民金融理财平台

- 2020年或因疫情关系，占据美股证券软件一半下载量：2020年4月，美国因疫情向美国家庭发放现金补助，这些补贴往往被用于证券交易，也因此散户投资者在2020年的交易量达到以往的两倍，占比也从不到10%飞跃至20%以上。
- 2021年年初被迫中断交易而声名狼藉：2021年1月因为用户大量交易游戏驿站、AMC等小盘股导致清算机构向Robinhood要求高额的保证金，Robinhood无法满足要求而被迫暂停了部分股票的交易，也因此引发了大量用户的不满。
- 2021年7月上市，致力于美国金融民主化：2021年7月，Robinhood以320亿美金市值于纳斯达克上市，在招股书中Robinhood提到公司的愿景是为所有人实现民主化金融。

Robinhood早期是如何大量获客的

措施

- 通过0佣金和邀请朋友开户送股票来吸引用户，并且奖励给老用户的具体股票采用随机“抽盲盒”的形式揭晓
- 通过支持碎股交易降低了用户购买股票的门槛
- 通过极简的界面设计降低了用户的使用门槛
- 通过极具感官刺激的价格显示动态设计来鼓励用户交易

效果

- 上市前Robinhood 80%的用户是通过有机增长或朋友推荐获得的
- 2021Q1碎股交易占了Robinhood股票交易超过40%的交易量
- Robinhood成了第一家获得苹果设计奖的金融科技公司，并且快速积累了大量用户
- 股价图报价的动画会实时闪现绿色和红色，这些视觉线索使得Robinhood变得生动起来，尤其是跟竞争对手相比

Robinhood界面对比 — 简洁的界面赢得了大量的有资产用户

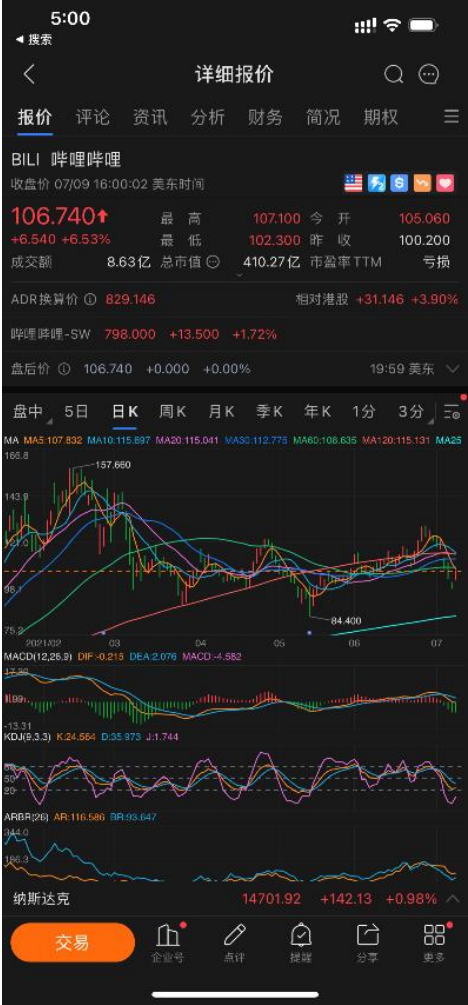
Robinhood



WeBull



富途



Robinhood

In under 8 years, Robinhood has helped over 12.5M customers take greater control of their financial lives.

18M Net Cumulative
Funded Accounts

40K

300K

Robinhood launches
on iOS

700K

Robinhood launches
on Android

1.9M

Robinhood adds
Instant Deposits
and launches
Robinhood Gold

3.3M

Robinhood adds
Web, Referrals, and
Options trading

5.1M

Robinhood acquires
Snacks, adds Crypto
trading and
launches own
self-clearing system

12.5M

Robinhood launches
Cash Management,
Fractional Shares,
Recurring
Investments, Voice
Support and
infrastructure
improvements

2013

2014

2015

2016

2017

2018

2019

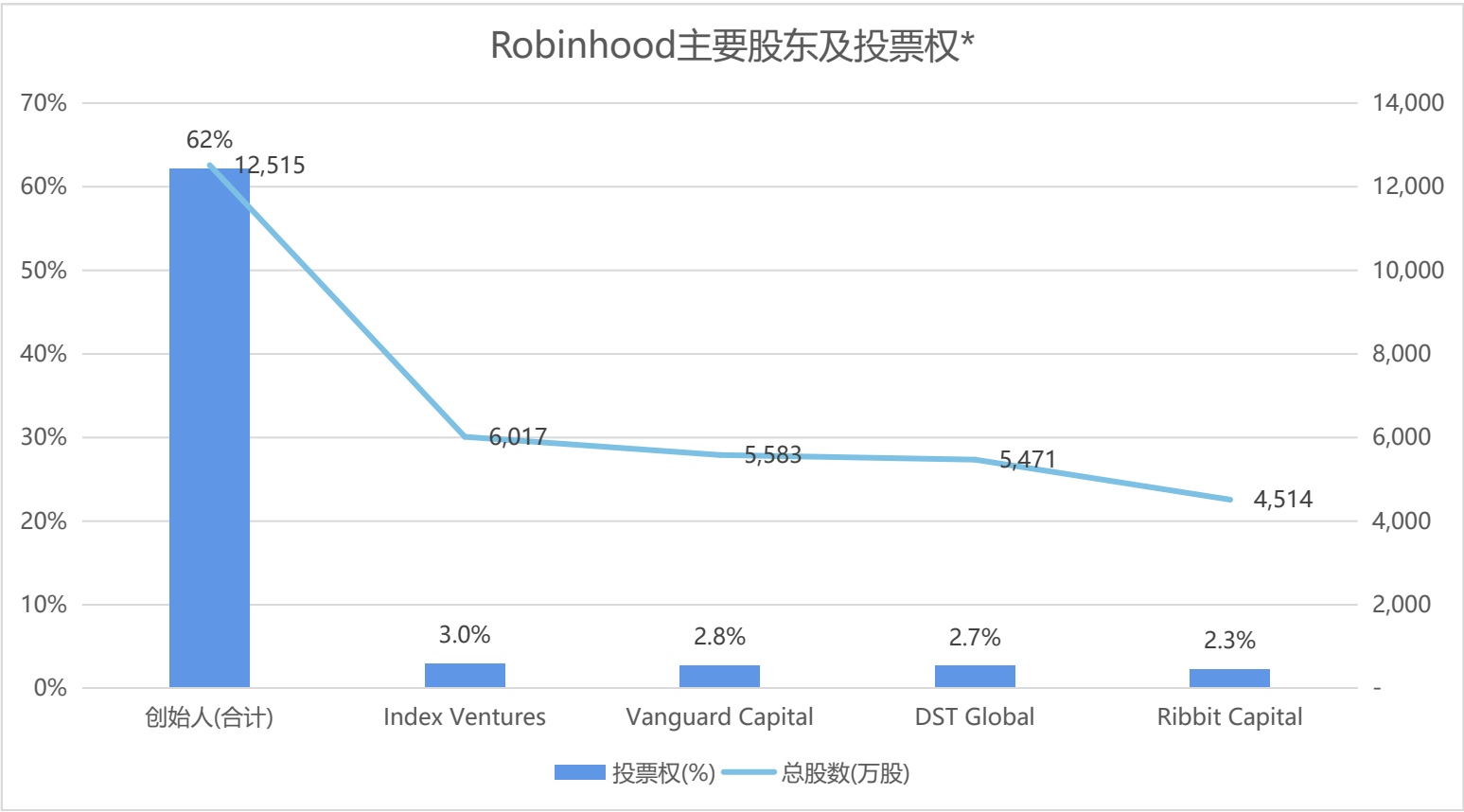
2020

Q1



- Robinhood的创始人是两位**斯坦福大学学习物理学的高材生**，受“占领华尔街”运动影响，决定开发出一款免佣金交易的股票交易平台。
- 早期 Bhatt 扮演了大部分 CEO 的角色，主要负责打磨产品界面，Tenev则更专注于产品的规模化，在推动有效产品和工程开发方面较出色。
- 目前Bhatt已经离开Robinhood管理层，但依然保留董事席位。

- 两位Robinhood创始人持有股份以投票权更高的B股为主，截止2023年12月31日，创始人合计的投票权大致为62%，以投票权的角度来看，目前两位创始人依然对公司掌握绝对话语权。
- 其他主要股东包括Index Ventures，DST Global，Ribbit Capital和Vanguard。

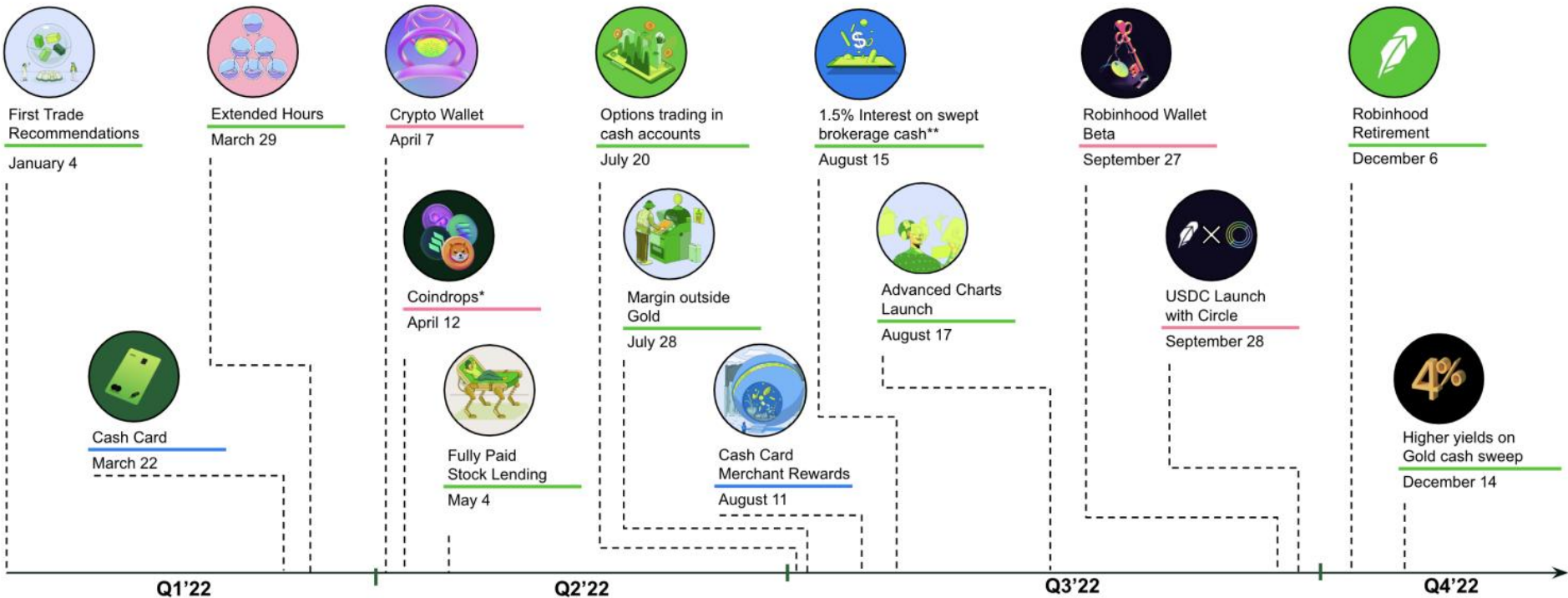


*截至时间：2024年4月3日

重点更新:

- 2022年4月7日: 加密货币钱包上线
- 2022年5月4日: Fully Paid Stock Lending功能上线
- 2022年12月6日: Robinhood接受开通退休账户

We delivered on an aggressive product roadmap in 2022

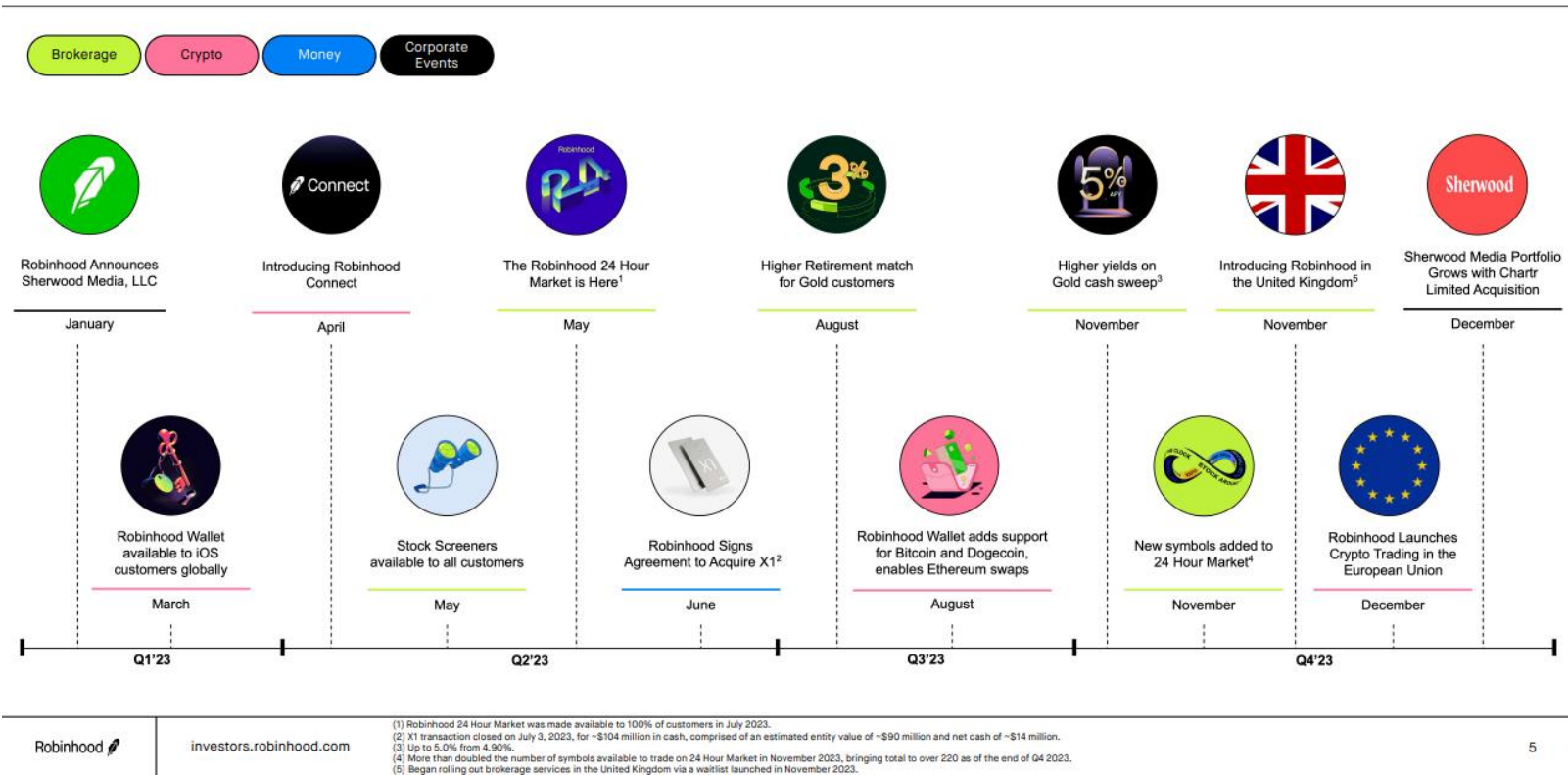


*As of 2/8/2023, we have 18 coins on our platform, including USDC
**Up from 1%

重点更新:

- 2023年3月: 加密货币自托管钱包上线
- 2023年6月: 收购X1
- 2023年11月: Robinhood Cash Sweep利率提高至5%
- 2023年12月, 欧洲加密货币交易业务上线

We had strong product velocity in 2023



2024 Product Roadmap

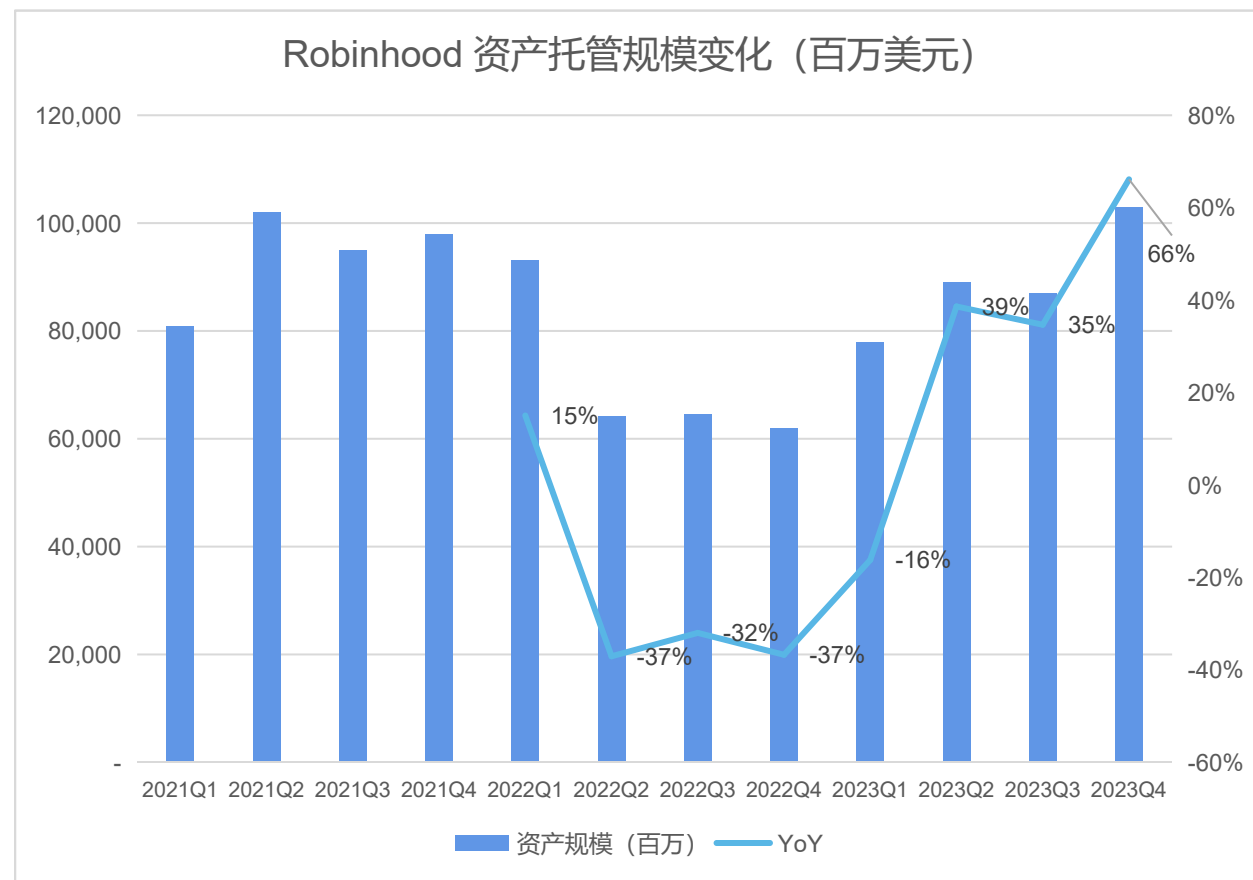
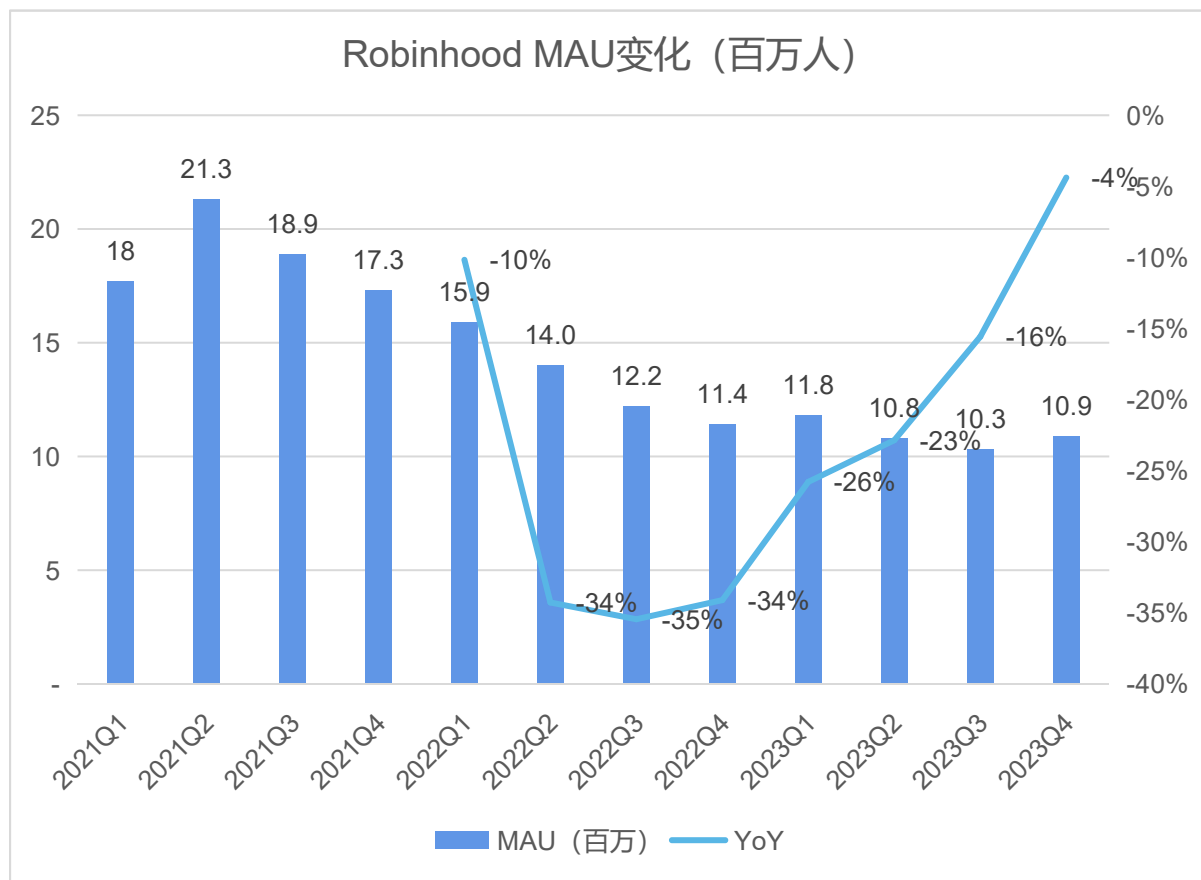
	Winning the Active Trader market	Increasing Wallet Share	Expanding Internationally
Products	- Professional trader offering on the web - Index options - Futures	- Gold and Retirement enhancements - Credit card - Additional account types	- UK brokerage - EU crypto - Expanded product suite
Measures	- Equity market share - Options market share - Crypto market share	- Net Deposits - Gold subscriptions	- International as a % of new Funded Customers - International as a % of total Funded Customers

Robinhood股价复盘——政策风险主导，加息周期为辅



Robinhood MAU变化及托管资产规模变化——MAU触底回升，AUC创历史新高

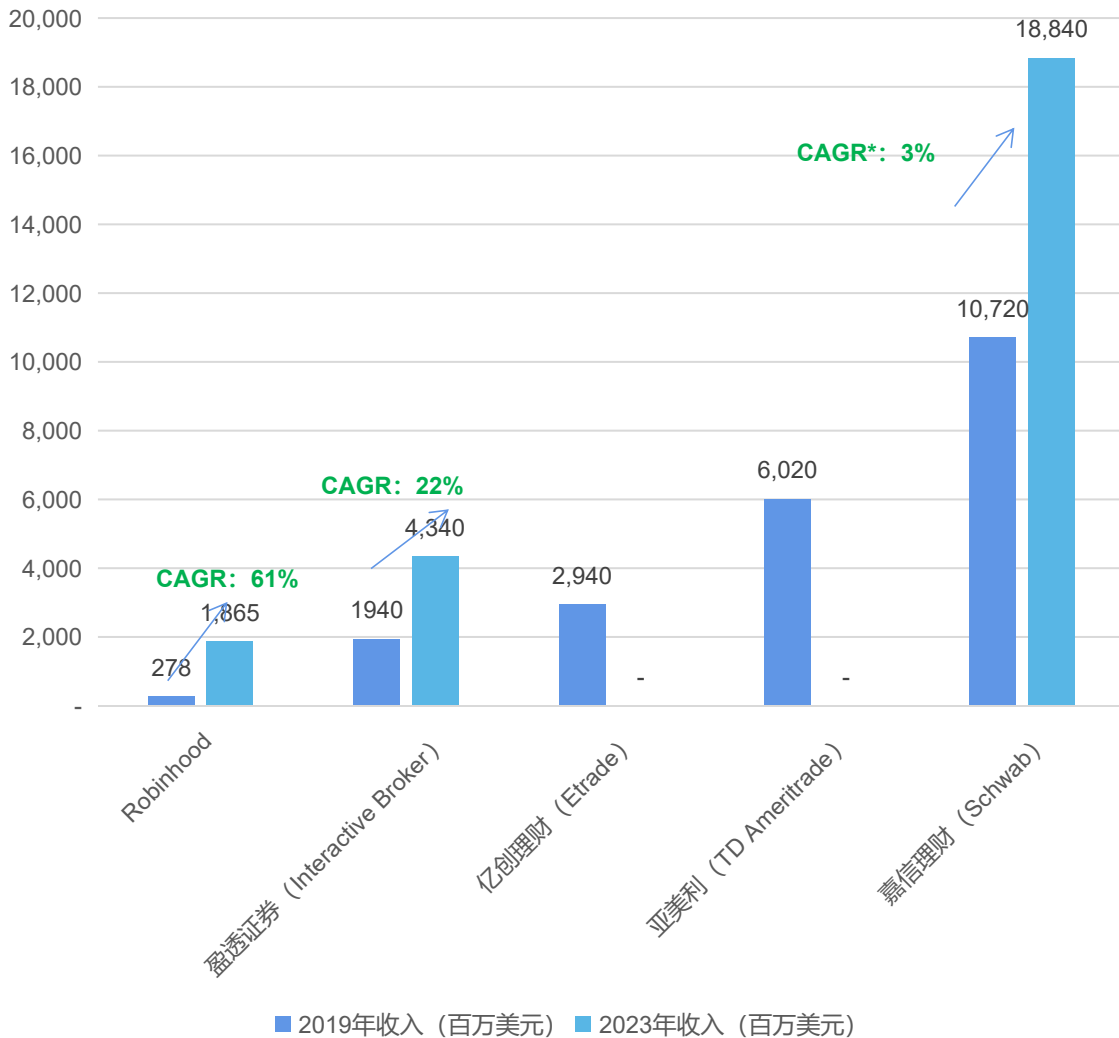
- Robinhood MAU自2021年Q2见顶之后持续回落，但同比下降幅度至2022年Q3见底（-35%），此后同比下跌幅度持续缩窄，至2023年Q4时，其MAU同比下滑幅度收缩至-4%，MAU绝对值为1090万人。
- Robinhood的资产托管规模（AUC，Asset Under Custody）在2022年Q4见底之后持续回升，至2023Q4的时候，其AUC达到1030亿美金，同比增长66%，同时超过前期2021年Q2的AUC高点1020亿美金。



三、美国互联网券商行业情况

- Robinhood刚刚创立之时，在美国的线上券商主要竞争对手主要包括嘉信理财，TD Ameritrade，Etrade，IBKR
- 嘉信理财为当前美国最大的在线股票交易经纪商，2019年开始宣布股票交易零佣金，并以换购方式按照260亿美金的估值收购了德美利证券（TD Ameritrade），二者合并后，合计为超过2400万客户提供服务，客户资产规模超过5万亿美元（约合35万亿人民币），其中包含嘉信理财3.8万亿美元和德美利证券1.3万亿美元。
- 亿创理财（E-trade）在2020年被摩根士丹利以130亿美金的价值收购，被收购时，E-trade拥有520万客户和超过3600亿美元的零售客户资产。
- 盈透证券（IBKR）已经在全球一百五十多个市场中心开展经纪或交易业务，连续五年被《巴伦周刊》评为最佳互联网券商第一，截至2023年Q4，公司拥有256万名有资产客户和托管超过4000亿美元资产。

美国主要在线经纪商收入



*: 嘉信理财2019年的收入未计入亚美利的收入，2023年收入计入合并后的亚美利收入，因此复合增长率中2019年的收入按照嘉信理财和亚美利的收入之和进行计算

什么是订单流收入模式(PFOF)

- 自2019年嘉信理财宣布零佣金交易股票后，美国主要在线经纪商纷纷宣布零佣金交易股票，与此而来的问题就是，如果完全零佣金，在线经纪商如何从这个业务赚钱？
- 答案是订单流收入（PFOF，Payment for order flow），其具体的盈利模式是这样的：
 - 客户在互联网券商APP上下单
 - 互联网券商收到订单后，并不会将订单发送到交易所，而是会将订单发送给Citadel Securities、Virtu Financial、Susquehanna等高频交易做市商
 - 高频做市商会把订单放在自己的暗池中完成交易
 - 只要在暗池中成交的订单，高频做市商都会返还给互联网券商一定的补贴
 - 互联网券商再将订单成交结果返还给散户



如何判断美国散户交易占比变化趋势

- 美国股市高度分散化，同一只股票可以在300多个平台进行交易，包括证券交易所、另类交易系统以及经纪商内部撮合平台。在非证券交易所进行的交易被认为是场外市场交易。由于场外市场交易的相关数据需在TRF登记，且个人投资者通过罗宾汉(Robinhood)等互联网券商提交的订单通常在做市商平台撮合成交，因此，通过登记在TRF的交易量占全美股市交易量比重的变化，可推断出个人投资者直接交易比例的变化。
- 据《个人投资者交易比例提升：美股市场结构变迁及启示》显示，2019年10月以前，美国股市场外交易占全市场的比重约为30%~35%，2020年1月，这个比例提升至了47.5%，2024年5月1日，比例为41.7%。

表 1 2021 年 1 月报送至 TRF 的美国股市场外成交数据

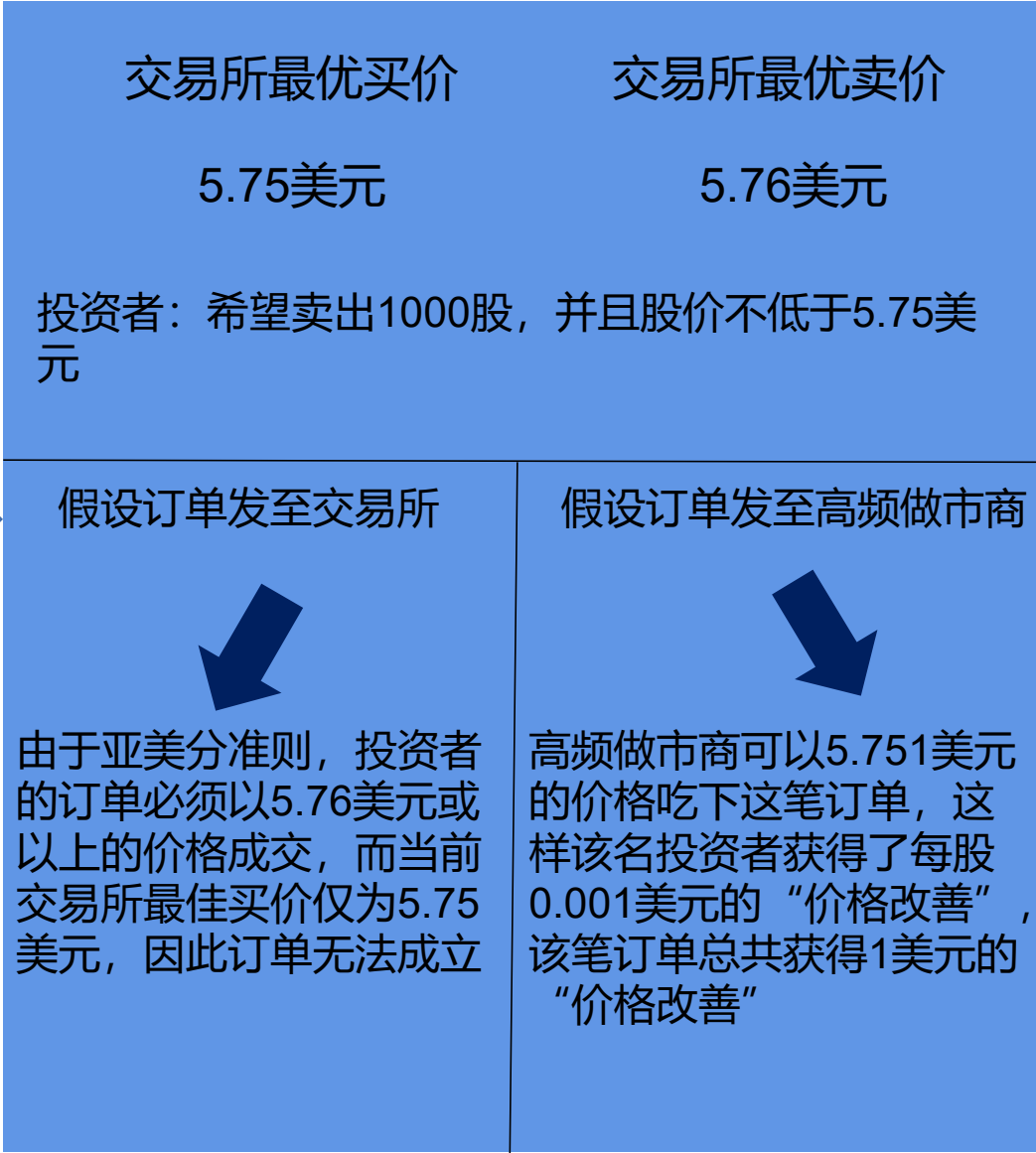
日期	TRF 成交股数 (亿股)	TRF 所占市场份额
2020 年 1 月 4 日	66	45.80%
2020 年 1 月 5 日	72	49.10%
2020 年 1 月 6 日	78	45.80%
2020 年 1 月 7 日	68	48.30%
2020 年 1 月 8 日	70	47.80%
2020 年 1 月 11 日	72	50.10%
2020 年 1 月 12 日	78	50.20%
2020 年 1 月 13 日	70	49.40%
2020 年 1 月 14 日	72	49.30%
2020 年 1 月 15 日	67	47.00%
2020 年 1 月 19 日	70	49.40%
2020 年 1 月 20 日	68	48.90%
2020 年 1 月 21 日	68	50.00%

如何保证高频做市商暗池成交的价格是公允的？
——NBBO (National Best Bid / Offer)

- **设立基准报价NBBO：**根据“全美市场系统规则”第611条 — 订单保护规则 (Order Protection Rule)，所有场外交易的执行价格必须等于或优于同一时间发生在交易所的“全国最优报价”，即National Best Bid or Offer，也称为NBBO。
- **做市商大部分价格优于基准报价：**根据高频做市商沃途金融CEO道格拉斯·西弗的说法，99%发送至沃途金融及其他做市商的订单的执行价格优于NBBO，因此这也诞生了下一个问题，既然在高频做市商的执行价格并不差于在交易所的价格，为什么高频做市商还热衷于参与这项业务并从中获利的呢？

高频做市商如何在符合NBBO的条件下获利？
——亚美分准则 (Sub-penny Rule)

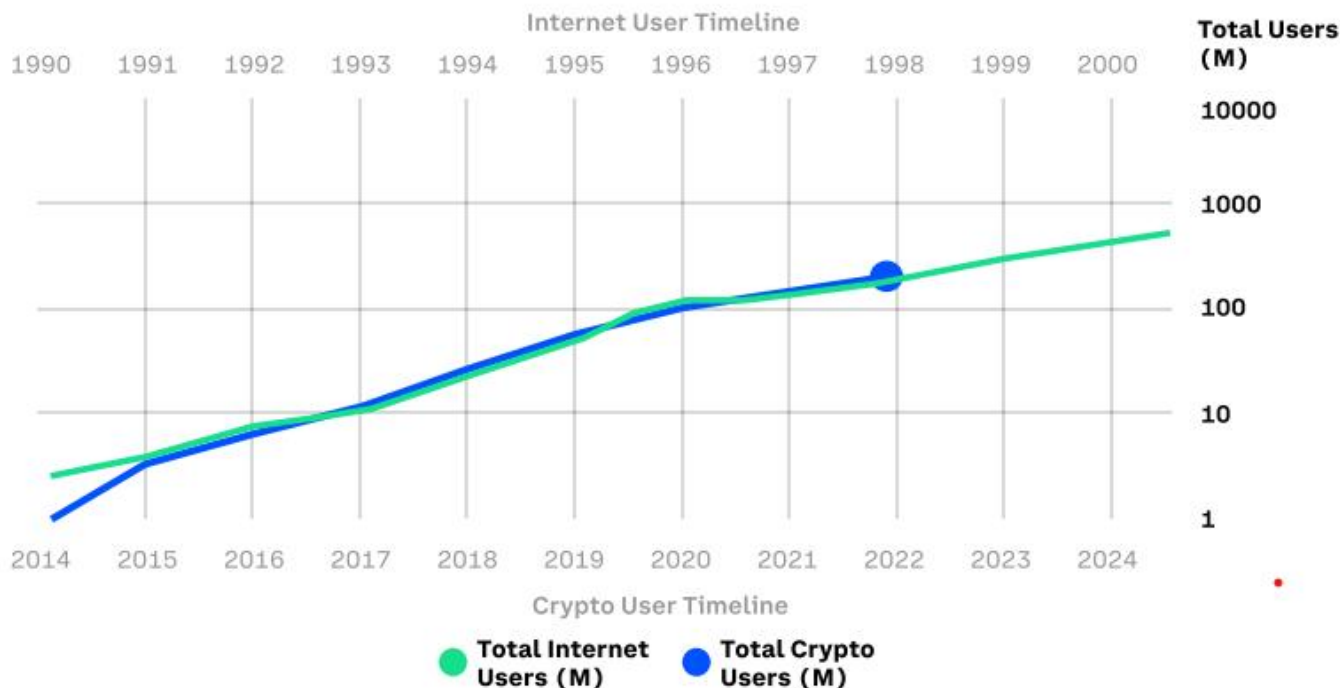
- **借助亚美分准则获利：**根据“全美市场系统规则”第612条 — 亚美分规则 (Sub-Penny Rule)，交易所股票报价的最小价格增量必须是1美分，继而也将发生在交易所内交易的最小价格尾数框定在了1美分。然而，由于城堡证券等高频做市商不受此约束，其往往会给予个人投资者每股几厘的“价格改善”，对于高价股而言，每股价格改善有时会大于1美分。
- **具体例子：**举例来说，一只股票目前在交易所显示的最优买价及卖价分别是5.75美元每股和5.76美元每股。一名个人投资者希望卖出1000股该股票，并设置了不低于5.75美元每股的限价卖单。此时，做市商出价5.751美元每股买入1000股。这样该名投资者获得了每股0.001美元的“价格改善”，该笔订单总共获得1美元的“价格改善”。



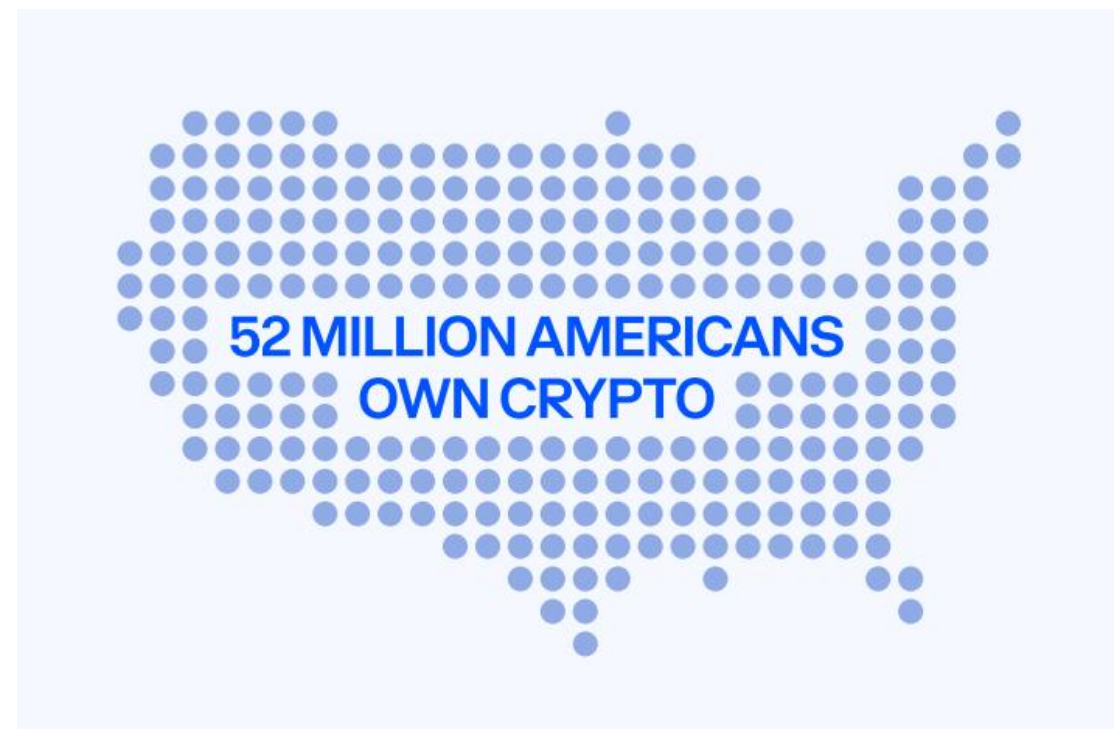
四、美国上市加密货币交易平台现状

- 根据世界银行数据，截至2021年上半年，全球接触过加密货币的人数大约为2亿人，与1998年的互联网普及程度相当。以全球79.51亿人口计算的话，加密货币在全球的渗透率约为2.5%
- 根据Coinbase2023年Q4财报，美国目前有5200万人持有加密货币，以2022年美国3.33亿人口计算的话，目前加密货币在美国的渗透率约为15.6%。

Internet vs. Crypto Adoption



Source: World Bank, Crypto.com



美国经营加密货币业务需要获得两个层面的批准

- 美国针对加密货币采用了双层监管框架，对加密服务提供商来说，需要分别在联邦和州两个层面进行合规审查：
 - 联邦层面**：目前在联邦层面，加密货币交易所及加密货币发行方在FinCEN（美国财政部下设机构金融犯罪执法局）的定义中属于货币服务提供商范畴。《Application of FinCEN’s Regulations to Persons Administering, Exchanging, or Using Virtual Currencies》中阐明，向美国人提供服务的数字资产“管理方”（例如资产发行方）与“兑换方”（例如交易所）属于美国银行保密法案（BSA）下的MSB，需要在公司设立180天内向FinCEN提出注册。MSB是Money Services Business的简称，受FinCEN监管，属于注册许可制。因此，加密服务商需在FinCEN注册成为MSB，并遵守《银行保密法》和反洗钱及反恐怖融资要求。
 - 州层面**：在州层面，各州推出的加密资产监管规定不尽相同（如纽约州的Bitlicense）。加密服务商需通过向各州申请MTL牌照（Money Transmitter Licensing）进行州层面的合规，可根据需求进行选择申请。

纽约加密货币牌照

- BitLicense是由纽约州金融服务管理局依据纽约州2015年修订的《纽约金融服务法》颁发的加密货币营业牌照。BitLicense的申请步骤较为复杂，申请方不仅需要披露包括公司财务数据、股东信息、管理层信息、员工名册、商业计划、资金流向架构、合规政策、内控政策等信息，其高管资质也需要经过NYDFS审核。此外，获得BitLicense的公司需要承担反洗钱、数据安全、客户投诉、业务连续性与灾难恢复等方面的持续合规义务。
- 作为最先出台的加密货币法规，纽约州BitLicense相关法规对美国其他州的加密货币监管政策产生了广泛影响。

NY Bitlicense获批机构

Entity	Licensure	Date Granted
WisdomTree Digital Trust Company, LLC	Limited Purpose Trust Charter	2024-03
eToro NY LLC	Virtual Currency License	2023-02
Coin Cafe	Virtual Currency License	2023-01
PayPal, Inc.	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2022-06
Bakkt Crypto Solutions, LLC	Virtual Currency License	2022-04
Provenance Technologies, Inc.	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2022-02
BitOoda Digital, LLC	Virtual Currency License	2022-02
Standard Custody & Trust Company, LLC	Limited Purpose Trust Charter	2021-05
Bakkt Marketplace, LLC	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2021-03
BitGo New York Trust Company LLC	Limited Purpose Trust Charter	2021-03
GMO-Z.com Trust Company, Inc.	Limited Purpose Trust Charter	2020-12
Choe Clear Digital, LLC	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2020-05
Fidelity Digital Asset Services, LLC	Limited Purpose Trust Charter	2019-11
Bakkt Trust Company LLC	Limited Purpose Trust Charter	2019-08
Zero Hash Liquidity Services, LLC (fka Seed Digital Commodity Market, LLC)	Virtual Currency License	2019-07
Zero Hash LLC	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2019-07
Bitstamp USA, Inc.	Virtual Currency License	2019-04
Cottonwood Vending	Virtual Currency License	2019-01
LibertyX/Moon Inc.	Virtual Currency License	2019-01
Robinhood Crypto	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2019-01
NYDIG Execution LLC	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2018-11
NYDIG Trust Company LLC	Limited Purpose Trust Charter	2018-11
Coinbase Custody Trust	Limited Purpose Trust Charter	2018-10
Bitpay, Inc.	Virtual Currency License	2018-07
Block, Inc., f/k/a Square, Inc.	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2018-06
bitFlyer USA, Inc.	Virtual Currency License	2017-11
Coinbase, Inc.	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2017-01
Ripple Markets DE LLC (f/k/a XRP II LLC)	Virtual Currency License	2016-06
Gemini Trust Company, LLC	Limited Purpose Trust Charter	2015-10
Circle Internet Financial, LLC	Virtual Currency and Money Transmitter Licenses	2015-09
Paxos Trust Company, LLC (f/k/a iBitt Trust Company, LLC)	Limited Purpose Trust Charter	2015-05

- **狗狗币的诞生**：2013年Adobe的员工杰克逊·帕尔默与IBM软件开发人员比利·马库斯携手开发了狗狗币，其代码基于Litecoin，本意仅在于讽刺围绕加密货币的炒作，也因此2015年的时候，杰克逊·帕尔默因狗狗币炒作热度逐渐高涨而选择退出狗狗币。
- **马斯克入局**：2019年4月2日，马斯克在狗狗币于推特举行的投票中当选为“首席执行官”，随后马斯克多次发布推特支持狗狗币。
- **狗狗币的社区运营**：据Reddit官方网站（如下图所示），截至2024年6月18日，狗狗币在Reddit的社区有250万用户，其用户数量在Reddit各类话题社区中排名前1%。其狗狗币基金会也多次筹集资金支持公益事业。

狗狗社区活跃度

Dogecoin

The most amazing place on reddit! A subreddit for sharing, discussing, hoarding and wow'ing about Dogecoins. The much wow innovative crypto-currency.

2.5M

Members

306

● Online

Top 1%

Rank by size ↗

资助NASCAR赛车手Josh Wise



资助牙买加雪橇队参加索契冬奥会



Robinhood优势

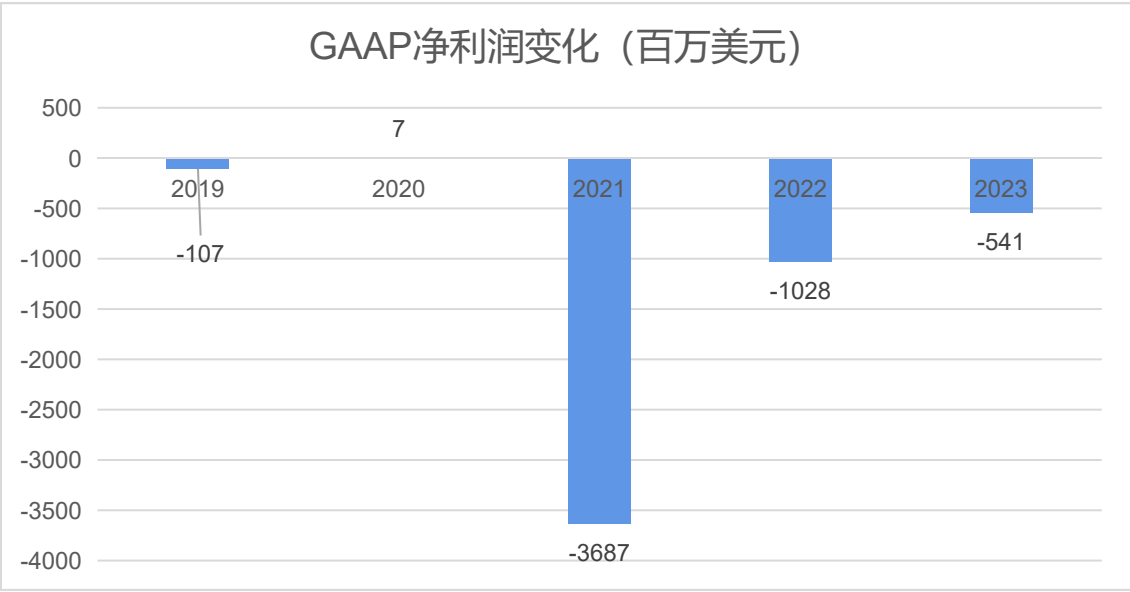
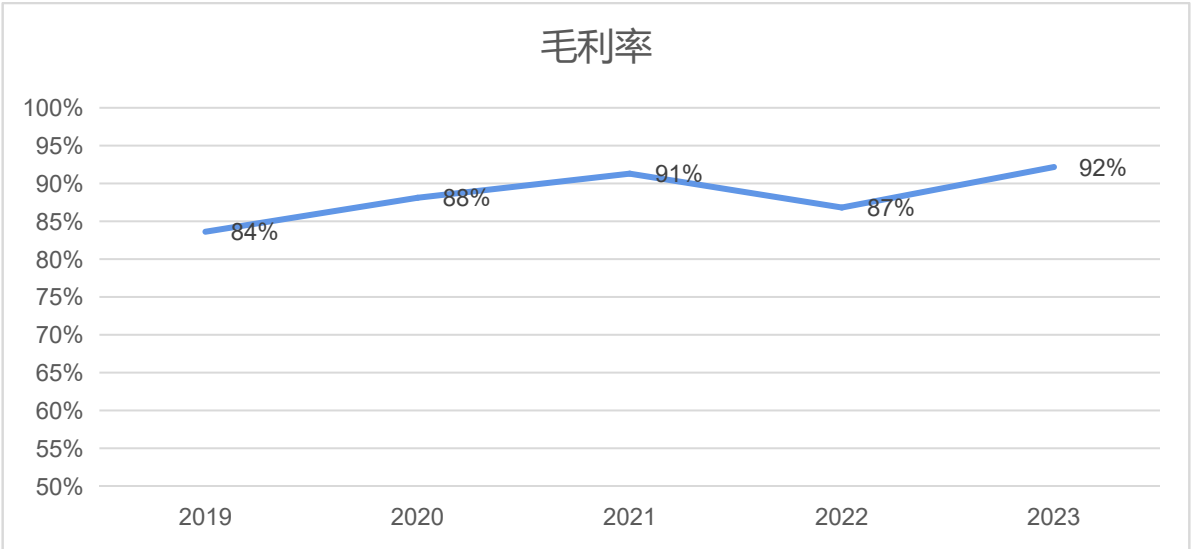
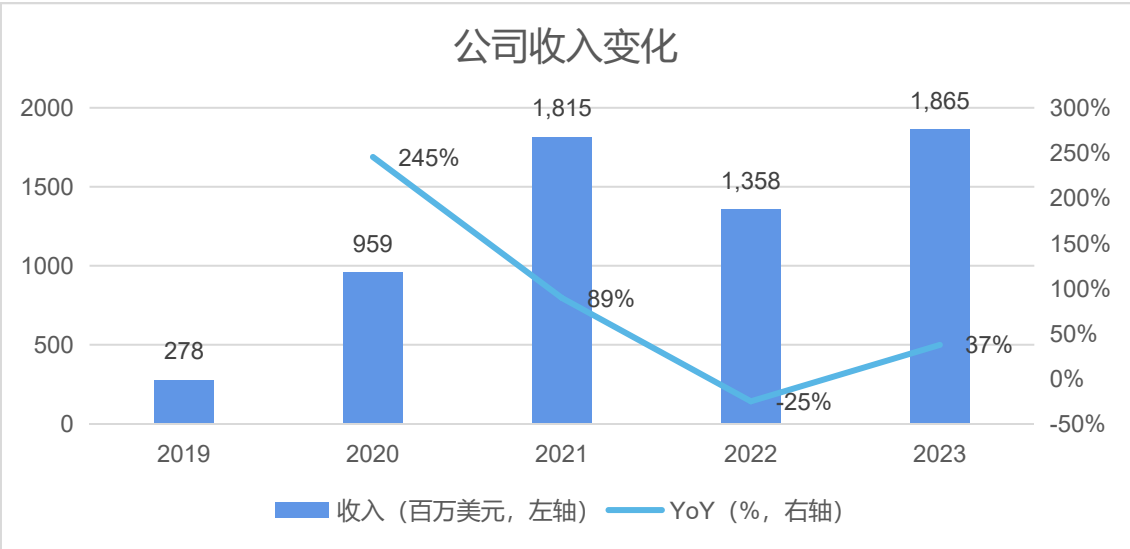
- 额外可提供股票和股票期权交易服务
- 额外提供信用卡服务
- 0交易手续费

Coinbase优势

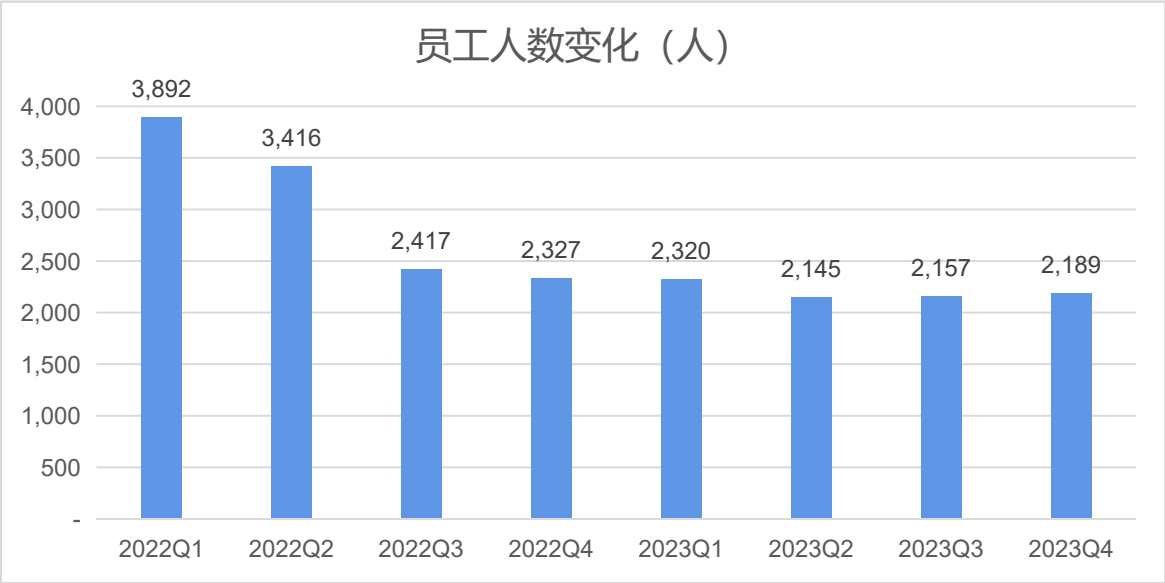
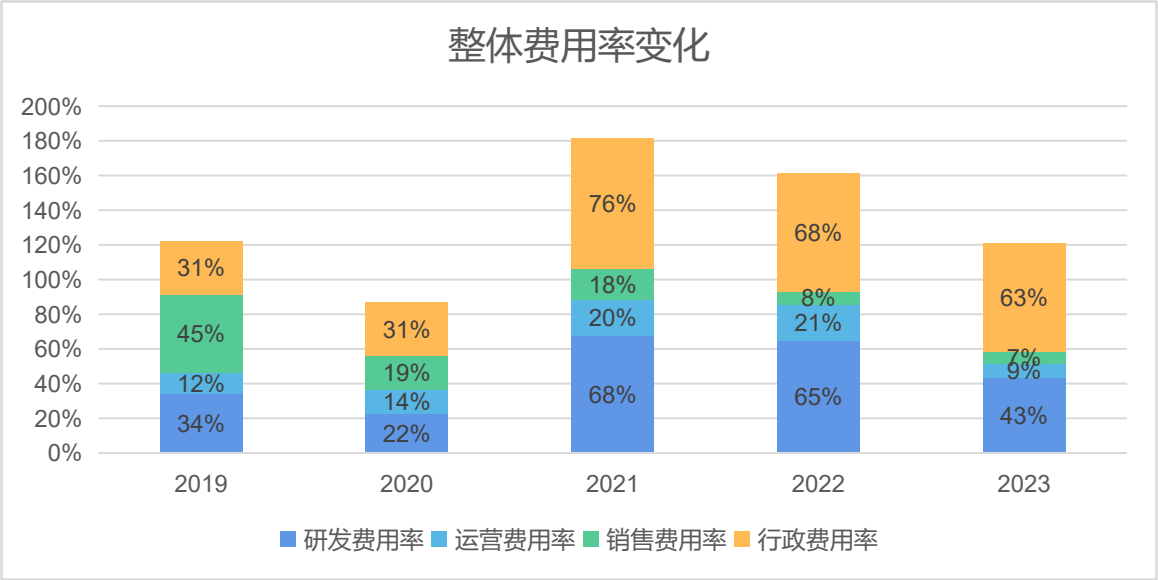
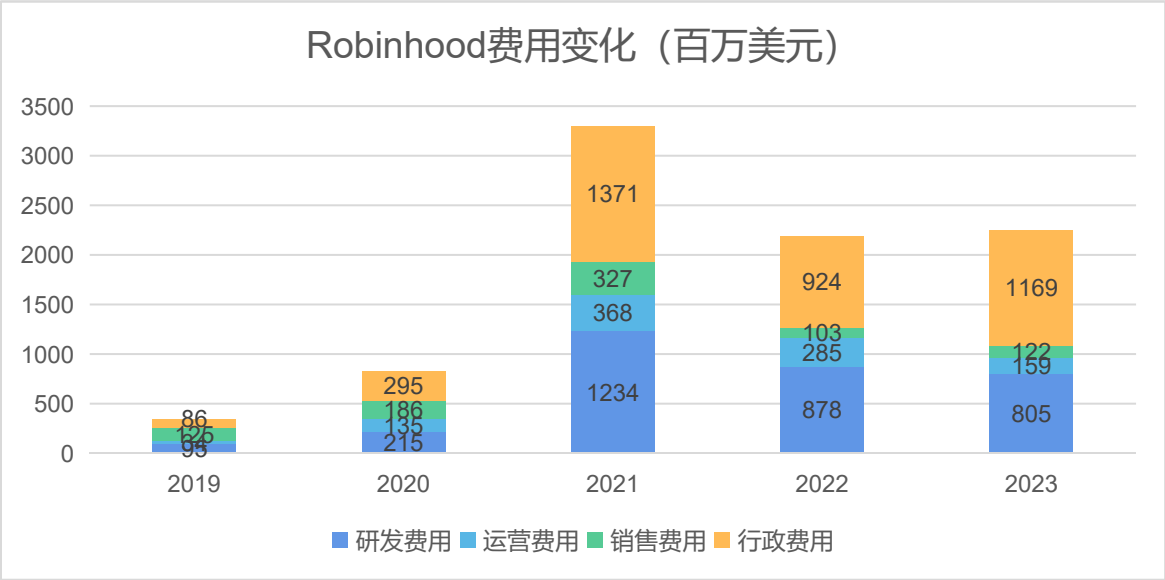
- 可提供超过200种加密货币交易
- 额外提供加密货币期货交易和NFT交易
- 额外提供加密货币staking服务

	Robinhood	Coinbase
可供交易的加密货币数量	15	200+
是否有自托管钱包	有	有
是否有储蓄卡Debit Card服务	有	有
是否有Staking服务	无	有
是否提供加密货币期货交易	无	有
是否提供NFT交易	无	有
是否提供股票交易服务	有	无
是否提供股票期权交易服务	有	无

五、Robinhood财务分析及盈利预测

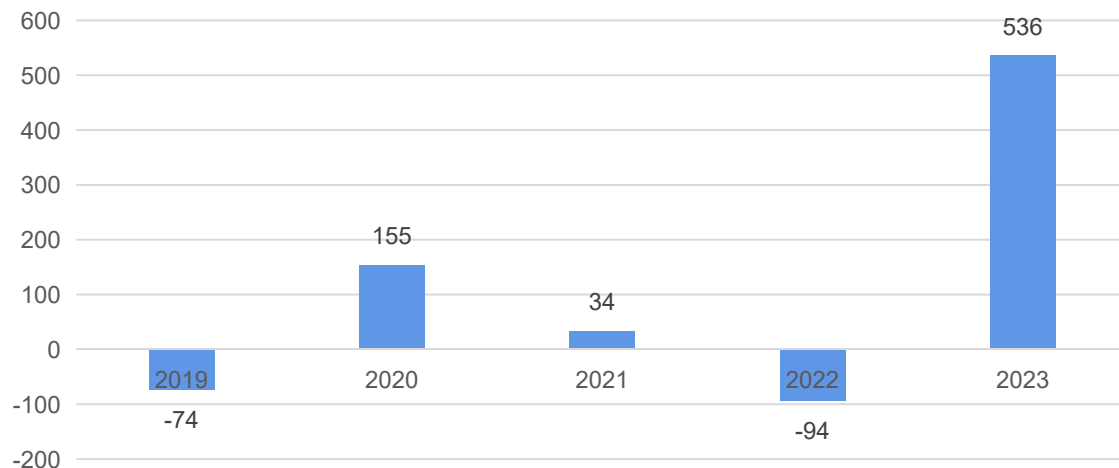


- **营收恢复正增长，毛利率保持稳定：**在2022年经历收入下滑后，Robinhood 2023年收入恢复正增长，同比增速达37%，且收入规模创历史新高，达到18.7亿美元，毛利率多年来稳定在80%以上，2023年更是达到了92%。
- **亏损大幅缩窄：**2021年上市以来，Robinhood的GAAP净亏损持续缩窄，并且2023Q4已经实现了盈利。2023年净亏损为5.4亿美元，相比于2022年亏损幅度绝对值缩窄4.9亿美元。并且5.4亿美元的净亏损中，包含了4.9亿美元的因取消创始人股权激励而产生的费用以及1亿美元的监管相关支出。

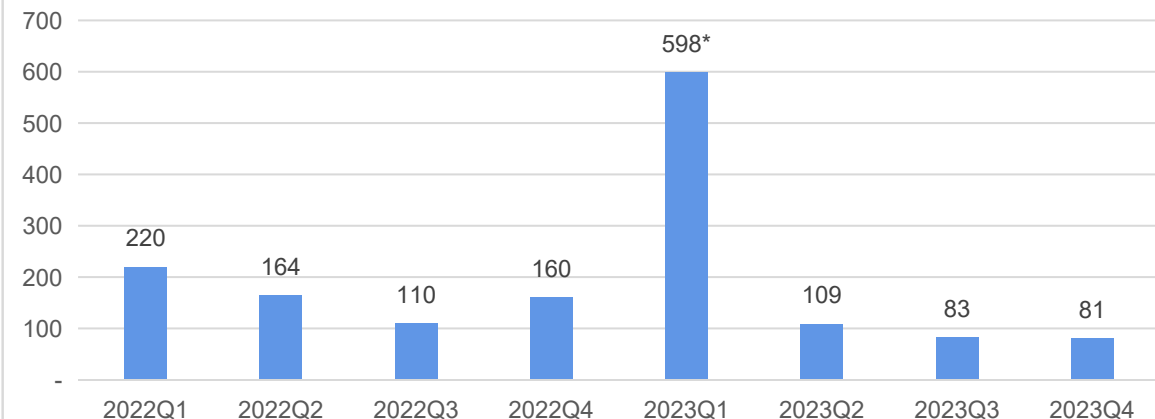


- **费用见顶回落，费用率持续下滑：**2021年费用创新高后，2022年，2023年费均较2021年有所回落，费用率保持持续下滑态势，2023年整体费用率达到12%，其中行政费用率为63%，研发费用率为43%。
- **员工人数相比于2022年高点大幅下降，目前已基本稳定：**2022年Q1员工人数达到3892人后，公司持续降本增效，优化人员结构，2023年Q2员工人数持续下滑至2145人后略微有所回升，截至2023年Q4，公司员工人数回升至2189人。

调整后EBITDA (百万美元)

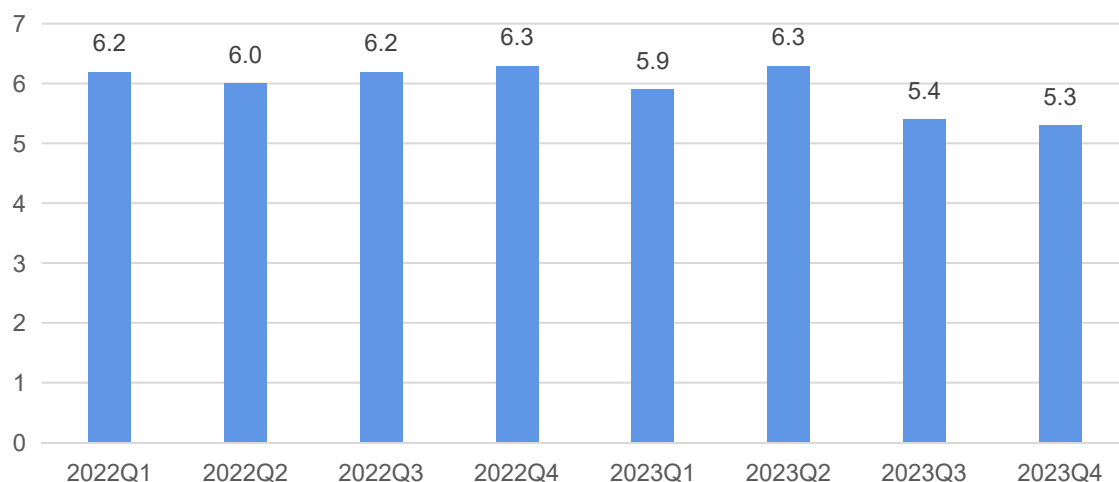


股权激励 (百万美元)



*: 包含了4.85亿美元取消创始人股权激励的费用

公司现金储备 (十亿美元)



- **调整后EBITDA扭亏为盈：**从调整后EBITDA角度来看，Robinhood已经实现了可观的盈利，2023年调整后EBITDA为5.4亿美元，相对于2022年亏损9400万美元，同比扭亏为盈。
- **股权激励保持稳定，逐季下滑：**股权激励自2023Q2开始逐季平缓下滑，2023Q1受取消创始人股权激励的影响，股权激励费用有大幅度的上升，主要是因为包含了4.85亿美元取消创始人股权激励产生的费用。
- **现金储备充足：**截至2023年Q4，公司拥有超过50亿美金的现金储备，具备充足安全垫。

- 美国市场对互联网券商的估值已较为稳定，从2016年1月 - 2024年1月的数据来看，市场对同类公司未来1年利润的PE估值中枢基本在20-22倍左右。

2016年1月 - 2024年1月嘉信理财及盈透证券 Forward 1 Year PE估值走势



核心盈利指标				
财年	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	1,865	3,383	4,372	5,359
GAAP净利润（百万美元）	-541	1,324	2,108	2,814

同类公司	2024E收入（亿美元）	2024E收入增速	2024E GAAP净利润（亿美元）	当前市值（亿美元）	Foward 1Y PE
嘉信理财	198	4.8%	62	1,294	21
盈透证券	48	9.9%	27	504	19

注：盈利预测来源于Wind一致预期，截至2024年6月18日收盘

Robinhood 估值方法	
2024E GAAP净利润（亿美元）	13
目标PE	19.9x
目标市值（亿美元）	263
股本（亿股）	9
目标价（美元）	30.1

盈利预测和投资评级：我们预计公司2024–2026年营收分别为34/44/54亿美元，GAAP净利润分别为13/21/28亿美元；根据P/E估值法，考虑到行业估值体系已比较成熟，我们采用当前嘉信理财及盈透证券2024E PE的平均数 19.9x，对应合计目标市值263亿美元，对应目标价30.1美元；考虑到Robinhood在美国年轻一代的地位牢固，且今年有望实现利润大幅增长及估值体系切换，首次覆盖，我们给予Robinhood “买入” 评级。

◆ 用户增长不及预期风险

公司的有资产用户数及月度活跃用户增长不及预期的风险；

◆ 海外发展不及预期风险

目前公司在海外的发展依然处在早期阶段，存在海外发展不及预期的风险；

◆ 行业竞争加剧风险

券商行业较为成熟，竞争激烈，存在行业竞争加剧的风险；

◆ 加密货币市场发展不及预期风险

加密货币市场发展依然处于早期阶段，存在加密货币市场发展不及预期的风险；

◆ 监管风险

存在美国证监会SEC对Robinhood采取监管行动甚至起诉Robinhood的风险；

◆ 商业化拓展不及预期风险

Robinhood的信用卡业务仍处于早期阶段，存在商业化拓展不及预期的风险；

Robinhood盈利预测表



证券代码：HOOD.O

股价：21.86美元

投资评级：买入(首次覆盖)

日期：20240618

资产负债表（百万美元）					2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值					
2023A	2024E	2025E	2026E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
现金及现金等价物	9,283	10,400	12,706	14,769	营业收入	1,865	3,383	4,372	5,359	每股指标				
应收款项	3,584	3,443	3,513	3,478	营业成本	146	165	168	185	EPS（美元）	-0.61	1.49	2.37	3.16
存货净额					销售费用	122	277	283	311	BVPS（美元）	7.52	7.67	8.07	8.28
其他流动资产	18,923	25,309	28,085	31,050	管理费用	1,328	835	852	937	估值				
流动资产合计	31,790	39,152	44,304	49,296	其他费用/（-收入）	805	712	727	799	P/E	/	15.48	9.72	7.28
固定资产	120	130	140	150	营业利润	-536	1,393	2,342	3,127	P/B	3.06	3.00	2.85	2.78
在建工程					所得税费用	-5	28	187	156	P/S	10.98	6.06	4.69	3.82
无形资产及其他	223	223	223	223	净利润	-541	1,324	2,108	2,814	财务指标				
长期股权投资	73	132	171	210						2023A	2024E	2025E	2026E	
资产总计	32,332	39,775	44,970	50,014	归属于母公司净利润	-541	1,324	2,108	2,814	盈利能力				
短期借款	1,592	2,110	2,604	2,957	现金流量表（百万美元）	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	/	20%	30%	39%
应付款项	5,481	9,679	11,292	13,239	经营活动现金流	1,181	1,731	3,661	3,960	毛利率	92%	95%	96%	97%
合同负债	14,708	16,179	17,797	19,576	净利润	-541	1,324	2,108	2,814	期间费率	121%	54%	43%	38%
其他流动负债	3,764	4,863	5,990	6,762	折旧摊销	71	66	69	67	销售净利率	/	39%	48%	53%
流动负债合计	25,545	32,830	37,683	42,535	公允价值变动	-	-	-	-	成长能力				
长期借款及应付债券	91	110	100	105	营运资金变动	729	808	2,076	1,242	收入增长率	37%	81%	29%	23%
其他长期负债					投资活动现金流	-582	-293	-251	-318	利润增长率	/	245%	59%	33%
长期负债合计	91	110	100	105	资本支出	-2	-31	-20	-18	营运能力				
负债合计	25,636	32,940	37,783	42,639	其他	-580	-262	-231	-301	总资产周转率	0.07	0.09	0.10	0.11
股本	891	891	891	891	筹资活动现金流	-610	-23	-597	-942	应收账款周转率	0.54	0.96	1.26	1.53
股东权益	6,696	6,835	7,187	7,374	债务融资	-	-	-	-	存货周转率				
负债和股东权益总计	32,332	39,775	44,970	50,014	权益融资	-610	-23	-597	-942	偿债能力				
					现金净增加额	-11	1,415	2,812	2,700	资产负债率	79%	83%	84%	85%
										流动比	1.24	1.19	1.18	1.16
										速动比	1.23	1.18	1.17	1.15

海外小组介绍

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队行业首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网版块研究。
尹芮，现任国海证券海外互联网分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。
张娟娟，现任国海证券海外互联网研究助理，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里、美团，主要覆盖消费互联网方向。
林臻，现任国海证券海外互联网研究助理，香港科技大学硕士，中国人民大学本科，3年金融从业经验，主要覆盖科技互联网方向。
罗婉琦，现任国海证券海外研究团队研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

分析师承诺

陈梦竹，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597