

Robinhood (HOOD) 深度调研：五步战略的兑现度与股价空间

Robinhood 五步战略兑现度与股价空间

Robinhood 的"五步战略"（全品类交易入口 → AI 交易决策 → 可验证的交易社交 → 终身财富账户 → 自建公链与资产代币化）方向真实，但五步的兑现度差距极大：第一步与第四步已进报表并规模化（Q2 净收入 13.08 亿美元、同比 +32%，Gold 付费会员 484 万、退休账户 345 亿美元、预测市场单季收入 1.56 亿美元），第二、三、五步仍是"已发布、收入未披露、使用量极小"的期权。市场在 112.57 美元、40.5 倍 2027 年共识盈利上已为前两步全额付费：2024 年底至今 +202%，剔除一次性项后约六成来自盈利、四成来自倍数扩张；2026 年至今股价持平而共识盈利上调约 13%，倍数正在被压缩。以 2028 年盈利为锚的 12 个月概率加权目标价约 120 美元（+7%），五步在 2029 年全部兑现的长期情景折现回今天约 102-134 美元——现价已基本折现五步战略的完整兑现。上行要靠预测市场在 NFL 赛季与中期选举中的超预期兑现，下行来自体育事件合约的州级围栏（内华达、密歇根已执行退出，第九巡回法院 8 月 28 日裁定后 Robinhood 已向最高法院申请调卷）。这是一家该研究、该跟踪、但不该在此价位追买的公司。

涌现资本产业研究部 · 2026 年 9 月 14 日 方法：SEC 一手文件（Q2 2026 10-Q / 8-K、FY2025 10-K、可转债与信贷协议 8-K、月度运营数据）、公司新闻室与产品页、法院与监管机构一手文件（第九巡回法院判决书、最高法院案卷、CFTC 拟议规则、密歇根与康涅狄格州政府公告）、DefiLlama 链上数据、付费行情源复权收盘价。所有价格为 2026 年 9 月 11 日收盘（112.57 美元）。本报告为信息聚合与研究判断，非投资建议。

30秒结论卡

- **五步战略是真的，但只有两步在报表里。**第一步（全品类入口）与第四步（终身财富账户）已规模化：Q2 2026 净收入 13.08 亿美元（同比 +32%、环比 +23%），调整后 EBITDA 利润率 56.6%，Gold 付费会员 484 万（+39%），退休账户资产 345 亿美元（+82%），银行存款逾 30 亿美元，预测市场单季 136 亿张合约、1.56 亿美元收入（去年同期 0.10 亿美元）。第二步（Cortex/Agent 交易）、第三步（Social）、第五步（Robinhood Chain）三者收入均未披露，使用量分别是“累计近 100 万客户用过 Digest”、“约 1.1 万内测用户”、“链上约 200 只股票代币、价值约 4,200 万美元”。
- **市场已经为前两步付了全价。**112.57 美元 = 49.6 倍 TTM 市盈率、40.5 倍 2027 年共识盈利、35.3 倍 TTM 调整后 EBITDA（企业价值 980 亿美元）。2024 年底至今 +202%：剔除 2024 年 4.24 亿美元税收利益与 Q2 RVI 一次性收益后，约六成来自盈利、四成来自倍数扩张（GAAP 口径下倍数贡献约三分之二）。2026 年至今股价 -0.5%，同期 2026 年共识 EPS 在 90 天内上调约 13%——倍数在被压缩。
- **股价的真实驱动是两件事：散户活跃度贝塔与预测市场的法律地位。**2026 年三次财报后首日分别 -8.9% / -13.2% / -3.6%；4 月 14-15 日两天各 +10.4%（SEC 批准 FINRA 取消 2.5 万美元日内交易门槛的提案）；9 月 3 日 +16.6%（预测市场卖方上调潮，COIN 同日 +10.1%）；8 月 28 日 -5.0%（第九巡回法院在初步禁令阶段认定体育事件合约可能不受联邦先占保护，Robinhood 是该案合并上诉方之一）。预测市场占 Q2 净收入 11.9%，却贡献了同比增量的 46%，也是全部州级诉讼的标的；9 月 9 日 Robinhood 已按法院和解在密歇根停止新增体育合约，是内华达之后第二个执行退出的州。
- **12 个月情景目标价（以 2028 年盈利为锚）：熊 56 / 基准 120 / 牛 171 美元，概率加权约 120 美元（+7%）。**基准情景 = 2028 年 EPS 3.00 美元（净收入 78 亿 × 56% × 0.62 转换）× 40 倍；若按成熟券商倍数（盈透前瞻 28 倍）退出，现价要求 2028 年 EPS 达 4.0 美元，即牛市情景的盈利。五步在 2029 年全部兑现的长期情景折现回今天约 102-134 美元，中值与现价相当。
- **是什么与值多少分开看：**它是散户金融的终端分销入口，是资产代币化与 Agent 交易的执行层候选，值得长期跟踪；但此价位不是买点。本部评级：观察，不追买。
- **最大反证：**若 9 月 29-30 日 HOOD Summit 给出 Social 全面开放的活跃数据与 Cortex 的用户量、且 9-10 月合约量重回单月 60 亿张以上，则第二、三步从“期权”升为“在途收入”，基准情景倍数可上调至 45 倍（目标 135 美元）；若最高法院拒绝调卷、州级围栏扩展到 5 个以上大州，预测市场收入须按地理围栏折损三成以上，基准情景退向 95 美元。

投资要点

框架：三条线——报表线（哪几步已进收入）、定价线（涨幅分解与市场隐含假设）、法律线（体育事件合约的联邦与州管辖权之争）。

#	核心判断	方向
1	五步战略中第一、四步已规模化并驱动 Q2 +32% 增长；第二、三、五步收入未披露，是叙事与期权	● 兑现度分化
2	预测市场是唯一"从 0 到 1.56 亿美元/季"的新引擎，也是唯一被 20 余州诉讼包围的引擎：内华达、密歇根已执行退出，第九巡回法院 8 月 28 日裁决后进入最高法院程序——增长与风险同源	● 法律线
3	加密收入同比 -38%、占比从约两成降至 7.6%；期权 +29%、股票 +95%、保证金利息 +89% 接力——收入结构向"美股散户活跃度"集中；期权每张合约收入同比 -14%，是被规模掩盖的费率压力	● 贝塔上升
4	40.5 倍 2027 年前瞻已折现共识；2024 年底至今涨幅四成来自倍数扩张，2026 年至今倍数压缩对冲盈利上修	● 定价线
5	Robinhood Chain 24 小时去中心化交易所（DEX）成交量全网第二（DefiLlama 9 月 14 日），但 30 天口径第四、锁仓总值约第十二，成交由 Uniswap 与迷因币发射台主导，股票代币仅约 4,200 万美元；美国用户被排除，SEC 豁免两度推迟	● 叙事领先经济
6	终身账户的沉淀仍在加速：净入金过去 12 个月 757 亿美元（27% 年化），但 7 月 18%、8 月 14% 已连续两月低于管理层 20% 目标	● 减速信号
7	Kalshi 从最大撮合场所转身进入 Robinhood 的核心地盘：9 月 11 日宣布向 CFTC 与 SEC 申报约 60 只单一股票/ETF 永续合约（23x5 交易、约 15% 保证金）	● 反向脱媒
8	概率加权 12 个月目标价约 120 美元；催化剂集中在 9 月 29 日峰会、10 月上旬 9 月数据、10 月 8 日最高法院答辩截止、11 月 3 日中期选举与 11 月上旬 Q3 财报	● 观察

一、公司画像：一台由散户活跃度驱动的多资产分销机器

1.1 收入结构（Q2 2026，季度截至 2026-06-30）

收入线	金额	同比	占比	驱动与单位经济
期权交易	3.42 亿美元	+29%	26.1%	合约量 7.74 亿张（+50%）创纪录；每张合约收入约 0.44 美元，去年同期约 0.51 美元（-14%）
净利息收入	3.89 亿美元	+9%	29.7%	保证金利息 2.15 亿（+89%）；隔离现金 -22%、现金转存 -32%、证券借贷 -81%
事件合约（预测市场）	1.56 亿美元	去年同期 0.10 亿	11.9%	136 亿张合约，每张约 1.15 美分
股票交易	1.29 亿美元	+95%	9.9%	名义成交 9,560 亿美元（+85%）创纪录；费率约 1.35 个基点，与去年持平
加密交易	1.00 亿美元	-38%	7.6%	App 名义额 180 亿（-35%）；Bitstamp 220 亿（环比腰斩）；做市商返佣率下降
其他收入	1.43 亿美元	+54%	10.9%	Gold 订阅 0.54 亿（+23%，年化 2.16 亿）；代理投票 0.42 亿；Trump 账户服务费与上市费
其他交易收入（期货/指数期权等）	0.49 亿美元	+29%	3.7%	未单列
净收入合计	13.08 亿美元	+32%	100%	环比 +23%

三个结构性事实：（1）**收入正在从加密向美股迁移**——加密占比从 2025 年 Q3 的约 21%（2.68 亿 / 12.74 亿美元）降到 7.6%，期权 + 股票 + 保证金利息合计 6.86 亿美元，占 52%，这三项全部与美股散户风险偏好同向；（2）**利息收入内部在换血**——对利率敏感的隔离现金、现金转存、公司自有现金、证券借贷四项合计同比减少约 0.95 亿美元，保证金利息一项补回 1.01 亿美元、信用卡净利息补回 0.27 亿美元，8 月证券借贷净收入已转负（-800 万美元）；（3）**预测市场是唯一从零起步的引擎**——上半年 2.60 亿美元对比去年同期 0.13 亿美元，占 Q2 同比增量 3.19 亿美元的 46%。

1.2 财务质地

指标	数值	期间
净利润 / 摊薄 EPS	5.73 亿美元 (+48%) / 0.62 美元, 含 RVI 基金出表一次性收益 0.14 美元, 经常性约 0.48 美元	Q2 2026
调整后 EBITDA / 利润率	7.41 亿美元 / 56.6% (Q1 为 5.34 亿 / 50%); 同比增量利润率 60%	Q2 2026
TTM 净收入 / 调整后 EBITDA / GAAP EPS	49.32 亿 / 27.78 亿 / 2.27 美元 (剔除 RVI 为 2.13)	截至 2026-06-30
FY2025	净收入 44.73 亿 (+52%)、调整后 EBITDA 25.22 亿 (56%)、EPS 2.05 美元	2025 全年
2026 年调整后运营费用 + 股权激励指引	26.75-27.75 亿美元 (7 月 29 日收窄下调; 上半年实际 12.48 亿, 下半年隐含 14.3-15.3 亿)	FY2026
公司自有现金 / 长期借款	53.62 亿 / 21.70 亿美元 (另有 32.5 亿美元循环信贷未提取)	2026-06-30
可转债	22 亿美元、零票息、2029 年 10 月到期, 转股价约 174.42 美元, 上限期权封顶 237.85 美元	2026-06-25 发行
回购	2026 年至今 6.64 亿美元 / 750 万股; 3 月新增 15 亿美元授权; 程序累计均价约 47 美元	截至 2026-06-30

盈利质量有两处要拆开看。Q2 EPS 0.62 美元中 0.14 美元来自 Robinhood Ventures 基金 (RVI) 出表的一次性收益, 此后保留的 4.37 亿美元 RVI 股权按市值计入损益, 每季都会带来非经营波动。信用卡业务 Q2 净利息 0.40 亿美元, 而信用损失拨备 0.44 亿美元, 卡业务目前是"规模在涨、利润为负"的投入期。6 月 16 日宣布裁员约 10%, 费用指引随之下调, 是利润率在 Q2 跳升至 56.6% 的另一半原因。

1.3 用户与资产

指标	数值	同比	期间
入金客户	2,840 万 (8 月 2,860 万)	+7%	2026-06-30
Gold 付费会员	484 万, 渗透率 17%, 新入金客户约 40% 直接订阅 Gold	+39%	2026-06-30
平台总资产	3,687 亿美元 (股票 2,655 亿、RIA 托管 500 亿、客户现金 456 亿、加密 263 亿); 8 月 3,840 亿	+32%	2026-06-30
净入金	Q2 217 亿 (年化 28%); 过去 12 个月 757 亿 (27%); 7 月 56 亿 (18%); 8 月 40 亿 (14%)	—	2026-08
每客户年化收入	187 美元 (Q1 157、Q4 2025 191)	+24%	Q2 2026
退休账户资产	345 亿美元 (Q1 274 亿)	+82%	2026-06-30
银行存款 / 信用卡	存款逾 30 亿美元、逾 24 万客户、约 40% 直接工资入账; 卡持有人逾 100 万、年化消费逾 170 亿美元、年化收入逾 1 亿美元	—	2026-06-30
国际入金客户	逾 100 万; 6 月收购加拿大 WonderFi (约 1.78 亿美元现金)、7 月获新加坡牌照、8 月英国上线加密	—	2026-08

平台资产 ÷ 入金客户 ≈ 1.30 万美元 (剔除 TradePMR 的 500 亿美元 RIA 资产后约 1.12 万美元), 对比 2024 年 12 月投资者日披露的户均账户资产 6,500 美元 (分母为账户而非客户) 翻了一倍。第四步的逻辑——客户在变老、变富、把钱搬进来——已在数据中兑现。

二、五步战略逐步拆解：哪一步已进报表、哪一步还在路上

2.1 第一步：全品类交易入口 ● 已规模化

产品	上线时间	现状（Q2 2026）
零佣金美股 App	2014-12	名义成交 9,560 亿美元/季，+85%
期权	2017-12	7.74 亿张/季，+50%，最大收入线
加密	2018-02（狗狗币 2018-07-16，早于 Coinbase 约 2 年 10 个月）	收入 -38%，Bitstamp 承接机构与国际
24 小时市场 / Legend 桌面端	2023-05 / 2024-10	Legend 年化收入已逾 1 亿美元
期货与指数期权	2025 年初	并入"其他交易收入"0.49 亿/季
事件合约（预测市场）	2024-10 选举合约起步	136 亿张/季、1.56 亿美元；用户约 200 万（占入金客户约 7%）
欧盟代币化美股 / Strategies 投顾	2025-06-30 / 2025-03	欧盟 2,000 余只（衍生品合约）；Strategies 逾 30 万客户、约 20 亿美元

第一步的商业含义是**同一批客户在同一个 App 里被多次变现**：每客户年化收入从 151 美元升到 187 美元，13 条业务线年化收入超过 1 亿美元（Q2 新增 Legend 与信用卡两条）。预测市场是这一步在 2026 年的真正增量。它的交易场所结构值得记住：Robinhood 自身是期货佣金商（FCM），撮合发生在四家 CFTC 注册交易所——ForecastEx（盈透旗下）、Kalshi、Rothera 与 OG.com。Rothera 是与 Susquehanna 的合资交易所，1 月以约 7,900 万美元收购 MIAxdx 90% 股权，6 月 4 日上线，7 月 29 日前累计逾 35 亿张。Crypto.com/OG.com 于 9 月 8 日接入，Robinhood 按 200 亿 / 50 亿美元估值获得两者股权，规模未披露。6 月 Robinhood 路由的合约约占 Kalshi 当月成交的 16%；Rothera 承接的流量占比公司未披露，第三方估算约四成；四家场所的分成条款均未披露。

2.2 第二步：Cortex 与 Agent 交易 ● 早期·收入未披露

Cortex 于 2025 年 3 月发布、仅对 Gold 开放。最新披露的使用量为 Q1 2026 的"Cortex Digests 累计近 100 万客户使用过"（累计口径，仅覆盖 Gold 会员的单一功能）；Q2 2026 财报文件与电话会未再更新 Cortex 数据。Cortex Assistant 支持自然语言下单，订单须人工确认后执行。

真正的新东西是 5 月 27 日上线的 **Agentic Trading**：一个通过 MCP 协议开放给外部 AI 代理（Claude、ChatGPT、Codex、Cursor、Grok 等客户端）的隔离账户，支持股票、期权与加密下单。截至 7 月 29 日"近 10 万个账户、托管资产逾 1 亿美元"，占平台资产的 0.03%。Robinhood 是主要券商中第一家把交易接口开放给通用 Agent 的，这是它在 Agent 经济里的位置：**它不做 Agent，它做 Agent 的执行层**。接入形态为协议兼容：外部代理通过开放接口调用 Robinhood 的执行能力，Robinhood 未与任何模型厂商签署商业合作协议，收入也未与模型侧分成。

2.3 第三步：可验证的交易社交 ● 内测·全面开放待 9 月 30 日

Robinhood Social 于 2025 年 9 月 10 日宣布，2026 年 3 月 18 日向 1,000 名峰会参会者内测、随后扩至 1 万人，占入金客户约 0.04%。产品形态：KYC 实名档案、一年期与当日真实盈亏、从信息流直接下单（股票、单腿期权、加密、预测市场），仅支持手动跟单，不做自动复制。管理层在 Q2 电话会上把全面开放的目标定在“本季度末”（9 月 30 日），产品页至今仍显示“逐步开放中”，无任何活跃度或收入数据。9 月 29-30 日 HOOD Summit 是最可能的发布场合。

2.4 第四步：终身财富账户 ● 已规模化·沉淀在减速

这是五步中数据最扎实的一步。Gold 484 万，订阅费年化 2.16 亿美元，但 Gold 的价值在于 3% IRA 匹配、3.5% 存款利率、Cortex 与 Banking 的门票，它是会员体系而不是订阅收入。退休账户 345 亿美元（+82%）。Banking 上线约 8 个月（截至 6 月末）存款逾 30 亿美元，走 Coastal Community Bank 的计划银行模式，Robinhood 没有银行牌照。Gold Card 逾 100 万持卡人、年化消费逾 170 亿美元，7 月推出 695 美元年费的 Platinum Card 进入高端卡市场。TradePMR 带来 500 亿美元 RIA 托管资产与顾问网络。7 月 4 日上线的联邦 Trump 账户（Robinhood 为经纪商与初始受托人）到 7 月 29 日已有逾 700 万注册、约 15 亿美元入账（含 1,000 美元联邦种子款），不计入入金客户，是一条尚未变现的获客漏斗。

要盯的减速信号只有一个：净入金年化增速 Q2 28% → 7 月 18% → 8 月 14%，连续两个月低于管理层 20% 的年度目标（7 月还含了 Trump 账户的种子款）。第四步的估值意义是“资产沉淀降低收入的周期性”，这条线一旦减速，市场给的“财富管理倍数”会收回。

2.5 第五步：Robinhood Chain 与资产代币化 ● 叙事领先于经济

事实分三层。(1) **链是真的，且有动能**：主网 2026 年 7 月 1 日上线（Arbitrum 技术栈），公司口径 7 月 29 日前逾 1.5 亿笔交易、DEX 成交逾 120 亿美元、Robinhood Earn 存款逾 2 亿美元；DefiLlama 9 月 14 日——24 小时 DEX 成交 13.8 亿美元（仅次于 Solana，全网第二）、7 天 129 亿美元（第二）、30 天 348 亿美元（第四，环比 +188%）、锁仓总值（TVL）9.22 亿美元（约第十二）。(2) **成交的内容不是股票**：30 天成交约 76% 来自 Uniswap，迷因币发射台（Pons 单日手续费占全网发射台的 64%）与 Lighter 永续合约激励贡献了大部分活跃度；日成交曾从 7 月 11 日 8.78 亿美元跌至 8 月 1 日 2.41 亿美元（-72.5%）再回升。代币化股票分三个产品口径：Robinhood Chain 原生股票代币约 200 只、价值约 4,200 万美元；欧盟 App 内 Classic Stock Tokens 逾 2,000 只（Robinhood Europe 发行的衍生品合约）；Robinhood Wallet 股票代币覆盖 120 多个国家（美国除外）。9 月 3 日 AMC 首席执行官公开否认与 Robinhood 的 AMC 股票代币有任何关联并称将交由外部证券律师审视，是继 2025 年 7 月 OpenAI 代币事件后第二起发行人否认。(3) **经济归属未定**：链收入与 Arbitrum 的分成比例介于 10% 与约 50% 之间，取决于尚未披露的商业条款；第三方估算排序器收入约每天 100 万美元；Bernstein 估计链累计手续费约 3,900 万美元、2028 年可达年化 1.6 亿美元；公司未在财报中单列链收入。

对美国投资者最关键的一条：**美国用户至今不能交易股票代币**。SEC 的代币化“创新豁免”在 5 月下旬与 8 月 13 日两度推迟，交易所（Nasdaq/NYSE/Cboe）、SIFMA 与白宫（担心干扰 CLARITY 法案谈判）均有反对，多家媒体已把 Robinhood 与 Coinbase 的美国代币化股票上线时间推到 2027 年。第五步在本土市场的开关，握在 SEC 手里。

2.6 飞轮的真实形态

五步战略在报表里的形态是一句话：用第一步的产品广度把散户留在 App 里、用第四步的账户体系把他们的资产沉淀下来，第二、三、五步是为下一个周期准备的三张期权。五步的差别在时间：前两步是 2025–2026 年的收入，后三步最早是 2027 年的收入。市场在 40 倍前瞻市盈率上已经把前两步买完了，后三步值多少钱，第五章第三节给出一个可复算的三年情景。

三、护城河逐条：硬度分级

护城河	硬度	证据	会被什么削弱
年轻高频用户的分销入口（客户中位年龄约 35 岁，千禧与 Z 世代占约六成；入金客户 2,840 万）	● 硬	每客户年化收入 187 美元且仍在上升；新入金客户四成直接订阅 Gold	Coinbase（12 月上线股票交易）、Schwab（4 月上线加密）从两侧进入同一批用户
多资产 + 多牌照的产品堆叠速度（13 条年化过亿业务线；FCM、DCM/DCO、50 余张 Bitstamp 牌照、新加坡与英国牌照）	● 硬	12 个月内上线预测市场自有交易所、公链、Agent 交易、Platinum 卡、加拿大与英国	组织承载力：10% 裁员、CFO 与 CTO 更替同时发生
预测市场的零售流量（约 200 万用户、单季 136 亿张）	● 中	Robinhood 是 Kalshi 的最大分销方，也是它的"首要对手"（Kalshi CEO 语）	法律地位：内华达、密歇根已退出体育合约；Kalshi 同时是合作方、竞争者、共同被告，并已申报单一股票永续合约
资产沉淀（平台资产 3,687 亿、退休 345 亿、存款 30 亿、RIA 500 亿）	● 中	过去 12 个月净入金 757 亿美元	沉淀速度 7–8 月已跌破 20% 目标；存款走计划银行而非自有牌照
Agent 执行层的先发（首家开放 MCP 的主要券商）	● 中	近 10 万账户	界面被 Agent 平台掌握，券商可能被降为可替换的执行通道
自建链与代币化（Robinhood Chain、欧盟 2,000 余只代币）	● 软	24 小时成交全网第二	成交由迷因币主导、美国关闭、与 Arbitrum 分成未定、SEC 豁免无时间表、发行人否认

四、估值专章：市场已经为哪几步付了钱

4.1 多口径倍数与同业

公司	市值	PE	前瞻PE (2027)	收入增速 (最近季)	净利率	前瞻PE ÷ 收入增速
HOOD	\$101B	50	40.5	+32%	44%	1.5
IBKR 盈透	\$156B	36	28.1	+26%	16% (含非控股权益口径)	1.1
SCHW 嘉信	\$185B	20	13.9	+21%	39%	0.7
COIN	\$46B	亏损	61.0	-17%	亏损	—
SOFI	\$22B	35	21.6	+43%	15%	0.5

同业倍数为 9 月 13 日快照。HOOD 对盈透的前瞻溢价约 45%，对嘉信约 190%；按"前瞻倍数 ÷ 最近季收入增速"这把粗尺，HOOD 是 1.5 倍、盈透 1.1 倍、嘉信 0.7 倍——市场给它的不是券商倍数，而是"金融科技平台 + 预测市场期权"的复合倍数，且增速溢价已经给足。企业价值口径：980 亿美元 = 35.3 倍 TTM 调整后 EBITDA、19.9 倍 TTM 净收入、14.8 倍 2027 年共识净收入。

4.2 涨幅分解：2025 年买的是倍数，2026 年在还倍数

区间	股价	EPS 路径	倍数路径	结论
2024-12-31 → 2026-09-11 (剔除一次性项)	37.26 → 112.57 (+202%)	1.09 (剔 4.24 亿美元税收利益) → TTM 2.13 (剔 RVI), +95%	34.2 倍 → 52.8 倍 (+55%)	盈利约六成、倍数约四成
同区间 GAAP 口径	同上	1.56 → 2.27 (+46%)	23.9 倍 → 49.6 倍 (+108%)	对数拆分：盈利约三分之一、倍数约三分之二
2025-12-31 → 2026-09-11	113.10 → 112.57 (-0.5%)	2026 年共识 EPS 90 天内约 1.85 → 2.09 (约 +13%)	压缩约 12%	倍数压缩完全对冲了盈利上修
2025-10-09 高点 → 2026-03-30 低点 → 今	152.46 → 65.16 → 112.57	—	高点按当前 2027 年共识 2.78 美元计约 55 倍	高点到低点 -57%，低点到今 +73%

2025 年的倍数扩张里有一笔一次性资金流：9 月 5 日宣布纳入标普 500 (9 月 22 日生效)，宣布后首个交易日 +15.8%，距 10 月 9 日的历史高点只有一个月。估值框架切换已在 2025 年完成一次 (从券商倍数切到平台倍数)，2026 年的走势是切换之后的均值回归。今天追进，是在为 2025 年的重估买单。

4.3 反推市场隐含假设

- 现价 112.57 美元 = 37.5 倍 2028 年本部路径 EPS (3.00 美元)、33 倍聚合商 2028 年共识 (3.38 美元)。按 40 倍持平，12 个月内的合理价约 120 美元，上行空间 7%，与两家聚合商的卖方均值目标 (128.89 美元 / 21 位分析师；126.85 美元 / 28 位) 相差不到一成。
- 按成熟券商 28–30 倍退出 (盈透前瞻 28 倍)：现价要求 2028 年 EPS 3.75–4.0 美元，即本部牛市情景 (3.80 美元) 的盈利——市场已经把牛市盈利按券商倍数、或把基准盈利按平台倍数折现了，两种读法指向同一个结论：倍数与盈利只能兑现其一。
- 收入运行率自检：Q2 $\times 4 = 52.3$ 亿美元，2026 年共识 52.0 亿——共识假设下半年与 Q2 纪录季持平，没有为 NFL 赛季与中期选举留出溢价，这是牛市情景的空间来源。
- 卖方分歧：9 月初的上调潮 (摩根士丹利 150、高盛 142、Piper 145、瑞穗 140、Bernstein 160、Citizens 165、StoneX 170) 几乎全部以预测市场 2027 年净收入 9–10 亿美元为前提 (高盛 9.43 亿)；JPMorgan (99 美元，中性)、Needham (120)、Jefferies (127) 代表另一半分歧，目标价区间 57–170 美元本身就是这只股票不确定性的量化。

4.4 分部估值：12% 的业务不能给 100% 的公司定倍数

预测市场占 Q2 净收入 11.9%，Robinhood Chain 与 Agent 交易的收入未披露。把预测市场按单独一家公司估：年化 6.24 亿美元收入 (Q2 运行率) 到 9.6 亿美元 (Piper 按 NFL 赛季推算)，对照 Kalshi 220 亿美元 (5 月) 与 Polymarket 210 亿美元 (8 月 31 日) 的私募估值各自对应约 10 亿美元年化收入，给 Robinhood 的预测市场业务 20 倍收入 (约 125–190 亿美元)，只解释市值的 12–19%。把预测市场的盈利也从 2027 年共识里剥出来 (9–10 亿美元收入按 35% 净利率约 3.3 亿美元)，核心券商业务的 2027 年净利润约 22 亿美元，对应剩余市值 82–89 亿美元 = **37–40 倍**——比盈透的 28 倍高三成以上。预测市场到 2027 年若做到 10 亿美元，它占共识收入增量 (2026→2027 约 14 亿美元) 的三成，它的法律风险因此也是核心倍数的风险，而不只是 12% 业务的风险。

五、情景目标价

5.1 十二个月情景 (以 2028 年盈利为锚，目标时点 2027 年 9 月)

十二个月后市场将以 2028 年盈利定价，故三情景统一以 2028 年净收入 $\times$ 调整后 EBITDA 利润率 $\times 0.62$ (2026 年上半年净利润 $\div$ 调整后 EBITDA 的转换率，剔除 RVI) $\div$ 摊薄股数计算 EPS，再乘目标倍数；聚合商 2028 年共识 EPS 3.38 美元 (区间 2.70–4.79) 作为外部参照。

情景	概率	2028 年净收入	EBITDA 利润率	2028 年 EPS	倍数	目标价	触发条件
熊	20%	59 亿美元 (2027 年 56 亿 +5%)	50%	2.01 美元 (÷ 9.10 亿股)	28 倍	56 美元 (-50%)	最高法院拒绝调卷，州级围栏扩展到 5 个以上大州，季度事件合约收入回落至约 1 亿美元；加密维持低位；联储降息压缩现金利息；倍数向盈透靠拢
基准	55%	78 亿美元 (2027 年共识 66 亿 +18%；聚合商 79 亿)	56%	3.00 美元 (÷ 9.05 亿股)	40 倍	120 美元 (+7%)	共识兑现，法律线维持"联邦诉讼拉锯、个别州退出"，Social 全面开放但无收入
牛	25%	92 亿美元 (2027 年 76 亿 +21%)	60%	3.80 美元 (÷ 9.0 亿股)	45 倍	171 美元 (+52%)	NFL 赛季 + 中期选举把单月合约量稳在 60 亿张以上、Rothera 承接多数流量并披露分成；Gold 逾 550 万；加密回暖；最高法院受理并支持联邦先占

概率加权 = 0.20 × 56 + 0.55 × 120 + 0.25 × 171 ≈ 120 美元，对现价 +7%。概率权重的依据：熊市情景要求最高法院拒绝调卷且州级围栏在 12 个月内扩展到 5 个以上大州（目前 2 个），或散户风险偏好转向，两者合计给两成；牛市情景要求预测市场量能与法律环境同时向好，给两成五。基准情景按聚合商 2028 年共识 3.38 美元计为 135 美元，本表取本部路径 3.00 美元，差额来自转换率（共识隐含约 0.70）。可转债转股价 174.42 美元在牛市目标之上，12 个月内不构成稀释。

敏感性（概率加权值，美元）：

基准倍数 →	30 倍	35 倍	40 倍	45 倍	50 倍
熊 20% / 基准 55% / 牛 25%	103	112	120	128	136
熊 30% / 基准 45% / 牛 25%	100	107	114	120	127

基准倍数每变动 5 倍，加权值变动约 8 美元；熊市概率每增加 10 个百分点，加权值减少约 6 美元。现价 112.57 美元落在"基准 35 倍"的格子里、也接近"熊市概率三成"的格子——市场已经在按倍数继续压缩或法律线恶化定价，这是本报告"不追买、也不做空"的量化依据。

5.2 牛市情景的机制：什么必须为真

机制	数据基础	是否已在共识里
经营杠杆	Q2 同比增量利润率 60%；2026 年下半年费用指引隐含 14.3–15.3 亿美元，对应 52 亿美元以上的收入运行率	部分：共识 2027 年利润率约 55%
预测市场	Piper 按 NFL 赛季推算 9–12 月 297 亿张、约 3.2 亿美元；高盛 2027 年 9.43 亿美元	高盛称高于共识约 10%
国际	入金客户逾 100 万；管理层长期目标国际 + 机构占收入约一半；加拿大、英国、新加坡 2026 年落地	基本不在 2027 年共识内
Trump 账户漏斗	逾 700 万注册、约 15 亿美元入账，不计入入金客户；每户 1,000 美元联邦种子款	不在共识内（合同为成本加成）
银行与卡交叉销售	Gold 484 万 → 存款逾 30 亿、卡持有人逾 100 万	部分：卡目前拨备高于净利息

5.3 五步全部兑现的三年情景（本部假设，2029 年）

步骤	2029 年收入贡献（本部假设）	假设依据
第一步 交易入口（含预测市场 15–20 亿）	55–65 亿美元	期权与股票随散户活跃度年增 10–15%；预测市场 2027 年 10 亿后年增 25–40%
第二步 AI / Agent 交易	2–4 亿美元（每客户收入 +3–5%）	无独立收费，作为留存与频次提升
第三步 Social	2–4 亿美元（每客户收入 +3–5%）	无独立收费，作为从信息流下单的增量成交
第四步 终身财富账户	28–35 亿美元	Gold 700–800 万 × 50 美元；利息（含保证金、存款、卡）22–28 亿；投顾与退休 2–3 亿
第五步 Robinhood Chain 与代币化	2–7 亿美元	排序器年化约 3.7 亿毛收入 × 留存 50–90%；美国代币化若 2027 年放开再加 2–4 亿
合计	89–115 亿美元	对应 2026 年共识 52 亿的年复合增速 20–30%

按 2029 年净收入 95–110 亿美元、调整后 EBITDA 利润率 58–60%、净利润转换 0.64、摊薄股数 8.8 亿计，2029 年 EPS 约 4.0–4.8 美元；届时增速回落到 15% 上下，给 32–35 倍，对应 2028 年秋的合理价 128–168 美元；按 12% 折现两年回到今天为 **102–134 美元，中值约 118 美元**。结论：**五步战略在 2029 年全部兑现，大致等于今天的价格**。现价之上的空间，要么来自预测市场与公链超出上表的假设，要么来自市场继续给 40 倍以上的倍数——两者都不是“五步兑现”本身能保证的。

5.4 定价与定位结论

定价结论：期望值比现价高约 7%，赔率不对称——熊市 -50% 对牛市 +52%，但熊市的触发条件（最高法院与州法院）不受公司控制。这不是"错杀"，也不是"泡沫"，是一只被充分定价、方向由两个外生变量（散户风险偏好、州法院裁决）决定的高贝塔股（贝塔 2.34）。**定位结论：**它是散户金融分销入口的最强标的、代币化与 Agent 交易的执行层候选，长期跟踪价值高于当前配置价值。本部维持"观察"评级。

六、竞争格局：份额在往哪里搬

战场	2026 年份额变化	主因
预测市场	Kalshi 年化成交六个月内 520 亿 → 1,780 亿美元、自称占美国活动九成以上；Polymarket 8 月 31 日以 210 亿美元估值融资 10 亿并开放美国 App；Coinbase 借 Kalshi 做到年化逾 1 亿美元（环比 +106%）；Robinhood 单季 136 亿张，6 月路由量约为 Kalshi 的 16%	撮合层集中在 Kalshi，分销层分散；Robinhood 以 Rothera 自建撮合、以 OG.com 股权换流量，是从"分销商"向"场所"上移的尝试
单一股票杠杆交易	Kalshi 9 月 11 日宣布向 CFTC 与 SEC 申报约 60 只单一股票/ETF 永续合约（特斯拉、苹果、英伟达等，每张 100 股、约 15% 保证金、23x5 交易、现金结算）；此前比特币永续 5 月获批、黄金白银永续 9 月获批	从撮合场所反向进入 Robinhood 占收入 52% 的期权/股票/保证金地盘；需 CFTC 与 SEC 双重管辖，时间表不确定
加密零售	Coinbase 成交份额 10.3%（历史新高）；Schwab 4 月起提供 BTC/ETH（75 基点）；SoFi 加密收入 1.34 亿美元但净收入仅 120 万；Robinhood App 名义额 -35%	加密零售在向低费率、多资产账户迁移；Robinhood 靠 Bitstamp 承接机构与国际，零售端在失血
美股散户交易	盈透账户 519 万（+34%）、日均成交 +36%；嘉信新开户 139 万（+26%）、核心净新增资产 1,198 亿美元（+49%）；Robinhood 名义成交 +85%、期权 +50%	全行业散户活跃度同步创纪录，Robinhood 的增速优势来自期权与保证金，不是份额独占
财富沉淀	嘉信客户资产 13.08 万亿、富达 19.9 万亿；Robinhood 3,687 亿（+32%）但过去 12 个月净入金 757 亿	Robinhood 在增速上领先、规模上不足前两者的 3%；"客户变老变富"是十年期变量
Agent 交易 / 社交	Robinhood 首家开放 MCP；eToro 自动跟单 428 万入金账户；Coinbase Base App 做社交交易；Meta 被报道在开发预测市场 App	竞争对手是 Agent 平台本身与社交平台本身，券商在这两条线上是被集成方
代币化与公链	Coinbase（Base）、Kraken（xStocks/Ink）、eToro（以太坊）、Ondo/DTCC 走原生轨	美国代币化股票全部卡在 SEC 豁免；离岸轨上 Robinhood 的欧盟发行量领先、链上活跃度靠迷因币

份额结论：Robinhood 在 2026 年赢得的是**期权与保证金**（美股散户杠杆），失去的是**加密零售**，预测市场是与 Kalshi 共生又竞争的分销关系，而 Kalshi 正在把竞争带进 Robinhood 的核心地盘。真正的份额之争

在 2027 年：Rothera 能否把撮合留在自家、Kalshi 的股票永续能否拿到双重批准、SEC 能否放开美国代币化股票。

七、催化日历（2026 年 9 月至 12 月）

日期	事件	利好读数	利空读数
09-29 / 09-30	HOOD Summit '26（休斯敦）	Social 全面开放并给活跃数据；Cortex 用户量；美国自有预测市场交易所或代币化时间表	仅功能清单，Social 继续内测
10 月上旬	9 月运营数据	事件合约 ≥ 50 亿张、净入金回到 50 亿美元以上、证券借贷转正	合约 < 40 亿张、净入金 < 40 亿美元、加密名义额 < 150 亿美元
10-08 / 10-09	新泽西州诉 Kalshi 案（最高法院案号 26-299）答辩截止；密歇根客户体育合约头寸清仓截止	最高法院受理并倾向联邦先占；Kalshi 第九巡回法院全院复审获准	拒绝受理，第九巡回法院判例在西部各州生效；第七、第六、第十巡回法院与爱荷华跟进州管辖
11-03	美国中期选举（合约路由至 Kalshi 与 Rothera；第九巡回法院已把选举合约发回重审）	单日合约量创纪录且无新增州级执法	新增州诉讼或禁令
约 11-04（数据商估计，公司未公告）	Q3 2026 财报（共识净收入 13.61 亿、EPS 0.514 美元）	净收入 > 14 亿、事件合约 ≥ 1.5 亿美元、披露 Rothera 流量占比、费用指引维持或下调	事件合约 < 1.3 亿、利息收入环比下降、RVI 按市值计损
无固定日期	CFTC 事件合约最终规则（6 月 10 日拟议、评论期 7 月 27 日截止；允许比分/胜负/晋级类体育合约，禁止伤病/裁判/单次动作类；未涉及州法先占）	最终规则落地，联邦层面确认体育结果合约合法	规则不含先占条款，州级诉讼不受影响（当前基准假设）
无固定日期	SEC 代币化创新豁免 / CLARITY 法案（参议院 9 月 15 日程序性投票）	豁免落地，美国代币化股票 2027 年上线	再度推迟至 2027 年（当前基准假设）
每次 FOMC	联储降息路径	降息伴随成交放大	降息压缩利息收入（公司披露：利率每变动 50 个基点，未来 12 个月税前影响约 1.75 亿美元，不含现金转存）而成交萎缩

八、风险提示与反证

风险（按对 12 个月目标价的影响排序）

- 预测市场的法律地位：**占 Q2 净收入 11.9%、贡献同比增量 46% 的业务正被州级诉讼围攻——康涅狄格 9 月 10 日停止令点名 Robinhood，肯塔基 6 月 17 日起诉并对预测市场交易征 14.25% 税，威斯康星 4 月 23 日起诉，马萨诸塞、亚利桑那、爱荷华、犹他各有诉讼或裁定。执行层面已经发生：Robinhood 于 2025 年 12 月 1 日在内华达停止新增体育合约；2026 年 9 月 9 日按密歇根西区联邦法院 9 月 4 日的和解令在密歇根停止新增体育合约，客户头寸须于 10 月 9 日前清仓。司法层面：第九巡回法院 8 月 28 日（Robinhood 为合并上诉方之一）在初步禁令阶段认定体育事件合约可能不属于互换、州博彩法可能不被联邦先占，与第三巡回法院 4 月的相反结论形成分歧；9 月 9 日前后爱荷华联邦法院与第十巡回法院亦拒绝 Kalshi 的禁令请求；Kalshi 已申请第九巡回法院全院复审，Robinhood 与新泽西州各自向最高法院申请调卷。不利结果的直接后果是按州地理围栏，体育合约（世界杯与 NFL 的流量来源）首当其冲。
- 估值已折现共识：**37.5 倍 2028 年本部路径盈利，概率加权目标价仅高于现价 7%；按成熟券商倍数退出要求 2028 年盈利达到牛市情景。
- Kalshi 的反向脱媒：**最大撮合场所申报单一股票/ETF 永续合约，直指占收入 52% 的期权、股票与保证金业务；Robinhood 与 Kalshi 的分成条款未披露。
- 散户活跃度周期与费率压力：**期权每张合约收入同比 -14%（0.51 → 0.44 美元），收入来自少数做市商的订单流付款；净入金年化增速 28% → 18% → 14%；事件合约 7 月 61 亿张 → 8 月 47 亿张。
- 加密结构性下滑：**收入 -38%、App 名义额 -35%、Bitstamp 名义额环比腰斩、做市返佣率下降。
- 利息收入对降息敏感：**现金转存 -32%、隔离现金 -22%、证券借贷 -81% 且 8 月转负；利率每变动 50 个基点影响约 1.75 亿美元/年；保证金利息 +89% 是唯一对冲项，而它本身是杠杆周期变量。
- 信用卡信用成本：**Q2 拨备 0.44 亿美元高于卡净利息 0.40 亿美元，卡余额同比翻倍以上进入可能的消费放缓期。
- 盈利质量与资本结构：**RVI 保留股权 4.37 亿美元按市值计入损益；22 亿美元可转债（转股价 174.42 美元）；每季约 1.05 亿美元股权激励须靠回购抵消。
- 执行分散：**12 个月内并行推出公链、Ventures 基金、Trump 账户、WonderFi、Rothera、Platinum 卡、Agent 交易，同期裁员 10%、CFO 与 CTO 更替；Social 与 Cortex 无使用量披露。
- 内部人减持：**行情数据商记录 CEO Tenev 1-4 月减持约 75 万股（约 7,180 万美元），9 月 3 日 CLO 与另一高管再提交 Form 144；减持记录来自数据商，是否属预设交易计划以 Form 4 披露为准；方向一致。
- 发行人否认与声誉：**OpenAI（2025 年 7 月）与 AMC（2026 年 9 月）先后公开否认与 Robinhood 股票代币有关联，10-Q 已将其列为声誉风险；链上活跃度由迷因币驱动。
- 政治依赖与代币化停滞：**Trump 账户受托人地位与联邦种子款绑定现届政府；SEC 豁免两度推迟，第五步在本土市场退化为“欧盟衍生品 + 海外钱包”产品。

反证（什么会推翻本报告的判断）

- 若 HOOD Summit 披露 Social 全面开放后的活跃用户与从信息流下单的成交占比、并给出 Cortex 的月活，则第二、三步从"期权"升为"在途收入"，基准情景倍数上调至 45 倍（目标约 135 美元）。
 - 若 9-10 月事件合约重回单月 60 亿张以上且 Rothera 披露承接多数流量，Piper 的年化 9.6 亿美元路径成立，牛市情景概率从 25% 上调至 35%。
 - 若最高法院受理并最终支持联邦先占，或 CFTC 最终规则加入先占条款，州级诉讼风险整体消退，熊市情景概率从 20% 降至 10%。
 - 反向：若最高法院拒绝调卷、Robinhood 被迫在 5 个以上大州地理围栏体育合约（目前 2 个），则事件合约收入须按三成以上折损，基准情景退向 95 美元。
 - 反向：若净流入年化增速连续第三个月低于 15%，"终身财富账户"的沉淀逻辑减速，第四步的估值溢价须收回。
 - 反向：若 Kalshi 的单一股票永续合约在 2027 年前获 CFTC 与 SEC 双重批准并上线，期权与保证金收入的增速假设须下调。
-

九、来源置信度与口径边界

数据	来源	置信度
Q2 2026 收入分项、KPI、费用指引、利率敏感度、诉讼状态、可转债与信贷条款；7-8 月运营数据	SEC 8-K（2026-07-29）、10-Q（2026-07-30）、8-K（2026-06-25 / 03-24 / 06-16）；公司月度运营数据公告	A
股价路径、涨跌幅、市值、贝塔、同业倍数	付费行情源复权收盘（2026-09-11）；同业与贝塔为 9 月 13 日快照	A（同业前瞻倍数 C）
第九巡回法院判决、最高法院案卷 26-299、密歇根博彩管理委员会 9 月 9 日公告、康涅狄格州 9 月 10 日停止令、CFTC 拟议规则、CFTC 诉讼	法院判决书、最高法院电子案卷、州政府与 CFTC 公告、联邦公报	A
Robinhood Chain 排名与锁仓总值	DefiLlama API 直取（2026-09-14）	A（排名随窗口变化）
电话会表述（Social 开放目标、链交易数、Arbitrum 分成、预测市场用户约 200 万）；Kalshi 全院复审申请与 Robinhood 调卷申请、Kalshi 股票永续申报、AMC 表态、Robinhood 占 Kalshi 6 月成交 16%	电话会文字稿（第三方整理）；行业媒体多源报道	B
卖方目标价、2026-2028 年共识	三家数据商汇总（21 / 28 / 35 位分析师），非 Bloomberg/FactSet	B
客户中位年龄 35 岁、户均 6,500 美元（2024 年 12 月投资者日）；千禧与 Z 世代占约六成（YouGov 2026 年 9 月）	二手转述与第三方调查	B/C
Rothera 流量占比约四成、CFO 5 月表态、Bernstein/Citizens 链收入估计、内部人减持明细（未逐笔对照 Form 4）	行业媒体单源估算与行情数据商交易记录	C

口径边界：（1）"预测市场"= 10-Q 中"事件合约"收入线，不含并入"其他交易收入"的期货与指数期权；（2）"银行存款"为计划银行转存余额，不在 Robinhood 资产负债表内；（3）链上成交排名取 DefiLlama 24 小时与 7 天窗口（第二），30 天窗口第四、锁仓总值约第十二；（4）代币化股票分三个口径：欧盟衍生品合约逾 2,000 只、Robinhood Wallet 股票代币覆盖 120 多个国家、Robinhood Chain 原生代币约 200 只；（5）EPS 与市盈率均为 GAAP 摊薄口径，一次性项（FY2024 税收利益 4.24 亿美元、Q2 2026 RVI 收益 1.29 亿美元）在涨幅分解中单独剔除；（6）情景目标价的净利润转换率 0.62 取自 2026 年上半年，2027-2028 年税率与股权激励结构变化会改变该系数；三年情景的每一项收入贡献均为本部假设，非公司指引；（7）Q3 财报日期为数据商估计，公司尚未公告；（8）同业前瞻倍数存在数据商滞后，只作量级参照；（9）Robinhood 向最高法院提交调卷申请的具体日期各媒体记为 9 月 9 日至 12 日之间，案号待案卷公开。

免责声明：本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息整理，仅供研究交流，不构成任何投资建议或买卖要约。数据截至 2026 年 9 月 11 日收盘，市场与监管状态可能已变化。投资者应独立判断并自担风险。