

Robinhood Markets, Inc.

NASDAQ: HOOD 深度基本面與估值研究

報告日期：2026年9月17日（香港時間）

股價基準：2026-09-16 收市 USD 104.42（盤後約 105.7）

市值約 USD 93.9B 52 週區間 63.52 – 153.86

最新完整財報：2026 Q2（截至 2026-06-30）10-Q / IR

最新營運數據：2026 年 8 月月報（2026-09-10 發布）

頁數目標：18 – 25 頁 配套簡報 ≤14 頁

重要聲明

本報告僅供資訊與教育用途，不構成買賣建議、招攬或投資顧問意見。

數據優先取自公司官方財報、SEC 文件與 IR；估值倍數與技術判斷含分析師詮釋。

市場價格與分析師目標價每日變動，讀者應核對最新官方披露。

目錄與執行摘要

本報告依委託架構覆蓋十一個模塊：（1）業務與行業；（2）護城河與市佔；（3）最新財報電話會議；（4）紅旗偵測；（5）估值比較；（6）管理層品質；（7）大股東／高管／13F；（8）看好 vs 看淡辯論；（9）投行目標價；（10）技術分析；（11）近一年新聞與未來 12 個月催化劑日曆。基準日 2026-09-16，最新完整季度為 2026 Q2，最新月報為 2026 年 8 月。

\$104.42 收市價 09-16	\$93.9B 市值約	46x / 43x TTM / 前瞻 P/E 約	Buy ~\$131 共識目標價中樞
\$1.31B Q2 營收 +32% YoY	\$0.62 Q2 稀釋 EPS +48%	28.6M 8月底已注資客戶	\$384B 8月底平台資產

報告使用說明與數據口徑

營收與 KPI 以公司 IR 與 10-Q 為準；市值與倍數以 2026-09-16 收市 \$104.42、約 8.99 億完全稀釋／已發行股（數據商對「基本股 vs 稀釋股」略有出入，市值區間約 \$88 – 99B，本文取 \$93.9B 主口徑）。Adj. EBITDA、Adj. OpEx+SBC 為非 GAAP，調節見公司附錄。同業倍數受利息收入口徑、拆股、企業價值定義影響，只作相對位置判斷。技術分析使用公開日線快照，不以盤中分時代替獨立驗圖。

一頁結論（非投資建議）

基本面：Robinhood 已從「零佣金炒股 App」進化為多產品零售金融平台。Q2 交易收入（尤其期權與事件合約／預測市場）重新加速，Gold 訂閱、信用卡、銀行存款、利息資產同步擴張；加密收入則明顯回落，顯示週期性仍在。品質：調整後 EBITDA 利潤率約 57% 屬行業高位，但 GAAP 淨利含 Q2 約 \$129M（約 \$0.14/股）RVI 基金解除合併收益，需扣除非經常項才能判斷「核心盈利」。估值：相對 SCHW（約 19x P/E）明顯溢價，市場支付的是更快的淨存款增速（LTM 約 24 – 27%）與產品擴張可選性（預測市場、Chain、代幣化、國際）。主要風險：零售交易情緒、加密量、監管（預測市場／代幣化／PFOF）、利率下行對淨利息、可轉債與高管減持、估值壓縮。技術面：股價仍在 200 日均線之上（約 \$95），屬 Weinstein Stage 2 後段或 Stage 3 過渡；相對大市年內弱勢。

1. 業務與行業初始分析

1.1 用普通人能懂的話：Robinhood 在賣什麼？

想像傳統券商是「百貨公司」：有櫃檯、有理財顧問、有退休帳戶、收費項目多。Robinhood 則是「手機超級 App」：年輕人用手機開戶，免費買賣美股／ETF，再在同一個 App 裡買加密貨幣、期權、預測市場合約、辦信用卡、開銀行戶口、交月費當 Gold 會員拿更高現金利息與研究工具。公司不靠傳統佣金賺錢，主要靠三件事：（甲）成交相關收入——把客戶訂單路由給做市商（Payment for Order Flow 等）以及期權／事件合約／加密的點差與費用；（乙）利息——客戶閒置現金掃到銀行、融資（margin）、證券借貸；（丙）訂閱與其他——Gold 月費、信用卡交換費、政府「Trump Accounts」相關服務費等。對普通投資人而言，Robinhood 的位置是：美國零售交易與新興金融產品的流量入口，不是管理數以萬億計退休金的 Schwab／Fidelity 那種「財富保管庫」。客戶數已經不少（8 月底 2,860 萬已注資客戶），但人均資產遠低於傳統券商，因此策略是「把同一個客戶賣更多產品、提高 ARPU」，而不是只拚開戶數。

1.2 行業結構與週期位置

行業可拆成三層：（1）託管與資產積累——Schwab、Fidelity、Vanguard 主導，美國自我導向零售資產約 \$17.5 萬億量級（市場研究引用 Goldman Sachs），Schwab 一家客戶資產已逾 \$11 – 13 萬億，Robinhood 8 月平台資產 \$3,840 億，資產市佔仍小（約 2% 量級相對頭部），但增速顯著快於成熟券商。（2）活躍交易／選擇權／加密——與 IBKR、Coinbase、Webull、eToro 重疊，週期跟隨散戶風險偏好、波動率、加密牛熊。（3）預測市場、代幣化股票、鏈上交易——監管尚未定型的新賽道，Robinhood 正用 Rothera、Robinhood Chain、Stock Tokens 卡位。

週期判斷（2026 年 9

月）：美國利率已自高位回落，有利風險資產與融資餘額，但不利「現金掃賬高息」的淨息差。股票與期權量在 Q2 強勁，加密收入按年跌 38%，事件合約爆發（Q2 \$156M，按年逾 10 倍）。整體處於「交易週期復甦 + 利息週期降溫 + 新產品高增」的混合相位，而不是單純牛市或熊市單一驅動。

1.3 最新一季最核心、佔比最大與潛力最大的部門

來源：2026-07-29 官方業績稿及 Q2 業績簡報。Q2 總淨營收 \$1,308M（約 \$1.31B）+32% YoY。

項目	Q2'26 (\$M)	佔總營收	YoY	解讀
交易相關收入	776	59%	+44%	最大盈利引擎；期權+事件合約主導
其中：期權	342	26%	+29%	核心高頻、高利潤產品
其中：事件合約	156	12%	>10x	本季最大驚喜／潛力引擎
其中：股票	129	10%	+95%	量價齊升，基數仍低於期權
其中：加密	100	8%	-38%	週期拖累，非本季主引擎
淨利息收入	389	30%	+9%	第二大、相對穩定的現金牛
其他收入	143	11%	+54%	Gold + Trump Accounts 等
合計	1,308	100%	+32%	紀錄季度營收

資料：公司 Q2 2026 業績公告。百分比按 \$1,308M 四捨五入。

佔比最大：交易相關收入 59%，其中期權單項已佔總營收約四分之一，是目前最核心的盈利部門。現金牛：淨利息 \$389M，受惠融資餘額（8 月保證金貸款 \$215 億）與現金掃賬（8 月 \$312 億），但受短端利率下行與證券借貸波動制約，按年只 +9%。潛力最大：（i）事件合約／預測市場（Rothera JV，Goldman 稱首季年化約 \$150M 量級）；（ii）Gold 生態（Q2 訂戶 484 萬、滲透率 17%，帶動信用卡年化消費逾 \$170 億、銀行存款逾 \$30 億）；（iii）Robinhood Chain／代幣化股票（投行描述上線兩個月內費用與成交快速爬升，仍屬早期、監管不確定）。

Robinhood Q2 2026 營收結構（官方財報）

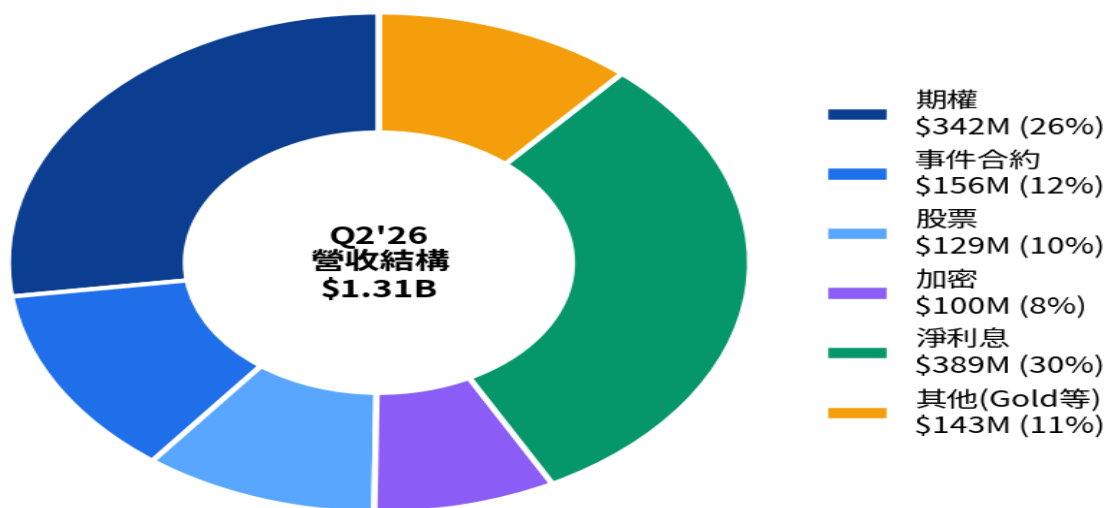


圖 1 Q2 2026 營收結構（據官方分項重繪）

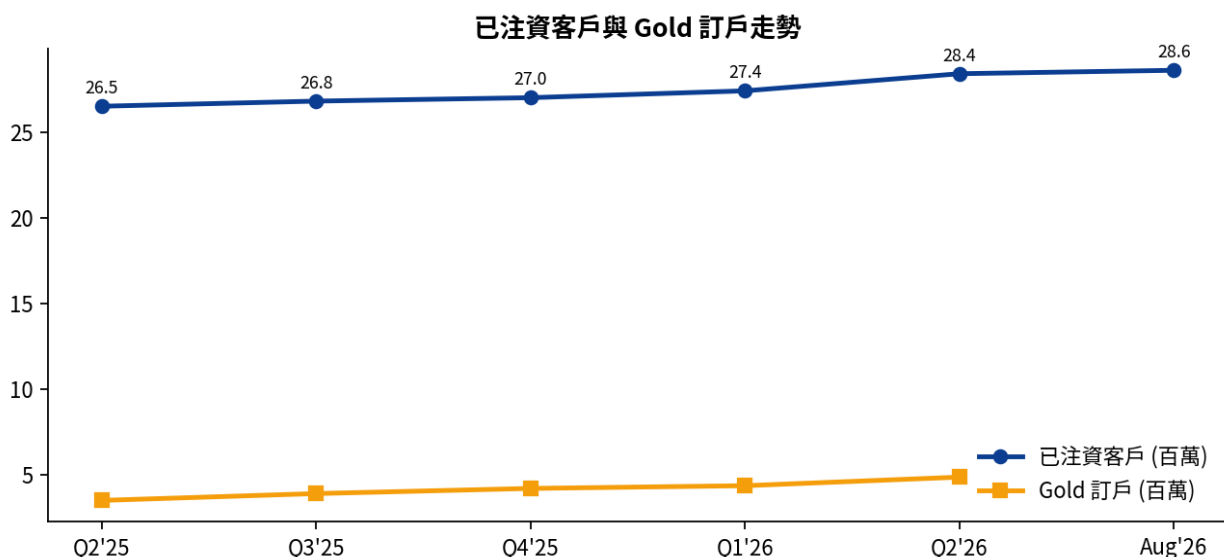


圖 2 已注資客戶與 Gold 訂戶（官方季度／8 月客戶數）

1.4 商業模式的「水龍頭」：錢從哪裡來、會不會關掉

零佣金並非慈善。美股市價單多數被送往批發做市商，公司收取訂單流付款（PFOF）及相關路由收益；期權還有合約費與更厚的做市價差；加密則吃買賣價差；預測市場吃合約費與交易所經濟。監管若限制 PFOF，股票相關交易收入會受壓，但目前期權與事件合約佔比已高於股票，衝擊被部分對沖。利息端：客戶現金透過 sweep 拿到銀行存款利息分成；保證金貸款直接收息；證券借貸把熱門股票借給空頭。Gold 把「願意付月費的活躍用戶」圈起來，再交叉銷售更高利息、更低期權費、信用卡與 IRA 配對。這是一套交易產生流量 → 利息與訂閱產生存量的混合模式。流量腿決定季度彈性，存量腿決定底部。

週期敏感度排序（高→低）：加密現貨 → 事件合約／迷因與高波動期權 → 普通股票 PFOF → 保證金利息 → 現金 sweep（偏利率）→ Gold 訂閱 → 部分託管／顧問收入。2022 年的經驗是流量腿可以在數季內腰斬；2025 – 26 年的進步是存量腿（利息 + Gold + 卡）已經厚到可以在加密下跌時仍維持集團盈利——這是投資邏輯從「純交易 beta」升級的核心證據，但仍未厚到可以忽略流量腿。

2. 競爭護城河、市佔與 TAM

2.1 護城河拆解與評分

我們用品牌、網絡效應、轉換成本三項主評分（1-5），並輔以規模與牌照。評分是分析框架，並非官方披露。

維度	評分	證據與解釋	趨勢
品牌	4.0	Z 世代／年輕散戶心智佔有率高；「零佣金＋簡單 App」仍是第一聯想。監管與「迷因股」歷史傷痕仍在。	穩定略擴
網絡效應	3.5	預測市場與 Chain 開始出現流動性飛輪；社交／跟單不如早期敘事強。成交量越大，做市報價越好，屬弱雙邊網絡。	擴大中
轉換成本	2.5	美股轉倉並非無痛但可行；年輕客戶對 App 黏性高，但資產規模小、轉換誘因也低。Gold＋卡＋銀行＋IRA 配對正在提高轉換成本。	擴大中
規模成本	3.0	客戶 2,860 萬帶來高經營槓桿（Adj. EBITDA 利潤率 57%）。資產規模遠小於 Schwab，單位託管成本並非最低。	擴大中
監管／牌照	3.5	美、歐、新、加多地牌照＋CFTC（Rothera）＋MAS。同時也是監管目標（PFOF、預測市場、代幣化）。	雙刃劍

護城河評分（分析師框架，非官方）

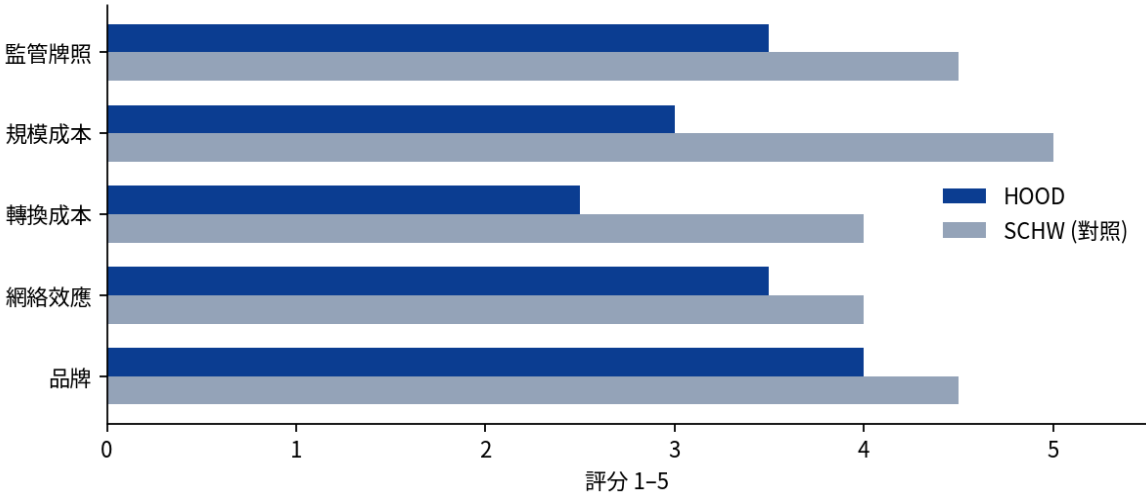


圖 3 護城河評分：HOOD vs 成熟券商 SCHW（對照用）

相對優勢：產品迭代速度、年輕客群、期權／事件合約／加密一站式、單位員工產出高（Q2 期末員工約 2,998 人，年化人均營收顯著高於傳統券商）。最大威脅：（1）Schwab／Fidelity 用既有資產與信任搶同一批「長大後的客戶」；（2）Coinbase 在加密與鏈上；（3）預測市場競爭者（Kalshi 等）與監管叫停風險；（4）IBKR 在活躍交易者與全球產品的專業口碑。護城河狀態：正在擴大但未寬到「高確定性複利」——Gold 滲透、卡、銀行、IRA 配對把轉換成本往上推，預測市場與 Chain 若能守住流動性會形成新護城河；但核心交易收入仍高度週期，品牌護城河擋不住成交量冬天。

2.2 現時市佔、未來預估與 TAM

資產口徑：美國自我導向零售資產約 \$17.5T（第三方引用 GS，2026 年中）。Schwab 客戶資產約 \$12T+（Q1'26 披露約 \$11.77T，其後月報更高），Fidelity／Vanguard 合計再佔大部分。Robinhood 8 月平台資產 \$384B，粗算資產市佔約 2.0-2.2%（對 \$17.5T）或相對 Schwab 約 3%。帳戶口徑完全不同：Schwab 活躍經紀帳戶約 3,900 萬 vs Robinhood 已注資 2,860 萬，帳戶數差距遠小於資產差距——這正是「客單價低、交易活躍」的結構。

交易市佔（非官方精確數，方向性）：期權與事件合約是 Robinhood 相對強勢的戰場；股票名義成交 Q2／6 月數據顯示按年大幅增長（6 月股票名義成交 \$3,920 億，+119% YoY）。加密在現貨／App 端受 Coinbase 與鏈上 DEX 雙重擠壓，Q2 加密收入 -38% YoY。

TAM 與需求方向：傳統經紀 TAM（資產×費率）增長溫和（隨市場與淨流入，單位數至低雙位數）；但「可交易產品集合」正在膨脹——期權零售化、預測市場、代幣化美股、穩定幣、鏈上永續。若監管允許這些產品規模化，TAM 增加；若預測市場或代幣化被收緊，則增量 TAM 收縮、估值溢價回吐。我們的基準假設：未來 3 年平台資產 CAGR 高雙位數（淨存款 20%+ 加上市場），資產市佔緩慢升至 3% 左右；事件合約與 Gold 生態貢獻大部分增量利潤。這不是共識預測，而是框架。

2.3 與主要對手的定位對照（普通投資人版）

對手	對方強項	HOOD 相對位置	誰更可能搶誰的午餐
Charles Schwab	資產規模、退休、顧問、網點信任	客戶更年輕、交易更頻、產品更新快	中年客戶升段時流向 Schwab；活躍期權或留在 HOOD
Fidelity	研究、基金、職場 401k	App 體驗與預測市場／加密	職場退休金 HOOD 難搶；零工世代 HOOD 有機會
IBKR	全球市場、專業交易、低融資利率	更簡單、更消費金融化	專業交易者去 IBKR；大眾期權留 HOOD
Coinbase	加密品牌、質押、鏈上	股票＋期權＋法幣帳戶一體	純加密牛市 Coinbase 更猛；交叉銷售 HOOD 有優
SoFi	貸款、會員、銀行牌照敘事	交易與另類產品更深	雙方搶同一批「金融 App」用戶

3. 財報電話會議剖析（Q2 2026, 2026-07-29）

3.1 五個最重要要點

- 1. 紀錄營收與高利潤率同時出現。營收 \$1.31B +32% YoY；Adj. EBITDA \$741M +35%，利潤率 57%；稀釋 EPS \$0.62 +48%。管理層強調「可用效率為新業務（Rothera、WonderFi）自我輸血」。
- 2. 交易結構切換：事件合約與期權補上加密缺口。交易收入 +44%；事件合約 \$156M（>10x）、期權 \$342M（+29%）、股票 \$129M（+95%），加密 \$100M（-38%）。公司稱已有 13 條業務線年化營收超過 \$1 億。
- 3. 淨存款與 Gold 證明「不只是交易 App」。Q2 淨存款紀錄 \$217 億（年化 28%）；LTM \$757 億（+27% vs 上年平台資產）。Gold 484 萬、滲透 17%、+39% YoY；金卡破 100 萬持卡、年化消費 >\$170 億；銀行存款 >\$30 億。
- 4. 指引下修收緊費用，同時發可轉債與回購。2026 年 Adj. OpEx+SBC 下調收緊至 \$26.75 – 27.75 億。6 月發行 \$22 億 0% 票息 2029 可轉債（轉換價約 \$174，capped call 至約 \$238），並回購股份。YTD 回購含可轉債配套共數億美元。
- 5. 產品敘事轉向「全球金融超級 App + 鏈」。WonderFi 完成（加拿大）、Stock Tokens、Robinhood Chain 主網、Agentic Trading、Trump Accounts 受託、新加坡 MAS 牌照、Rothera 預測市場交易所。語調進取但用費用紀律包裝。

3.2 營收、利潤率、指引與語調

營收變化：Q1 \$1.07B（+15%，市場預期偏失望，加密拖累）→ Q2 \$1.31B（+32%，超預期）。利潤率：Q1 Adj. EBITDA 利潤率 50% → Q2 57%。GAAP 營業費用 Q2 \$734M +33%，含重組、CFO 過渡 SBC、信貸損失準備增加。指引：費用區間下修，稀釋股數預期 2026 年大致持平。管理層語調：自信、偏多、強調「紀錄+效率」；對加密疲弱輕描淡寫，對預測市場與 Chain 著墨極重。分析師問答聚焦 Rothera 可持續性、可轉債用途、7 月走勢（管理層稱 7 月 ADV 大致與 Q2 相符、淨存款朝約 \$40 億）。

3.3 關鍵指標對照表

指標	Q2'26	Q1'26	Q2'25	QoQ / YoY	為何重要
總淨營收	\$1,308M	\$1,067M	\$989M	+23% / +32%	頂線加速，扭轉 Q1 疲弱
交易收入	\$776M	\$623M*	\$539M*	+25% / +44%	週期與市佔的最敏感項
淨利息	\$389M	\$359M*	\$357M*	+8% / +9%	利率與資產的穩定器
Adj. EBITDA	\$741M	\$534M	\$549M	+39% / +35%	經營槓桿是否仍在
EBITDA 利潤率	57%	50%	56%	+7ppt / +1ppt	費用紀律 vs 投資
GAAP 淨利	\$573M	\$346M	\$386M	+66% / +48%	含 \$129M 一次性收益
稀釋 EPS	\$0.62	\$0.38	\$0.42	+\$0.24 / +\$0.20	扣 \$0.14 後核心約 \$0.48
已注資客戶	28.4M	27.4M	26.5M	+1.0M / +1.9M	含 WonderFi ~30 萬
Gold 訂戶	4.84M	4.34M	3.48M	+0.50M / +1.36M	經常性與高 ARPU 客群
平台資產	\$369B	\$307B	\$279B	+20% / +32%	淨流入+市值，加密拖累
季度淨存款	\$21.7B	\$17.7B	\$13.8B	紀錄	比市值更「真」的成長
ARPU（年化）	\$187	\$157	\$151	+19% / +24%	變現能力

*部分 Q1/Q2'25 分項取自官方簡報與業績稿四捨五入。GAAP 淨利公司簡報 \$573M，10-Q 歸屬淨利 \$561M。

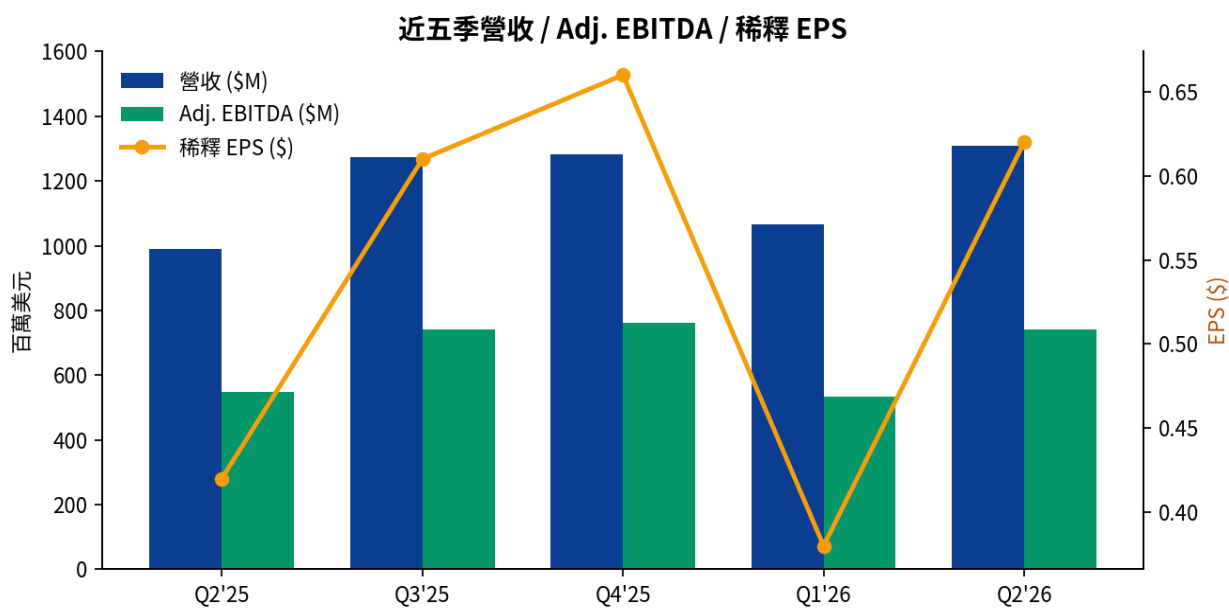


圖 4 近五季營收、Adj. EBITDA 與 EPS

3.4 最近三季管理層費用指引的具體變化

時點	2026 Adj. OpEx + SBC 指引	變化	管理層給出的理由
Q4'25 電話會 (2026-02-10)	\$2.60 – 2.725B 中樞約 +18% YoY	首次給出 2026 全年	低於 2025 年可比費用增速（約 +22%）；為「又一輪可盈利增長」設計
Q1'26 電話會 (2026-04-28)	\$2.70 – 2.825B	上修約 +\$100M	追加 Trump Accounts 相關投資；Q2 初交易量被形容為強勁
Q2'26 電話會 (2026-07-29)	\$2.675 – 2.775B	下修並收窄	效率提升，自我消化 Rothera/WonderFi 成本；同時裁減／重組部分費用

解讀：三季之內「先加後減」，顯示管理層對大型政策項目（Trump Accounts）願意加碼，但對總費用上限敏感——這對高估值成長股是加分。投資人仍需追蹤信貸損失準備、重組與收購費用（這些被刻意排除在指引之外）。

3.5 電話會議語言的「溫度計」

正面高頻詞：record、self-fund、attach rate、annualized、\$100 million run-rate、efficiency。管理層把「13 條年化過億業務」作為多元化完成度的代理指標——這比單一營收數字更能說明平台化，但也有「把小產品堆到年化」的美化空間（某產品一個旺季乘 4 即達標）。中性偏謹慎：對加密只用「部分抵銷」一帶而過；對 7 月只給 ADV「大致符合 Q2」、淨存款「朝 \$40 億」的顏色，沒有把月度外推成正式指引。結構性訊息：CFO 過渡與重組 SBC 被單獨列示（約數百萬至兩千萬量級），顯示費用項並非完全平順。整體語調評級：建設性偏多（7/10），未到「忽視風險」的 9/10，但距離「平衡陳述」仍有距離。

4. 紅旗偵測器（懷疑論法證視角）

以下以「假設管理層想把數字看得更好」的角度審查。嚴重性 1 – 5（5 最重）。

疑慮	嚴重性	為何重要	證據
Q2 GAAP 盈利含大額一次性收益	4	EPS +48% 的「品質」被高估，可能誤導倍數與獎金敘事	官方註明淨利合約 \$129M RVI 解除合併收益，約合 \$0.14 EPS。扣後核心 EPS 約 \$0.48，YoY 增幅顯著收窄。
交易收入結構極不均衡且高週期	5	期權+事件合約決定季度命運；加密已示範「一個季度就能腰斬敘事」	加密 -38% YoY；事件合約一個季度從近零到 \$156M。歷史上 2022 年交易冬天曾令公司大幅虧損。
費用指引刻意剔除多項成本	3	「收緊指引」的可比性下降，真實現金費用可能更高	指引排除信貸損失、未完成收購、重組、重大監管、減值等。Q2 GAAP opex +33% 快於調整後口徑。
可轉債增加或有稀釋與資產負債槓桿	3	0% 票息好看，但轉換／對沖與總負債上升	2026-06 發行 \$22 億 2029 可轉債；Morningstar 顯示 2026-06-30 總負債／權益升至約 2.38（年底 2025 約 1.27）。部分來自經紀業務匹配負債，需讀 10-Q 附註，不可直接當「經營槓桿失控」。
證券借貸淨額波動大	2	利息收入品質不穩	月報顯示證券借貸淨額按年大幅下滑的月份（例如 2026-06 淨額按年 -94% 量級），被保證金利息增長部分抵銷。
客戶資產市佔仍薄、ARPU 對市場敏感	3	高倍數建立在「年輕客戶終會變富、且留下」的假設	8 月 AUC \$384B vs Schwab >\$12T；Q1 ARPU 曾 QoQ -18% 至 \$157，Q2 才回 \$187。
管理語言偏產品發布清單	2	電話會「紀錄、最快、第一」密度高，對失敗產品與監管細節著墨少	Chain、Agentic、Tokens、Trump Accounts 並列；加密下滑與事件合約監管風險相對輕描。
信貸損失準備上升	3	信用卡／銀行／融資進入成長期，信用週期尚未經歷衰退考驗	Q2 信貸損失準備 \$56M vs 上年同期 \$28M；金卡年化消費已 >\$170 億。

綜合紅旗分數：6.0 / 10（中高，但非「財務造假型」紅旗）。主要問題是盈利週期性 + 一次性項目 +

高估值放大波動，不是收入確認明顯違規。10-Q 對 RVI

解除合併有專段披露，透明度尚可。最需持續驗證的是：扣除非經常項後的 EPS

走勢、事件合約的監管可持續性、信用卡違約率、以及加密若再寒冬時費用能否同步下降。

補充法證觀察：Q2 淨利簡報口徑 \$573M 與 10-Q「歸屬 Robinhood 淨利

\$561M」並存，差額來自少數股東／口徑，讀財報時應統一用 10-Q。另外 WonderFi 於 6 月 1 日併入，Q2 客戶數含約 30 萬無機增長，解讀「淨增近百萬客戶」時需扣掉收購。這些不是造假，但是樂觀簡報常見的「合併口徑膨脹」。

5. 估值比較

5.1 行業常用指標與同業對照

經紀／交易平台最常用：前瞻

P/E、P/E、EV/EBITDA、P/S（高增長期用）、市值／客戶資產（P/AUC）、淨存款增速、Adj. EBITDA 利潤率、債務／權益。行業認為最能改寫估值的變量依次是：（1）淨存款年化增速能否守住 20%+；（2）交易收入是否「多元化到不再單靠加密」；（3）前瞻 EPS 修正方向；（4）利率路徑對 NII；（5）監管打擊或放行預測市場／代幣化。

指標	HOOD	SCHW	IBKR*	SOFI	含義
市值（約）	\$94B	\$177 – 182B	大型*	\$22B	HOOD 已是大型金融成長股
TTM 營收	\$4.93B	~\$28B	高利息口徑	\$4.3B	HOOD 體量仍小一截
營收增速 YoY	~38%	高個位數	雙位數	高雙位數	HOOD 增速溢價的核心
TTM P/E	~46x	~19x	~35x	~35x	HOOD 最貴
前瞻 P/E	~36 – 43x	~17x	~28x	~23x	即使看明年仍溢價
P/S TTM	~19x	~7x	偏高	~5x	市場給平台選擇權溢價
P/B	~9.9x	~4.1x	偏高	~2.0x	輕資產 vs 銀行帳
Debt/Equity	~2.4x 帳面	銀行型	客戶負債高	~0.3x	不可直接橫比，見附註
Adj. EBITDA 利潤率	Q2 57%	不同口徑	高	較低	HOOD 經營槓桿極強

*IBKR 經拆股與利息口徑與同業差異大，倍數僅作量級參考。數據約 2026-09-16，來源彙整 Morningstar / stockanalysis / 公司文件。

同業估值比較（2026-09 市價，約數）

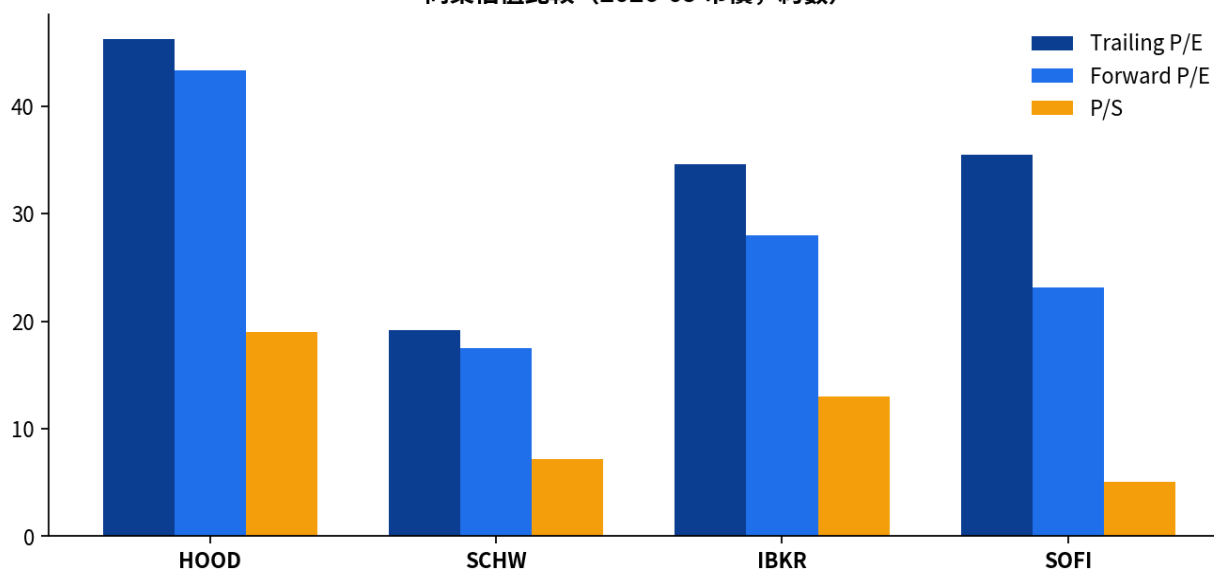


圖 5 同業估值柱狀圖（Trailing P/E、Forward P/E、P/S）

5.2 公司自身：歷史高位／現時／歷史均值

Morningstar 估值序列顯示：P/S 曾見約 24.7（2025）的高位、現時約 19.5；P/E 曾見約 64（2024 口徑）量級，現時約 46。由於 2022 – 23 年虧損，長期平均 P/E 統計意義弱，故輔以 P/S。現價 \$104 距 52 週高 \$153.86 約 -32%，距低 \$63.52 約 +64%。以 TTM EPS \$2.26 計，現價 46x；若扣 Q2 一次性後 TTM 盈利略降，實際倍數更高。街貨前瞻 EPS 約 \$2.4 – 2.9（各家不同），對應前瞻約 36 – 43x。

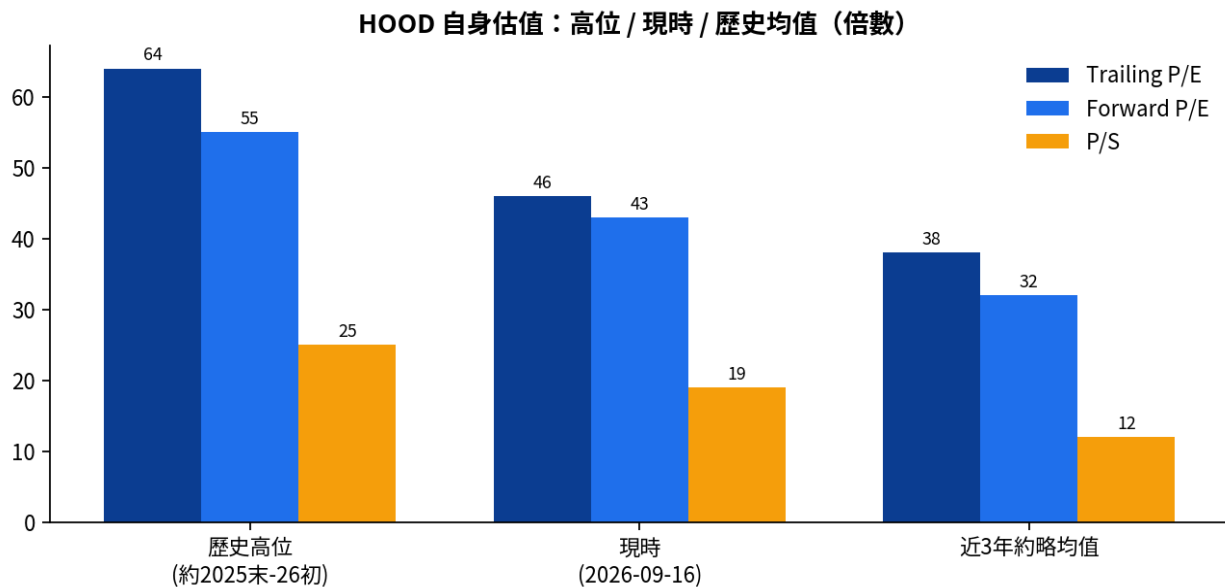


圖 6 HOOD 自身估值：歷史高位 vs 現時 vs 近三年約略均值

結論：相對自身高位已收縮一截，但相對自身歷史均值與同業仍貴。溢價合理的條件是「淨存款+新產品」能把 EPS 在 2-3 年做到顯著高於街貨；否則會以時間換空間（橫盤消化倍數）或一次監管／交易寒冬完成殺估值。

5.3 簡單情景倍數（說明用，非目標價）

假設 2026 年調整後 EPS 落在 \$2.40 - 2.90（街貨區間量級）。若市場給予 25x（接近「優質券商+溢價」），隱含 \$60 - 73，低於現價——這是看淡情景：新業務證偽、倍數回歸。若給予 35x（成長券商中樞），隱含 \$84 - 102，接近現價下沿。若給予 45x（現有 TTM 附近，要求新業務持續超預期），隱含 \$108 - 131，與街貨目標價 \$129 - 131 重合。若給予 55x（接近自身歷史高位前瞻），隱含 \$132 - 160，對應 Benchmark/JMP 等高目標。因此現價大致卡在「35 - 45x 前瞻」走廊；多空分歧本質是倍數該給 30x 還是 50x，而非明年能否賺錢。

6. 管理品質評審與主要股東取態

執行長 Vladimir Tenev：共同創辦人，帶領公司度過 2021 上市、2021 迷因股風波、2022 裁員與虧損，再到 2024 – 26 年盈利與多產品化。紀錄是「生存＋轉向」優秀，但早期風控與合規曾受重創，資本市場對其「產品速度 > 制度穩健」仍有記憶。評分 4 / 5（執行與願景），治理／歷史合規 3 / 5。

財務長 Shiv Verma：在電話會與路演中被分析師點名（Jefferies 會後上調目標價），費用指引三次調整有邏輯、對非 GAAP 調節披露完整，可信度 4 / 5。指引準確性 3.5 /

5——費用指引先上後下，交易相關收入公司通常不給正式數字指引（只給費用與質性「7 月顏色」），準確性難以打滿分。透明度 4 /

5：月度經營指標在同業中屬極高頻披露，利好跟蹤，也放大短線波動。資本配置 3.5 / 5：持續回購（自 2024 Q3 計劃累計約 \$13 億、均價約 \$47，遠低於現價，這筆歷史回購出色）；2026 年在高股價區發 0% 可轉債並配套回購與 capped call，屬「要彈性又怕稀釋」的折衷，算合理但不算極度股東導向的淨減資。

領域	分數 1 – 5	說明
CEO 過往紀錄	4.0	從危機走到高利潤多產品，執行力強；早期合規傷痕未完全消失
CFO 可信度	4.0	路演專業，非 GAAP 調節清楚
指引準確性	3.5	只正式指引費用；費用帶先擴後收
透明度	4.0	月報 + 分產品收入屬行業前列
資本配置	3.5	低位回購優秀；高位發可轉債需觀察用途

是否像長期持有人？部分像。創辦人仍透過高投票權／大量持股綁定公司，但 Form 4 顯示 Tenev、Bhatt 等持續按計劃減持／轉換後出售，屬典型「上市後多元化」而非增持。公司本身在回購，內部人在賣——對散戶是噪音，對機構是「流動性正常、信念未到加碼級」。

7. 大股東、高管、機構 13F（近一年／最近季度）

機構持股（13F，多數資料以 2026-06-30 為最新完整季）：機構持股約 68 – 69% 流通，較前季上升數個百分點。1,387 家機構中約 60.6% 加倉、29.1% 減倉（Business Quant）。內部人持股仍高（創辦人＋早期 VC），但「內部人持股百分比」各數據商口徑差很大（有將 Class B／早期基金重複計算），宜以 Form 4 流向為準。

持有人	持股約	佔比約	QoQ 變化	取態
BlackRock	67.8M	7.5%	+6.8%（+432 萬股）	指數＋主動混合，加倉
Vanguard 體系合計	約 89 – 96M	約 10%+	微增	被動為主，穩定增
State Street	34.7M	3.9%	+3.9%	被動加倉
FMR (Fidelity)	29.9M	3.3%	有數據源顯示大幅增加	主動關注度上升
Newlands	24.2M	2.7%	持平	長期大戶
Geode	22.6M	2.5%	微增	被動
Norges Bank	11.4M	1.3%	增加	主權基金加倉
早期 VC（Index / Ribbit 等）	仍高雙位數百萬股	重要	部分歷史減持	鎖定解除後的長尾

資料：13F 彙總（Business Quant / 13F Pro 等），截止日期多為 2026-06-30。不同平台對 Vanguard 實體拆分不同。

近期大幅減持的對沖基金（Q2'26 季）：Alyeska（-738 萬股）、Renaissance（-291 萬）、D.E. Shaw（-286 萬）、Two Sigma（-268 萬）等——量化／對沖在高波動標的上的正常再平衡，不宜單獨解讀為「基本面崩壞」。過去 12 個月機構資金流向上，MarketBeat 等統計顯示流入金額顯著大於流出（數量級：\$260 億 vs \$69 億，含價格上漲效應，不可當成「淨買入現金」）。

高管近一年：以減持為主。Form 4／數據商顯示 Baiju Bhatt（共同創辦人）2026-09 仍在出售；Tenev

同期有大額出售亦有部分購入／轉換，淨額為賣出。CFO、總法務顧問等多為歸屬後例行出售。公司 IR 頁 2026-09 仍持續出現 Form 144／Form

4。結論：機構（尤其指數與部分主動）近季偏增持；創辦人／高管偏減持；對沖基金有進有出、近期部分大戶減倉。

8. 看好 vs 看淡：投資委員會辯論

看好分析師

成長：淨存款 LTM \$757 億、年化 24 – 28%，是 Schwab 有機增速的數倍。客戶數還在加，Gold 滲透 17% 仍有空間。估值：46x 不便宜，但 57% EBITDA 利潤率 + 13 條億美元業務線，市場買的是「零售金融的 Super App」。業務品質：Q2 證明即使加密 -38%，總營收仍能 +32%，多元化開始兌現。財務：現金連同投資與穩定幣 >\$50 億，回購有彈藥。管理：費用指引下修顯示紀律。催化劑：Q3 財報、預測市場足球季、Chain 商業化、減息週期若推升風險資產成交。

看淡分析師

成長：8 月淨存款 \$40 億，年化僅 14%，已較 Q2 放緩；客戶月增 12 萬，並非爆發。估值：對 SCHW 近 2.5 倍 P/E，任何增速證偽都會雙殺。業務品質：事件合約從 0 到 \$1.56 億太快，監管或競爭可能同樣快地打回去；Q2 EPS 含 \$0.14 一次性。財務：帳面負債／權益跳升、信貸賬開始變厚，還沒經歷過違約週期。管理：創辦人持續賣股；電話會像產品發布會。催化劑（負向）：預測市場監管、加密再寒、信用卡損失、可轉債心理壓力。

委員會暫時結論與待驗證數據

這是一檔高品質週期性成長股被當成「平台永續成長股」定價的標的。多空並非「公司好不好」，而是「現價已把多少好消息折現」。接下來 2 – 3 個季度必須驗證的數據：（1）扣除非經常項 EPS 與 Adj. EBITDA 利潤率是否守住 50%+；（2）月度淨存款年化是否回到 20%+；（3）事件合約收入的 QoQ 留存；（4）加密收入是否止跌；（5）信用卡逾期與信貸損失準備；（6）Gold 滲透能否向 20% 靠近；（7）Chain／代幣化是否出現可審計的收入而非只是鏈上費用敘事；（8）前瞻 P/E 能否靠盈利增長降到 30x 以下而不靠股價大跌。

9. 股票研究報告：投行目標價與理據

截至 2026-09 中旬，公開彙總顯示約 25 – 28 家機構，共識買入／跑贏，平均目標價約 \$129 – 131（區間大致 \$80 – \$170），相對 \$104 隱含上行約 18 – 25%。評級分布以 Buy 為主，Sell 稀少。以下為近期可核對的大行／專業券商動作：

日期	機構／分析師	評級	目標價	主要理據（公開摘要）
2026-09-14	Deutsche Bank / Bedell	Buy	\$136→\$138	8 月指標大體符合 Q3 預測；加密量、融資與現金掃賬偏強，證券借貸與淨存款略弱；上調估計
2026-09-11	Goldman Sachs / Yaro	Buy	\$142→\$144	Rothera 預測市場早期成功，年化收入約 \$1.5 億量級，流動性與費率優勢
2026-09-11	JMP / Devin Ryan	Strong Buy	\$155→\$165	成長可選性與預測市場／產品管道
2026-09-09	Mizuho / Dolev	Outperform	\$130→\$140	AI IPO 尾風 + 預測市場
2026-09-09	Benchmark / Palmer	Strong Buy	\$170	同業中最高目標之一
2026-09-08	Jefferies / Fannon	Buy	\$127→\$140	與 CFO 會晤；淨存款、Gold、Rothera 足球季
2026-09-08	Cantor / El-Assal	OW	\$115→\$150	上調幅度大，反映新業務可選性
2026-09-08	Bernstein / Chhugani	Outperform	\$160	Robinhood Chain 費用與代幣化成交份額快速上升
2026-09-02	Piper Sandler	OW	\$135→\$145	維持超配
2026-09-02	Scotiabank	Outperform	\$136	新開評級

來源：公司 IR 會議、TipRanks / Zacks / stockanalysis 等公開彙總，非投行原文全文。目標價截至發布日。

理據公約數：幾乎所有上調都指向預測市場（Rothera）+ 平台多產品化，而不是「加密回來了」。這與 Q2 收入結構一致，也把監管結果變成共識目標價的隱藏貝塔。空頭／低目標（\$80 附近）的邏輯是週期回歸與倍數壓縮，公開 Sell 評級很少，並不代表下行風險小——更可能是覆蓋此股的分析師受成長框架約束。

10. 技術分析

數據基準 2026-09-16：收市 \$104.42，當日 -5.46%，成交約 3,350 萬股（高於約 2,300 – 2,400 萬的 20 日均值）。52 週 \$63.52 – 153.86。Finviz：SMA20 -4.51%（價在 20 日下）、SMA50 +1.23%（價在 50 日上）、SMA200 +9.90%（價在 200 日上，200 日約 \$95）。RSI(14) 47。Beta 約 2.34。

Stan Weinstein 階段

30 週均線約等於 150 日均線，與 200 日同屬「長期均線簇」，目前位於 90 美元區並仍向上。價格在長期均線之上，符合 Stage 2（上升期）定義。但距 52 週高已回撤約 32%，年內相對標普 500（約 +11%）為 -8% 左右，相對資本市場行業亦偏弱。短線跌破 20 日、RSI 中性偏弱，較像 Stage 2 末期的深回撤，或 Stage 3（派發）的早期結構。若連續週收盤跌破 200 日且均線走平轉下，則確認 Stage 4。當前保守標注：Stage 2 後段／觀察 Stage 3。

趨勢線、雲圖、相對強度

日線：2026 年 3 月低點 \$63.5 以來的上升趨勢線大約落在 \$85 – 90 一帶（需用圖表軟件微調），目前價格仍在該中期趨勢線之上，但 9 月這一次向下波動已接近測試 50 日。短線趨勢（20 日）為逆排，中長線（50／200）仍順排——典型的「大趨勢未壞、小趨勢轉弱」。一目均衡雲：在日線上，價格自 2026 年春季反彈後多數時間運行於雲上；若收市跌回雲內且延遲線轉弱，將確認中期動能喪失。本報告不以盤中分時代替投資者自己的圖表確認。相對強度：HOOD 近 1 年約 -9% 至 -13%（視數據商），大幅落後 Nasdaq 與金融板塊年內表現；近 1 個月曾有反彈（約 +8 – 10%）但 9 月 16 日長陰吞沒部分漲幅。對 XLF（金融 ETF）與 QQQ，近季 RS 不佔優，說明資金並未把 HOOD 當「市場領導股」。

技術要素	狀態	含義
收市 vs 200 日	之上約 10%	長線多頭未壞
收市 vs 50 日	略上	中線仍多，但弱
收市 vs 20 日	之下	短線調整
Weinstein	Stage 2 後段／或 3 初	不宜追高，等均線再排列
RSI 14	47	中性，非超賣
相對大市 YTD	落後	領導力不足
波動／Beta	2.3x+	倉位必須小於指數股

11. 近一年公司新聞與公告重點

時間	事件	為何重要
2025 全年	營收 \$4.47 – 4.5B +52%；EPS \$2.05；Gold 420 萬	盈利年確立，估值錨從「故事」轉到「倍數×盈利」
2026-02	Q4'25 業績；給出 2026 費用指引 \$2.60 – 2.725B	定下全年費用天花板
2026 上半年	預測市場放量；籌備 Rothera（與 Susquehanna）	打開新收入池
2026-04-28	Q1 營收 \$1.07B 僅 +15%，加密大跌，費用指引上修	市場對「加密依賴」重新定價
2026-06-01	完成 WonderFi，進入加拿大加密	國際化第一步落地
2026-06	\$22 億 0% 2029 可轉債 + 配套回購與 capped call	資本結構事件，提高彈性也提高槓桿關注
2026-07-01 前後	Robinhood Chain 主網、Stock Tokens 擴國	鏈上敘事開始有公開數據
2026-07-04	作為 Trump Accounts 經紀與受託人上線	政策流量；成本加成合約
2026-07-29	Q2 紀錄營收 \$1.31B，事件合約 \$156M，費用指引下修	基本面與敘事雙重修復
2026-08 / 09	月報：8 月客戶 2,860 萬、AUC \$384B、淨存款 \$40 億	Q2 後增速放緩但仍正增長
2026-09	Goldman／Jefferies／DB 等上調目標價；GS Communacopia 會議	街貨情緒偏多
持續 2026	創辦人 Form 4 減持；偶發合規／前員工案件媒體報導	治理與聲譽噪音

解讀近一年新聞的主軸有三條，而不是雜亂頭條：（甲）盈利能力被市場接受——2025 全年 \$1.9B 淨利讓空頭「永遠虧損」論破產；（乙）第二增長曲線實驗——預測市場、Chain、Tokens、Trump Accounts，成功一個就能改寫 TAM；（丙）資本市場操作頻率上升——可轉債、回購、收購 WonderFi，公司開始像一家成熟 Fintech 配置資產負債表。負面主軸則是加密收入的反覆、創辦人減持的視覺效果、以及任何涉及前員工或交易監控的舊傷復發。

12. 未來 12 個月催化劑日曆

催化劑	時機	影響	上行	下行	信心	來源
Q3'26 財報	約 2026-11-04	高	事件合約+費用紀律	淨存款放緩／一次性基數	高	IR 慣例／Yahoo 估計
Q4'26 暨全年	2027-02 上旬	高	2027 費用指引	加密冬天+信用卡損失	高	歷史日程
Q1'27 財報	2027-04 下旬	中高	稅季 IRA／Trump Accounts	淡季交易	高	歷史日程
月度經營指標	每月約 10 – 12 日	中	連續強淨存款	單月失速被外推	高	公司 IR
回購執行	授權內存續	中	高價區仍買＝信號	停買＝看淡信號	中	Q2 稿：累計約 \$13 億
股息	12 個月內	低	—	—	高（預期無）	公司無股息政策
預測市場監管	2026 Q4 – 2027	高	規則明確可規模化	限制合約種類／州法	中	CFTC／媒體；DB 提及意見期
Chain／代幣化合規	滾動	中高	費用變成財報收入	SEC／州監管叫停	中	Bernstein／公司發布
減息路徑	FOMC 會議	中	風險資產成交↑	NII 下行快於成交	中	宏觀
信用卡／銀行規模	每季披露	中	ARPU 結構改善	信貸損失超预期	中	財報
可轉債關注	2026 – 29	低中	股價>>\$174 證明成長	股價弱時成為心理頂	中	2026-06 發行備忘
國際（加／新／歐）	2026 – 27	中	客戶數跳增	整合成本	中	WonderFi、MAS

股息：公司目前不派息。回購無固定時間表。財報日為根據過往節奏的估計，以公司 IR 公告為準。

附錄 A 資料來源優先序

（1）Robinhood IR：Q2 2026 業績稿、Earnings Presentation、10-Q（CIK 1783879，2026-07-30）、2026 年 8 月月報（2026-09-10）、Q1 2026 與 Q4 2025 業績材料；（2）SEC 13F／Form 4／Form 144；（3）公開新聞社與數據終端二手引用（Bloomberg／Reuters 內容經 GlobeNewswire、MarketScreener、Morningstar、stockanalysis、TipRanks、Zacks、Finviz 轉述）；（4）技術指標取自 Finviz／Morningstar 2026-09-16 快照。凡標「約」「量級」者，均因不同數據商對稀釋股數、企業價值、IBKR 口徑存在差異。

附錄 B 關鍵風險清單（非窮盡）

零售交易量與加密週期；PFOF 與最佳執行監管；預測市場與代幣化法律地位；利率下行壓縮 NII；信用卡與融資信用損失；資訊系統與網絡安全；關鍵人員與創辦人減持；可轉債稀釋；競爭對手降費或複製產品；訴訟與歷史監管和解餘波；高 Beta 導致被動基金再平衡衝擊。

本文件完成於 2026-09-17。頁眉頁腳所載「僅供研究參考」為報告體例，不改變「非投資建議」性質。