

持有

2026年5月5日

BTC 突破\$80K 打開估值修復空間，等待 26q2 月度資料驗證

- **26q1 財務表現：**總營收同比+15%至\$10.6 億，但低於市場預期\$11.7 億；攤薄 EPS \$0.38(同比+3%)，低於預期\$0.41。26q1 總營收和 EPS 均 miss 約 8-9%，主要受加密交易收入同比下滑 47%至\$1.34 億拖累。調整後 EBITDA \$5.34 億(+14% YoY)，EBITDA 利潤率從去年同期的 51%降至 50%。
- **加密業務持續承壓：**加密交易收入\$134M(-47% YoY)，APP 端 Crypto Notional Volume 下滑 48%至\$24B。這一拖累完全抵消了其他業務的強勁表現—交易類總收入僅+7%(預期+18%)。即使期權交易+8%、股票+46%、預測市場爆發(+320%)，仍難以填補加密下滑的缺口。
- **增長亮點仍在但短期被掩蓋：**淨存款\$177 億(+22%年化)，連續第三高季度水準；Gold 訂閱用戶達 430 萬(+36% YoY)，滲透率 15.8%；平臺總資產 \$3,070 億(+39% YoY)；保證金貸款\$170 億(+93% YoY)；預測市場交易量創紀錄 88 億份。
- **費用指引上調引發市場擔憂：**公司將 2026 年調整後運營費用+SBC 指引從 \$26-27.25 億上調至 \$27-28.25 億(增加 \$1 億用於 Trump Accounts 使用者介面建設)。26q1 總運營費用 \$6.56 億(+18% YoY)，運營費用率達 61.5%(vs 25q1 的 60%)，反映 Rothera 合資+Trump Accounts+CF0 transition 等多項開支前置。
- **BTC 突破\$80K 關鍵阻力提供短期催化：**5 月 4 日 BTC 突破\$80,300，4 月 BTC ETF 淨流入\$26.2 億，5 月 1 日單日\$6.3 億。若加密反彈延續至 26q2，公司加密交易量同比基數效應將帶來顯著拉動，但需注意管理層 4 月底確認“4 月加密未見反彈”，5 月初的反彈仍待 26q2 monthly metrics 驗證。
- **估值適度調整，目標價 82.86 美元，持有評級：**基於 BTC 突破\$80K 提供的加密預期改善，我們將估值乘數些許上調—P/E 52.65x→55x、EV/EBITDA 30x→32x。綜合目標價下調至\$82.86，對應當前股價約+8%上行空間。
- **風險因素：**BTC 本輪反彈未能站穩\$80K 以上、伊朗局勢惡化推升油價、新 Fed 主席 Warsh 緊縮政策、Trump Accounts 執行風險、新業務投入擠壓短期利潤率、監管不確定性(Kalshi 合作)。

金煊

852-25321960

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

主要資料

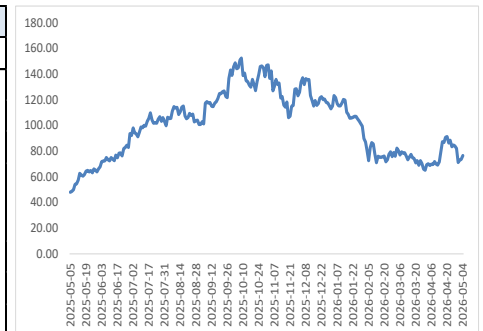
行業	金融服務
股價	76.55 美元
目標價	82.86 美元 (+8%)
股票代碼	HOOD
已發行股本	9.01 億股
總市值	689.72 億美元
52 周高/低	153.86 美元/45.56 美元
每股帳面價	10.34 美元
值	
主要股東	THE VANGUARD GROUP Inc. (10.64%) Blackrock, Inc. (7.10%) Vladimir Tenev (6.16%) Baiju Bhat (6.13%) State Street (3.68%)

表：盈利摘要

盈利摘要					
截至12月31日止財政年度	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

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

2026q1 財務資料

收入端：結構性增長亮點 vs. 加密拖累

圖表 1: 2026q1 財務資料

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%

資料來源：公司資料，第一上海

交易收入：結構劇變，加密占比從 43%驟降至 21%

加密交易收入由 25q1 的 \$253M 下滑 47% 至 \$134M，是 26q1 業績的最大拖累項。其中，Robinhood APP 端加密名義交易量同比下滑 48% 至 \$240 億；Bitstamp 貢獻 \$420 億，但因費率較低和有競爭壓力對收入貢獻有限。值得注意的是，加密在交易收入中的占比從去年同期的 43% 降至 21%，反映了顯著的業務結構變化。

26q1 亮點在於預測市場(prediction markets)的爆發性增長——其他交易收入同比 +320% 至 \$147M，Q1 事件合約交易量創紀錄達 88 億份，4 月份至今每月運行率約 \$30 億。期權(+8%)、股票(+46%)、期貨均雙位數增長。但這些仍不足以彌補加密的下行空間。

淨利息收入：保證金貸款擴張支撐+24%增長

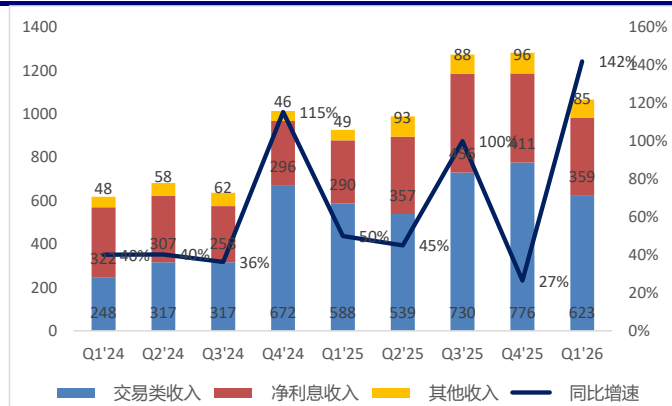
26q1 NII 達 \$359M，同比+24%，主要驅動因素：(1) 保證金貸款餘額 \$170 億，同比+93%；(2) 平臺資產規模擴大帶來更多生息資產；(3) 部分被短期利率下行和證券借貸活動減少抵消。

公司在 2 月調整了高收益現金計畫，將 \$60 億從 Cash Sweep 轉入 Cash and Deposits 用以支持保證金貸款增長——這一調整使 Cash Sweep 餘額降至 \$260 億 (-8% YoY)，但增加了 margin lending 的資金來源。

其他收入：Gold 訂閱+57%引領，Banking 啟動初期

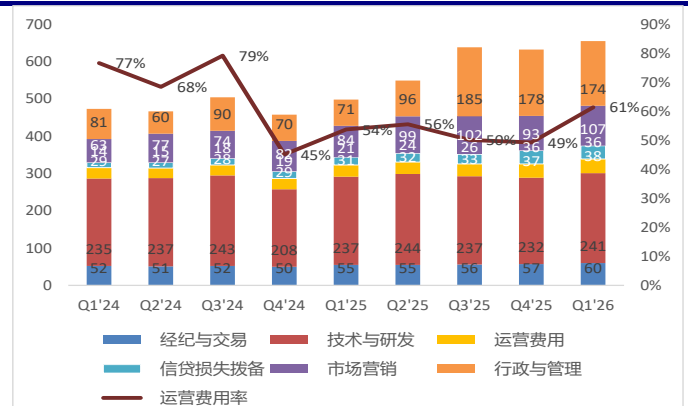
其他收入 \$85M 同比+57%，其中 Robinhood Gold 訂閱收入 \$50M 同比+32%，訂閱用戶達 430 萬創紀錄。Banking 業務存款超 \$20 億、12.5 萬 Funded 使用者(40% 客戶使用直存)；Robinhood Strategies AUM 達 \$16 億、28.5 萬 Funded 用戶。這些重複性收入對長期估值至關重要，但目前仍處於規模化早期。

圖表 2: 收入 (\$M) 及增速 (%)



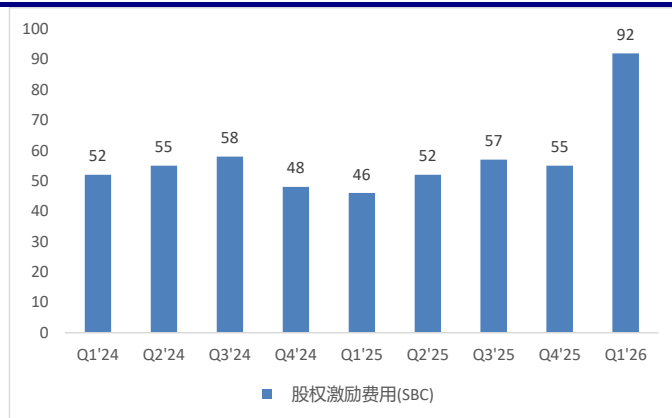
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 3: 營運費用 (\$M) 及費用率 (%)



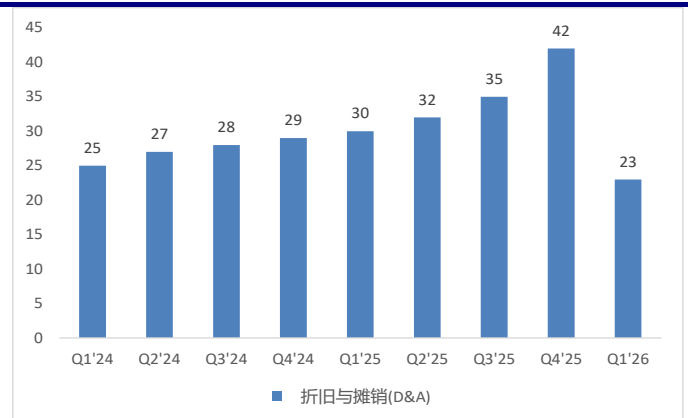
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 4: 股票激勵費用 (\$M)



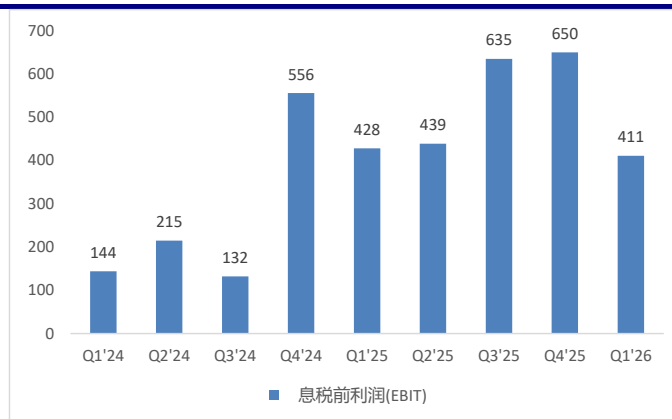
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 5: 折舊與攤銷 (\$M)



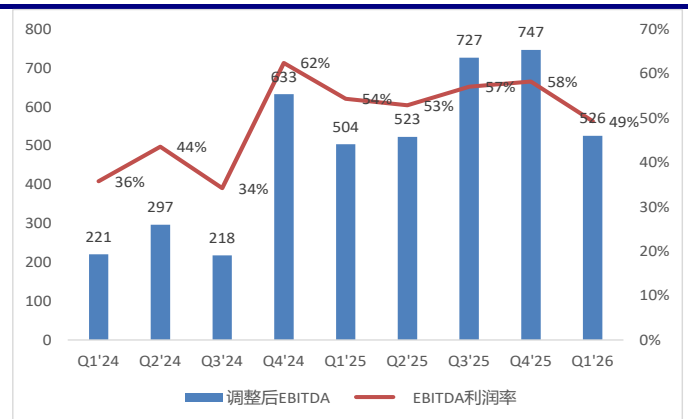
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 6: 息稅前利潤 (\$M)



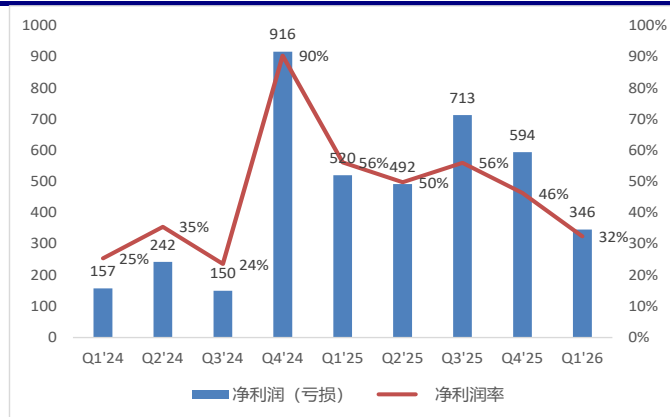
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 7: 調整後 EBITDA (\$M) 及利潤率 (%)



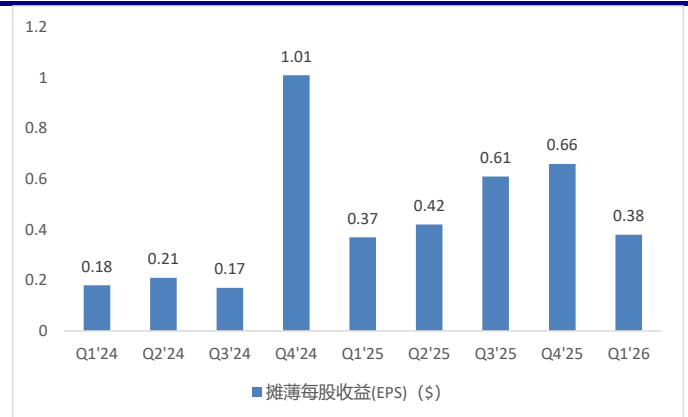
資料來源: 公司資料, 第一上海

圖表 8：淨利潤（\$M）及淨利潤率（%）



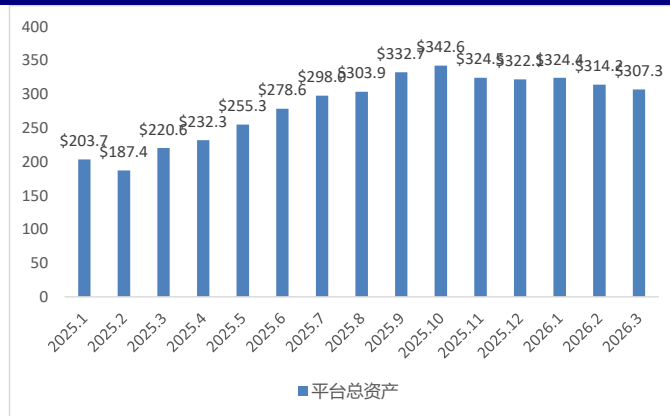
資料來源：公司資料，第一上海

圖表 9：攤薄每股收益（\$）



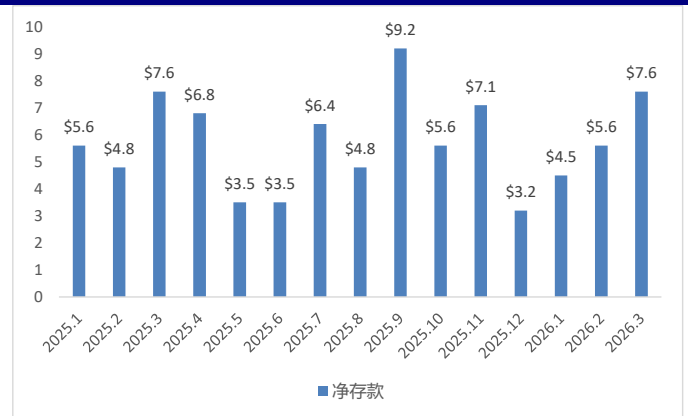
資料來源：公司資料，第一上海

圖表 10：平臺總資產（\$B）



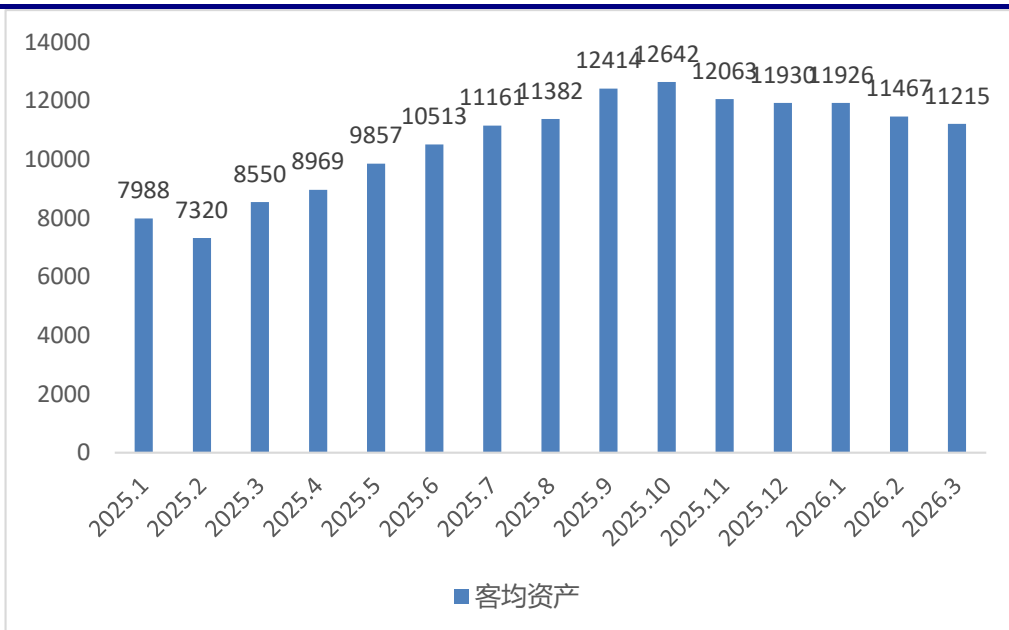
資料來源：公司資料，第一上海

圖表 11：淨存款（\$B）



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 12：客均資產（\$）



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 13: 月度指標

	2026												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)																	
Funded Customers	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	11%	-
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	(29%)	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	(39%)	(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 Volumes²																	
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	\$267	\$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 ³	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%)	92%
Cash and Deposits ^{4, 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	\$23	\$54	\$61	\$53	\$59	\$60	\$34	\$38	\$34	\$25	\$33	32%	38%
Securities Lending, Net ⁶	\$10	\$6	\$7	\$9	\$13	\$32	\$37	\$24	\$26	\$24	-	\$2	\$4	(\$1)	\$1	NM	(86%)

資料來源: 公司資料, 第一上海

5月初市場動態與近期催化劑觀察

BTC突破\$80K：是真突破還是假反彈？

自公司4月底26q1業績發佈以來，加密市場出現關鍵轉折。BTC於5月4日交易日突破\$80,300心理關口。

這一突破伴隨多重利多：

- 1) 4月BTC ETF淨流入\$26.2億(年內最強月份)，5月1日單日流入\$6.3億；
- 2) 伊朗5月1日提交14點停火建議，原油從4年高位回落，全球風險偏好改善；

但是反彈的可持續性仍待觀察：

- 1) BTC較年初高點\$126K仍下跌37%，2026年迄今仍為負收益；
- 2) 5月15日Powell卸任Fed主席後，Warsh傾向緊縮貨幣政策，歷史上每次Fed主席換屆BTC平均跌至少77%；
- 3) 伊朗談判尚未達成最終協議，霍爾木茲海峽封鎖風險仍存；
- 4) Strategy(MSTR)5月5日26q1財報將披露Saylor的BTC增持節奏——其平均成本\$75,537僅微低於現價，重大減持將衝擊市場。

對HOOD的傳導：需等待26q2月度資料驗證

Robinhood的股價在26q1財報後輕微反彈，部分price in了BTC上漲預期。

但需要明確：

- 1) 26q1加密交易量資料已截止3月31日，與5月反彈無關；
- 2) 公司4月29日財報會上明確「4月份加密未見顯著反彈」；
- 3) 真正的26q2資料要等到5月中旬公司披露月度運營指標後才能確認。如果4月底-5月加密交易量從26q1的\$24B (Robinhood APP端) 月度運行率回升至\$30B以上，將明顯對26q2收入提供支撐。

我們觀察以下時間視窗的催化劑：

- 1) 5月5日 - Strategy/MSTR 26q1財報：觀察Saylor是否繼續累積BTC，對市場情緒有重大信號意義
- 2) 5月15日 - Powell卸任 + 新Fed主席Warsh就職：貨幣政策預期轉向可能引發短期波動
- 3) 5月中旬 - HOOD 4月Monthly Metrics：首次披露26q2初始交易量資料，是否兌現“4月強勁”的指引
- 4) 6月初 - HOOD 5月Monthly Metrics：驗證BTC突破\$80K後的實際客戶行為變化
- 5) 7月底 - HOOD 26q2財報：綜合驗證加密反彈是否實質性傳導至業績

投資建議與估值

目標價82.86美元，調整為“持有”評級

估值乘數調整

- 1) P/E由52.75x上調至55x：FY2026E EPS下調至\$1.71(含Trump Accounts一次性\$100M+CFO transition成本)；55x對應FY2027E正常化EPS \$2.19約37x，與高品質Fintech同業(Coinbase ~30-35x、SoFi ~30x)估值一致。BTC突破後市場風險偏好改善，對成長性溢價有所修復。26q1 miss讓市場對單一年度EPS不確定性提高，因此P/E權重從45%降至40%。

- 2) EV/EBITDA 由 30x 上調至 32x: FY2026E EBITDA \$22.97 億、利潤率 47%; 32x 對應 FY2027E EBITDA \$29.21 億約 25x, 位於 Fintech 同業 (Coinbase ~25x、SoFi ~18x) 區間高端。考慮 HOOD 仍具 50%+EBITDA 利潤率優勢+加密預期改善, 給予溢價合理。
- 3) EV/Revenue 維持在 8x: 權重從 15%升至 20%以平衡 P/E 一年期波動。
- 4) 綜合加權目標價\$82.86 (此前\$100), 對應當前股價\$76.55 約+8%上行空間。考慮到上行空間未達到 15%+的買入閾值, 且 26q2 加密反彈是否實質傳導至業績需待 5 月中旬-7 月底資料驗證, 我們將公司評級調整為“持有”。
- 5) 後續觀察重點: 5 月-6 月 HOOD 月度交易量資料; BTC 能否站穩\$80K 關鍵位置; Strategy 5/5 財報釋放的市場信號。如 26q2 加密交易量同比轉正, 將考慮上調評級。

圖表 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%

資料來源: 公司資料, 第一上海預測

風險因素

BTC本輪反彈未能站穩的下行風險：5月初BTC突破\$80K但需站穩200日均線\$83,842才能確認趨勢反轉。若5月份BTC跌回\$75K以下，加密交易量恢復將延後，HOOD加密相關收入承壓可能延續至26q2甚至26q3。同時，每次Fed主席換屆(5月15日)歷史上BTC平均跌77%，是重大不確定性。

加密貨幣週期下行延續：26q1加密交易收入同比-47%，且管理層確認4月未見顯著反彈。加密名義交易量(APP端)-48%，反映散戶情緒疲軟。如果加密熊市延續至2026下半年，全年加密收入可能進一步下行，對交易類收入構成持續壓力。

Trump Accounts 執行風險：Trump Accounts 作為美國財政部獨家合作產品長期價值顯著，但存在以下風險：(1) 公司預先投入\$1億建設UI及客服，確認收入需待客戶啟動；(2) 項目以cost-plus加少量加成定價，盈利貢獻有限；(3) 政治敏感性可能影響品牌中性形象。

監管不確定性：(1) 預測市場合作方Kalshi此前面臨法律訴訟，部分州對預測市場表達管轄權異議；(2) PFOF模式持續受SEC關注；(3) 加密業務跨境擴張面臨多國監管不確定性；(4) Robinhood Stock Tokens (歐洲) 和 staking 服務面臨litigation風險。

利率與宏觀環境：短期利率下行已開始限制淨利息收入彈性；如美聯儲繼續降息，HOOD的淨利息利差將受壓。同時，新Fed主席Warsh傾向緊縮政策可能引發市場劇烈波動。伊朗局勢若惡化推升油價至\$130以上，可能再次引發風險資產拋售。

競爭加劇：Coinbase、SoFi、Charles Schwab等競爭對手在零備金交易、加密、銀行業務等領域加速佈局。Robinhood需持續投入產品創新和市場行銷，可能擠壓利潤率。Q1行銷費用\$107M同比+2%，但全年指引同比增加約18%。

主要財務報表

損益表

<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

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。