

导读：通过产品设计，让股票交易变得像“玩游戏”一样难以抗拒似乎有些难以置信，但Robinhood做到了。近几年Robinhood一直被推到风口浪尖上，褒贬不一，但其商业模式颇具深度值得一提。毕竟这种差异化的商业模式不仅让Robinhood后来居上，同时也引领着美国券业风向标。

“最聪明的设计是让用户把产品变成习惯，Robinhood简洁明了的设计，让股票交易变得像玩游戏一样简单；

Robinhood不仅普及了零佣交易，而且对于动辄上千美元的个股，在Robinhood只需用少量甚至1美元就可以买入一股股票的一小部分；

它的设计已经对新一代投资者的金融投资产生了深远的影响。”

-引用彭博财经

## 一、市场分析

美国证券经纪业务在1975年取消固定佣金制度，实行佣金协商制度以后，一方面由于价格战导致佣金收入占证券行业总收入比例大幅下降，致使一些券商无法生存，同时，旨在谋求规模经济的券商并购活动也日益活跃，公布并购案例逐年增加。

另一方面，美国券商经济业务的创新和变革层出不穷，市场上出现了大批的线上经纪商及折扣经纪商，券商开始以低于市场平均的佣金率吸引客户，逐步抢占市场规模。

随着互联网技术的普及与发展，网上证券交易迅速崛起，在线经纪业务突飞猛进，更大程度上推进了佣金自由化的进程，佣金竞争战进一步加剧，佣金率逐年下降，其利润空间逐年缩小。以亿创理财为例，其单笔交易平均佣金逐年下滑，从2005年的平均13.44美元/笔下降至2018年的7.07美元/笔。

市场竞争日趋激烈，转型势在必行。业务创新和服务创新是券商发展的根本路线。市场经纪业务的变革和转型一方面以获取客户和客户资产来壮大业务规模，另一方面深化客户服务，维护客户，保留客户，服务客户实现资产保值增值。

## 1.3 Robinhood顺势开启免佣交易，各头部券商并驱争先

2015年，Robinhood开始提供免费股票交易服务，其用户规模迅速增长，这无疑给其他经纪公司降低佣金的压力，通过经纪业务获利的空间进一步缩小。2018年起，美国券商开始涌起免佣金的浪潮，摩根大通、富达投资、嘉信理财、亚美利、E\*Trade先后宣布取消美国和上市股票、ETF和期权的交易佣金。

## 1.4 行业整合逐步加剧，券商收入模式多元化

随着美国券商行业线上化的普及、佣金收入的减少，在这样的背景下，兼并与收购成为券商在市场低迷时期常用的扩大市场规模的手段，行业整合也趋势明朗。2017年，亚美利交易以40亿美元收购史考特证券；2020年，嘉信理财以260亿美元收购亚美利证券，至此覆盖全美RIA（注册投资顾问）资产超过50%的寡头组织。

线上经纪商的收入模式也逐步多元化，嘉信理财基金销售收入、咨询服务收入为代表的财富管理收入占比较高，在2020年达到29.7%；亚美利交易、盈透证券佣金收入依旧以利息收入为主，投资项目费与基金代销代表的财富管理收入占比不到10%；亿创理财金融服务费占比上升较快。

纵观市场，线上经纪商已经成为美国证券经纪行业新的发展模式

，折扣经纪商也逐步开始向线上经纪商转型（如嘉信理财），同时，也有在业务初期就依托于互联网搭建交易平台的券商如亿创理财（E\*Trade）。下面是2021年2月，巴伦周刊公布最佳线上经纪商的评选结果，其中，盈透证券、富达投资、亚美利证券、亿创理财、嘉信理财位列前五。

从评选结果来看，Robinhood的“研究能力”和“平台与工具”这两项的评分是最低的，让我们从这里开始来逐步分解Robinhood。

## 二、企业分析

1. 服务：提供在线投资和交易平台的互联网金融服务；
2. 创始人：由毕业于斯坦福大学的Vladimir Tenev 和 Baiju Bhatt于2013年创立；
3. 业务模式：开创性地推出了线上投资交易的免佣金模式，每位投资者无需

- 支付佣金即可使用Robinhood交易股票、ETF、期权甚至加密货币；
4. Slogan：每个人都可以做投资！（Investing for Everyone!）
  5. 产品理念：无论财富、收入和背景的区别，每个人都有获取现代金融服务的权利！

- 2013.12，Robinhood被科技新闻网站Hacker News挖掘，同年，首次完成300万美元的天使轮融资；
- 2014.09，完成1300万美元的A轮融资；
- 2015.05，完成500万美元的B轮融资，同年开放账户注册；
- 2017.04，完成1.1亿美元的C轮融资，并推出升级版应用产品Robinhood Gold；
- 2018.03，完成3.63亿美元的D轮融资；并推出自己的清算系统Clearing By Robinhood；
- 2019年，完成3.23亿美元的E轮融资，收购专注于千禧一代的社交媒体软件；
- 2020，完成6亿美元的F轮融资，分两次完成；并完成上市。

## 2.3 现在的Robinhood挣钱吗？

Robinhood的收入来源：

从Robinhood的收入构成来看，主要收入来源由两大部分构成，分别是

其中，2020年交易相关收入占总收入75%，2021年一季度该比例提升至80.5%，既然Robinhood是0佣金，那么这么多交易相关收入是什么呢？

从招股书中找到Robinhood的交易相关收入的解释，原来Robinhood将用户的订单发送给做市商，并从做市商获得一定的报酬。这种方式在美国业内被称为“Payment for order flow”或者“Sell order flow”，即卖订单流。即高交易量驱动PFOF收入（下文做详细介绍）。

让我们再来看两组数据：

横向对比其他互联网券商，根据2021Q1数据显示，Robinhood的客户平均资产最低，只有4552美元；

横向对比Robinhood不同时间的用户及其累计入金情况，可以看到，2020年新客户累计入金数量比2017年、2018年、2019年要高出许多。2020年新冠疫情爆发后

，美国政府和美联储天量放水，Robinhood在2020年新用户入金情况和当时美国财政政策和货币政策有着十分紧密的关系。

从以上数据，  
我们可以初步总结出Robinhood靠零佣金走红可能并不完全正确，其背后“低门槛+高自由度+订单分发”的商业运作模式才是成功吸引广泛用户群体的关键，尤其是18-35岁的年轻投资者。

## 2.4 从现象看本质：Robinhood的用户群

Robinhood的用户群主要是个人用户。

根据金融公司Charles Schwab在2019年进行的一项调查显示：35%的投资者会在选择中介机构时对比交易手续费的高低；而千禧一代更容易受“零佣金”卖点的刺激，据统计，超过55%的千禧一代会在传统金融机构与“零佣金”机构中倾向于选择后者。

1. 用户平均年龄28岁，年轻人，其中50%的客户是首次投资；
2. 用户资产规模：资金量少，对佣金比较敏感；
3. 用户投资经验：没有专业的投资知识，不会使用复杂的交易软件；
4. 用户性别比例：至2021年，Robinhood的女性用户数量增加近3倍，黑人和西班牙裔投资者的数量是行业平均水平的两倍多；
5. 据市调：根据2020年Gallup调查显示，18-29岁的年轻成年人中有接近50%的人没有钱投资股票市场；且有60%的美国人没有退休账户以外的投资。

个人投资者的主要目的就是通过交易获取利润，炒股行为一般分为交易前、交易中、交易后，我们可以从这三个维度来解析用户的行为模型及用户画像。

这个模块的设计分析，感兴趣可以查看我的第一篇文章有着重讲到。

<http://www.woshipm.com/pd/4794852.html>

## 三、Robinhood的商业模式

### 3.1 零佣金，支持零股交易

开户门槛为0，交易门槛低至0.000001股。美国传统券商都有一个开户门槛，如亿创理财的开户门槛是500美元。而美联储在《2019年美国家庭经济状况报告》中显示，超过45%的美国人拿不出400美元。多数传统券商没有把散户视为目标用户，忽略这部分人群的投资需求，Robinhood正是从这点经营策略中入手，出其不意，给传统券商一个措手不及。

### 3.2 高交易量驱动PFOF收入

前文我们在讲收入来源说到，交易相关收入（即卖订单流PFOF）在2021年Q1占据Robinhood总收入高达80.5%。

看似用户在免

费享受一项服务，但实际上

用户并不是0成本在使用。

例如Facebook，用户付出的成本就是自己的隐私。这再次体现在互联网时代，互联网产品就是用户本身。看似用户在Robinhood上免佣金交易，但实际上Robinhood却把用户的订单流卖给做市商。

- 在美国证券交易中，美股股票可以跨市场交易，其中做市商制度是一种常见的交易方式。纽交所上市股票的订单可提交给其他交易所完成，并非单向全部提交给纽交所；由于美国有13个全国性交易所和50多家高频交易商，以至于纽交所上市公司的股票可能只有一小部分提交给纽交所完成，大部分交易订单由其他全国性交易所及高频交易商完成。
- 交易订单流被券商卖给高频交易商，就意味着用户的订单不会直接到交易所去匹配全国最优价格（NBBO, National best bid and offer），而是被扔到高频交易商让其进行撮合交易。由于交易所和高频交易商之间对订单流的争抢通常十分激烈，因此出现了买卖订单流的套利空间，产生了许多套利机会。可见在这种交易生态中，订单流成为一种类似实体商品的真实需求，Robinhood的商业模式也正是建立在这种生态中，通过0佣金吸引大量散户在其平台上交易，由此获得大量订单，然后robinhood再把这些订单卖给做市商获得报酬。
- 通过卖订单流的获利主要是对交易价格不敏感的散户。另外卖订单流既然是把用户的订单卖给做市商，就很难保证为客户以更好的价格完成交易，

这是需要披露给用户的。

### 3.3 利息收入

- 从客户的保证金账户中获得年化5%的证券利息收入；
- 从客户未投资的现金余额中获取累计利息；
- 以及一些融资融券业务；

### 3.4 Robinhood Gold 订阅服务

出售Robinhood Gold订阅服务，包括从每月10美元获得2000美元额外购买能力，到每月200美元获得50000美元保证金交易，每月收费为200美元，还有年利率5%的借贷费用。今年早些时候，Robinhood Gold的用户数量增长了17个百分点，这显示了免费提供交易再对额外服务收费的发展潜力。

### 3.5 其他增值服务：研究报告/教育培训/高阶数据服务费

Robinhood也在资讯端提供了一些投资者教育内容。例如播客Robinhood Snacks在2021Q1有3200万订阅用户，它主要以音频形式推送市场动态及商业新闻；Robinhood Learn提供金融及投资知识的教育，2021Q1的页面累计浏览量为700万次，同比增加6倍。

### 3.6 进军加密货币领域，零佣金支持7种加密货币交易服务

进军加密货币领域，零佣金支持7种加密货币交易服务，Bitcoin、Bitcoin cash、Bitcoin sv、Dogecoin、Ethereum、Ethereum Classic 和 Litecoin 同样也无需支付手续费。

至2021年，Robinhood crypto平台新增了600万客户。在比特币的热潮下，加密货币业务带来的新增客户数量客观，给Robinhood的整体业务带来新的客源。

### 3.7 推荐新用户可获得股票奖励

Robinhood平台上的老用户推荐新用户即可获得股票奖励（一股对应一次推荐），获得的奖励股票每股价值在2.5美元至225美元不等，每位用户可以通过多次推荐的方式获得最高500美元的奖励。98%的用户在推荐新用户后会得到一股价值2.5美元至10美元的股票。据不完全统计，这个推荐项目为新用户的新增贡献了80%。

### 3.8 总结Robinhood的商业画布

结合Robinhood的精益画布，可见在免佣金的浪潮下，市场商业竞争日益白日化，Robinhood乘胜追击，不断扩大自己的商业领域，从点到面，从美股投资、期权、加密货币、教育培训、到融资融券等增值服务各个方面，形成有机融合、良性循环的产品生态。

“在我们的设计中，尽量去除装饰，并使用颜色作为主要的交互反馈手段告知用户当下正在发生事情的方式。”

Robinhood采用了Material design的设计风格，平台游戏化的界面设计一直受到吹捧，还一度获得一项苹果设计大奖，这是第一家获奖的金融科技公司。和传统券商APP设计不同的是，他们利用色块的区分来强化用户对股票行情及其个人持仓组合重大变化的认知。

#### 1. 简洁的开户流程（注册即开户）

注册与开户流程合并。点击“Get your free stock”后就正式进入注册流程了。在整个注册过程中，用户大约需要完成以下步骤：

- 填写个人基本信息，先生成平台账户；
- 填写个人财务状况信息、选择开启消息通知；
- 进入主页后绑定银行卡，并完成入金即可获得免费股票。

整个体验过程中每个页面引导性都特别强，且每个页面都只有一个问题点，简单高效。同时使用新颖的插画和动画吸引用户眼球，缓冲用户的等待时间，消除用户的焦虑感，让用户体验更加友好。

#### 2. 每个入口只强调一种应用场景

底部导航每个入口只强调一种应用场景，用完即走。降低用户学习成本和交互成本。其中一级界面的底部操作栏始终置于一级，减少页面跳转和二级界面、三级界面

来回切换的时间。这一设计和国内许多软件设计都有很明显的区别。

### 3. 个股详情页

- 个股详情内容包含：基础数据、行情报价、图表、新闻、观点分析、版块关联（类似股票版块）、推荐关注（推荐关注这只股票的用户同时关注的股票）、公司简介；
- 个股详情页内容相对层次比较清晰，页面以feed流的设计风格，令人沉溺其中；左右滑动切换更加便于个股切换。数据、曲线等表达更加直观；
- 页面颜色只采用了红色系和绿色系，且跟着市场股价的波动来切换显示。视觉层次清晰，把重点放在用户的注意力上并且减少信息混乱。

### 4. 优雅有创意的插画设计，让产品更有温度

## 五、监管问题

让我们先来回顾一下关于Robinhood的几则通告：

1. 2021.11.25，来自BleepingComputer的信息显示，Robinhood在2021年11月9日的“数据安全事件”两天后，有人在黑客论坛上兜售这些数据，售价至少为1万美元。

2. 2021.11.24，金融业监管局（FINRA）公布了关于Robinhood监管不足指控的解决方案。Robinhood既不承认也不否认这些指控，同意支付近7,000万美元的赔偿款，其中包括5700万美元的罚款和1260万美元的受损害投资者赔偿。Robinhood由于误导客户，批准不符合条件的交易者采用高风险策略，以及在技术监督方面的失责导致千万账户被锁等多个原因被卷入监管漩涡中。

3. 2021.11.19，Robinhood宣布遭遇了一起“数据安全事件”。一名黑客盗取了Robinhood平台上大约500万客户的电子邮件地址，200万客户的个人信息（如银行卡信息），另外有310名用户的出生日期、家庭住址等更详细信息也遭到泄露。Robinhood方面表示，已经雇佣Mondiant进行黑客追踪，并将告知客户后续情况。

4. 2021.02，据监管披露，Robinhood仍面临SEC和纽约州监管机构与期权交易有关的审查。

5. 从2018年1月~2020年12月期间，Robinhood 未能向金融业监管局（FINRA）上报数千条本应按规定上报的用户书面投诉。
6. 从2018年1月~2021年2月，Robinhood 未能合理管理好其用于提供核心交易服务的技术。
7. 2017年12月，Robinhood 开始向用户提供期权交易服务时未能履行尽职调查义务。

显然，Robinhood由于监管不力一直被诟病，美国证券交易委员会和金融业监管局的多项指控也让Robinhood付出惨痛代价。

零佣交易带来的巨额PFOF收入的业务模式也逐步受到SEC的关注，SEC也表示在酝酿新的规则来监管Robinhood的业务。

此外，去中心化的加密货币天生难管

。大多数行之有效的传统监管制度是建立在“中心化”制度上的，但面对加密货币去中心化的传输难以奏效。即使发现洗钱、逃税问题，也很难通过位于中央节点的管理人来实施“拒绝支付”等传统银行得心应手的止损方式。操作上，加密货币对反洗钱和反逃税的最大挑战是匿名性，要监控资金流向，不仅需要严密的政策设置，也需要使用大量的区块链分析。

近年来，信息科技在金融领域的应用突飞猛进，金融科技的广泛应用使金融服务突破了时间和地域的限制，各类新型金融产品、业务模式及应用场景不断涌现，行业的竞争格局也发生了根本性的变化。当然，也存在监管视野太窄、监管行动时机太迟、以及监管措施的力度不够等问题。设想一下一家现代券商企业每时每刻都在产生大量的数据信息，而如何从海量的数据信息中提取相关信息，对券商、银行等体系的风险状况进行分析和评估，从而实现对风险的及时准确判断并采取必要的监管行动，一直是企业/银行监管者所面临的重要挑战。寻求监管创新仍然迫在眉睫。

## 六、总结：SWOT分析

1. 美国头部券商积极探索革新盈利模式，打造新型综合性金融服务平台。在零佣金浪潮之下，嘉信理财、Robinhood等已经找到合适的业务模式，利息收入、财富管理收入、PFOF收入、基于介绍经纪商模式下的国际业务发展逐渐成为美国券商转型的主要方向。
2. 随着传统券商企业及其他创业公司的发展，Robinhood也将面临着同质化

竞争。据了解，欧洲银行应用Recolut正在建立一个无佣金的股票交易平台，可以让用户购买一个经过管理的顶级股票投资组合；同时，金融巨头摩根大通现在为客户提供100种免费交易，旨在避免被Robinhood削弱市场。

3. 在加密货币方面，Coinbase的人气也在持续上升，尽管其交易费用为1.4%~4%。当然Robinhood也毫不气馁，不仅获得纽约BitLicense虚拟货币牌照，同时也正在完善加密货币交易和钱包、加密货币聊天室等系统服务，旨在为用户提供更好的金融服务抢夺市场份额。
4. 在平台风控管理方面，客户风险水平等级评级及期货交易门槛都有待调整，以及订单流支付模式的披露要求，这些都面临SEC的监管审查。
5. 在系统安全方面，存在网络安全和数据漏洞等问题，容易受到网络黑客的攻击。同时，去中心化的加密货币没有完善的监管管理体系，这样的特点在某种程度上避免了传统的货币监管部门的干预，也失去监管机构的保护，为不法分子和投机分子提供了很好的土壤。

\*部分统计数据及资料来源于东方证券、彭博财经、新浪财经等。

感谢阅读，本文旨在了解行业基础知识，但波及范围甚广有些未能深入分析，欢迎指正交流。

本文由 @Nicey 原创发布于人人都是产品经理，未经许可，禁止转载。

题图来自 Unsplash，基于CC0协议