

买入

2020年09月03日

科技降低成本提高便捷，破坏式创新打造美国互联网银行

➤ **商家和消费者业务共同提升零售数字化：**公司两个业务体系分别为向商家提供收单和 SaaS，以及向消费者提供聚合支付 App 和金融服务。美国的 SaaS 市场目前已经经过了最早的萌芽期，目前处在高速增长阶段，美国企业数字化水平快速提高，公司提供的收单和 SaaS 业务能够帮助企业提高经营和管理效率，管理销售入账资金，节省经营成本。Cash App 为消费者提供快捷移动支付，以及基于支付衍生的消费者金融业务。

➤ **信息流和资金流高度分离的支付产品逻辑：**通过建立产品、账户、场景的三要素方法论，分析得出第三方移动支付能够大幅提高效率的根本原因在于信息流和资金流的完全分离。在交易层面回文核算和确认。在资金层面则是简化流动环节，统一清算结算。产品技术的赋能大幅降低了商家和消费者的交易成本，同时能提供便捷性。信用卡、NFC 为代表的硬件支付尽管成熟便捷，但可拓展性太低。相比之下，以 App 和二维码支付为代表的第三方支付产品能够大幅降低消费者和商家的交易成本，同时带来便捷性和 CRM 等拓展性。

➤ **支付为起点，消费者金融服务的破坏式创新：**和中国支付宝的路径相似，Cash App 也以难以获得银行信用卡的人群为切入点，利用数据挖掘等科技手段控制风险，逐步向全互联网用户群渗透。因此，利用创新技术手段提高经营效率，从被摒弃的低端区域切入，最终颠覆掉行业的传统模式，我们将此称为破坏式创新。因此，我们认为以第三方支付为起点的互联网银行模式，将最终取代传统银行成为金融服务的主流。ILC 牌照的获得，为 Square 透过支付展开类银行服务打开了大门，而通过对公司能力的分析，我们认为 Cash App 在未来成为覆盖全美甚至全球市场的龙头互联网银行。

➤ **以 B 端业务为铺垫，以 C 端业务为核心：**在美国无现金大趋势和第三方支付市场开始萌芽当下市场，我们对于 Cash App 核心的根源优势包括多年 B 端收单业务的铺垫、产品的优越性和管理团队的深度互联网认知。我们认为，在 SaaS 的赋能下，收单作为高频业务为 C 端的 Cash App 的产品设计和推广积累了深厚铺垫，构成 C 端跑赢竞对核心要素。

➤ **目标价 265 USD，买入评级：**综合分析，以及对 TAM 的计算，我们认为市场仍处在初级阶段，公司将在未来这广阔市场获得重要的市场地位与份额。我们采用分部方法估值，2B 业务参照 SaaS 可比标的，采用 20 倍 PS；C 端业务通过计算零售银行客户的平均生命价值，以及用户数量来进行计算，根据 2021 年的预测经营和财务水平得出目标价为 265 USD，较上一收盘价有 63% 的上升空间，首次覆盖并予以买入评级。

赵绵璐

852-25321960

mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	162.88 USD
目标价	265.0 USD (+63%)
股票代码	SQ.US
已发行股本	4.44 亿
市值	722.4 亿 USD
52 周高/低	172/32 USD
每股净现值	4.35 USD
主要股东 (A 类股)	Morgan Stanley 9.37% Vanguard 7.45% Blackrock 4.97%

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	18年实际	19年实际	20年预测	21年预测	22年预测
总营业收入 (百万美元)	3,298	4,714	6,442	9,126	11,179
变动	48.95%	42.91%	36.68%	41.65%	22.50%
经调整净利润 (百万美元)	178.4	673.3	132.2	933.3	1,146.6
变动	91.81%	277.36%	-80.36%	605.76%	22.85%
经调整每股盈利 (百万美元)	0.37	1.39	0.30	2.12	2.59
变动	71.73%	275.23%	-78.31%	605.19%	22.04%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率162.88美元 (估)	440.91	117.50	541.82	76.83	62.96

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

目录

报告摘要.....	4
核心观点总结与看好 Square 的关键点	5
Square 的历史与创始人目标.....	6
业务——基于 2B 和 2C 的数字化增值服务	8
Square 的两个生态系统.....	8
Square Seller 卖家 SaaS 生态系统.....	9
以支付收单为起点，向外辐射搭建商家生态系统	10
加码线上场景，深挖商家价值	15
打通金融服务，盘活商家经济活力	17
构建开发者平台，打破服务边界	20
开放对接 API/SDK，布局中大型商家.....	21
疫情带给 Square Seller 的危与机	22
Cash App： P2P 支付应用到全面金融服务的互联网银行	23
Cash App 改变消费习惯，先发无银行账户和年轻人.....	24
功能多边拓展的支付工具，提高用户粘性	27
P2P 支付、移动支付和无现金社会趋势对 Cash App 的影响.....	32
Cash App 竞品分析：Venmo.....	36
疫情对 Cash App 的影响	39
B 端 C 端场景化融合，推进 Square 商业变现	40
收单与支付产品的分析方法，行业概况和监管.....	41
美国网络支付与收单行业概况与底层逻辑	41
移动支付前景广阔，头部优势明显	41
中国互联网第三方支付高度发达的原因以及中美环境对比	41
支付方法论：产品、账户、场景三要素构建体系.....	43
产品：前端支付与后端系统配合实现信息和资金流分离，支付效率实现提升	43
支付前端产品：聚合支付、用户服务与用户观察	43
传统银行卡支付业务前后端模式	44
第三方支付效率提升的关键：信息流和资金流完全分离	45
美国支付清算系统监管方式和职责划分	46
账户：用户的身份证明与钱包意识	47
账户的商业价值在互联网金融创新中被不断拓宽	47
支付账户更容易开发下沉市场，覆盖全用户	48

形成闭环生态，账户的用户粘性更易形成	48
场景：前端服务应用核心，移动支付将覆盖全场景，条码支付终将胜出	49
近场支付中条码支付有望广泛使用	49
美国的移动支付将成为主要的支付场景	50
新零售成为支付发展的新蓝海	51
成熟的渗透商家端数字化利器——SaaS	51
SaaS 应用让用户在效率、收入和成本用户提高	52
美国 SaaS 行业发展领先全球，企业用户接受度高	53
技术成熟，渗透率待持续提升	54
美国金融科技法律框架和监管，和稀有牌照 ILC	57
货币转移牌照获取涉及不同层级的分别监管	57
避开货币转移牌照、使用其他牌照进行经营的情况	58
金融机构和对应监管者与 Square 获得 ILC 牌照	59
ILC 银行牌照成为金融科技和支付公司理想牌照	61
典型 ILC 牌照银行的商业模式及财务指标	63
经营、财务和成本分析	65
经营与财务数据预测	70
Total Addressable Market 计算	73
Seller——以企业门店为计量的数字化 SaaS 市场	73
Cash App——基于用户和 CLV 计算的类银行金融服务市场	74
SOTP 估值目标价 265 美元，买入评级	75
风险因素	77
主要财务报表	78

报告摘要

2009 年，Twitter 首席执行官杰克·多尔西(Jack Dorsey)和计算机科学家吉姆·麦凯维(Jim McKelvey)共同创立了 Square。Square 初期创立的主要目的在于通过提供优质的收单服务，解决部分商家没有能力接受信用卡的痛点。在推出收单产品后，围绕这一产品，进一步推出相关的 SaaS 产品，帮助能力低的商家提升数字化水平，提高经营管理效率。2013 年，Square 推出消费者端的第三方支付软件 Cash App，旨在帮助消费者端提供更好的支付效率，以及通过数据服务消费者的金融需求。

根据 Square 的业务类别，本篇报告采用行业环境和公司、2B 和 2C 的双重结构，来进行介绍和分析。行业方面主要阐述包括业务模式、产品细节、优劣势和我们对未来短期到长期的观点以及预测。

做业务和行业分析的同时，本篇报告也探讨了美国金融科技的监管和法律框架、ILC 牌照的意义，以及两项业务所涉及的 TAM。通过分析，本篇报告得出结论，认为美国的第三方支付正在重复中国的道路，具有破坏性创新意义的 Cash App 将成为美版支付宝。

在基本面角度分析行业和公司业务，在投资价值一节中概括了各个部分的分析结论，并推导至 Square 的投资价值。

报告还讨论了公司过往的财务表现、以及经营数据构成的分析，以及针对关键经营数据，结合我们的分析做了假设和预测，转化成收入，并最终形成公司在未来三年的损益、资产负债和现金流报表，并根据预测数据以及确定估值方法，计算得出未来 12 个月的目标价水平。

核心观点总结与看好 Square 的关键点

综合本篇报告的分析，概括本篇报告各个部分的所有结论，我们看好 Square 最主要的关键点在于，我们通过分析得出第三方支付产品在便捷性、拓展性、商家和用户基础、技术应用上具备颠覆传统低效银行支付的条件，我们认为：

- (1) 公司长远的强力产品是 Cash App，多年 2B 的 SaaS 和收单是公司早期的业务基础，为公司在商家端打下坚实基础。根据测算，按照 GPV 计算，Square 已经覆盖了 10% 小微企业交易，这代表公司在商家端已经以收单进入了非常高频的主要场景。而正是 2B 业务在 SaaS 和收单所积累的商家数据、场景和需求认知、销售团队，促成和影响 Cash App 的优势与设计和运营细节，为这一款第三方支付产品奠定跑赢竞争对手的基础。
- (2) Square 是目前唯一一家金融科技公司中获发 ILC 牌照的。在金融这样一个监管严格的行业里，ILC 牌照给予了 Square 最大限度的自由，允许他使用科技打通全环节全服务，打造最全面的产品和金融服务。我们认为，Cash App 具备成为网上银行巨头的能力，并认为其最终会成为巨头，且技术和场景优势将使其不断抢夺低效的传统银行份额。
- (3) Cash App 的路线和中国支付宝诞生时相似，均从无银行信用卡的消费者进行切入，利用数据挖掘等科技手段控制风险，逐步向全互联网用户群渗透。因此，利用创新技术手段提高经营效率，从被摒弃的低端区域切入，最终颠覆掉行业的传统模式，我们认为这条路线的确定性较高，称之为破坏性创新。我们看好未来美国互联网银行成为主流的趋势，Cash App 也将获得互联网银行市场的重要地位和份额。
- (4) 根据上述结论，我们对 B 端业务采用 SaaS 行业典型标的平均估值水平，对 C 端业务采用用户乘以 CLV (Customer Lifetime Value) 进行估值，得出公司目前处在低估地位。我们认为，市场对于 B 端业务对核心 C 端的奠定作用、以及 Cash App 未来的定位认知并不全面。

针对于本篇报告讨论的各个章节，总结其结论如下：

- 第一，美国的银行卡支付系统由来已久，但效率低且普惠程度低，借疫情的刺激影响，对提升美国支付效率产品、无现金无卡化的需求大，我们认为随着科技的推进，和颠覆产品的推出，美国将逐步迎来无现金社会；
- 第二，我们认为 2B 和 2C 的结合是非常重要的，Square 起家于收单业务，收单带来的客户积累和数据积累，使得他在 2B 和 2C 产品的融合，通过公司公布的数据和美国官方数据的测算，其收单业务在美国覆盖了至少 10% 左右的中小企业；
- 第三，疫情的影响会刺激商家的数字化需求，对 Square 的 2B 业务带来有利环境；
- 第四，通过分析 Cash App，以及和主要竞争对手对比，以及监管牌照、功能等等的分析，并且通过比照中国发达的支付产品和第三方支付路线，我们认为 Cash 在产品页面、使用流程、功能设计上均有效地针对用户习惯和场景痛点，因此，我们看好 Cash App 作为 2C 的第三方支付产品的发展。

Square 的历史与创始人目标

2009 年，Twitter 首席执行官杰克·多尔西 (Jack Dorsey) 和计算机科学家吉姆·麦凯维 (Jim McKelvey) 共同创立了 Square。在创建公司之前，麦凯维是密苏里州圣路易斯一家玻璃吹制工作室的老板。这家商店因为不能接受信用卡而失去了很多顾客，于是麦凯维决定创建一个简单实惠的信用卡处理系统。在朋友杰克·多尔西的帮助下，麦凯维在 2009 年推出了第一个 Square 信用卡读卡器。

图表 1: Square 历史



资料来源：第一上海整理

创始人 Jack Dorsey 介绍

杰克·多尔西 (Jack Dorsey) 是一名美国网络开发人员和企业家，他是 Twitter 和 Square 的联合创始人。Dorsey 1976 年出生在密苏里州的圣路易斯，他很早就对电脑产生了兴趣，是高中电脑俱乐部的成员。十几岁时，Dorsey 开发了出租车调度软件，并被出租车公司采用。他曾就读于纽约大学，后来辍学，搬到旧金山创办了一家汽车调度软件公司。

2006 年，他找到了埃文·威廉姆斯 (Evan Williams) 和克里斯托弗·斯通 (Christopher Stone)，一起创建了 Twitter。2015 年，他成为 Twitter 的首席执行官。2009 年，Dorsey 与朋友吉姆·麦凯维 (Jim McKelvey) 共同创立了 Square。

Jack Dorsey 和 Square 的目标

如果 Dorsey 会用一个词来描述他的公司 Square，那就是“access”（机会）。他相信 Square 的使命是帮助更多的企业和个人成为经济的参与者。换言之，Square 旨在帮助那些银行不愿为之服务的人。

Square 的经营理念与传统金融机构有着根本的不同。在公司成立初期，该公司意识到，许多中小商家缺乏被传统银行接受的信用记录，而且小企业家的贷款和经营的进入门槛非常高。Square 想要改变这一点。与传统金融机构持有的怀疑态度不同，

Square 的基于信任的理念，借助数据科学和风险建模，希望找到一种更有效的方式为小企业提供他们成长所需的资源。这种心态体现在 Square 的卖家业务和 Cash App 上。据 Dorsey 介绍，传统银行只允许 30-40% 的申请人为他们的业务接受信用卡，而 Square 的比例是 99%。

Square 的扩张

在最初的三年里，Square 的业务发展迅速。到 2011 年，该公司已经出货 5 万台读卡器，支付额达到 6600 万美元。很快，由于产品的高品质和优雅的设计，越来越多的企业开始采用 Square 的 POS 系统。

2013 年，Square 开始扩展其产品种类了，因为其创始人希望公司能够在客户发展的整个过程中为他们提供服务，并帮助各种规模的企业。因此，Square 开始推出广泛的软件和硬件产品，包括 iPad POS 系统、商业分析、全渠道销售等。

2015 年，Square 以每股 9 美元的价格在纽约证券交易所上市。当时，该公司的估值为 29 亿美元。

图表 2: Square 的融资历史

融资轮	日期	募集金额 (美金)
A轮	2009年11月	1000万
B轮	2011年1月	2750万
C轮	2011年6月	1亿
D轮	2012年9月	2亿
E轮	2014年10月	1.547

资料来源：招股说明书，第一上海整理

业务——基于 2B 和 2C 的数字化增值服务

Square 是一家美国金融服务公司，其创始人是 Jack Dorsey（Twitter 创始人），专注于为商家和个人提供便捷的支付服务。Square 的核心业务由两个不同的生态系统组成——卖家生态系统（B 端）和 Cash App（C 端）。Square 的 KPI 可由卖家生态系统的总支付量（GPV）、Cash App 月活跃用户数量（MAU）和每用户平均收入（ARPU）组成。

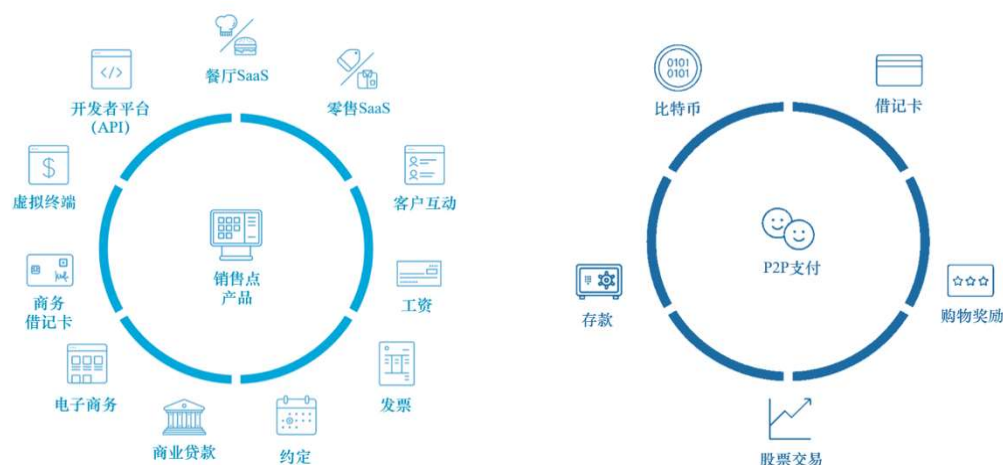
在过去的十年中，随着 P2P 支付、移动支付和无现金趋势的发展，数字钱包在人们日常生活在扮演重要的角色。19 年冠状病毒的爆发更加速了这一趋势，我们预计在未来 3 年将会持续为 Square 的核心业务和 KPI 带来显著收益。主要表现在

- 1) 移动 P2P 支付的日益普及将大大增加 Cash App 的月活量。
- 2) 随着数字钱包的普及程度越来越高, 人们会越来越依赖第三方支付机构, 这将促进 Square 的营收和未来的用户流量变现, 并推高 Cash App 的用户平均收入。
- 3) 移动支付的趋势爆发会使得中小商家接受数字支付的动机更强, 从而推动了 Square 卖家系统的支付总额（GPV）。

Square 的两个生态系统

Square 的业务由两个生态系统组成: 卖家系统 (Seller) 和 Cash App。截至 20Q2, 卖家系统的交易收入占 Square 总收入的 38%, 而 Cash App 则占 62% (不包括比特币, 占 16%)。

图表 3: Square 生态系统



资料来源：公司资料

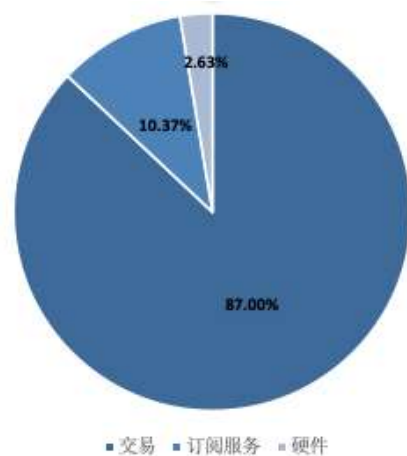
Square Seller 卖家 SaaS 生态系统

2020 年第二季度，Square 的卖家生态系统实现收入 7.23 亿美元，同比下降 17%，占总收入的 38%。其中第一大收入来自于交易，占比 87%。交易收入源于 Square 对其 POS 工具处理的交易收取手续费，费率为 2.6%+10 美分，此费用根据支付方式(在线、离线、出示卡或不出示卡)略有不同。不过，Square 必须将其中一部分收入支付给发卡银行和信用卡网络，因此抽取率为 1%左右。第二大收入来自订阅和服务，占比 10%，包括 Square Capital、企业借记卡等功能。第三大收入来自硬件，占比 3%。Square 亏本销售硬件以吸引商家进入他们的生态系统。由此可以计算出，Square 的总收入的 38% * 87%至 63.5%来自商家的交易收入。

图表 4：2015-2020 卖家生态收入



图表 5：2020Q2 Square 卖家生态业务占比



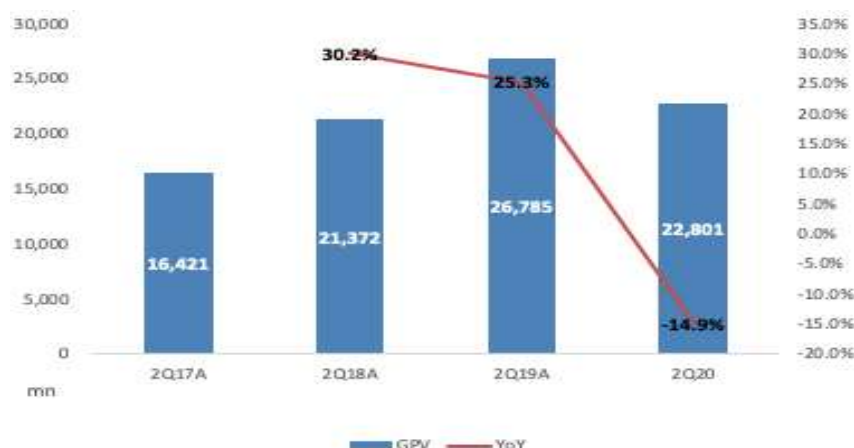
资料来源：公司财报，第一上海整理

资料来源：公司财报，第一上海整理

在过去的十年中，Square 的卖家生态系统呈现稳定增长趋势。从 2015 年到 2019 年，Square 的卖家 GPV 从 356.4 亿美元增长到 1062.4 亿美元，增长了近 200%。在卖家系统和 Cash App 增长的推动下，Square 的收入总额从 2015 年的 12.7 亿美元增长到 2019 年的 47.1 亿美元，增长 270%。

然而，鉴于 Square 的大部分收入来自中小商家线下业务的交易量，美国冠状病毒的爆发影响了该公司 20 年上半年的收入。由于消费者支出和商业活动的萎缩，Square 2020 年第二季度净 GPV 从 257 亿美元下降到 228 亿美元，降幅为 11.3%，导致季度净收益损失 2.9 亿美元。但季度总营收从 20Q1 的 13.8 亿美元增长 39%到 20Q2 的 19.2 亿美元，这可以归因于 Cash App 的强劲表现。此外，Square 对网店服务的扩张举措和经济活动的逐渐恢复缓解了 Square GPV 和收入的下降趋势。

图表 6: SquareGPV (2Q17-2Q20)



资料来源：公司财报，第一上海整理

打造商家服务闭环，“线上+线下”促进多重变现

针对商家端，Square 通过多种路径赋能商户，主要可分为三条发展路径：

一，为中小商家提供支付工具和经营解决方案，搭建一体化的场景生态圈，解决商家痛点。

三，搭建开发者生态平台 Square App Marketplace，帮助商家和第三方开发者获益的同时对 Square 起到间接营销作用。

三，开放 APIs 和 SDKs 工具给商家和第三方开发者，帮助 Square 布局中大型商家市场，并渗透医疗、交通等行业。

以支付收单为起点，向外辐射搭建商家生态系统

智能支付终端，满足中小微商户支付刚需

信用卡在美国消费方式中占主导地位。根据 Bain 咨询公司数据显示，在美国消费者仍以传统的支付方式进行付费，2018 年信用卡的渗透率已达到 80%。信用卡在美国如此受欢迎的原因一是美国信用卡体系成熟，整个支付利益链条绑定，信用卡模式相对固化；二是美国人多年的消费习惯养成，日常生活中通过信用卡消费可以积累信用，并且赚取额外的积分奖励，于是信用卡支付成为了美国人的依赖路径。

平价的支付硬件产品，迅速渗透中小商家收单市场。在成立初期，Square 的主要目标群体为中小微商家，然而美国传统 POS 机价格高昂，对中小微商家来说门槛过高。因此，Square 抓住智能手机发展的机遇，推出一个白色正方形的信用卡读卡器。商家只要将读卡器插入 iPhone、iPad 等移动设备后就能对消费者进行收款。通过免费或以低价补贴的方式售卖支付硬件给中小商家，给予商家全新的收款方式，同时使得 Square 迅速扩大中小商家客户。

Square 的硬件产品主要有以下几类：

1. Square Magstripe Reader
 - 价格：免费，作为注册账户的奖励。
 - 收款费率：2.6%+10¢。
 - 产品介绍：是一个可插入智能手机或平板耳机孔里的信用卡读卡器。商家需要下载 Square App 进行收款，销售额将会直接流入 Square 账户。支付凭据则会通过电子邮件发送给消费者。
2. Square Contactless and Chip Reader
 - 价格：49 美元。
 - 收款费率：2.6%+10¢。
 - 产品介绍：是一个带有 NFC 无线识别支付功能的芯片读卡器，可无线使用。
3. Square Stand
 - 价格：169 美元。
 - 收款费率：2.6%+10¢。
 - 产品介绍：是一个只能连接 iPad 的支付硬件产品，带有读卡器的底座将商家的 iPad 改造成收银设备。支持三种方式：刷卡、插卡、NFC 无线支付。可以连接外部硬件：收据打印机，钞票盒，条形码扫描器。
4. Square Register,
 - 价格：799 美元。
 - 收款费率：2.6%+10¢。
 - 产品介绍：是一款双触屏支付终端，也是公司首款集硬件、POS 系统和支付功能于一体的收银台产品，消费者和商家都能通过屏幕看到消费支付的详情。支持三种方式：刷卡、插卡、NFC 无线支付。可以连接外部硬件：收据打印机，钞票盒，条形码扫描器。带有离线模式，配备备用电池。
5. Square Terminal,
 - 价格：299 美元。
 - 收款费率：2.6%+10¢。
 - 产品介绍：是一个配备收据打印功能的无线支付终端。商家可以通过手动输入支付金额，或者在屏幕上点击库存预设的产品，来生成支付订单。支持三种方式：刷卡、插卡、NFC 无线支付。

聚合多种支付方式，Square 支付硬件解决中小商家收款难题。以往中小商家进行收款需要花费大量的资金和时间申请 POS 机，并且针对不同的银行卡组织还需要配备不同的支付设备，这些复杂的条件往往限制了中小商家的收款方式。然而，Square 支付硬件通过线上即可申请安装，免去了繁琐的信用调查和高额门槛，并且价格低廉，汇集了多种收款方式（刷卡、NFC），帮助商家轻松实现统一收款，解决了商家在成本、人力等不同层面的收款难题。**我们认为，公司对支付硬件产品均以免费或接近成本价出售，意味着硬件业务不承担盈利职能，而是定位于扩大商户覆盖范围，提供给中小商家新颖且高效率的支付手段，以此来提高公司的交易收入。**

图表 7: Square 支付硬件产品

产品样式		 Register	 Stand for contactless and chip	 Reader for contactless and chip	 Terminal	 Reader for magstripe
售价		799美元	169美元	49美元	299美元	免费
交易费率		2.6% + 10¢	2.6% + 10¢	2.6% + 10¢	2.6% + 10¢	2.6% + 10¢
充电方式		壁式插座	壁式插座	电池/电源	电池/电源	无
支持支付类型	磁条卡	有	有	有	有	有
	EMV芯片卡	有	有	有	有	有
	移动支付 (Apple Pay、NFC卡片等)	有	有	有	有	无

资料来源：公司官网、第一上海整理

在支付业务中，Square 的独特优势主要有：

- 第一，线上化申请且价格低廉，免去传统 POS 机繁琐的征信流程和高额门槛。
- 第二，结算速度快，1-2 个工作日到账，而传统收单机构需要 3-4 日甚至更久。
- 第三，整合现金、刷卡、移动支付等多种支付方式，实现快捷收银和简单对账。Square 对其处理的每笔交易收取 2.6%+10 美分的费用。
- 第四，通过线上和口碑的推广方式使得获客成本低且推广效率高。

布局线下场景，SaaS 服务赋能中小微企业

对于实体店商家而言，如何降低运营成本，有效的提高营销效率和精准度等一直是困扰他们的难题。尤其是高频消费行业，例如零售、餐饮等，激烈的市场竞争和新型支付需求对中小商家们提出了更大的支付和运营挑战。受成本和人力的限制，中小商家面临着管理难、运营乱的经营难题，兼顾销售和店铺运营也是商家当下亟待解决的问题。

- 从成本角度看，中小商家在逐渐发展的过程中往往缺少专业的经营方式，粗放式的管理导致商家需要一边应对销售和存货控制，一边需要发放员工工资，支付成本报销费用。如果雇佣专人管理，高昂的人力成本对中小微企业是个不小的负担。
- 从技术角度看，中小商家运营效益差，缺乏专业能力和经验将资金、产品、人员各种要素进行有机结合，在运营管理、营销推广等方面缺乏核心竞争力。
- 从经营角度看，中小商家因为成本、人力等资源的限制，难以实施专业的定制化的产品研发和营销策略，造成品牌效应差，产品推广渠道窄，营销效果欠佳的后果。

于是，Square 瞄准了中小微企业经营痛点，推出了一套商家 POS（Point-Of-Style）内部管理系统，集成了支付、销售、库存管理、员工管理、客户关系管理等一系列功能，整合了包括线下和线上服务的商户流程。Square 以 POS 系统为切入点，对零售、餐饮等行业商家交易结构、管理模式、流程模式等进行深层变革，从而帮助商家在用户层面、产品层面、企业层面构建完整的价值链。

对于商家线下服务方面，POS 系统主要提供以下功能：

- 1) **POS 收单：**支持各大银行信用卡和移动支付（Apple Pay 和 Google Pay），礼品卡支付（可充值），直接发送支付凭证到消费者的邮箱，商家交易资金免费结算，在一到两个工作日内可到账。
- 2) **订单管理：**可在 POS 系统上定制化菜单（置顶推荐、附加产品、特别要求功能等），记忆热销产品或种类、折扣等选项进行快速点单。同时，POS 系统可直接管理第三方外卖平台订单如 Postmates, DoorDash, Chowly, Caviar 等。
- 3) **客户管理（CRM 系统）：**
 - a) 提供营销工具，本质上是通过发送可定制化模板的邮件（欢迎邮件，生日邮件，折扣邮件等）帮助商家进行活动营销和推广，并能够得到营销效果分析报告，对促销转化率、点击率进行追踪与分析。
 - b) 建立会员档案，通过登记消费者邮箱来完成客户档案的记录，做到付款即会员。同时可以对会员档案做更加复杂的管理，如区分新客户和重复消费客户，记录客户爱好和需求等。
 - c) 客户忠诚计划，通过建立会员积分系统，客户能够在消费后获得积分奖励，获得重复消费的契机。根据官方数据，获得积分奖励的顾客重复消费的可能性是原来的 2 倍，并且增加 37%消费额。
 - d) 营销工具的收费依据客户数量的不同而变化，对拥有 0-500 个，501-1000 个，1001-2000 个客户的不同商家分别收费 15 美元，25 美元，35 美元每月。
- 4) **库存管理：**可分为库存管理和经营数据分析两部分。对库存量低或缺货的产品，POS 系统每日会通过 Email 对商家进行提示，商家也可以随时查看库存分析报告，清晰掌握库存数量与明细，查询库存流水，帮助企业有效地管理生产销售，及时进行补货或者处理库存积压的情况。同时，POS 系统可直接连接库存系统管理软件如 Shopventory, SKU IQ, Stitch Labs 等。
- 5) **经营分析：**Square Dashboard 为商家提供实时精准的数据分析。通过全渠道的支付信息记录，对商品销售数据进行多维度分析（品类、时间、地点），并可通过图表的方式展示销售利润明细和趋势、各支付渠道收入，等关键财务报告和商品费用解析（成本、税收），可视化形式直观清晰，有效提高商家经营分析效率。

图表 8: Square POS 系统功能



资料来源：公司官网，第一上海整理

另外，针对 Square 目前主要的客户群体如餐饮、零售等，Square 推出了更具有针对性的 SaaS 服务。

餐饮门店管理 SaaS 特点：

- 1) 功能核心是加快流程速度，尽快让消费者获得食物。
- 2) 菜单管理，提供不同的菜单模板并支持 bulk 插件，支持季节性菜单，折扣商品，限时商品的上架操作。商家还可以通过对不同时间段的销售情况分析推出不同的产品供应策略。
- 3) 座位管理，系统支持查看店内座位容量和利用情况，方便对每张桌子的状态和时效监控。
- 4) 添加厨房客户端，前台与后台之间信息互通。实时展示货品状态，帮助点餐人员、送餐人员快速响应客户。
- 5) 在线预订服务，可以提供客户预约、门店自取、商家配送和第三方送货平台多种入口和取货方式，并且通过 POS 直接管理线上的订单。
- 6) 针对餐饮商家，Square 根据提供的功能数量推出三种收费方案：1) 基础方案：优惠费率 2.6%+10¢，不限终端数。2) 高级方案：单个终端管理费 60 美元/月，额外终端 40 美元/月。优惠费率 2.6%+10¢，功能覆盖了基础方案所包含的和高级功能例如员工管理系统，分析报告等。3) 订制方案：价格不定，优惠费率 2.6%+10¢。商家可以根据需求订制不同的功能，完美匹配品牌。

零售行业 SaaS 特点：

- 1) 功能核心是提高商家库存周转能力，提高存货变现速度。
- 2) 库存管理功能，包括创建商品条形码，并在销售过程中更新库存情况，提供低库存预警功能。此外 POS 可自动与供应商对接发送库存订单，也提供了库存分析报告，方便商家实时了解库存的动态和趋势，做好经营决策。
- 3) 线上商店建立，为零售商家免费打造专业的网店，提供给消费者店内取货或本地送货的收货方式，线上订单和线下订单集成式管理，并将网店投放到社交媒体上，增加网店曝光量。

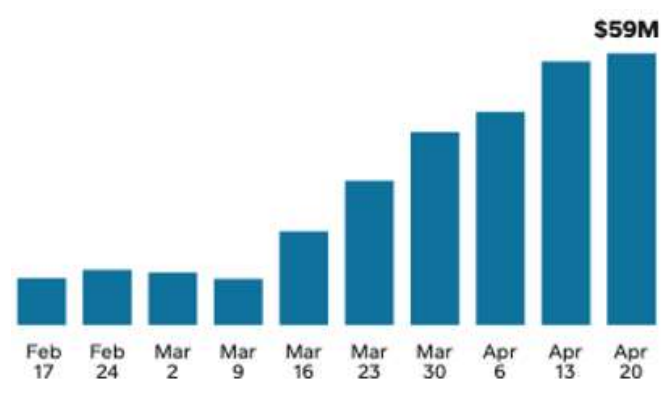
- 4) 内部团队管理，通过记录员工上下班时在 POS 机的打卡情况，帮助老板掌握员工出勤情况并灵活排班。同时老板可以通过预约（Appointments）管理团队的日程安排，并且能够授予每个员工不同等级的店铺权限从而提高内部管理效率。
- 5) 针对零售商家，Square 根据提供的功能数量推出三种收费方案：1) 基础方案：免月管理费，店内优惠费率 2.6%+30¢，网上支付费率 2.9%+30¢。2) 高级方案：60 美元月管理费，店内优惠费率 2.5%+10¢，网上支付费率 2.9%+30¢。功能覆盖了基础方案所包含的和高级功能例如员工管理系统，分析报告等。3) 订制方案：价格和费率不定，商家可以根据需求订制不同的功能，完美匹配品牌。

加码线上场景，深挖商家价值

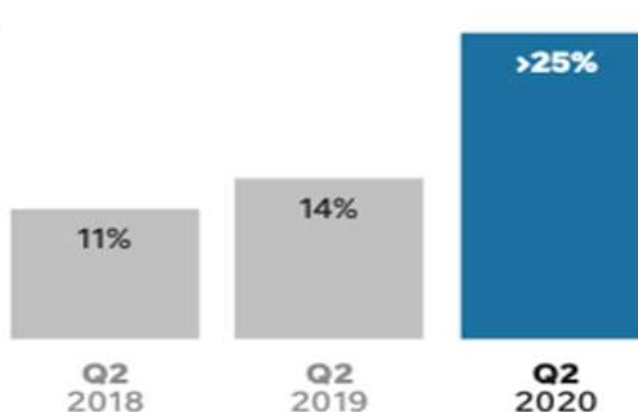
疫情危机给中小商家带来打击，同时刺激了商家对数字化转型的需求。今年疫情造成了许多商家线下客流骤减，也暴露出这些商户商业模式单一、线上经营能力差的短板。因此，随着疫情的到来，数字化、线上化、智能化经营成为商家的迫切需求。

疫情以来，Square 线上业务实现高速增长。根据公司披露的资料，从今年 3 月起，Square 网店的每周支付总额(GPV)以超过 5 倍的速度进行增长。截至今年 4 月 20 日，Square 线上商店周 GPV 已达到 5900 万美元，注册线上商店的商家数已经超过注册 POS 系统的商家数。今年第二季度，线上商店 GPV 同比增长 50%，占总商家 GPV 的 25%以上。可见 Square 线上商店业务在为商家线下赋能的过程中扮演愈发重要的角色，进而带来支付和经营模式的重构。

图表 9: Square 线上商店周 GPV (百万美元)



图表 10: Square 线上商店渠道 (占总 GPV 的百分比)



资料来源：公司财报，第一上海整理

资料来源：公司财报，第一上海整理

Square 网上商店特点:

- a) 开店便捷，一站式服务。商家可一键式开办网上商店，通过定制并上架各类产品。此外，Square 提供产品拍摄、店铺设计、运营支持等服务，帮助商家迅速上手。
- b) 店铺信息数字化。如果商家使用了 Square POS 系统，可自动引入店铺产品和品类到网上商店。
- c) 安全的支付方式。消费者可以通过有 SSL 安全保障的线上支付（各大银行信用卡和移动支付）选择预约、到店自取、本地送货等方式取得商品。

d) 强营销矩阵。商家和用户的连接方式依靠社交媒体（Instagram、Facebook 等）的本地广告以及消费者留下的电子邮箱。

e) 免费使用，无需月管理费，商家仅需支付每笔交易的 2.9%+30¢ 手续费。

收购外卖+网站搭建服务平台，加快线上商店发展脚步。近年来 Square 加快了线上商店（Online Store）的建设，完善线上服务功能。

(1) 2017 年 3 月，收购 OrderAhead 移动订单应用，允许消费者提前在 APP 上订购商品并到商店自取，省去排队等待的流程。

(2) 2018 年 1 月，收购 Entrees On-Trays 外卖送餐平台，为餐厅提供商品配送服务。

(3) 2018 年 4 月，收购 Weebly 网站建造服务商，完善 Square 网上商店建立及设计服务。

(4) 2019 年 5 月，收购 Eloquent Labs 人工智能公司，帮助商家改善客户系统。

(5) 2020 年 2 月，收购 Dessa 算法智能公司，完善 Square 的产品和平台。

(6) 2020 年 7 月，收购 Stitch Labs 库存管理平台，为中小商家提供订单和库存管理功能。

我们认为，未来实体店销售模式将是线上与线下相融合的全新类型，Square 线上商店业务是商家进行数字化转型的必经之路，并且未来有望带动整个卖家生态圈开启新一轮成长周期。

图表 11: Square 商家服务总结

流程	工具和服务	对商户价值
线上	市场营销 直接营销：SEO搜索排名优化，社交软件同步，邮件营销等	扩大线上获客渠道
	其他服务：客户忠诚度计划；电子礼品卡等	有效识别客户，精准营销
	交易执行 支付相关服务（软件和硬件）	iPad替代POS机
	SDKs, APIs工具	搭建定制化应用
	进销存管理 库存管理，CRM，数据服务，位置管理	及时获得库存最新信息；掌握获得运营和交易数据，调整业务方向
线下	运维 工资单（Payroll）；工资核算，纳税申报等	操作便捷；跟踪员工动态，优化团队管理
	建立在线商店 线上APIs	快速线上获客；快速注册商店，无需搭建底层数据
	支付 远程支付；虚拟终端	订单无缝管理：在线发送，接受，跟踪订单实现线上线下库存同步
	交付 收购外卖服务商，实现本地配送和设立自取点	订单配送一体化，提升客户体验
	市场营销 直接营销：SEO搜索排名优化，社交软件同步，邮件营销等	提高客户品牌知名度

资料来源：爱分析，第一上海整理

打通金融服务，盘活商家经济活力

除了经营困境之外，中小商家还面临现金流紧张和贷款难两大难题。传统金融机构不愿对中小微商家发放贷款，一是出于风险考虑，中小企业偿债能力不稳定，难以通过银行的信用评估；二是风险评估难，需要耗费大量时间和金钱，银行缺乏评估的积极性。对中小微商家来说，传统金融机构提供的信贷资金有限且手续繁琐，漫长的审批时间无法满足商家的现金需求。

对此 Square 也提供了解决方案：

1. 贷款服务 (Square Capital)：为商家提供快速获得融资的方式，符合条件的商家能申请到最低 500 美元，最高 250000 美元的资金来满足他们的业务需求，用于购买设备，支付工资等。

- 便捷申请，在商家系统就能够直接申请，无需填写大量信息。
- 资金快速下批，审批通过后次日即可到账，对于 75000 美元以下的贷款不需要抵押物。
- 还款方式简单，对接 Square 支付方式，在商家交易流水内扣取一定比例的资金作为还款。
- 贷款手续费固定，还款期间最长可延长到 18 个月，在此期间不会产生延期费。

另外，Square 发放贷款额度时会考量以下几个条件：

- 通过 Square 结算的支付交易额和交易活跃程度。一年内交易流水超过 10000 美金的商家更容易获得贷款，鼓励商家多使用 Square 收款。
- 与 Square 的合作历史。了解商家是否拥有健康并可持续发展的业务，从而进行风控控制。
- 商家增长速度越快，获得贷款的额度就越大。

2. 即刻到账 (Instant deposits)：正常情况下，通过 Square 收款的资金在第二个工作日到账，普通 POS 机则耗时更久，需要 2-3 天。但是，如果店铺现金流紧张，商家可以选择通过支付额外 1.5% 的手续费让销售额即刻到账。

3. 商家借记卡 (Square Card)：

- 立即使用资金。当商家通过 Square 进行收款，销售额直接流入商家的余额账户，通过 Square Card，商家可以随时随地使用余额里的资金或者通过 ATM 取现。
- 免年费、透支费、ATM 手续费等其他额外费用，并且没有最低存款限制。
- 只要是能接受 Mastercard 支付的地方，都能接受 Square Card。同时支持将 Square Card 的资金转移到其他银行账户。

图表 12: Square Card 与传统银行卡对比

费用项目	Square	传统银行
服务费	0	10-16美元每月
最低存款需求	0	500-5,000美元
透支费	0	35美元每次
最低首次转账	0	25-1,500美元
月服务费	0	10-16美元每月
ATM费	0, ATM供应商收费	免费-10美元

资料来源: 公司官网, 第一上海整理

4. 薪资管理 (Payroll)

- 自动季度或年度报税, 准时且准确。
- 连接员工管理系统, 根据员工工时、员工等级和业绩自动计算并发放薪资。同时, Payroll 系统将自动为员工购买保险、医疗、退休等保障服务。
- 此项服务可独立购买, 不需要使用 Square 提供的支付系统, 并且能随时取消。
- 在移动设备上即可进行操作且操作简单, 随时随地即可查看并管理店内的员工情况, 支付员工薪资和税费。

图表 13: 传统金融机构贷款与 Square Capital 对比

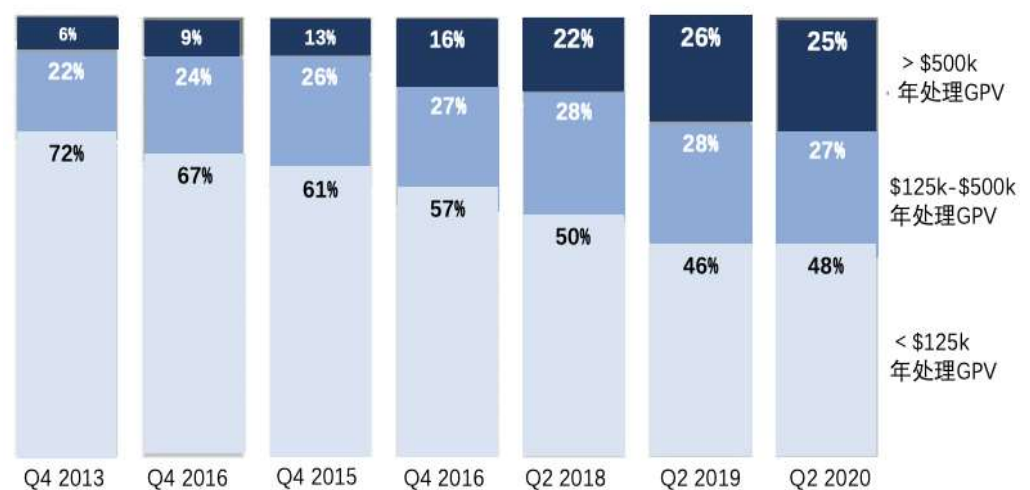
	Square Capital	传统银行贷款
申请方式	在POS机或App内一键申请	填写表格, 提交审批材料等
到账速度	1个工作日	一周或更久
还款方式	交易流水中直接扣除	定期银行存款
抵押物	75000美元以下贷款无需抵押物	需要抵押
还款期限	18个月内任意, 无延期费	还款期限越久, 利息越高

资料来源: 公司官网, 第一上海整理

重塑金融服务，Square Capital 助力中小商家业务发展。在传统的借贷中，由于信息不对称，银行很难了解店铺真实的经营状况，因此银行只能从商家提供的有限资料里进行风险评估，不仅评估结果不可靠，而且费时费力，导致放贷的成本大于得到的收益。而在这方面 Square 有着天然的优势，其提供的 POS 系统渗透到店铺的方方面面，掌握着商家最全面的运营数据，从商家的销售数据、库存情况、员工增减甚至客户结构都了如指掌。Square 不仅能通过 AI 系统和大数据分析对贷款风险进行准确高效地评估，更能配合以往的贷款案例训练和完善数据模型，不断提高审批系统的准确率。

另一方面是 Square Capital 的还款方式，还款额自动从商家的交易流水中扣除。只要商家还在使用 Square 系统，Square 就可以不断回收贷款。也正因为以上两点，在美国小企业贷款平均违约率 7% 的背景下，Square Capital 能把贷款违约率控制在 4% 以下。Square Capital 线上化申请、智能化还款以及合理的利率，必定会让越来越多以往借贷困难的中小商家们更多使用其融资。截至 2020 年 3 月份，Square Capital 已经为超过 34 万的商家提供高达 68 亿美元的融资，其中 95% 的商家都表示这笔资金切实帮助企业成长，而中小企业持续成长也将为 Square 带来长期利好。

图表 14：按商家规模大小分布的 GPV 占比 (%)



资料来源：公司财报，第一上海整理

Square 商家生态市场份额

我们对 Square 商家服务的市场份额进行了测算。Square 将其商家客户按照交易量规模大小区分为三类商家：大、中、小商家分别年均 GPV 大于 50 万美元、年均 12.5 万-50 万美元、年均 GPV 小于 12.5 万美元。2019 年，大、中、小商家贡献的交易量分别占总 GPV 的 27%、27%、45%。我们假设大、中、小商家平均处理 GPV 70 万美元、31.25 万美元和 6 万美元，以此可粗略估计出 2019 年 Square 的商家客户数，大（年均 GPV 大于 50 万美元）、中（年均 12.5 万-50 万美元）、小（年均 GPV 小于 12.5 万美元）商家分别有 40978 家、91790 家、796793 家。

根据美国统计局最新数据，美国大企业（GPV > 100 万美元）、中小企业（GPV 25-100 万美元）、小微企业（GPV < 25 万美元）的商家数分别为 94.5 万家、270 万家、1530 万家。根据之前估算的 Square 商家数，可粗略测算出 Square 的商家生态市场份额，大、中、小商家的市占率分别为 4.3%、3.4%、5.2%。

总结以上，针对中小商家市场，Square 主要通过两个优势进行渗透：

- (一) **先发优势明显，Square 抢占中小商家支付场景。**早在 2010 年，Square 通过小型读卡器为未办理 POS 机的中小微商户提供收款服务，从而在中小商户支付市场占有一席之地。此后，Square 利用支付+SaaS 增值服务进一步提高业务价值，加速渗透中小商户客群。根据 Square 官网，目前在世界范围内已有超过 200 万个商家使用 Square POS 系统，超过 3.4 亿位消费者通过 Square 终端进行支付。
- (二) **丰富的增值服务生态，深度绑定中小商家。**全渠道商务（卖家可以在任何地方为买家提供服务的能力）一直是 Square 的重点关注领域。Square 瞄准支付市场，并持续在硬件和 SaaS 软件服务上持续发力，通过一套完整解决商家经营痛点的“支付+SaaS”解决方案将商家锁定在 Square 提供的生态系统中。对商家来说，重新选择支付系统需要将店内库存、经营数据重新导入，还要教员工们使用新系统，这些都需要投入大量的人力成本并承担数据丢失的风险。**高昂的切换成本使得商家们对 Square 的支付系统产生极高的粘性和忠诚度，并且规模越大的商家，他们更换系统的切换成本会越高。**即使面对类似的竞争产品，也不会有动力去更换系统，Square 也因此逐步建立商户粘性壁垒。

也正是因为以上原因，掌握先发优势和 SaaS 生态的 Square GPV 中由中大型商家贡献的收入占比越来越大。

构建开发者平台，打破服务边界

为了使卖家在增长过程中保持领先，Square 推出 App Marketplace。此平台作为商家和第三方开发者的枢纽，让开发者可以将自己开发的应用程序放在 App Marketplace 推广给商家使用，提供与 Square 系统相结合的应用和解决方案，诸如会计、库存、电子商务和发票之类的功能应用。第三方开发者的应用在发布一年内可以在 App Marketplace 进行免费推广。目前，Square 有约 500 个第三方合作伙伴，2018 年，Square 有 20% 的 GPV 来自第三方应用为商户提供的服务。

根据公司资料，连接到 App Marketplace 的商家交易量比没有连接的 Square 商家大 3 倍。Square 一直希望达到：如果卖家在 Square 上开展业务，则永远不需要关闭 Square。为了使这种可能性成为可能，**Square 需要使企业能够轻松应对随着规模变大而带来的复杂问题。当商家从 1 家门店扩展到 10 家门店时，一个简单的 Square 分析报告是不够的，而需要更加细微的库存和会计系统。**因此，通过 Square App Marketplace 上提供的应用程序，Square 能够满足其卖家的需求并且提供良好的体验。

Square App Marketplace 将以正面反馈引起双边网络效应。一方面，商家不仅可以从 Square 购买经营系统，还可以从 App Marketplace 中找到与 Square 系统相匹配的更具有针对性的功能应用。另一方面，第三方开发人员也可以将其应用带给 Square 卖家，培养自己的品牌知名度。Square App Marketplace 作为双边交易平台，服务于买卖两端，这种模式有利于刺激商家和第三方开发者市场保持竞争活力，从而推动双方更健康快速发展。此外，Square 利用这种模式建立双边关系，创造出具有增值可能性的协同效应，将激发平台价值并推动平台发展。

我们认为，Square App Marketplace 通过开放式创新，聚集了众多专业开发者为商家提供精准化和个性化的服务来满足商家差异化需求，激发了平台价值，扩大了网络增量效应，从而使得商家和第三方开发者对 Square 产生强依赖性，并对 Square 起到了间接营销的作用。

开放对接 API/SDK，布局中大型商家

图表 15: Square 服务流程



资料来源：爱分析，第一上海整理

APIs+SDKs 完善支付流程，拓宽客户受众。 APIs+SDKs 允许商家将 Square 的支付服务与自己的 APP 和经营系统相兼容，让 Square 处理支付流程，保障支付的安全性和合规性，从而开发出匹配自身需求的软件应用。APIs 和 SDKs 给予商家更灵活的选择，商家可以根据需要通过 APIs 接入单独的 SaaS 服务，比如支付、订单管理、收据管理、库存管理等。

2018 年，Square 推出 Square Reader SDK。借助 Reader SDK，开发人员可以将 Square 的结账流程嵌入到商家的经营系统中，并接受面对面付款、芯片付款和 NFC 付款等，通过 Square Reader SDK 轻松构建集成式的支付解决方案。在推出 Reader SDK 的首月，使用其 SDK 的商户 GPV 就达到了 50 万美元。Square Reader SDK 让商家可以在自己的经营系统中接受付款，并从 Square 的支付流程中受益。

Square Reader SDK 公司应用案例：

- Shake Shack + Fuzz，构建了自助服务亭应用程序，以简化订购过程，使更多员工可以与客户互动。
- Infinite Peripherals，构建了 ezMetr（新型数字出租车计价器），目前华盛顿特区各地的出租车都在使用该计价器进行卡付款。
- Clover Food Labs，建立了自定义的 POS 系统，该系统可以实时更新十二个位置的菜单，以适应不断变化的菜单。
- Acuity Scheduling，在他们的小型企业管理解决方案中增加了面对面付款，因此客户不必键入卡号，并且可以降低当前卡支付的手续费。
- QuiqMeds，建立了一个平台使护理点还可以充当药房，因此患者可以在就诊结束后获得药物。

对于中大型商家（年 GPV>50 万美元）而言，他们更希望以 APIs 和 SDKs 接入单项服务的方式完善自身原有的经营系统或 APP，并且保密经营数据。我们认为，APIs 和 SDKs 的开放有利于 Square 切入中大型商家市场以及布局新的细分领域（交通和医疗等），既保留了商家自有的经营系统，又能整合 Square 的支付渠道，为 Square 支付业务贡献更多流量。

疫情带给 Square Seller 的危与机

疫情短期冲击明显，线下消费场景受到一定的负面影响。餐饮、零售等行业线下客流量骤减、消费疲软，导致一部分实体门店生存困难。负面影响主要来自疫情带来的城市封锁带来的租金、人工等成本拖累，收入下降，现金流危机。我们认为，短期内 Square 商家流失率将会变高，GPV 减少，信贷回款周期变长。

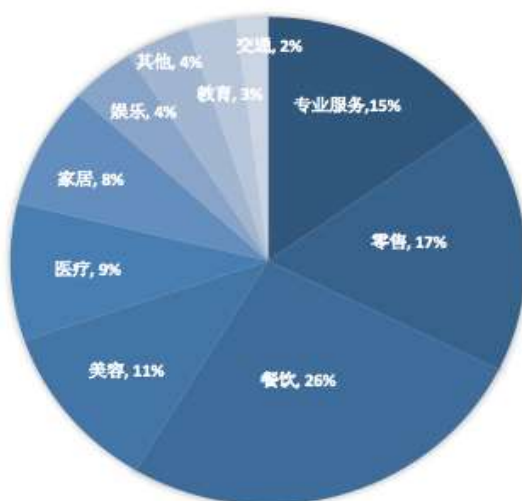
另外一方面，对于零售、餐饮行业来说，生活必需品的核心需求依然强劲。此次疫情也对行业业态带来积极影响，餐饮、零售等行业将会加速线上化、平台化、智能化方向演变。

其一，疫情促进移动支付快速增长，商店线上化趋势成必然。根据 Square 报告显示，在疫情大流行期间，无现金付款大幅增加，传统现金支付已经开始下降。根据 Square 的数据，在 3 月 1 日，只有 8% 的美国商家使用无现金支付方式。然而到 4 月 23 日，这一数字跃升至 31%，其中，美容和个人护理产品的无现金支付从 3 月 1 日的 11% 跃升至 4 月 23 日的 51%。休闲和娱乐从同期的 14% 上升至 48%。随着隔离和封锁的措施出现，这个数字还在快速增长。越来越多的商家希望过渡到全额信用或虚拟支付，并且随着线下需求的降低，许多企业必须进行实体店线上化为客户提供服务。

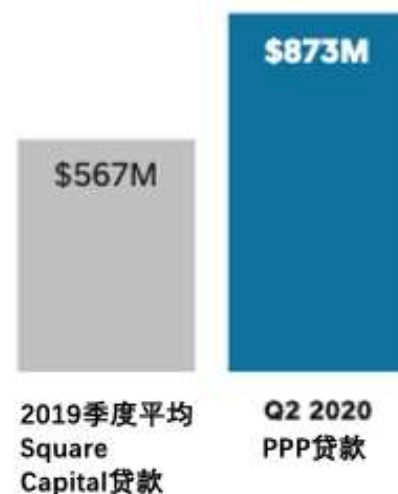
其二，疫情改变了人们消费方式，线上支付和店内取货受欢迎。Square 调查发现，疫情以来提供自取服务的咖啡店数量增加了 521%，总销售额增长了 5380%。其中，与 Square 合作的提供送货服务的咖啡店数量增加了 19%，交付销售额增长了 340%。我们认为，此次疫情重塑了消费和支付习惯，导致消费场景“被迫”线上化，从而推动了餐饮、零售等行业认识到数字化转型的必要性。根据 Visa 报告，今年 3 月份美国使用无接触支付方式的消费者同比增长了 150%。众多商家必然会积极实现价值创新，例如提供差异化的增值服务、实体店线上化等等，催生出全新的经营模式。

以中长期看，Square 会成为此次疫情的受益者。消费习惯的变迁对 Square 将产生更多新的机遇，Square 能从 SaaS 服务切入，提供支付、营销、库存管理等服务的快速部署，帮助线下商家经营升级，提升获客和服务能力。

图表 16: 按 GPV 分布商家类别占比（截至 2019 年 12 月）



图表 17: Square 2019 平均贷款额与 20Q2 PPP 贷款对比



资料来源：公司财报，第一上海整理

资料来源：公司财报，第一上海整理

其三，Square 在特殊时期积极扶持中小商家，为了帮助中小企业渡过难关推出多项举措，塑造了负责任的品牌形象，凸显出 Square 的品牌价值观。

1) 加快实体店的电子化，帮助商家将线下需求转移到网上商店。商家能够快速起步，从开店到运营不超过一天，且通过店内自取、本地送货等多种方式获得订单，并且免除配送费到 6 月 30 日。根据 Square 数据，今年 3 月份的网店日均签约量已超过 2019 年 2 月份的日均签约量。

2) 为中小商家获得政府补助开启窗口。Square 推出为期 24 个月的新型定期贷款产品，帮助中小商家参与美国政府《关爱法案》（CARES Act）特别刺激计划。中小商家能直接在 Square App 内申请担保、可免除的贷款。根据 Square 数据，截至 6 月 15 日，Square Capital 已为超过 7.6 万多家小企业提供了超过 8.2 亿美元的 PPP 贷款（Paycheck Protection Program）。

3) 免除订阅服务费。Square 免除了今年 3 到 4 月份商家的所有软件订阅费用，并且提供暂停订阅服务的选项，帮助中小商家节约成本。同时通过与 Mastercard 的合作关系，商家使用 Square Card 消费能获得更多的现金积分返还，从 2.75% 提高至 10%。

我们认为，Square 在疫情期间展现了为商家着想，主动挑起担子的品牌价值观，为缓解疫情对商家带来的经营压力提供支持，体现了 Square 的企业价值和社会担当。在疫情过后其品牌力也将不断上升，在商家群体当中具备良好的企业形象，同时更容易获得商家的拥护和喜爱。

Cash App: P2P 支付应用到全面金融服务的互联网银行

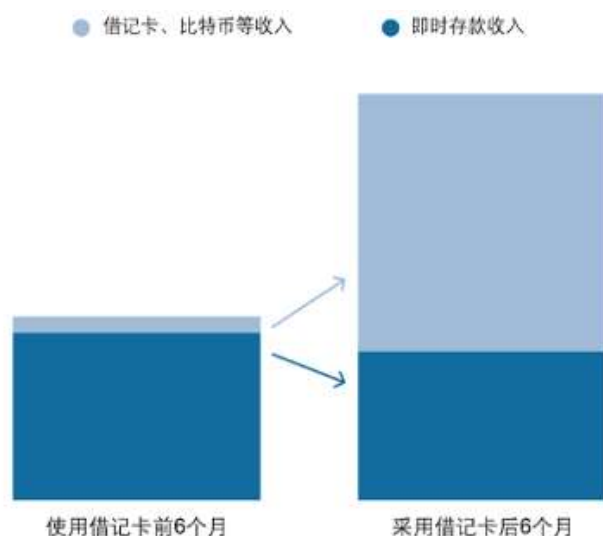
Square 于 2013 年推出 Cash App—多功能型的数字钱包，与 Venmo, Apple Pay 和 Google Pay 等支付应用直接竞争。除商家生态系统以外，Cash App 是 Square 的另一大核心生态系统，为个人提供金融工具来存储、发送、接收、消费和投资金钱。

图表 18: Cash App 产品历史



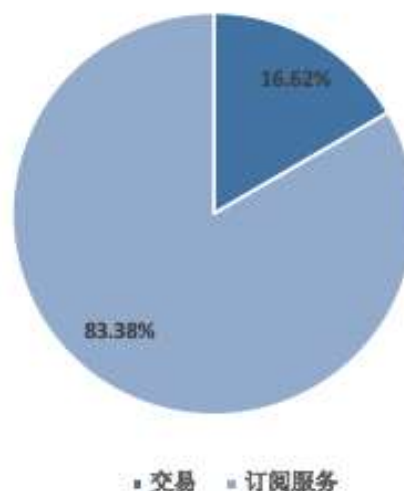
资料来源: Ark Invest, 第一上海整理

图表 19: 借记卡对每用户收入的贡献



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 20: 20Q2 Cash App 收入业务占比（除比特币）



资料来源：公司资料，第一上海整理

Cash App 的收入主要由即时存款、Cash Card、比特币业务组成。截止 20Q2, 其中 27% 的收入来自于即时存款, 同比增长 140%。用户在将 Cash App 的余额转到银行账户时要收取 1.5% 的费用。还有约 23% 来自于该 Cash Card 功能, 包括借记卡交易和 ATM 提现费。剩余为比特币交易收入, 比特币业务本身利润率低, 主要用于扩展 App 的应用场景。2020 年第二季度, Cash App 净收入 12 亿美元, 毛利润 2.81 亿美元, 分别同比增长 361% 和 167%。自 2016 年以来, CashApp 的营收迅速增长, 并超过了卖家生态业务的增长速度, 我们预计, Cash App 业务规模将高速增长并成为 Square 的核心业务。

本章将主要讨论 Cash App 的主要用户群体、产品功能、竞品分析和 P2P 支付、移动支付、无现金社会趋势以及疫情给 Cash App 带来的影响。

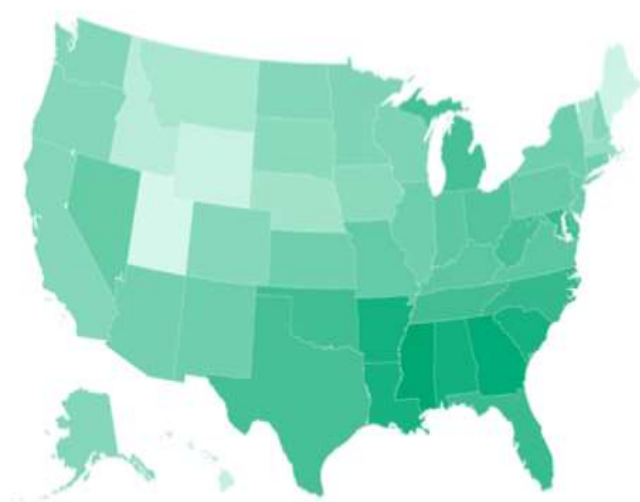
CashApp 改变消费习惯，先发无银行账户和年轻人

Cash App 为个人用户提供了移动支付解决方案。消费者可以通过智能手机使用 P2P 支付来购买商品或服务, 支付账单并转账给他人。Cash App 不仅支持 P2P 支付, 还扩展了即时存款、购买股票和比特币交易等功能。截至 2020 年 5 月, Cash App 的服务可以在美国和英国使用。

Cash App 对两种人群有独特优势:

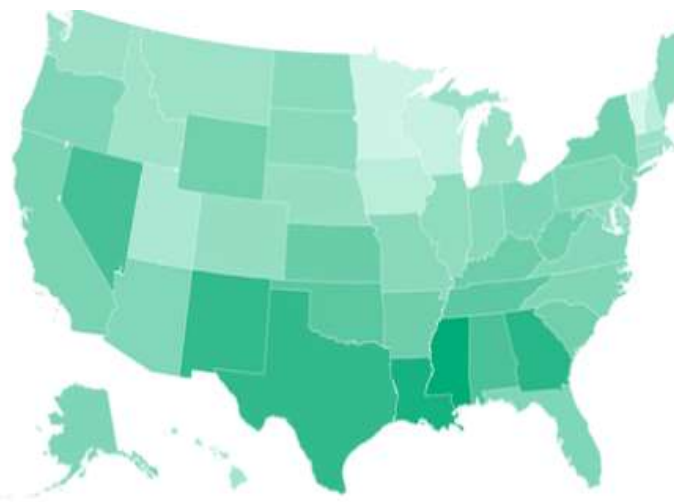
Cash App 在美国无银行账户的人群中反响尤其强烈。在美国, 尽管大部分的人可以通过传统银行使用金融服务, 但还有一部分低家庭收入的人没法通过传统银行的财务审查, 无法拥有银行账户。据 Federal Reserve 最新数据, 2018 年美国无银行账户的人口达到 5500 万, 占总人口的 22%。Cash Card 解决了此类人群的卡交易需求。Cash Card 是一款与 Cash App 余额相关联的免费借记卡, 可以在接受 Visa 的任何地方 (线上和线下) 使用, 并且支持移动支付 (Apple Pay 等)。比起传统银行卡, Cash Card 申请门槛极低, 年满 18 岁的用户只需在 Cash App 通过简单操作即可免费申请, 卡在 10 个工作日内送达。根据 ARK Invest 报告, Cash App 在谷歌的搜索指数高的区域与美国无银行用户所在的典型地区之间存在明显的地域重叠。可见, Cash App 在无银行账户人群中拥有独特优势。

图表 21: 谷歌 Cash App 搜索-按州分布 (2019.8)



资料来源: Ark

图表 22: FDIC-按州分布无银行账户人群 (2017 年)



资料来源: Ark

另外, Cash App 成功的运用社交媒体推广吸引年轻的千禧一代加入其客户群。该应用程序在 Twitter 上与品牌、播客、甚至电子竞技团队合作开展营销活动, 提供赠品。从 Cash App 的 Google 搜索趋势的强劲增长表明这些营销策略是成功的。

(1) SuperCashAppFriday 活动 (推特)

CashAppFriday 是 2017 年开始 Square 在推特上举办的抽奖营销活动, 用户可以在推特上转发 Cash App 帖子并留言其个人账户 \$Cashtag 来参加此活动。Cash App 将在最后选择一组幸运的用户, 将钱发送到他们的 Cash App 账户里, 一次抽奖金额在 10000 美元到 50000 美元之间, 每个幸运用户可以得到 100 美元到 500 美元的现金。自从该活动推出, 用户参与度飙升, 每条活动贴都会引来数十万条的转发和评论。

(2) 与商家和 kol 合作

除了抽奖活动之外, Cash App 还与品牌合作以提高品牌知名度。例如, 在 2019 年 5 月, Cash App 与汉堡王 (Burger King) 合作举办为幸运的 Twitter 用户偿还学生贷款。活动反响热烈, 获得了近 9 万的转发和 4 万的点赞。

此外, Cash App 还与 Travis Scott 和 Lil B 等美国知名说唱歌手合作开展了类似的活动, 利用这些明星强大的粉丝网络, 扩大 Cash App 的知名度和欢迎度。

图表 23: SuperCashAppFriday 活动截图 (推特)



资料来源: Twitter, 第一上海整理

图表 24: 与美国知名说唱歌手合作截图 (推特)



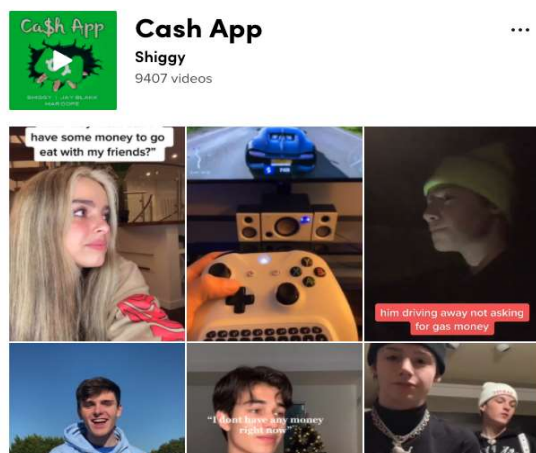
资料来源: Twitter, 第一上海整理

(2) CashAppThatMoney 广告系列(TikTok)

CashApp 抓住了 TikTok 的流行趋势, 随着网红的营销, CashAppThatMoney 广告在 TikTok 上引起了轰动。在 2018 年, TikTok 创作者 Shiggy 撰写了一首关于 Cash App 的歌曲并将其发布在 SoundCloud 上。通过推荐, Shiggy 于 2019 年与 Cash App 团队见面并获得赞助协议。Cash App 营销团队将 Shiggy 的作品为基础, 创作了这首歌的简短并引人注目的版本, 将其发布在 Tik Tok 上作为视频的主题曲。

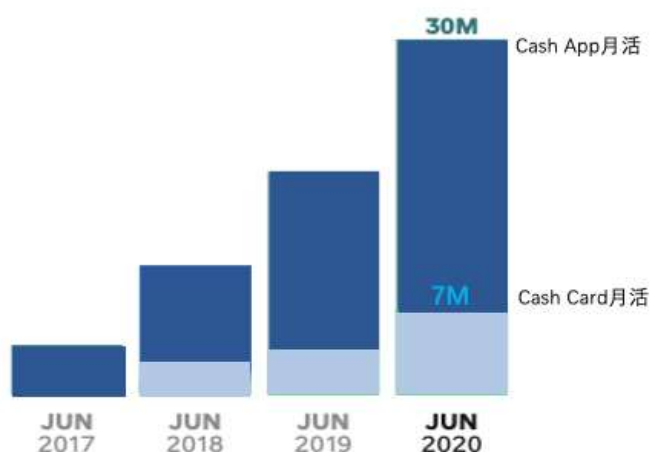
Cash App 这首主题曲渗透于多个生活场景: 逛街(在线或线下购物时), 当朋友欠钱时, 当赢得奖金时等等, 引起了多个创作者的强烈共鸣。如此一来, 此营销广告系列取得了爆炸式的回应, 截至 2020 年 5 月, Shiggy 的 Cash App 主题曲已经被用于 9400 个视频中, 在 Tik Tok 上带来了 1.56 亿次观看。

图表 25: Cash App 主题曲短视频截图 (Tik Tok)



资料来源: Tik Tok, 第一上海整理

图表 26: Cash Card 渗透率不断提高 (至 2020.6)



资料来源: 公司财报, 第一上海整理

低获客成本带来巨大的竞争优势，用户增长效率明显。根据 Ark Invest 所做的研究，传统银行获客支出在 350 美元到 1,500 美元之间，平均获客成本为 925 美元。然而，由于 Cash App 利用社交媒体采取的病毒式营销策略，Cash App 的平均获客成本在 20 美元，营销效率高 46 倍，而这些营销措施也在用户增长上得到了印证。截至 20Q2，Cash App MAU 达到 3000 万，其中 Cash Card 用户超过 700 万，并且根据 App Annie 数据，20Q2 金融 App 中增长速度最快榜单中 Cash App 位列第一。

然而，成功的营销活动背后必定有一个出色的产品。为了获客支出不被浪费，Cash App 必须确保产品贴合用户需求，保持用户活跃并随着不断渗透而产生利润。从公司数据得知，Cash App 在 12 个月内收回其收购成本，2.5 年后被收购的用户生命周期价格达到 770 万美元，是 140 万初始购买成本的 5.5 倍。这表明，Cash App 是一款具有高成长潜力的产品，盈利空间将不断被打开。

总结以上，Cash App 的营销策略有以下特点：

- 运用了社交媒体这一渠道，以低成本获客。
- 高度了解流行趋势以及人们感兴趣的内容（如奖品、Tiktok、学生债务），极大的增加了营销的传播力。
- 迅速利用流行趋势，及时关注市场变化。
- 与具有影响力的明星和网红进行合作，发赞助，启动了社交媒体上的网络效应。

功能多边拓展的支付工具，提高用户粘性

Cash App 的 P2P 支付服务主要受益于网络效应。随着越来越多的社交圈成员加入和越来越多的应用场景，Cash App 将会对用户变得越来越有价值。Cash App 除了满足点对点支付需求，还通过 Cash Card、即时存款、股票交易、比特币投资等多功能增加用户的场景应用，为用户增长提供更多刺激，同时保持客户参与度，提高用户粘性和平均收入贡献。截至 20Q2，Cash App 平均用户收入稳步上升到每位客户 40 美元。

Cash App 有 6 种变现渠道：1. 即时存款，2. Cash Card，3. 商业账户，4. 通过信用卡进行的 P2P 交易，5. 比特币业务，6. 用户存款余额的利息。

图表 27：Cash App 功能总结

免费业务	接收款	即时存款	Cash Card	购买股票	Cash boost
收费业务	加急转账： 1.5%手续费	信用卡付款： 3%手续费	比特币交易： 1.76%服务费	向接收Cash App付款的企业收取每笔交易2.75%的费用	短期贷款： 可借20-200美元，5%的手续费

资料来源：第一上海整理

免费业务：

1. **收款**-Cash App 可以在 iOS 和 Android 手机上免费下载，其核心功能（进行点对点付款并将资金转入银行帐户）也是免费的。企业和个人可以在 Cash App 中使用借记卡或信用卡接收和发送付款。Cash App 不收取任何月租费用，账户闲置费或国外交易费。
2. **即时存款**-用户可以直接将薪水和退税通过账号存入 Cash App 余额，比传统银行提前 2 天到账。同时，用户可直接用 Cash App 余额来支付账单和付款。
3. **可选的免费借记卡-“Cash Card”**，该卡由萨顿银行（Sutton Bank）提供，用户可以免费申请 Cash Card（此卡与 Visa 借记卡功能一样，并与用户的应用程序内余额关联）来支付业务或通过 ATM 提取现金。如果用户设置直接存款（Directdeposit），则可以免费 ATM 取款，否则需要支付 2 美元手续费。
4. **购买股票**-用户可以使用 Cash App 帐户中的资金购买股票，当余额里没有足够的资金时，剩余的金额将从关联的银行帐户中扣除。
5. **现金激励**-Cash Boost 功能于 2018 年 5 月推出，向使用 Cash Card 的消费者提供咖啡店和连锁餐馆（如 Chipotle 和 Subway）的一系列折扣，不仅可以使用户购买商品中的交易中省钱（例如，使用 DoorDash 的订单可享受 15% 的折扣），还可以使得用户经常使用 Cash Card。
6. **推荐奖励**-如果用户向朋友发送推荐代码，并且朋友使用了此链接注册了 CashApp，那么用户和用户的朋友都将获取现金奖励。每邀请成功 1 个朋友注册可获得 5 美元的奖励，使用推荐链接注册的用户则可获得 10 美元奖励。

收费业务

1. **Cash App 向接受其付款的企业收取每笔交易 2.75% 的费用。**这些付款可以通过两种方式进行：

（1）个人向商家进行应用内点对点付款。

（2）个人使用 Cash Card（用户可以申请免费借记卡 Cash Card，与 Visa 借记卡功能一样，并与应用程序内余额关联）来支付业务或通过 ATM 提取现金。

2. **加急转账和信用卡付款**

只需支付 1.5% 的费用，个人用户就可以加快从其 Cash App 帐户到银行帐户的转账时间。用户可以选择立即将其资金转入银行帐户，而不必等待两到三天的标准存款时间。

用户也可以支付 3% 的手续费使用信用卡而不是 Cash App 余额来进行个人付款。

3. **比特币交易**

在 2017 年底，Cash App 开始允许用户使用其余额购买和出售比特币。Cash App 会收取 2 种类型的费用：每笔交易 1.76% 的服务费，以及取决于市场活动的额外费用，具体取决于整个比特币交易所的价格波动性。用户在 Cash App 购买比特币的价格与比特币交易所内提供的价格通常相差 1% 至 4%。Cash App 将这些差异计入它向用户提供的价格中，从而在其便利的交易中产生额外的收入。

例如，Cash App 可以从一个用户那里购买比特币，价格为 9,900 美元，然后以 10,000 美元的价格卖给另一位用户，从而获得 100 美元的收入。Cash App 根据比特币价值的波动来计算价格差。

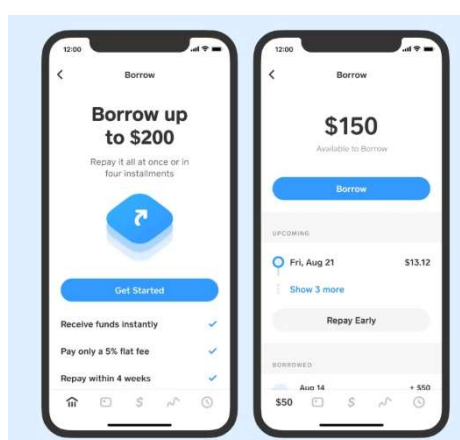
4. **短期现金贷功能**

今年 8 月，Cash App 在 1000 个用户内试点新功能——短期现金贷，用户可以借入

20 至 200 美元，不需要背景调查，贷款批准即时。借款需要在 4 周内还清，并支付 5% 的固定手续费（60% 年利率）。未按期偿还贷款的借款人可获得一周的宽限期，宽限期之后将收取每周 1.25% 的非复合利息。

Cash App 正利用这一功能从短期贷款市场中获取市场份额。根据 CNBC 调查数据，在过去两年里，11% 的美国成年人获得短期贷款，这一市场规模达 90 亿美元，短期贷款的平均年利率为 400%，而信用卡的平均年利率是 16.96%。我们认为，短期贷款功能将会在低收入、银行存款不足的人群中流行。这项业务的基础是用户数据分析，而它的推出标志公司在第三方支付完成了基本的数据模型分析，完成了第三方支付在用户端的价值深挖的第一步，也是基于支付业务延展给未来带来高利润的数据变现渠道。

图表 28: Cash App 现金贷页面



资料来源: Cash App, 第一上海整理

Cash App 的 UI 和 UX: 设计直观、高效, 切合第三方支付场景

Cash App 操作简单, 只需几个简单的步骤即可使用 Cash App 发送付款:

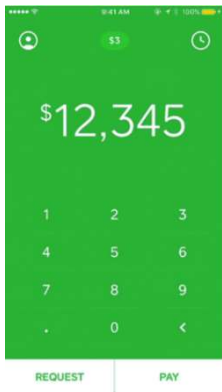
1. 完成正确的注册过程并验证您的帐户。
2. 在设备上打开 Cash App 移动应用。
3. 输入您要发送的金额。
4. 点击“付款”。
5. 输入电子邮件地址, 电话号码或 (“\$ Cashtag” - 应用程序中的用户名)。
6. 输入您发送付款的原因。
7. 点击“付款”。 - 完成!

图表 29: Cash App 注册界面



资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 30: Cash App 主页界面



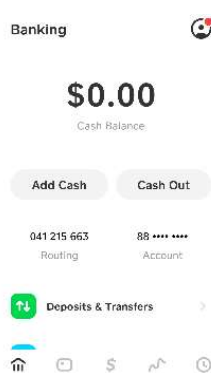
资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 31: Cash Card 界面



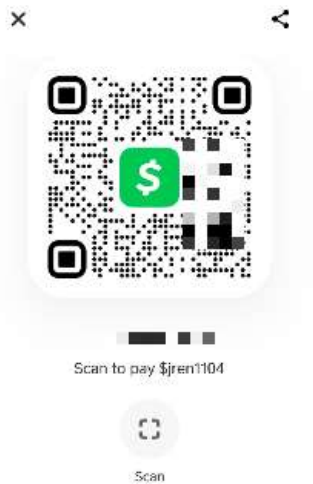
资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 32: Cash App 账户余额界面



资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 33: P2P 付款界面



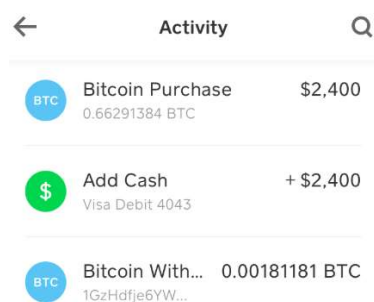
资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 34: P2P 付款给多人界面



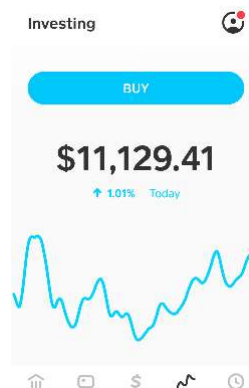
资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 35: 账户交易历史界面



资料来源: Cash App, 第一上海整理

图表 36: 比特币交易界面



资料来源: Cash App, 第一上海整理

1. 注册用户

Cash App 的使用流程非常简单易懂。用户被要求输入并验证电话号码或电子邮件。之后, 用户还可以选择验证自己的社保号, 以解锁股票交易或提高 P2P 支付上限等功能。

当搜索另一个用户发送或请求现金时, Cash App 将提示用户输入此人的电话号码或“现金标签”(账户代码), 而不是从他的社交媒体联系人中搜索。

2. 进入主页

Cash 应用程序的默认页面是一个简单的键盘, 用户可以选择发送金钱或请求支付, 强调支付的效率。

3. 功能应用

Cash App 的界面分为 5 个页面。用户可以点击右上角的按钮查看个人信息和设置。

- 键盘**—这是用户打开应用程序时看到的第一个页面。
- 银行功能**——这个页面允许用户清楚地看到他们的现金应用程序账户的可用余额, 以及选择增加或取出他们的余额。用户也可以看到他们的路由号码和帐户号码。另外, 只有在用户订购现金应用借记卡 (Cash Card) 时, 才可以直接存款。
- Cash Card**—这个页面介绍了现金应用的借记卡, 鼓励用户免费申请一张。如果用户选择领取卡片, 该应用程序将要求用户输入地址和姓名等信息, 同时允许用户定制卡片。一旦提出要求, 卡片将在 10 个工作日内送到地址。卡到账后, 用户可以使用 Cash App 激活卡。一旦激活, 该应用程序将显示“优惠”或折扣, 如果用户选择在商店使用现金卡作为支付方式, 就可以获得这些优惠。并且此借记卡可以在任何接受 Visa 的地方进行线上和线下购物。
- 投资**—在这个页面上, 用户可以选择投资股票或比特币, 需要身份验证和社保号码。
- 历史记录**: 该页面显示用户参与的所有支付和活动, 包括股票交易、P2P 支付或现金卡购买。

4. 付款或收款

- **选择付款对象**: 与 Venmo 类似, 用户可以搜索其他用户的姓名、电子邮件地址或“Cash Tag”(Cash App 账号代码)。“Cash Tag”是每个现金应用程序用户

拥有的唯一账户代码。它为用户提供了一种简单而安全的方式，以确保他们把钱寄给了正确的个人。用户也可以选择使用二维码作为支付方式。与 Venmo 不同的是，用户无需添加说明说明支付的目的。支付活动也将只对相关用户可见，不会向公众分享。

➤ **发送给多个收件人:**用户可以发送钱给多个收件人。

Cash App 以购物、投资、金融等核心高频交互场景为切入口，积极融入用户生活场景。**随着用户在 Cash App 使用更多功能，他们会更频繁地使用此应用，使用时长更长。**这个趋势与 Square 提供的全方位卖家生态系统类似，Square 为商家和消费者提供除了支付以外的多种应用场景（如投资、比特币、现金奖励等），消费者的参与度和用户粘性将大大提高，并且为 Square 打开了新的获利途径。此外，Cash Card 业务仍有较大的增长空间。根据 Square 数据，目前只有 23% 的 Cash App 用户同时使用 Cash Card，作为 Cash App 最大收入来源之一以及消费者从银行卡消费习惯过渡到移动支付的工具，Cash Card 渗透率有望继续提高，带来新一层的用户收入增长。

P2P 支付、移动支付和无现金社会趋势对 Cash App 的影响

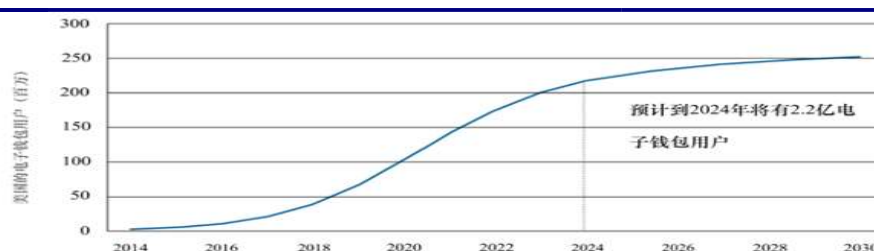
Cash App 是一种数字钱包

数字钱包可被定义为一种应用或解决方案，可用于存储银行卡或银行信息，用于购买、支付商品和服务，或向家人或朋友进行在线支付(P2P)。P2P 支付、线上和线下移动支付的兴起以及无现金社会的出现是推动美国数字钱包趋势的三个主要领域，此外，19 年冠状病毒的爆发进一步加速这些趋势。目前，美国大约有 1 亿数字钱包用户，Ark Invest 研究表明，到 2023 年这一数字将翻一番，达到 2 亿，这将极大地扩大 Cash App 的整体市场空间。因此，在接下来的章节中，该报告将概述美国的三大趋势——P2P 支付、移动支付和轻现金社会——然后分析这些趋势对 Cash App 的影响。

P2P 支付应用不断加速

虽然 P2P 支付技术早在 21 世纪初就存在了，但直到 2010 年代中期，随着智能手机的普及才加速了 P2P 支付的发展，此后 P2P 支付才在美国备受欢迎。PayPal 是第一个提供 P2P 解决方案的公司，2013 年，PayPal 收购了 P2P 支付应用程序 Venmo，推动了这项技术的快速应用，个人可以向其他用户进行实时支付，而无需支付任何交易费用。随着这种便捷的支付方式迅速普及，越来越多的初创企业开始进入 P2P 支付领域，此外，商户和美联储(Federal Reserve)等监管机构也看到了实时支付的吸引力，这些趋势都增加了的对数字支付功能的需求，推动了 P2P 技术进一步的创新和成长。目前尽管移动 P2P 支付大多局限于一国境内，但各公司正在致力于提供跨境解决方案，例如，今年 Cash App 增加了美国和英国直接的跨境支付功能，使得美国和英国的用户在跨境支付时不需要支付额外的费用。

图表 37: 美国电子钱包用户（百万）



资料来源: Ark

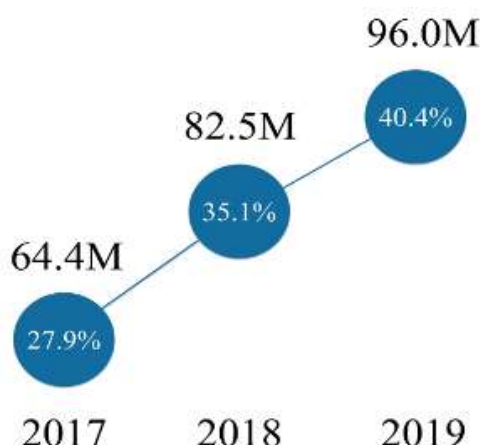
在过去的十年里，以上趋势都加速了 P2P 的应用，而增长最强劲的催化剂是数字原生代的人口增长和网络效应。埃森哲研究表明，68%的 Zs 一代(1995 年后出生)对 P2P 支付感兴趣一比其他任何年龄段的人都多，并且 69%的 Zs 一代经常使用手机银行应用。PayPal 将 Venmo 与其核心业务分离的事实也进一步凸显了移动 P2P 支付对年轻一代的独特吸引力。随着数字原生代的比例持续增长，P2P 用户的数量自然会增加。此外，随着越来越多的用户采用这一技术，网络效应的力量也在不断增强，使 P2P 支付公司在无需支付过多营销费用的情况下实现增长。由于 P2P 要求发送者和接收者都通过支付应用进行转账，越来越多人使用 P2P 支付应用，网络效应的形成带来 P2P 支付的天然渗透，促使其他用户也采用 P2P 支付应用。这种网络效应对 Square 来说不可低估，因为它极大地降低了 Cash App 获取客户的成本。

Venmo 和 Cash App 在 P2P 市场占主导地位

截止 2019 年，活跃的 P2P 供应商共有 96 个，而目前活跃的 P2P 用户共有 9600 万，在这其中 Venmo 和 Square 各占 25%左右的市场份额。

值得注意的是，在美国 P2P 市场的竞争是非常微妙的，诸如 P2P 支付总量和活跃用户数量等统计数据并不能完全说明主要参与者 Venmo、Cash App 和 Zelle 之间的异同。理解这种差异的一种方式取决于应用程序的底层结构。Venmo 和 Cash App 都提供了独立的钱包，用户无需银行账户就可以存钱，而 Zelle 则要求用户拥有一个现有的银行账户，它更像是传统银行的附加产品，而不是自己的业务。区分应用程序的另一种方法是考虑用户差异。Venmo 和 Cash App 都是专门针对年轻用户的，而 Zelle 则更多地为中老年用户所使用，因为他们对传统银行有着根深蒂固的信任感。这表明，Zelle 的处理量比 Venmo 和 Cash app 大但并不一定意味着 Zelle 比 Venmo 更受欢迎。这一统计结果仅仅是因为人们主要使用 Venmo 和 Cash app 来支付小额的频繁付款(比如分摊餐馆账单)，而 Zelle 来支付较大额的非频繁付款(比如租金)。更重要的是，Venmo 和 Cash app 应用在 38 岁以下的年轻人中具有明显的优势，导致 Venmo 和 CashApp 在千禧一代和 Gz 一代中拥有更高的渗透率，这表明在长期的未来，P2P 支付结构将主要由这些非传统金融科技公司提供，而不是传统的零售银行。这一假设源于这样一个事实：与传统银行相比，金融科技解决方案对未来一代自然更具吸引力，而且金融科技公司已经证明自己在快速发展的支付领域更具创新性和灵活性。因此，对当前 P2P 趋势的分析表明，如果没有新的强大的竞争对手出现，Venmo 和 Cash App 将成为 P2P 支付行业内两个占主导地位的玩家。

图表 38：美国手机 P2P 用户总数（百万）和手机拥护者百分比



资料来源：eMarketer，第一上海整理

P2P 趋势对 Cash App 的影响

P2P 支付的日益普及将大大增加 Cash App 的月活跃用户数，但这只是打开客户收入的第一步。由于 Cash App 除比特币外只有约 15% 的收入来自 P2P 交易，用户流量变现很大程度上取决于确保客户使用 P2P 以外的功能，尤其是 Cash Card。然而，由于 Cash App 的获客策略是通过 P2P 功能吸引用户，然后通过 CashApp 的投资、比特币、现金激励等各种功能留住用户，所以 P2P 的趋势必然有利于 Cash App 的增长。考虑到数字钱包 TAM 强劲的预期扩张，随着网络效应、P2P 支付接受度的日益增加，加上无现金社会趋势，这将带来一个正反馈循环，使 P2P 支付几乎无处不在。我们预计，Cash App 的用户基数增长在未来 3 到 4 年内没有放缓的迹象，甚至可能会加速。假设 Cash App 的月活跃用户增长率保持不变，预计到 2023 年 Cash App 月活跃用户将达到 5000 万左右，是目前的两倍多。

移动支付

移动支付是指客户通过移动设备向商家进行购买商品或服务（线上、线下）。传统上，美国在移动支付方面落后于其他发达国家，原因在于其高度发达的银行卡基础设施和现有的消费习惯。然而，近年电子商务极速发展，消费者对数字钱包需求日益增长，以及 19 年冠状病毒为非接触式支付带来关键催化剂，加速了传统现金和银行卡支付向移动支付（主要是 NFC 支付）的转变。鉴于中国先进的移动支付基础设施，我们有理由假设，美国将不可避免地将从以现金和银行卡为中心的支付方式过渡到以移动支付方式为主。

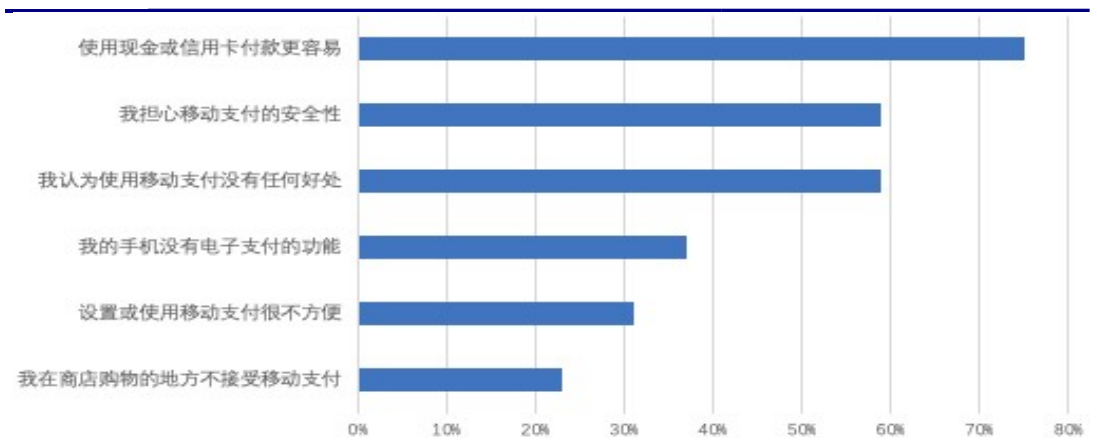
美国移动支付逐渐成为线上和线下的主流支付方式

与其他国家相比，美国消费者和商家更加不愿用移动支付取代现金或银行卡等传统支付方式。过去的研究表明，采用移动支付的主要障碍在于，与传统支付方式相比，移动支付对消费者的好处存在不确定性。美国联邦储备委员会的调查显示，消费者不使用移动支付的主要原因是他们认为传统支付方式更方便，或者他们没有看到使用移动支付的任何好处。因此，长久以来美国商家缺乏强烈的动机投资移动支付基础设施。即使在今天，现金、借记卡和信用卡仍然是最流行的零售支付方式。

然而，在过去的十年里，消费者对移动支付表现出了越来越大的兴趣，这使得移动支付逐渐成为线上和线下的主流支付方式。麦肯锡 2019 年的一项调查显示，77% 的美国人在一年内使用过某种形式的移动支付（在线支付、店内支付或应用内支付）。在千禧一代、X 一代和婴儿潮一代这三个年龄段中，这一比例分别为 91%、80% 和 64%。这些数据表明，所有年龄段的消费者都在逐渐采用移动支付，而数字原生代的成长将加强移动支付的应用。这一趋势背后的原因是，数字原生代天生更信任数字技术，比中老年群体更了解数字技术的好处。此外，支持 NFC 通信技术的智能手机数量的激增和在线零售的增长等将进一步推动移动支付的普及。另一方面，越来越多的商家也开始采用移动支付处理系统。在美国排名前 100 的零售商中，有 78 家接受非接触式移动支付，由此带来的商户和消费者两方面的增长将进一步推动消费者采用移动支付的正反馈循环。

尽管移动支付的崛起确实是一个不可否认的趋势，但它将在多大程度上取代传统支付方式（尤其是实体借记卡和信用卡）还不确定。过去 12 年的趋势表明，在可预见的未来，现金、借记卡和信用卡仍将是最受欢迎的离线支付形式。2015 年至 2019 年，这三种支付形式每年占消费者支付的 80%，表明这一比例在过去 5 年里一直稳定不变。与此同时，Federal Reserve Bank of Atlanta 研究预测，美国电子商务销售额的 54% 左右将通过移动设备实现，而且这一比例还将继续上升。由于这些趋势，现金支付的比例稳步下降。下一节将进一步探讨这一现象。

图表 39：美国消费者不使用移动支付的原因



资料来源：Federal Reserve，第一上海整理

移动支付对 Cash App 的影响

移动支付趋势对 Square 商家端和 cash app 的总体影响乐观。对于 Square 的卖家生态系统来说，因为 Square 的卖家硬件同时接受实体卡和 NFC 支付，借记卡和信用卡的使用增加（无论是实体卡还是 NFC 移动设备）将对 Square 卖家的 GPV、KPI 和交易收入产生积极影响。与此同时，由于 Square 商家端的 GPV 其中 98%来自线下商店，尽管疫情对 Square 服务的中小型企业造成了经营上的打击，但从长远来看，电子商务移动支付兴起将导致从现金支付向移动支付的转变，对 Square 的业务产生总体产生积极影响。

同时，考虑到移动支付的兴起和现金支付的下降趋势是正比关系，所以在对移动支付趋势更全面的了解之后，我们将在下一节讨论现金应用的影响。

无现金社会趋势

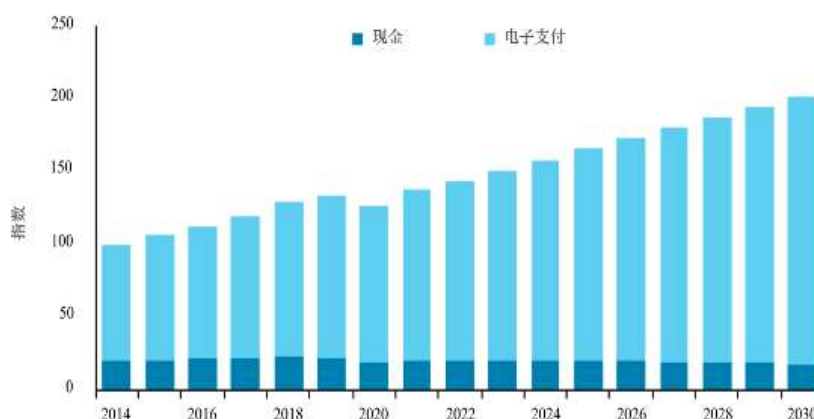
在美国等数字发达经济体，现金使用的相对和绝对数量都在下降。传统上，使用现金支付的好处包括广泛接受、方便、即时结算、匿名和方便预算。然而，最近的移动支付和电子商务数字趋势侵蚀了这些好处，大幅降低了现金的绝对优势，导致消费者使用现金支付的数量减少，ATM 提款也大幅下降。虽然从现金到数字支付的转变已经持续了十年，但人们普遍认为，疫情的爆发将进一步加速这一趋势。虽然取代现金的步伐速度和现金是否会最终被淘汰还具有不确定性，但我们预计，无现金的社会趋势是不可避免的，将极大地有利于 Square 的卖家系统和 Cash App 生态系统。

现金在美国的使用率将稳步下降

根据 Federal Reserve 数据，现金在美国的使用率将保持相对稳定，但随着数字支付的发展，未来现金使用率将稳步下降。2019 年，现金使用约为 17%，但预计到 2030 年，这一数字将下降到 7%至 9%左右。考虑到美国高度发达的信用卡基础设施和消费者对信用卡的满意程度，美国人可能会像过去一样，在店内购买时采用实体借记卡、信用卡或移动 NFC 支付。2014 - 2018 年，银行卡交易额从 960 亿美元增长到 1310 亿美元(年均复合增长率 8.0%)，交易额从 5.3 万亿美元增长到 7.1 万亿美元(年均复合增长率 7.5%)。由于美国人的多年使用习惯，不太可能迅速转向除借记卡或信用卡之外的支付方式，信用卡使用预计还会继续增长。

由于有银行账户和没有银行账户公民都依赖现金进行支付和参与经济活动，在向无现金社会过渡的过程中他们受到了不成比例的影响。那些无法获得传统零售银行服务的人，将越来越依赖金融科技公司（如 Square）为他们提供这些服务。从外，自 2013 年开始，在美国没有银行账户的人群和比例都在缓慢下降。

图表 40：美国现金使用情况



资料来源：BIS, World Bank, Federal Reserve, 第一上海整理

无现金社会趋势对 Square 的影响

无现金社会趋势将对 Square 的 KPI（包括卖家总支付量、活跃现金应用用户数量和每用户收入）产生不同程度的积极影响。现金支付的减少自然会导致卡交易或移动支付量的增加，商家接受移动支付将变得更加重要。并且，即使 Square 的卖方总付款量受到疫情的负面影响，但在经济复苏后，Square 的卖方业务将会比以往任何时候都更加强劲。

Square 等金融科技公司通过提供传统银行所提供的服务，在满足无银行账户人群的需求方面处于有利地位。基于这个原因，Cash App 很可能会通过它的“Cash Card”借记卡获得整体较高的用户粘性，增加渗透率，为未来的流量变现途径和诸如信用卡等新功能铺平道路。如前所述，Cash App 的活跃用户与无银行账户用户之间存在着不可否认的相关性，这说明由于网络效应和 Cash App 已建立的影响力，那些无法获得银行服务的人相对更有可能使用 Cash App。然而，由于其他金融科技公司也会抓住这一增长机会，于是下一章节将分析 Cash App 与其竞争对手的产品表现。

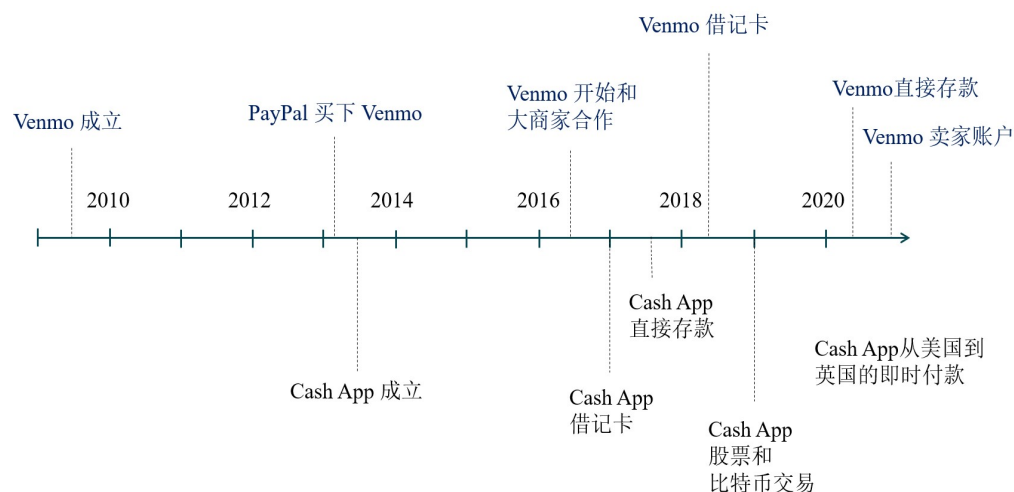
Cash App 竞品分析：Venmo

CashApp 最强劲的竞争对手是 PayPal 旗下的 P2P 支付应用 Venmo。这两个应用程序都提供相似的产品和服务，但它们有各自关键的特点。2009 年，宾夕法尼亚大学的两名学生 Iqram Magdon-Ismail 和 Andrew Kortina 创建了 Venmo。一开始，人们使用 Venmo 通过短信发送金钱，但在 2012 年，Venmo 开发了自己的智能手机应用。2012 年，专注于电子商务网络支付系统的 Braintree 公司以 2600 万美元的价格收购了 Venmo。2013 年，Braintree 和 Venmo 被 PayPal 以 8 亿美元的价格收购。

Venmo：一个社交平台

Venmo 不仅是一款 P2P 支付应用，还是一个社交平台，用户可以在浏览和评论他人帖子的同时，将自己的交易活动分享给朋友。这款类似于推特(Twitter)等社交媒体应用的功能自诞生以来就一直是 Venmo 商业计划的一部分，并成为该应用的标志性功能。Venmo 非常重视其产品的社交功能，这是它区别于 Cash App 的最大特点，也是它特别吸引千禧一代的地方。事实上，在大学生和美国年轻人中，“Venmo Me”（Venmo 我）已经成为一个流行短语，在年轻群体中拥有很难复制的吸引力。

图表 41: Cash App 与 Venmo 产品历史对比



资料来源：第一上海整理

Venmo 和 Cash App 详细对比

截至 2019 年底，Venmo 年活跃用户为 5270 万人，Cash App 月活跃用户为 2400 万。ARK Invest 的研究表明，Venmo 的 5200 万年活跃用户相当于 2400 万月活跃用户。2019 年，Cash App 实现了 4.58 亿元的毛利润，而 Venmo 仍然没有盈利。

图表 42: Cash App 与 Venmo 详细指标对比（截至 2020Q1）

指标	Cash App	Venmo
下载	5980万	5270万
2019活跃用户	2400万每月活跃用户	5200万每年活跃用户
用户人口范围	美国南方，年轻人，无银行	美国北方，有银行，年轻人
产品设计方向	虚拟账户和快捷支付	社交和支付

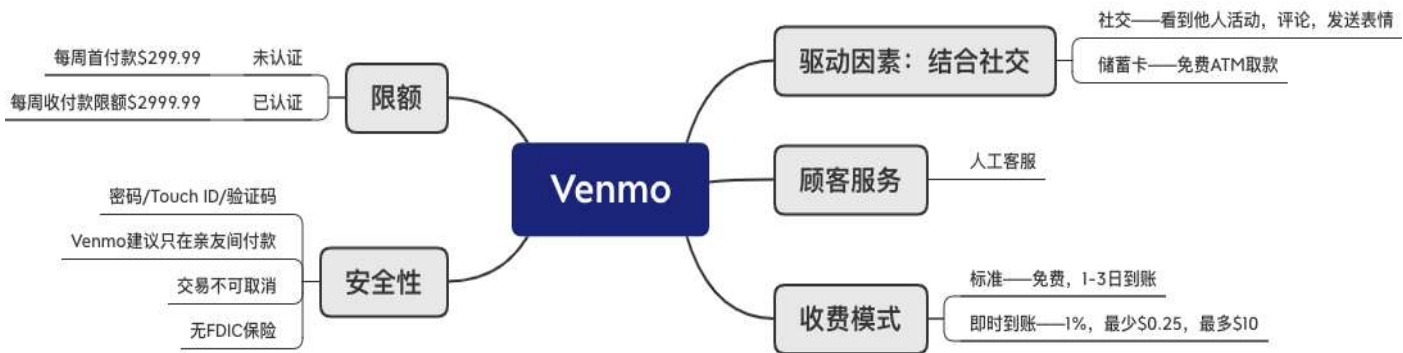
资料来源：第一上海整理

Venmo 和 Cash App 有着相似的功能，围绕一个以 P2P 为核心的生态系统，提供电子钱包、即时存款、借记卡、ATM 取款等手机银行功能。

除了这些相似之处，Cash App 和 Venmo 之间还有一些关键的区别。

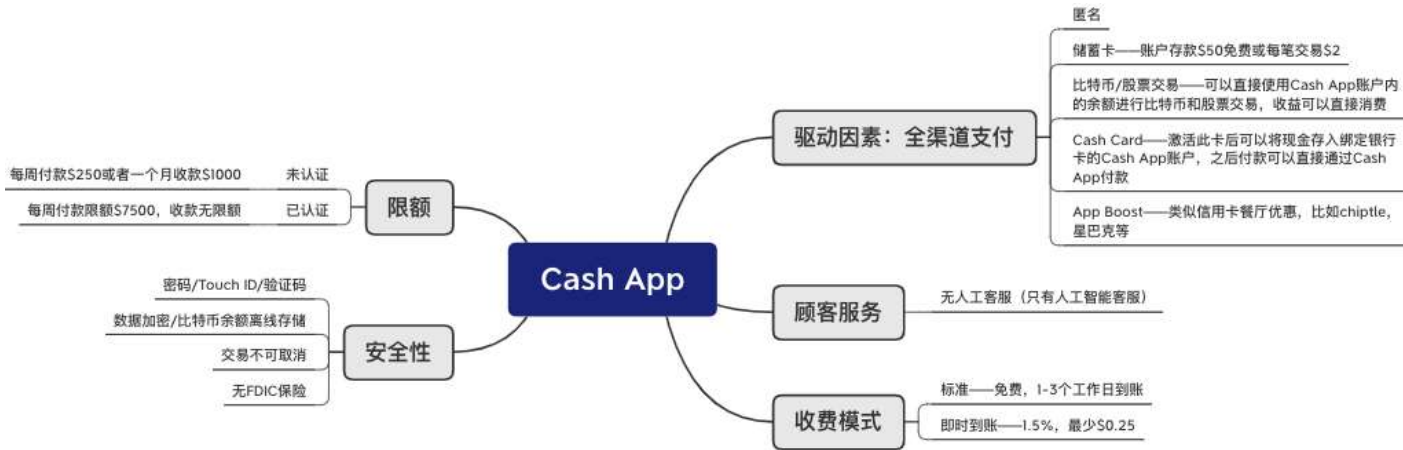
- **Cash App 以独有免佣金的股票和比特币交易为功能亮点。**另一方面，Venmo 以提供社交分享的功能而闻名。
- **此外，更方便的用户支付体验是 Venmo 的竞争优势。**作为 PayPal 的子公司，Venmo 已经与 Uber、Grubhub、Lululemon 等大公司建立了合作关系，允许用户直接通过 Venmo 进行购买。虽然 Cash App 的用户也可以使用他们的“Cash Card”借记卡在任何接受 Visa 的商店进行线上和线下购物，但 Venmo 的合作关系使得付款过程中省略了输入信用卡号码的步骤，带来更流畅的付款体验。

图表 43: Venmo 功能介绍



资料来源：第一上海整理

图表 44: Cash App 功能介绍



资料来源：第一上海整理

Venmo 的未来布局

2020 年 7 月 1 日，Venmo 宣布正在试验一项名为“商业档案”的新功能，该功能为小型卖家和独资企业提供一个在 Venmo 平台上建立更专业的商家页面的机会。这将使小型企业能够直接接受 Venmo 作为一种支付方式——这是以前无法实现的。

此新产品的主要功能如下：

- 二维码支付: 卖家可以打印出二维码，并将其贴在付款窗口，以便客户使用 Venmo 应用扫描付款。商户每笔交易将收取 1.9% + 0.10 美元的费用。Square 每笔交易的费用为 2.6%+10 分。
- 企业账户: 商家可以在 Venmo 上创建一个专业的个人主页来吸引更多的客户。与商家进行交易的客户可以选择与朋友分享他们的购买活动，并将商家的个人资料页面链接到他们的帖子。他们的朋友可能会看到商家并点击商家的页面。从本质上讲，Venmo 的社交媒体功能可以作为商家的免费广告。
- 交易数据: Venmo 会记录所有通过 app 进行的交易。然而，与 Square 庞大的 POS 系统相比，商户工具仍然非常有限。

Venmo 新功能对 Square 的影响

相比 Square 的卖家业务，Venmo 的新产品更应该被视为对 Cash App 的威胁。

尽管 Venmo 的新产品对 Square 构成了潜在威胁，但它在短期内不会明显影响到 Square 的卖家 GPV。首先，Venmo 的用户数量还远远没有达到临界数量，而且比使用信用卡作为首选支付方式的客户数量要少得多，换句话说，这意味着商家对信用卡处理工具的需求仍然很大。其次，Venmo 的业务只对一种特定的群体有吸引力：大学校园群体。大多数 Venmo 用户的交易活动都是私密的，而 Venmo 社交平台的广告效果只有在用户集中且经常使用 Venmo 的人群里才显著，比如大学校园。由于 Square 的商业基础相对多样化，覆盖行业包括零售、餐饮等，Venmo 的新产品不会明显影响 Square 的商家业务。

然而，这一切并不意味着 Venmo 的新产品带来的影响可以被忽略。由于 Venmo Business Profile 的设立成本很低，所以当此功能大规模推出时，将会有大量商家愿意尝试，尽管 QR 码支付方式在美国的使用人数非常有限，但这依然可能会影响消费者的支付选择。同时，比起 Cash App，Venmo 允许客户在应用程序内直接向商家支付的功能将对其产生一定的威胁。

疫情对 Cash App 的影响

Cash App 的灵活性帮助其在疫情期间实现了显著的用户增长。在 2020 年 3 月，美国国会通过法案，颁发一项 2 万亿美元的刺激补助计划（CARES ACT），旨在为因疫情而遭受经济困难的公民提供经济救济。正常情况下，刺激计划的支票需要较长的时间到达符合资格的用户银行账号里。而 Cash App 改变了这一路径，不仅可以为无银行账户的人提供接收救济款的渠道，还可以让用户快速拿到救济款，及时获得收益。

由于用户必须使用现金 App 借记卡才能执行此功能。根据公司披露的资料，3 月至 4 月间，Cash App 的存款量增长了 3 倍，因此在冠状病毒爆发后，月活跃用户数和平均用户收入显著增加。这为 Cash App 未来增加新功能和用户流量变现提供了奠基，并且增加了每个客户的生命周期价值，提高了获利能力。

受益于刺激计划和线上支付增量，今年第二季度 Cash App 创造了 12 亿美元的收入和 2.81 亿美元的毛利润，同比增长 361%和 167%，收入（不包括比特币）达到 3.25 亿美元，同比增长 140%。Cash App MAU 超过 3 千万，Cash Card 用户增速更快，达到 7 百万，比例上升。用户粘性增加，用户月平均用 Cash App 转账 15 次，Q2Cash Card 使用额度比 Q1 增加 50%，比特币交易翻了 8 倍。考虑到 Cash App 在疫情期间的成为支付的新常态，逐渐作为传统银行的替代品，这不仅对 Square 是长期利好，更加速改变人们的金融行为和需求，改革支付市场。

总结以上，Cash App 的优势有：

- 人们线上化支付方式的逐渐养成。随着美国 P2P 支付、移动支付以及无现金社会的趋势，Cash App 在用户之间将会加速渗透。
- Cash APP 在美国无银行账户和数字原生人口中获得了非常快速的吸引力。许多用户愈加将 Cash APP 视为数字银行账户（而不是简单的 P2P 交易），这一点与同类应用程序不同。
- Cash App 多种功能（交易、比特币、投资等）提高用户停留时间，促进流量变现。
- 高覆盖率的应用场景（线上、线下、P2P）构成网络效应，使得 Cash App 可以轻松快速获客。

近年 Cash App 的发展趋势可总结出三个亮点：

第一，用户规模突飞猛进，Cash App 正迅速获得关注。在竞争激烈的 P2P 支付行业，Cash App 是 2020 年最热门的支付应用之一，随着数字钱包和移动支付的日益普及，Cash App 用户量高速增长，；2018 年 Cash App 下载量超过 Venmo 达到 3350 万；并且在苹果应用商店中金融类应用排名第一。此外，月活用户从 2015 年的 100 万增至 20Q2 的 3000 万；Cash Card 用户量在 20Q2 达到 700 万，渗透率为 23.3%。

第二，多应用场景提高用户生命周期价值，用户平均收入贡献迅速增长。公司从每个月活跃客户获得的收入从 15 美元增加到 40 美元以上。收益增长主要来源于两部分，其一是信用卡手续费，其二是销售比特币的手续费。根据 Square 数据，比起只应用 P2P 转账功能的用户，应用 2 至 3 个功能的多贡献生 2 到 3 倍的收入。

第三，代替传统银行功能，现金存款规模高速增长。截至 2020 年第二季度，这款现金应用从客户那里存储了 17 亿美元的余额，同比增长 86%。这表明，Cash App 的不断渗透使得用户逐渐使用其作为传统银行功能的代替。

B 端 C 端场景化融合，推进 Square 商业变现

Square 在创建支付场景的同时，同步实现了获客、活客、黏客正向价值闭环，加强了商家 B 端与 Cash App C 端的有效融合，有效互动。**对于商家端**，Square 让线下流量通过线上方式产生价值，比如商家通过一系列 SaaS 服务加强经营效率，并对线下客户进行跟进营销、建立客户关系，同时，商家可以通过商店线上化的方式在社交媒体上拉拢更多的新流量，促进线上流量的转化，达到线上线下双结合。**对于个人端**，用户可以在多样化场景中打开 Cash App，获得商家推广、线上支付等服务，转变支付习惯，将 C 端流量导流到商家端。

本质上来说，Square 帮助商家智慧化经营，帮助企业实现可复制、可高效执行的发展策略。Square 将在用户端积攒的资源优势和优势迁徙到商家端，随着移动支付的不渗透，未来 B 端与 C 端的连接门槛会更低，效率更高。此外，Square 服务于 C 端用户的产品能力和经验将帮助其更准确的把握用户需求，最终更好的为商家端产品带来价值。

其次，Square 为用户提供多种应用场景，通过为 B 端商家提供”全生命周期”的金融服务，构建线上+线下支付平台服务于 Cash App 用户，为 C 端用户提供更多的优惠服务和便捷的购物体验，**以此形成闭环式的可持续发展商业模式**，例如联合商家开展折扣促销活动，既为用户带来了优惠，也为商家引流了客户。

我们认为，在互联网金融模式创新的时代，Square 强化科技支撑，加快了商家端和个人端的支付平台开发，围绕数据、场景、流量三要素，持续打造线上线下业务支付渠道互通，抓住用户流量，积蓄发展潜能，深耕卖家系统 B 端价值输出到 C 端，又实现 Cash App C 端流量赋能 B 端，打造全新移动支付新模式，最终将达到 1+1>2 的效果。

收单与支付产品的分析方法，行业概况和监管

Square 所处的行业为线下银行收单行业和移动支付行业，作为第三方服务机构，其能否持续平稳运营关系到广大消费者和商家客户的利益，在社会稳定运转中扮演了重要角色。本文行业部分从以下方面对美国第三方支付行业进行介绍：（1）美国金融监管法律及对 Square 产生的影响；（2）第三方支付机构业务类型及各自的发展前景；（3）构建支付流程链路的三要素：产品、账户和场景，重点介绍了产品中的中美银行收单和第三方支付流程和中美支付清算体系、账户中的账户数量拓展和账户价值的深入、场景中的新零售场景和美国的移动支付趋势。

美国网络支付与收单行业概况与底层逻辑

移动支付前景广阔，头部优势明显

第三方支付机构的业务类型可划为预付卡发行和受理、银行卡收单、网络支付三大类，随着移动支付成为主流的支付方式，预付卡业务占第三方支付市场份额在全球持续缩窄，本文重点讨论网络支付和银行卡收单业务。

网络支付业务为 To C 端业务，可分为互联网支付和移动支付。由于移动支付设备携带的便捷性和使用场景的大幅拓展，移动支付对互联网支付存在较强的替代效应，因此目前市场上以移动支付占主导地位。电信基础设施的建设和移动互联网的渗透提升是网络支付得以枝繁叶茂的基本土壤。

通过筛选，我们认为在美国提供移动支付的主要 App 产品有 Venmo, Cash App 和 Zelle, 以及基于 NFC 的 Apple Pay。Venmo 和 Cash app 来支付小额的频繁付款(比如分摊餐馆账单)，为高频使用产品；而 Zelle 来支付较大的非频繁付款(比如租金)，属于低频使用产品。另一方面，Venmo 和 Cash app 应用在 38 岁以下的年轻人中具有明显的优势。由于高频产品将被更普遍接受，而 Zelle 更像是传统银行的附加产品，加上规模优势建立的产品壁垒使得新进入者难以打败市场上的先进入者，我们预计 Venmo 和 Cash App 将成为美国移动支付市场主要的第三方支付平台，形成双寡头垄断的格局。

随着支付业务的竞争加剧，为了吸引更多的用户和商户带来支付业务本身的低盈利。第三方支付机构以支付服务为培养用户粘性的核心业务，通过支付这一高频场景，带入更多具有更强盈利能力的产品和服务。To C 端在第三方支付平台推出金融产品，使得用户不仅可以支付功能，还可以使用理财、借贷、保险等服务；To B 端许多支付公司推出了 SaaS 系统，为商户和企业提供增值服务，例如数字娱乐、直播、在线付费教育平台做分账系统，账户管理系统、用户运营和分析系统，为线下新零售商户做支付技术的解决方案。与 C 端支付公司的思路是以场景与流量为入口不同，通过科技服务能力吸引客户是 To B 端服务的思路，SaaS 系统的能力决定了 To B 端业务的发展。

中国互联网第三方支付高度发达的原因以及中美环境对比

随着互联网的普及和新消费主义的流行，消费者在经济活动中作用越来越大；更多的消费场景和更高的消费频次需要更高效便捷的支付方式来满足消费者多样化的购物形式。互联网购物的兴起是中国消费场景创新的一个趋势，但当 2004 年网购苗头正盛时，线上支付成为了中国互联网最大的痛点之一，银行对接、支付成功率、支付体验、支付限额、系统对账、支付风险等难题亟待解决。

为了解决线上交易与客户信任的难题，支付宝应运而生，发明了担保交易、快捷支付，极大提升了支付成功率和支付体验，互联网创新支付与人们的日常生活场景联

系更加紧密。因此从支付市场的产品供给角度看，供给侧的改革创新引领了支付行业的快速发展：超出预期的产品体验和场景覆盖使得消费者对于支付手段的需求期望不断增高，加上支付龙头的竞争促使其不断通过产品创新来挖掘和吸引消费需求，形成产品和预期的正向循环，从而推动整个支付行业攻城略地高速发展。

第三方支付发展的核心逻辑是，从社交、网购、出行等高频业务切入到零售支付，进入成本很低且高频业务支付容易培养客户粘性；再从支付服务切入金融增值服务，从金融增值服务取得主要营收，因此能够实现低成本快速变现。

此外，我们认为还有以下几点是推动互联网第三方支付创新的重要因素：

1、第三方支付业务发展初期，电子商务市场规模有限，银行对于电商未来的体量增长估计不足；加上第三方支付业务需要嵌入到各个电子商务平台，连接到其他多个银行，涉及大量的工作和资源投入，投资回报率不清晰，错失了发展电子商务支付的机会，给非银行支付机构留下了需求缺口。

2、银行的业务场景与消费者的日常消费场景是分割的，无法覆盖客户的多维支付场景，属于低频业务，因此无法满足消费者的支付需求；加上安全性为首要考虑因素的风格，造成了线下支付流程的繁琐，消费者支付效率较低，支付成本变高。

3、第三方支付公司有互联网基因和文化，比起银行的保守稳健，其更追求用户的便利性体验和需求，因此支付流程简单，机制灵活。更容易凭借客户粘性和良好的用户线上体验迅速进入移动支付市场。

4、银行的线下运营成本高，势必会将战略重点放在高利润的金融业务上，而支付业务这一细分行业不是银行的盈利中心，当支付机构提供的产品更具吸引力时，其客户资源容易迁移至创新支付产品。

根据普华永道的数据，中国是世界上移动支付最大的市场，截至 2019 年，我国移动支付普及率达到 86%，美国的移动支付普及率低于中国，主要原因在于发达国家和发展中国家支付市场的成熟度不同。

我们认为中美移动支付发展进度出现差距的环境包括以下几点：

1、美国是信用消费的国家，中国是储蓄消费的国家。在美国，大部分的消费者已经形成了信用卡消费的习惯并且由于信用体系成熟，信用卡使用体验较好，现金和银行卡已经可以满足日常支付，没有意愿再培养新的使用习惯；而在中国移动支付有明显的支付成本优势。

2、美国的消费和支付市场较规范，难以使用中国式的规模补贴、地推等推广手段在短时间内迅速普及移动支付。但由于疫情的催化作用，加速培养了美国人线上支付意识，我们预计 Square 的 Cash App 用户数将实现倍数增长。

3、美国的纳税制度采用申报制，意味着通过移动支付的劳动报酬均会被监管，加重底层民众的税收负担；而在中国采用执行制，移动支付所得不必纳税。

因此，美国与中国消费体系的不同决定其短期内移动支付尚不会出现爆发式的增长，但是因为疫情的正向推动影响，和受益于互联网的年轻一代逐渐成为消费主力，美国的第三方支付机构仍然有较多的市场红利，市场空间仍有较高的增长潜力。从 Cash App 运营指标来看，月活跃交易者逐年上升，2020 年 6 月达到 3000 万，其中七百万的人使用 Cash App 推出的 Cash Card（渗透率达到 23.3%），当美国整体的信用卡借记卡的支出环比减少 8%时，Cash Card 上涨 50%，可以看出移动支付成为卡支付在线上功能的延申，保持较高的支付增速。

支付方法论：产品、账户、场景三要素构建体系

正如电商行业由人、货、场三大要素构建消费场景，第三方支付行业由产品、账户和场景三大要素推动支付行动链路的完成。产品包括了第三方支付机构提供的前端支付服务和央行管理的后端支付清算系统；账户由传统的银行账户发展为现在第三方支付为主的零售支付账户；场景方面线上线下经济活动正在趋于一体化，新零售成为新的商业业态，消费者线上下单，线下配送的模式将崛起，第三方支付将具备融合线上场景与线下场景的能力。

产品：前端支付与后端系统配合实现信息和资金流分离，支付效率实现提升

第三方支付机构产品出现的本质原因是，创新使零售支付市场细分为多个板块，为非银行支付机构的进入和进一步创新创造更多的机会。不同零售支付领域的支付产品和服务的复杂性催生了对专业化公司管理支付系统的需求，例如线上社交支付和电商领域支付。消费者由过去使用银行传统支付工具和基本的互联网支付服务转变为移动支付、符合 EMV 标准的银行卡、NFC 支付等更多元化的支付要求，非银行支付机构（如前端服务供应商）向银行提供专业技术，创造更多支付产品。

第三方支付行业的产品包括了第三方支付机构提供的前端金融服务 App 和后端支付清算系统，前端的**服务需求发展刺激后端支付清算体系的不断完善**。在支付体系中，交易、清算和结算构成支付体系中的主要链路：交易是支付前端的服务，强调业务的便捷性；清算和结算两部分为支付后端系统服务，清算是支付信息传递的过程（信息流），注重系统的安全性，结算是账户余额变动的过程（资金流）。

支付前端产品：聚合支付、用户服务与用户观察

前端产品和后端系统的高效配合，节约了支付成本并提高了支付效率。前端支付产品模块是按照支付场景来为业务方提供支付服务，其一般位于支付网关之后，支付渠道之前。它根据支付能力将不同的支付渠道封装成统一的接口，通过支付网关响应业务方请求，进行一些统一处理后，分发到不同的支付渠道去执行，最后将执行结果做处理后，通过支付网关再回传给业务方。

不同公司前端的支付产品 and 功能略有差异，但大致可以提供以下服务：

- 1、快捷支付：**用户完成绑卡后，支付时不需要再输入卡或者身份信息，仅需要输入支付密码就可以完成支付。对于小额度的支付，可以开通小额免密，直接完成支付。该支付服务可以增加用户体验的流畅度，是目前主要的在线支付方式。一般快捷支付产品是通过封装银行或者第三方支付平台提供的快捷支付接口或者代付接口来实现的。
- 2、网银支付：**用户在支付的时候，需要跳转到银行网银页面来完成支付。在网银页面，需要输入用户的卡号和身份信息。这种支付方式会中断用户当前的体验，一般仅用于 PC Web 上的支付。网银支付是封装银行提供的网银支付来实现。
- 3、协议支付：**协议支付也称代收或者代扣，代收指渠道授权商户可以从用户的银行账户中扣款，一般用于定期扣款，不用于日常消费。比如水电煤气、有线电视费。协议支付是通过封装银行、第三方支付提供的代扣或者快捷接口来实现。
- 4、平台支付：**使用微信、支付宝等第三方支付平台来完成支付。使用时，一般需要用户预先安装支付平台系统（手机上），注册并登录到第三方支付平台，并且在该

平台上完成绑卡等操作。由于微信、支付宝已经被大量使用，用户也产生对这些平台的信任，平台支付往往是电商公司的主要支付方式。

5、外卡支付：对于由海外支付的需求，还需要提供外卡支付支持。国内不少支付渠道都能支持外卡支付，如支付宝全球购等。直接对接 Paypal，也是目前用得最多的外卡支付渠道。

6、还有话费支付、虚币支付、本地账户余额支付、信用支付和代付等支付产品和功能。

通过一系列前端支付产品和功能，将生活中各种支付场景和应用都聚合在手机上，极大提高用户的支付效率。当支付功能聚合在一个平台时，平台收集的用户数据将更全面反映消费者需求和喜好，带给平台自身发展和商户运营更多的参考和改进方向，利于整个支付行业的发展和规范。

传统银行卡支付业务前后端模式

下文将详细阐述美国的银行卡收单支付流程和第三方支付流程，并对比两种支付流程的特点和效率。在图中，用黑色线条表示信息流，用红色线条表示资金流，蓝色线条表示机构所提供的业务。

在中国的银行卡收单业务流程中，首先持卡人向商家支付购买物品应付金额，通过出示银行卡，在收单机构的 POS 机上完成支付信息的收集；收单机构再将信息处理转发给清算和结算机构银联，银联记录并转发信息给用户的发卡行；待发卡行确认报文后，即持卡人的账户余额和支付信息符合时，资金流往卡组织（银联）进行清算，资金再流往收单机构；收单机构收到资金后将资金转给商家银行账户的收款行并转到商家账户，同时对商家回复报文，告知交易完成。**该收单流程是信息流和资金流同步，在两方面完成时才会确认整个交易成功，因此效率上相比单独的信息流确认仍然有所延后。**另外在业务端，收单机构还向商家提供硬件设施及软件，并向商家提供客户服务及必要的业务支持；应监管和业务提升需求，商户还会聘请独立第三方销售机构来管理和监督商户账户的日常活动，提高企业的内部审计控制能力。

在流程中，收单机构和支付结算服务方是获得第三方支付牌照的企业及银联、银行等正规金融机构，属于“一清”机构。用户刷卡支付的钱直接清算结算到收款方账户，这些机构有独立后台系统、备付金账户等，同时受监管机构在业务、技术、资金、信息安全等方面的严格监管，确保应收结算款项（商户）和支付款项（消费者）的资金安全。

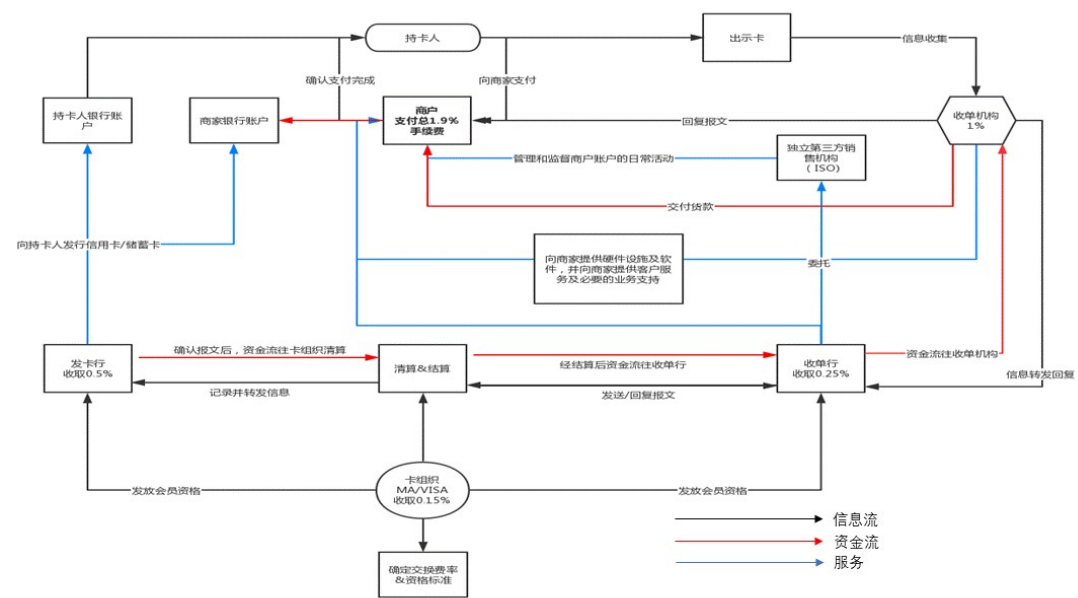
相较之下，也存在“二清”现象，即结算资金经过一次清算后，先转至“二清”机构开立的第三方账户，经由该第三方账户处理后，再结算至商户的收款账户。由于“二清”机构的账户、资金等脱离相关监管机构的监管，存在较大的资金风险。其中较重要的是“大商户”平台的监管，购物平台没有将商户开放给外部支付公司，由外部支付机构将资金结算给购物平台的过渡账户，再由平台结算给商户，如美团、京东和拼多多。此时，央行需要监督客户备付金没有进入平台账户，要求中间账户必须是支付机构备付金账户。因此这类重要业务的支付流程采用了以下方式：一方面，发卡和收款机构推出“分账系统”产品，为商户的各类业务场景提供虚拟账户、支付产品和资金管理服务；另一方面，**很多电商平台购买支付牌照或自购持牌支付机构，建立自营支付产品和渠道，减少二次清算的交易发生。**

通过对比，我们认为对于美国的银行卡收单业务与中国相比，有以下区别：

1、美国的收单机构未发放支付牌照，因此市场上收单机构鱼龙混杂，因此在收单机构转发信息给清算结算机构卡组织（VISA/Master Card）前，需要经过收单行进行信息处理再发送给卡组织，收单行和用户发卡行均是经过卡组织发放会员资格，审

- 批通过的正规机构。
- 2、卡组织确定交换费率和资格标准，对会员返佣的优惠费率。
- 3、独立第三方销售机构由收单行进行委托，且商家需要接受收单行的监督和审查。

图表 45：美国银行卡支付业务流程图（返点已扣除）



资料来源：APS（americanpaymentsystems）；Paypal 招股书，年报；SQ 招股书，年报，第一上海整理

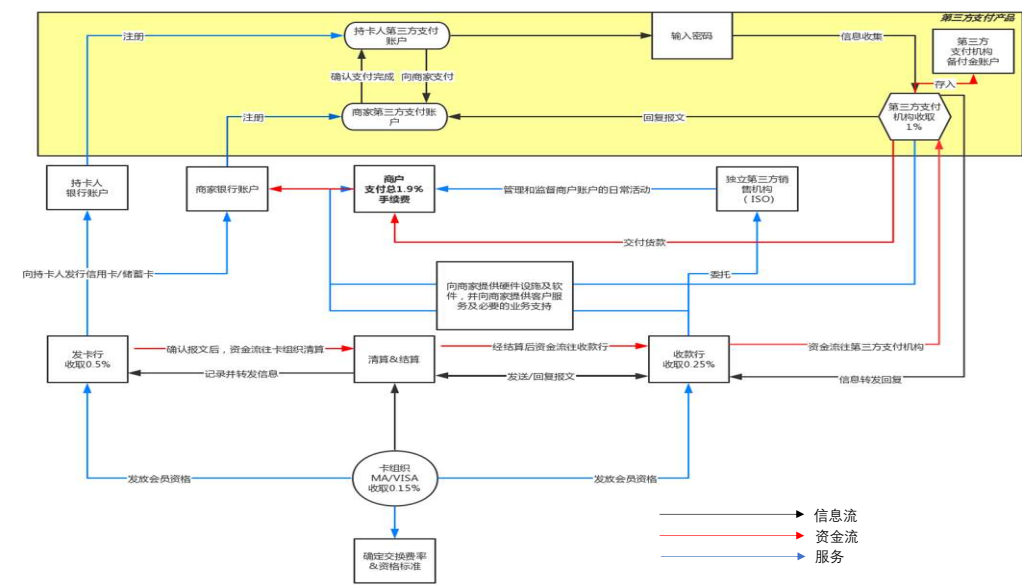
第三方支付效率提升的关键：信息流和资金流完全分离

从该产品角度而言，中国的支付历史体现的是，第三方支付产品超越传统支付的关键在于，支付账户的建立实现了信息流与资金流的完全分离，极大提高了支付效率和支付成功率。

所示的黄色框线内即为第三方支付产品的主要流转，持卡人和商家通过注册绑定各自的银行账户便建立了连接银行卡功能的支付账户。持卡人通过输入支付密码向商家支付，此时第三方支付机构收集支付信息，确认支付账户余额和付款信息无误后回复报文给商家，即完成了一次交易，第三方支付机构仅需在各自的账户记上一笔会计交易，

我们梳理了美国第三方支付的一个底层运转，情况如下：持卡人和商户均使用第三方支付账户收付款时，流程与中国第三方支付账户收付款类似。客户从绑定的银行卡中支付商户商品时，第三方支付流程与美国银行卡收单流程类似，第三方支付机构可能未获得卡组织发放的会员资格而可信度降低。因此，卡组织向收款行发放会员资格，第三方支付机构在确认交易信息后，转发回复给收款行；收款行再发送/回复报文给清算机构卡组织，卡组织记录并转发信息给发卡行；发卡行确认报文无误后，资金流往卡组织清算，经结算后资金流往收款行，再流往第三方支付机构的备付金账户，待客户确认收货后，第三方支付机构交付货款给商家。在美国，第三方支付机构的备付金账户没有集中的监管机构进行管理，仍然是支付机构在多家银行设立备付金账户的多点业务。

图表 46：美国第三方支付业务流程图（返点已扣除）



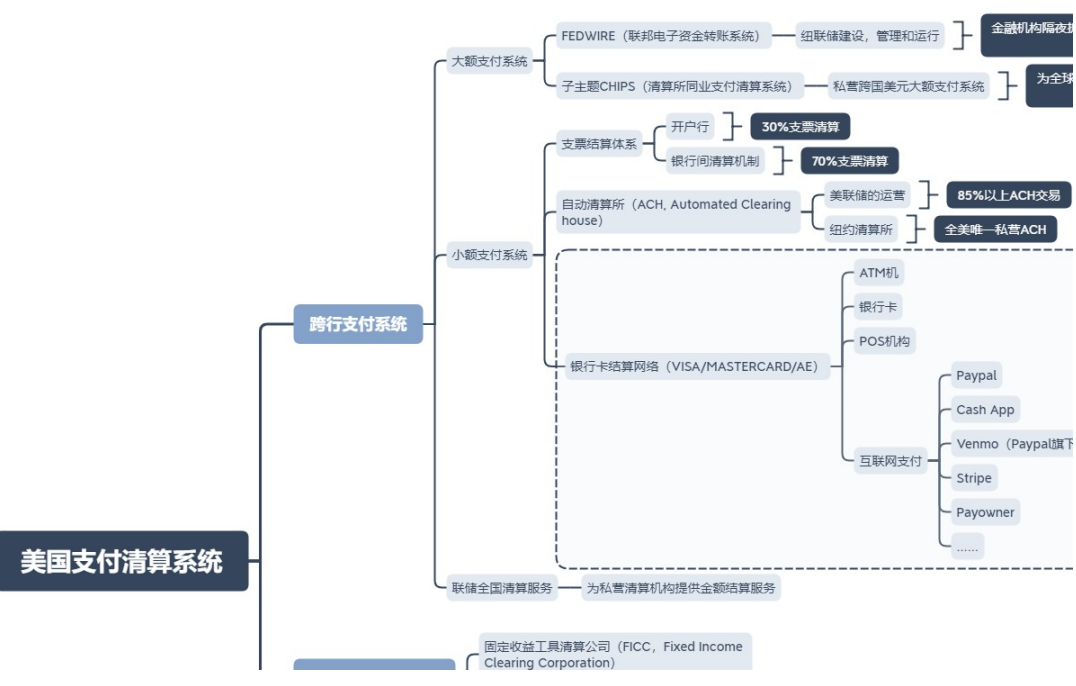
资料来源：APS (americanpaymentsystems)；Paypal 招股书, 年报；SQ 招股书, 年报，第一上海整理

美国支付清算系统监管方式和职责划分

通过对，美国支付清算市场有以下特点：

- (1) 拥有**多层次的支付清算系统**，相比中国支付清算系统的处理系统功能更加全面，美国的支付清算系统更加分散，不同的系统负责各自小块领域，如联邦电子资金转账系统和清算所同业支付清算系统均属于大额支付系统，但负责的业务板块不同；中国的小额支付系统均由集中代收付中心业务处理系统完成，而美国的互联网支付会由不同的卡组织来进行清算。
- (2) 相比中国的央行根据业务将系统分成不同的职责，并统一管理，美国的**支付、清算和结算系统受联邦及各州法律、法规和判例法管辖，主要实行功能性监管，重点在交易中资金转移过程。**
- (3) 在系统的运营管理上，美国主要由行业协会承担，如银行同业支付系统由清算所协会负责运营，清算市场监管职责主要由中央银行承担。

图表 47：美国支付清算系统



资料来源：第一上海整理

账户：用户的身份证明与钱包意识

账户可以分为现实账户和虚拟账户，传统银行主要使用现实账户，该账户有统一的管理，例如数字账号和物理特性的卡来表示账户的所有权等。而虚拟账户不需要这类管理，在进行服务时也不需要实现账户中一定有存款或信用额度，成为实际账户和收款账户之间完成交易的纽带，也是用户支付的新增渠道和前端支付工具。因此虚拟账户可以实现更多支付功能和场景的覆盖，并且对于用户数据的掌握也由银行端变为第三方支付平台。

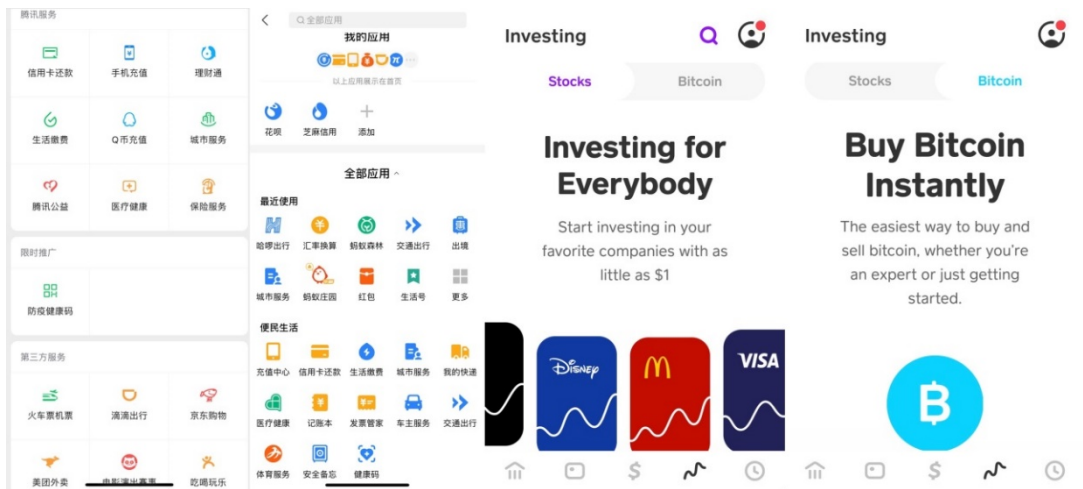
账户的商业价值在互联网金融创新中被不断拓宽

账户作为资金流转、财富的货币化寄存和个人属性的信息留存的载体和基础，账户的开立很大程度上意味着客户的获取和客户使用数据的掌握。传统的银行账户注重账户数量的考核，但对于账户的开发和运用处于自发和初级阶段，商业价值由于缺乏相应的模式和开发技术，尚未被银行重视，更多是作为一个开展基本业务的入口和 ID。

随着互联网的兴起和金融创新的加快，基于账户的功能和金融服务不断创新，支付账户在银行账户庞大的体量下异军突起，众多非银行支付机构创造了大量应用于不同场景的、具有支付和结算功能的账户，**基于账户形成了一系列综合性服务和数据运用，深度挖掘客户的账户价值并带来更多元的现金流。**

目前中国的第三方支付平台已经有较完备的支付增值功能，包括接入第三方服务，如网约车平台和外卖平台，也包括一些线上银行业务，信用体系构建和用户生活缴费等。而美国的第三方支付平台如 Cash App 仅引入股票投资和比特币交易这两项增值功能，尚未与第三方企业达成流量入口合作。**我们认为随着美国第三方支付平台（包括 Cash App）用户数的增长，其变现的通道和方式将不断拓宽，对标已较成熟的中国第三方支付平台引入更多的应用入口，终极形态便是形成覆盖全支付应用场景的全功能平台，账户的价值得以充分发挥。**

图表 48：中国第三方支付平台拓展应用比 Cash App 更广



资料来源：微信 App、支付宝 App 和 Cash App，第一上海整理

支付账户更容易开发下沉市场，覆盖全用户

随着金融服务和产品日益丰富，账户关联的金融资源和利益越来越多，金融账户成为金融机构在市场竞争中重要的资源，其决定了机构的业务资源和市场份额。银行账户在中国的发展结构中存在瓶颈的制约，一线城市人均账户居高，发达地区账户开立已经相对饱和。而在农村等边远地区由于基础设施建设较滞后，开户的便利性不高，银行账户开户需求被压抑，增速明显低于发达城市地区。

账户功能的无卡化和支付账户的发展，银行卡作为银行账户介质的功能在弱化，虚拟和电子化账户成为人们使用金融服务的核心要素。由于线上开户以及电商、社交的关联支持，其开户效率和开户需求远胜于传统柜台银行账户，因此支付账户更容易在低线城市普及和广泛使用。从这一点来看，国内的财付通和支付宝背靠电商和社交支持抓住先机，快速抢占了整个市场份额，形成行业集中度高的局面。因此，我们预计 Square 由于在线下小商户的先发优势和在年轻人中的流行认可，在渗透率较低的下沉市场将抢占更多的用户份额，形成支付账户的高速增长。

形成闭环生态，账户的用户粘性更易形成

我们认为第三方支付行业在客户账户端有以下几个特点使其不断强化品牌优势，形成更强的用户粘性：

- 1、建立账户的过程也是支付对象建立的过程。建立支付账户体系后，支付机构通过支付账户能够提供消费、缴费、转账、投资等，形成独立于银行之外的闭环生态，该生态形成高频的使用场景，使得支付账户有更高的消费者粘性和品牌忠诚度。
- 2、实现了从卡基支付到账基无卡支付的转变。支付机构承担了类似发卡行的角色，通过支付账户绑定银行卡；虽然付款方是绑定的银行，但对于消费者而言，通过虚拟账户付款使其对支付账户的感知更明显，锻炼了用户使用心智。
- 3、产品前端实现了取代。在业务流程、品牌认知等方面，银行的功能和形象正在弱化，逐步成为付款通道。用支付机构的 APP 代替手机银行 APP，用支付机构多元的产品和服务替代传统银行和保险等机构的分散服务，用支付账户隔离银行账户，用支付机构的品牌覆盖银行的品牌。

场景：前端服务应用核心，移动支付将覆盖全场景，条码支付终将胜出

近场支付中条码支付有望广泛使用

移动支付可以分为远场支付和近场支付。远场支付主要为线上支付，包括手机网银，第三方支付机构转账功能，集中于电商。银行减免了手机网银转账的手续费，一方面是为了留住老客户，与非银行支付机构相抗衡；另一方面吸引更多的消费者使用手机网银，利于交叉销售。在中国，手机网银主要用于银行账户之间的转账，支付宝和微信更多是在支付账户之间转账，支付宝更多是基于商务转账，微信更多是社交支付，错位竞争，因此远程支付竞争格局相对稳定。

近场支付主要用于线下支付，集中在即时零售和交通等线下场景，主要分为两种：手机 NFC（近场无线通信）和条码支付。在美国 NFC 技术使用较多，而在中国条码支付中二维码使用普遍，且财付通和支付宝形成双寡头垄断。我们认为 NFC 和二维码扫描各有以下优缺点：

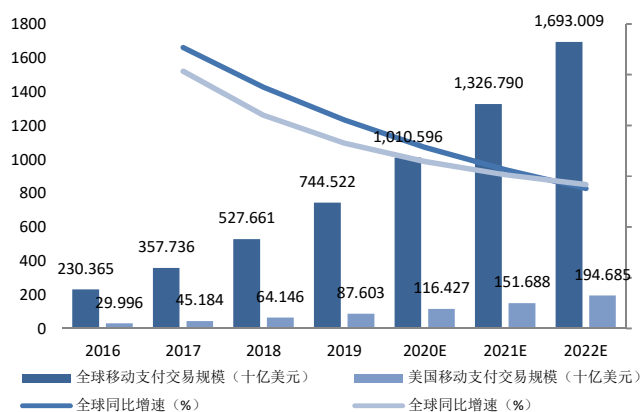
- 1、NFC 支付链条长、参与方众多、使用门槛高并且机具改造投资大，中小企业购买和使用成本较高，难以普及，相比较二维码使用成本和门槛很低，在中小商户中推广较容易。
- 2、NFC 对手机的机型和版本配置均有一定要求，使用门槛较高，而二维码在当下几乎所有智能手机都可以识别。
- 3、NFC 由于使用了物理设备，在进行验证交易时和银行卡安全可靠度差不多，不容易发生支付风险，而二维码容易被篡改和支付信息泄漏。
- 4、从长远的商业价值看，NFC 不打开手机直接支付仅能发挥支付功能，而二维码在支付完成后可以在页面进行后续营销，比如领取代金券，发红包给好友或是自动关注商户公众号，更获得商家青睐。
- 5、在网约车出行和共享单车等高频消费场景中由于硬件成本较高使用 NFC 的可能性较小，而二维码适用场景广泛；在公共交通等对支付时限和便捷性要求高的场景，NFC 优于二维码，二维码需要打开手机和手机 App 等步骤。
- 6、二维码在顾客转账时，可记录顾客购买东西的内容和数量，该数据有利于商家做商品生产和销售进度管理，对商家来说更有价值。
- 7、NFC 支付涉及芯片容易被手机生产商限制访问权限，而二维码支付涉及定位和解码，第三方应用较容易获得使用权限，只要能够访问手机的相机功能，因此二维码更容易在更多的应用中普及。

在美国，基于 NFC 便捷度比二维码还略胜一筹、使用习惯的影响、支付设施完善的环境和对二维码开放支付环境的风险担忧，NFC 在短期内不会被二维码抢占较多份额，Square 依然能够从快速增长的用户中获得 NFC 支付业务的高速增长。随着 Paypal 和 Venmo 推出二维码支付，为用户提供了一个近场和远场通用的支付渠道，且对于商家来说低成本的账户，二维码有望在美国占得更多的市场份额。我们预计 Square 在将来也会尽可能支持二维码的推广，不仅是更多元的支付方式，更是从手机 App 软件会延伸出更多的使用场景和营销方式。

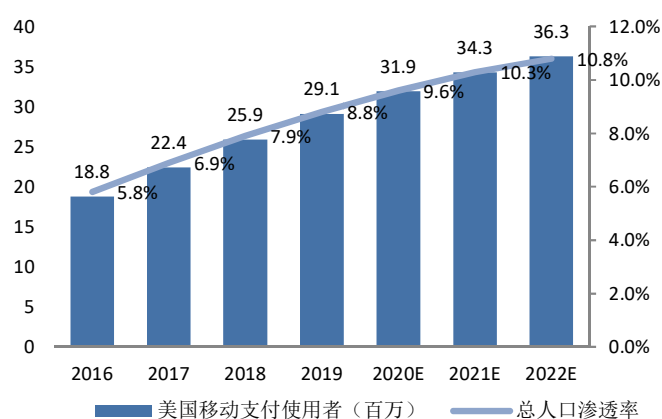
美国的移动支付将成为主要的支付场景

在信用卡和 NFC 使用比中国更广泛的情况下，美国是否会过渡到无卡社会，手机是否能作为聚合支付功能的载体而以较快速度在美国的社会中普及成为一个值得讨论的话题，这决定了移动支付行业的市场空间。

图表 49：美国和全球移动支付规模和较高增速



图表 50：移动支付使用者及渗透率

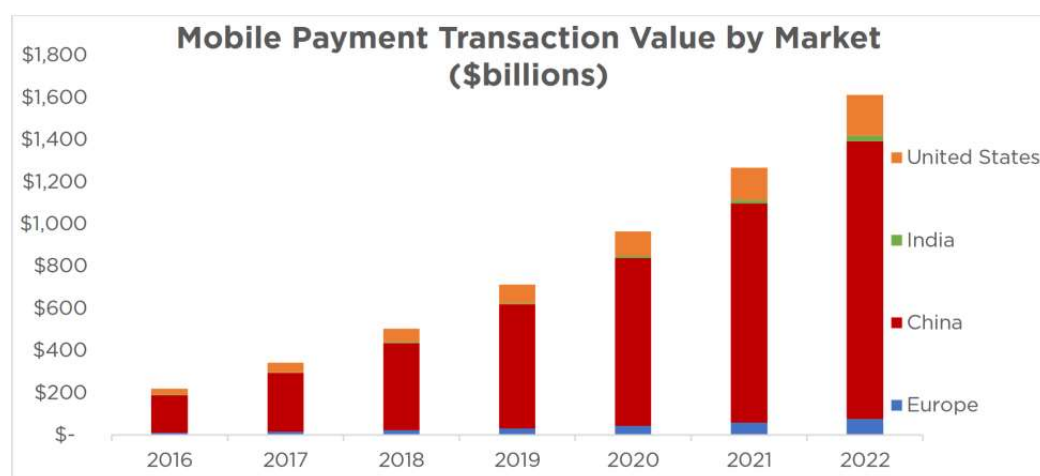


资料来源：statista，第一上海整理

资料来源：statista，第一上海整理

根据 statista 历史及预测数据，全球包括美国的移动支付交易规模会保持高速增长，增速在未来三年依然能在 30%左右的水平，可见移动支付对信用卡及现金支付有较强的替代效应。美国的移动支付使用者在总人口中的渗透率在 2019 年还不到 10%，在智能手机使用者中的渗透率为 29%，因此还有较大的用户增长空间。在移动支付交易体量方面，中国的交易规模远超美国等其他国家，但中国人均电子钱包支付金额比美国小，中国的移动支付领域已较普及，我们预计美国随着移动支付用户增长，交易规模有望与中国接近，成为移动支付占主导的国家之一。

图表 51：美国移动支付市场规模



资料来源：statista

通过比较银行卡支付和移动支付，移动支付有以下优点可推动移动支付用户和交易额趋势继续增长，最终移动支付占更多的市场份额：

- 1、相比信用卡需要随身携带实物，手机的聚合服务使生活更加便捷；虚拟钱包代替物理钱包，使得账户与卡分离，提高了支付效率。
- 2、手机中的 App 软件能够拓展更多除了支付以外的营销场景和用户使用场景，比如用户在支付完成后与朋友分享自己的购物，对于商家和消费者来说都更受青睐。
- 3、信用卡信用评估体系通常使用国家层面官方的信用记录来判断一个人的信用等级，而移动支付可以记录更多个人消费数据从而分析出更准确的个人信用等级，对于支付行业的健康发展是一个趋势。
- 4、移动支付实现信息流和资金流的完全分离，相比使用信用卡和现金支付，支付的成功率和效率都更高。

我们认为中国在移动支付领域的激烈竞争促进了移动支付格局的快速发展，到目前，线上线下的移动支付已经广泛使用。而对于美国，由于信用卡支付的习惯和现金交易依然是一个重要组成部分，移动支付的发展速度慢于中国，在将来较长一段时间内依然是一个移动支付、信用卡支付和现金支付并存的局面，但是移动支付会成为一个越来越重要的支付方式。

新零售成为支付发展的新蓝海

对于线上市场，随着线上电商格局的不断稳定，新增的购买性流量成本增加，红利褪去，线上支付总额的增速在放缓；同时，美国开始对线上销售进行征税，线上支付的增长空间收窄。对于线下市场，一方面，由于互联网虚拟场景不能完全取代现实生活场景，仍有较多的支付业务在线下进行，线上商品渗透率占比依然只有 30% 左右，因此线下支付依然是一片广阔的市场。另一方面，线下业务由于二维码支付的广泛使用，我们认为支付总额增速放缓，移动支付新的增量将更多由新零售市场贡献。

O2O 新零售模式融合了线上和线下业务，顾客从线上下单，商家线下配送。从支付机构的角度讲，将一部分线下购买者的支付方式迁移到了平台，促进了支付的一体化。新零售的场景模式将线下商业变得更有效率，发挥面对面交易的优势，并与线上提供的信息优势形成互补不断突破传统的评效上限和交易地理范围局限，更多的线下面对面触达不了的交易将可以实现。

第三方支付场景未来的趋势：一方面，主攻政府背景的业务场景，比如教育、医疗、退休金提取等；另一方面结合场景开展支付创新，提供综合性和个性化的解决方案，例如加油支付场景下使用“支付+物联网”的模式方便车主不用下车就加满油，停车支付场景使用免密支付形成智慧出行。随着大数据、云计算和物联网的发展，支付的创新不再限于场景，围绕实用功能串联多个场景，改进使用体验。未来支付场景将从广度向深度拓展，从简单应用融合、集成应用拓展。

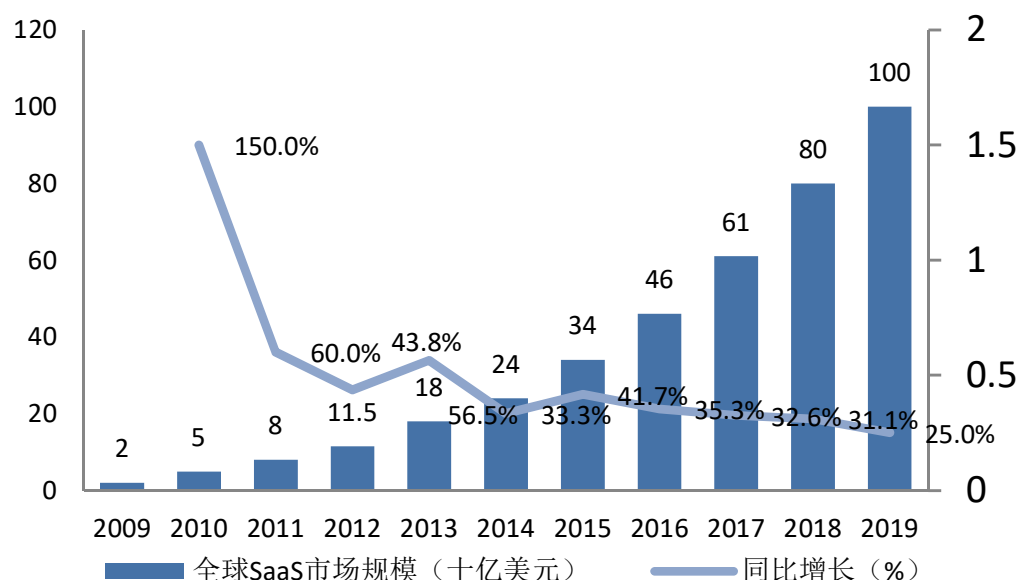
成熟的渗透商家端数字化利器——SaaS

随着企业信息化水平提高，降本增效需求日益迫切，而企业业务线上化、多屏访问、实时同步成为传统软件的痛点，因此美国市场对于 SaaS 软件有了较大的需求，提供不同服务产品的 SaaS 企业应运而生。得益于给供应商提供稳定持续现金流的商业模式和给需求方灵活选择的机会和较低决策成本的特点，云计算颠覆了传统软件行业“license 售卖+后期运维服务收费”的商业模式，成为推动美国软件行业持续增长的主要动力。

云计算通常将其提供的服务自下而上分成三层：基础设施(infrastructure)、平台(platform)和软件(software)。SaaS (software as a service, 软件即服务)是云计算市场中的应用层部分，其最初的特征是脱离本地服务器部署的应用软件。厂商通过 Internet 提供软件，将应用软件统一部署在自己的服务器上，客户根据实际需求，通过互联网向厂商定购所需的应用软件服务；按定购的服务数量和时间长短向厂商支付费用，并通过互联网获得厂商提供的产品更新迭代等服务。交付效率的显著改善使得 SaaS 行业市场需求空间巨大，传统软件云化比例持续提升。

根据 Synergy 的统计，全球软件市场中 SaaS 的占比从不到 2%（2009）快速提升至 23%（2019）。云计算技术爆发式增长催生大量原生 SaaS 企业，2014-2019 年全球 SaaS 市场规模由 240 亿美元增长至 1000 亿美元，5 年 CAGR 为 33%。2019 年全球的 SaaS 行业市场规模增速为 25%，我们预计未来几年也将维持 20%左右的高速增长，新兴市场如中国将以更快的速度发展。

图表 52：全球 SaaS 行业的市场规模不断攀升



资料来源：Synergy，第一上海整理

SaaS 应用让用户在效率、收入和成本用户提高

SaaS 服务是 2B 端的互联网软件产品，依据服务客户的范围分为两种：通用型 SaaS 及行业垂直型 SaaS。通用型 SaaS 不区分客户所在行业并为其提供通用服务，包括 CRM、HRM、协同 OA、ERP 等。其中财务软件和协同办公软件等成为工具类软件提高公司内部运营和沟通的效率；CRM 软件有效触达和管理新老用户，为企业带来更多的用户增加营收；ERP 软件和数据分析软件等实现资源有效利用和用户需求洞悉，为企业节约成本。行业垂直型针对特定行业提供服务，例如 Square 的互联网支付行业，为客户提供账户管理、运营管理等方案。

通用型和垂直型 SaaS 软件广泛应用在企业的运营、营销和决策过程中，提高企业办公效率和推动企业数字化转型。美国市场已经在多个通用型和垂直型细分领域发展出一批 SaaS 龙头企业，它们拥有较快的收入和市值增速。比如 CRM 领域形成 Salesforce 龙头 SaaS 公司，HRM 形成 Workday 一家独大的格局，垂直领域下电商交易 SaaS 代表 Shopify，支付服务商 Square、医药 CRM 厂商 Veeva，这些细分行业龙头相对确定。

美国 SaaS 行业发展领先全球，企业用户接受度高

从市场发展阶段来看，美国市场起步最早，发展最快。作为云计算行业的探路者和领头羊，美国云计算占据了市场主导地位。根据 Gartner 的数据，2017 年美国云计算市场占据全球 59.3% 的市场份额，2019 年略微降至 50%，随着阿里云和腾讯云的兴起，中国 IaaS 市场份额有所增加，但美国云计算仍占了整个云计算行业的半壁江山。

2018 年软件和服务板块美股公司中，经营现金流大于净利润的公司占比 91%，而 A 股该比例仅有 41%，这意味着在美国，SaaS 软件的付费订阅模式得到了企业的广泛认可，客户回款速度快，而在中国传统软件的商业模式占用了软件公司大量资金，中国企业对于 SaaS 服务的安全性和稳定性以及行业规范仍然存在疑虑。

美国企业级 SaaS 市场的发展大致经历三个发展阶段：

1) 启动期 2001-2005 年：市场进入云服务的萌芽阶段。Salesforce、Netsuite、Successfactor 公司依次成立，通用领域的云服务率先发展。此阶段云服务的扩展重点在于新模式的易用性和经济性上：通过标准化的交付模式提高软件交付效率、降低用户培训和上手门槛以及与业务量匹配的收费模式开拓原始客户。互联网、游戏类的科技企业以及中小企业成为 SaaS 模式的先行者，通用领域的云服务率先发展并成为 SaaS 行业最初发展的主旋律。

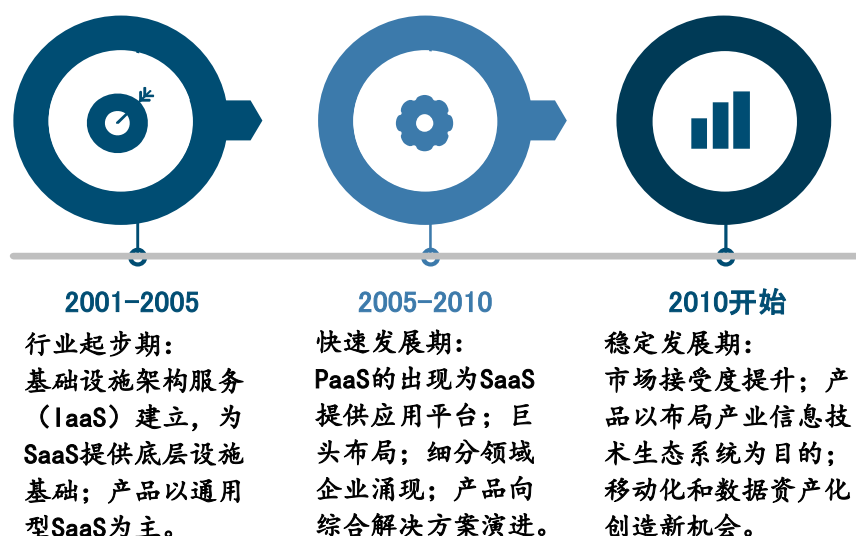
2) 快速发展期 2005-2010 年：PaaS 服务的出现为 SaaS 企业的发展提供了应用平台，头部企业通过 PaaS 平台构建应用商店，虚拟化、分布式计算等云计算所需的基础技术不断完善。SaaS 生态逐步形成，Microsoft、IBM、Amazon 等巨头开始布局云计算产业，各细分领域的公司开始涌现，产品向可定制的综合解决方案逐步演进，提升留客率与单客户价值。许多 SaaS 公司相继上市，市场进入向上的拐点。

3) 稳定发展期 2010 年开始：美国云计算市场达到较高成熟度，用户认可度较高。在市场充分竞争下，技术、商业模式等优势企业脱颖而出，行业规范进一步标准化。移动化、数据资产化等新趋势使得 SaaS 软件更深入地影响企业的管理流程，帮助企业衔接上下游资源，实现产业信息技术生态系统；并通过数据分析和交易撮合为企业带来增量业务。在此阶段，Zenefits、Slack 等新秀快速崛起，新技术、新模式继续驱动产业向前。

综上所述，美国 SaaS 行业的发展路径具有以下特点：1、技术方面，从承载单一功能的软件方案到企业业务导向的综合方案演进；2、产品方面，通用模块先行，并逐步向行业垂直模块扩展；3、市场格局方面，细分领域机会较多，以用户使用体验为导向的互联网基因，传统软件进入较滞后。我们预计美国 SaaS 行业在技术方面更加整合化和服务一体化，产品方面会有更多垂直细分领域的优质产品出现，市场格局将根据不同产品标准化和专业化要求程度不同呈现不同的云渗透率，在渗透率低的细分领域有较多行业机会。

、

图表 53: 美国 2B 端 SaaS 行业经历三个发展阶段



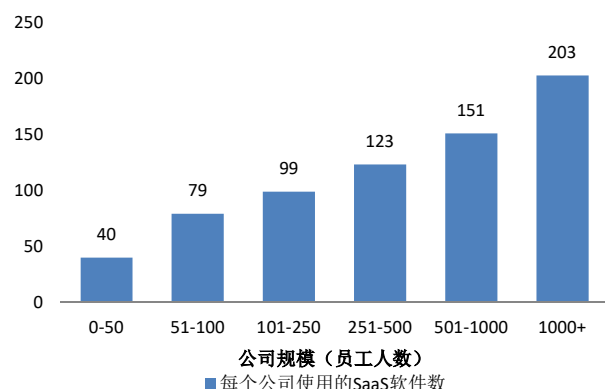
资料来源: Saugaluck technology, 第一上海整理

技术成熟，渗透率待持续提升

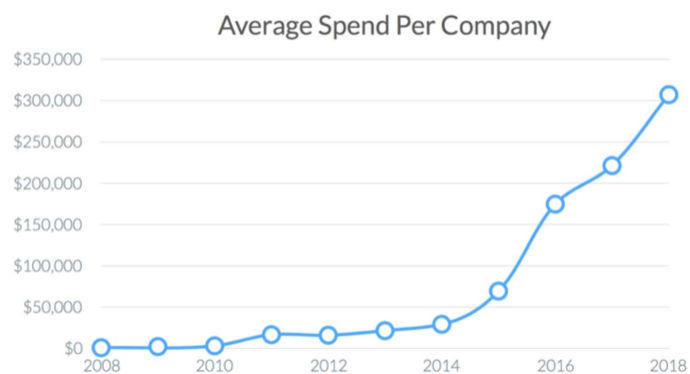
美国的 SaaS 市场已经相对成熟，在 2011 年已经有了较高的认知度和普及度，而对于中国 2016 年才是 SaaS 元年。我们认为美国 SaaS 行业具备以下特点：

- (1) **美国 SaaS 市场企业客户 SaaS 投入仍在高速增长。**在供给端，由于美国云计算技术的相对成熟和云计算大体功能的相对确定，已经是一个相对成熟的竞争格局。而在需求端，2018 年，平均每个美国企业客户的 SaaS 花费达到了 34.3 万美金，同比增长 78%，说明美国企业还有极强的意愿去为使用更多的软件产品提高工作效率买单，因此美国的 SaaS 软件行业也还处在一个高速增长期。
- (2) **美国的 SaaS 行业市场在不同规模企业具有普遍适用性。**美国的大中小型企业均在提高使用 SaaS 软件的预算和占比，得益于美国隐私相关法律法规的完善和云计算行业的安全和服务标准制定。而在中国 SaaS 软件目前主要面向中小型企业，大型企业客户对于使用 SaaS 还有很多顾虑，比如银行类客户，数据保密要求非常严格，还是会要求供应商给他们提供私有软件，不用公有云也不用 SaaS 产品。。
- (3) **美国平均每个企业对 SaaS 软件有大量需求。**美国出现了很多在细分领域做得非常好的软件主要由于客户倾向于在不同职能不同场景去选择最优秀的产品，要求的不断增加推动供给侧优化产品质量。
- (4) **企业客户平均每员工每年 SaaS 费用超过硬件。**美国企业客户平均每员工每年 SaaS 预算在 2018 年大约是 2884 美金。而在中国，一个 SaaS license 一年收费基本不超过 1000 人民币甚至更少。由于行业规范度和普及度不高，加上 SaaS 软件提高工作效率有一个积累的过程，难以提前预期 ROI，因此获客费用、销售服务成本较高。这也是制约中国 SaaS 行业快速发展的一个瓶颈，随着年轻一代对于互联网软件的认知和接受度增加和行业安全趋严，SaaS 软件有望迎来一个增长高峰，对传统软件行业的替代作用不断扩大。

图表 54: 美国平均每个公司使用的 SaaS 软件的数量



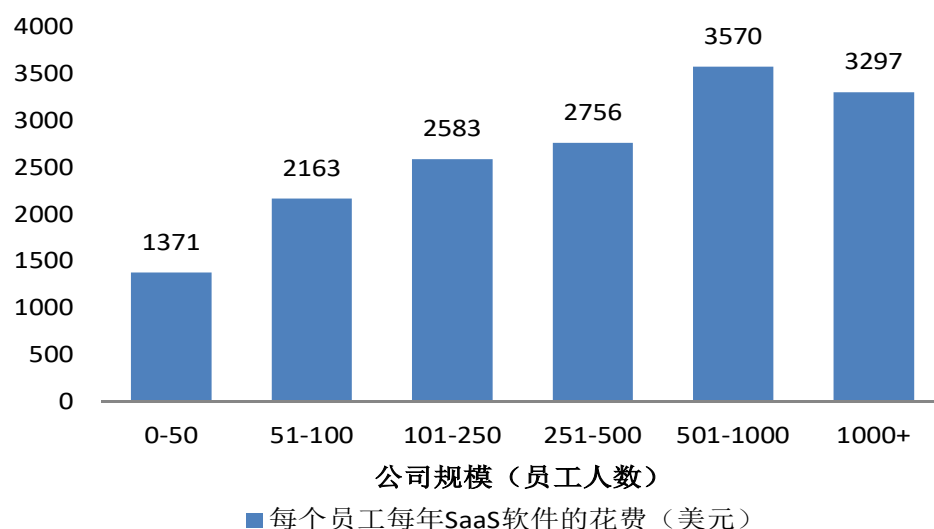
图表 55: 历年平均每个美国企业客户的 SaaS 花费



资料来源: Blissfully, 2019 SaaS Trends

资料来源: Blissfully, 2019 SaaS Trends

图表 56: 企业客户员工每年花费在 SaaS 软件的费用较多



资料来源: Blissfully, 2019 SaaS Trends

(5) **美国企业各职能部门自行决策购买 SaaS 软件。**美国 SaaS 软件购买决策者是各职能部门, 产品研发部门、HR 部门、财务部门等选择各自最适合的软件来管理和工作。传统软件需要企业客户的 IT 部门来支持、排期开发才能使用。而 SaaS 的一个主要优势就是安装部署 0 成本, 只需要开通账号就可以即时使用产品, 不再需要一次性采购昂贵的软件; 并且客户可以总是使用到最新版本的更新和更贴近需求的服务。但中国基本上涉及采购和付款的都是老板最终决策, 复杂的批预算流程导致软件销售周期过长销售费用居高不下, SaaS 行业的企业没有足够的动力完成市场规模的扩张和产品的不断迭代和改进。

从上文美国 SaaS 行业的特点解析和与中国的差异特征来看, **我们认为未来美国 SaaS 行业有以下发展趋势:**

1、**用户体验:** 继续深入更多垂直化细分领域来提供企业需求为导向的产品, 在用户的设计和体验方面进行优化, SaaS 企业的留客率和拓展新客户的能力将进一步提升。

2、整体生态环境的建立：产业纵向资源整合能力将成为 SaaS 企业的竞争壁垒，当用户对 SaaS 软件的使用接受度较高时，企业业务软件的交叉联系和数据打通能力显得尤为重要，能够建立软件共享生态开放的厂商将增加交叉销售的机会，获得更多不同规模的客户青睐和市场份额，同时客户购买的服务种类增加会推动 ARPU 提升。

由下图可知，每个员工使用多款 SaaS 软件产品，员工和使用的多款软件产品之间数据的互相调用和交叉非常多。这个意味着企业主在管理和决策 SaaS 软件使用和购买的时候，会有软件产品之间互相冲突和打通的考虑。因此 SaaS 软件开发商除了各自在擅长的领域发挥专长外，互相之间的协同带动，互相打通渠道与数据，进行产业生态整合，会促进客户单边网络效应正向循环。

图表 57：不同规模企业中员工使用 SaaS 软件的数据连接



资料来源: Blissfully, 2019 SaaS Trends

3、随着企业线上化和数字化程度增加，企业将在越来越多的管理和运营业务上引入 SaaS 软件，这使得数据节点的连接和不同软件间配合互通的要求进一步提高。企业越来越高的软件系统的复杂度对 IT 运维管理提出更高的要求，而这也带给云 IT 管理、功能平台整合更多的潜在机会。我们认为，云 SaaS 软件的行业龙头将持续以外延方式拓宽自己的产品矩阵，带来行业更多的并购机会，龙头公司市场渗透率有望进一步提升；企业内部 IT 的复杂性带给 IT 云管理公司更多的长期空间，未来整合 SaaS 软件系统的能力将成为云软件公司和云管理公司的重要竞争力。

同时，数据逐渐成为企业重要资产的趋势决定了企业在产品矩阵扩大时，数据的丰富度和获取分析的能力，将成为提供给企业客户的具有竞争力的价值产品，随着客户的增加和 ARPU 的提高，龙头公司的竞争壁垒加强，未来各细分行业集中度有望进一步提升。

美国金融科技法律框架和监管，和稀有牌照 ILC

货币转移牌照获取涉及不同层级的分别监管

在美国，移动支付和金融科技公司的监管框架层级比较复杂并且相对缺乏全局的指引，联邦和各州制定的不同的法律给第三方移动支付公司在全国范围内拓展业务创造了巨大的门槛，一方面，高达百万美元的准入费用让新进入者难以寻求在国家层面上运作；另一方面，移动支付公司在开展业务时还需要接受 6 个金融监管机构的监管，因此对于后进入者是很高的行业壁垒。

对于 Square 来说，公司已经克服限制小型初创公司进入电子支付领域的监管障碍，已获得 49 个州中的 47 个州必要的运营执照。并且是 10 年来第一家获得 ILC 银行执照的公司，这让 Square 在作为一个商业实体进行运营的同时，能提供银行服务。

我们认为，美国货币服务企业在寻求各地扩展业务时会遇到如下的监管障碍和进入门槛，其中在联邦层面申请通过较容易，但在各州将需要花费许多时间、精力和金钱成本：

- (1) 在联邦层级，货币转移由金融犯罪执法网络 (FinCEN) 监管，该网络的任务是防止洗钱和恐怖主义融资。所有货币服务企业在开展业务前，须在 FinCEN 注册，注册过程相对简单，不需要支付许可费，不需要最低净值门槛，甚至不需要背景调查。目前有超过 3 万家企业和个人在 FinCEN 注册，Square 名列其中。
- (2) 在州的层级上，对于寻求在全国范围内运作的货币转移机构来说，州一级的规定是真正的进入壁垒。为了在某个州开展业务，移动支付公司必须获得货币转移许可证，在美国 50 个州(除了不要求执照的蒙大拿州)各有其独特的申请程序和资格要求。其中大多数包括审计、最低净资产要求、背景调查、来自董事会的公司财务报表，以及 10 万至 50 万美元的担保债券，其中主要的五个州要求 120 万美元的担保债券。此外，公司还需要每年 2%至 7%的维护成本，以及其他许可费用。

图表 58：联邦和各州支付牌照准入条件

牌照	要求	费用	Square进展
FinCEN登记	登记表	免费	Square已登记
货币 (Money Transition) 转移许可证	各种情况不同。一般需要授权费，最低净值门槛，背景调查，审计，担保债权。每州都需要单独申请。一共49个州需申请，	每个州10万到50万美元的担保债权。成本约为18万美元+每年14万美元。不包括法律费用和其他费用。	Square已在47个州获得了许可证

资料来源：公开资料，公司官网，第一上海整理

根据《耶鲁法律与技术期刊》的一份研究报告，美国全国牌照的前期成本估计为 18 万美元，维护成本为 14 万美元，通常约占初创公司可用资金的三分之一，且不包括法律费用和其他专业费用以满足执照要求，如审计财务报表。由于这些监管成本壁垒，金融科技初创公司最初会在没有许可执照的情况下运营，直到被各州监管部门

发现时再进行合规申请。例如，自 2009 年以来，Square 一直没有获得所需的货币转移执照，但在 2013 年遭到伊利诺伊州监管机构的勒令停止，并被佛罗里达州罚款 50.7 万美元。此时，Square 已经发展到较大规模，可以承担罚款并游说得以持续经营。截至目前，Square 已经成功获得了美国 49 个州中的 47 个州的货币转移执照。

图表 59: Square 获得货币转移许可证的情况

SQ 拥有的执照	Alabama (阿拉巴马州), Alaska (阿拉斯加), Arizona (亚利桑那), Arkansas (阿肯色), California (加利福尼亚), Colorado (科罗拉多), Connecticut (康涅狄格州), Delaware (特拉华), District of Columbia (首都), Florida (佛罗里达州), Georgia (乔治亚州), Idaho (爱达荷州), Hawaii (夏威夷), Illinois (伊利诺斯州), Indiana (印第安纳州), Iowa (爱荷华州), Kansas (堪萨斯州), Kentucky (肯塔基州), Louisiana (路易斯安那州), Maine (缅因), Maryland (马里兰), Michigan (密歇根), Minnesota (明尼苏达), Mississippi (密西西比), Missouri (密苏里州), Nebraska (内布拉斯加州), Nevada (内华达州), New Hampshire (新罕布什尔州), New Jersey (新泽西), New Mexico (新墨西哥州), New York (纽约), North Carolina (北卡罗来纳州), North Dakota (北达科塔州), Ohio (俄亥俄州), Oklahoma (俄克拉荷马州), Oregon (俄勒冈州), Pennsylvania (宾夕法尼亚州), Rhode Island (罗德岛州), South Dakota (南达科塔州), Texas (德克萨斯州), Utah (犹他州), Tennessee (田纳西州), Vermont (佛蒙特州), Virginia (弗吉尼亚州), Washington (华盛顿), West Virginia (西维吉尼亚州), Wyoming (怀俄明州)
SQ 欠缺的执照	Massachusetts (马萨诸塞州), Wisconsin (威斯康星州)
不需要申请执照	Montana (蒙大纳)

资料来源: Square 官网

避开货币转移牌照、使用其他牌照进行经营的情况

在限制金融科技初创企业广泛运营的重大监管阻碍中，Square 突出重围基本实现了大部分州的业务覆盖。其他成功获得所有州层面货币转移许可证的公司包括亚马逊、Facebook、PayPal 和谷歌等大型科技公司，以及传统的州和国家银行。由于美国的金融监管传统上抵制变革，这些货币转移的法律在可预见的未来仍将存在，并将成为 Square 和 PayPal 等大公司的竞争护城河。

金融科技公司有三种例外可以避开国家货币转移牌照进行经营，但这三种方法对小型初创公司来说都不太可行，因此第三方移动支付行业壁垒仍然很高，目前来看几乎很难有新进入者可以成长为与 Square 相竞争的对手，市场上更多的是巨头之间的竞争促进移动支付行业的发展。

- (1) OCC 金融科技执照——2016 年，美国货币监理署 (OCC) 提出了一项特殊的银行执照，金融科技公司将不需要货币转移牌照就可以从事广泛的银行和金融活动，如接入支付系统或从事某些贷款活动。但是 2019 年一家联邦法院裁定，OCC 无权为

无法获得 FDIC 许可的非银行机构签发执照，该机构的权力无法取代州法律的权力，这意味着 OCC 执照不再是金融科技公司避开传统银行法律程序的可行选择。

- (2) 银行赞助——金融科技公司也可以寻求银行合作伙伴，银行有资格代表金融科技处理跨州的资金转移。Buckley 律师事务所报告称，由于围绕第三方监管的监管力度太大，银行不愿接受合作请求，因此对于风险较高的初创型金融科技更难以与银行达成合作。
- (3) **ILC 银行牌照**：由于金融科技不再申请 OCC 银行执照，ILC (Industrial Loan Company) 执照成为除申请各州执照外，在全国范围内提供银行服务的唯一选择。ILC 银行获准从事与国家银行相同的银行活动，包括发放贷款和接受存款。但是，资产超过 1 亿美元的 ILC 银行不允许接受活期存款。申请 ILC 牌照需要同时向国有银行机构和联邦储蓄保险公司 (FDIC) 提出申请，公司将提供与传统的全国性银行许可相同的申请信息，并提供针对金融科技公司的新规定的额外信息。例如，申请人需要提交描述公司运营的年度报告，接受联邦存款保险公司 (FDIC) 的彻底审查，保持必要的资本和流动性要求等。到目前为止，在金融支付行业只有 Square 在 2020 年获得该牌照，其他公司尚未获得，因此极高的准入门槛对于初创公司来说也很难获得。

ILC 牌照对于金融科技公司的意义有以下两点：(1) 申请 ILC 牌照可以避免花大量成本申请各州的银行牌照，从事全国范围的银行运营活动；(2) ILC 银行不受“银行控股公司法案”和美联储的监管，意味着拥有 ILC 执照的金融技术公司被允许从事商业和银行活动。

金融机构和对应监管者与 Square 获得 ILC 牌照

银行和对应监管者

由于 Square 的卖家和现金应用生态系统都为小企业和个人提供银行服务，维护中小商家和广大消费者的利益成为监管者关注的话题，下文阐述了国家和各州层面银行的监管者及基本的监管框架。

前文已详细阐述 OCC 金融牌照和 ILC 银行牌照的作用和意义，以下表格的机构（包括国家和联邦层面的银行和各州的银行和协会）均不需要获得各州的货币转移牌照而从事金融业务。其中国家层面的机构受美联储的监督，OCC 金融科技特殊银行受美国货币监理署 (OCC) 的监督；州层面的银行和协会机构受 FDIC 的监督，包括 ILC 银行。

图表 60：获得银行牌照的机构种类及对应的监管者

获得银行牌照的机构种类	监管者
国家银行，国民银行	OCC, Federal Reserve
联邦储蓄银行	
联邦储蓄和贷款协会	
OCC 金融科技特殊银行	
州际银行	FDIC
州际储蓄和贷款协会	
ILC 银行	

资料来源：公开资料，第一上海整理

2020 年, Square 成为美国首家获得 FDIC 发放的 ILC 牌照的金融科技公司, 并计划在 2021 年开设一家名为 “Square Financial Services” 的银行, 总部位于犹他州的 “Square Financial Services” 将为小企业提供贷款和存款产品。但是拥有 ILC 牌照后, Square 的活动将受到 FDIC 的密切监控。此外, Square 金融服务的储备金比例将为 20%, 这意味着其贷款规模不得超过其资产的 80%, 而传统银行储备金比例要求为 10%。

获得 ILC 银行执照的机会很难, FDIC 自 2008 年以来一直未批准 ILC 牌照申请, 且自 2009 年以来一直未接受任何 ILC 申请。Square 的申请在今年获得批准, 一方面, 让公司有更多机会扩大其卖家服务和 Cash App 产品的银行服务; 另一方面, 也代表美国联邦存款保险公司 (FDIC) 有意愿放宽门槛为金融科技公司提供 ILC 牌照和开放机会进入银行服务领域。

图表 61: 商业银行与 ILC 银行的比较

权力	商业银行	ILC 银行
接受活期存款	可以	如果总资产大于一亿美金就不能
出口利率的能力	有	有
由联邦银行管理局监管	被 Federal Reserve 监管	被 FDIC 监管
母公司受联邦监管	有	没有
业务仅限于银行业务	只能做银行业务	能同时从事商业和银行业务
储备比率规定	10%	SQ 需要 20%
需要货币传送许可证	不需要	不需要

资料来源: 公开资料, 第一上海整理

美国金融监管机构

在美国, 主要有 5 个监管机构负责监管银行和金融活动。与传统金融服务公司一样, Square 的活动也受到以下机构的监管。

(1) 金融犯罪执法网络 (FinCEN): FinCEN 负责执行《银行保密法》, 该法案旨在防止洗钱和恐怖分子融资。所有货币服务企业在开展业务前必须在金融中心注册。

在 Cash App 的案例中, FinCEN 要求该公司追踪用户的账户信息, 并报告可能有洗钱、逃税或其他犯罪活动的可疑动机的活动。FinCEN 还要求 Cash App 报告交易额超过 1 万美元的交易, 但 Cash App 用户每周最多只能发送 7500 美元。

(2) 消费者金融保护局 (CFPB): 消费者金融保护局的职责是保护金融领域的消费者。其负责根除不公平、欺骗和滥用行为, 执行禁止消费金融歧视的法律, 受理消费者投诉, 关注并监督金融市场对消费者的新风险。

消费者金融保护局监督 Square 和 Cash App 的活动, 以确保该公司的行为是诚实和安全的。它要求 Square 以其条款和条件来界定其客户负债。如不满意, 顾客可到消费者金融保护局投诉。到目前为止, Square 一直严格遵守 CFPB 的规定。

(3) 联邦贸易委员会 (FTC): FTC 负责执行反托拉斯法 (反垄断法) 和保护消费者。与 CFPB 类似, FTC 也禁止不公平或欺骗性的商业行为或做法, 但是联邦贸易委员会 (FTC) 的管辖范围比 CFPB 要广得多, 也超越了金融服务领域。

(4) 联邦存款保险公司 (FDIC): 联邦存款保险公司保护消费者免受存款损失。它还

负责处理希望获得 FDIC 保险的银行的申请过程。如果一家 FDIC 担保的银行倒闭，FDIC 的存款保险将为消费者提供最高 25 万美元的损失。

对于 Square 公司，用户的 Cash App 账户余额没有 FDIC 保险，理论上 Square 平台破产后消费者的账户余额无法得到赔付；但由于 Cash App 将用户的资金存储在另一家 FDIC 保险的合作银行 Lincoln Savings Bank 的备付金账户中，当该银行破产时，会获得保险理赔从而备付金能够得到补偿。

Square 新成立的 ILC 银行“Square Financial Services”获得 FDIC 保险的担保，未来 Square 可能会选择将 Cash App 用户资金存储在自己的子公司银行。除非 Cash App 有 FDIC 的保险，否则用户可能仍不愿将存款或薪水存入该账户。因此，获得联邦存款保险公司的保险将是 SquareCash App 扩展其银行服务的重要一步。

(6) 联邦储备系统 (The Federal Reserve System)：美联储是美国的中央银行系统。它负责执行国家的货币政策，维护金融体系的稳定，规范金融机构。一般来说，美国联邦储备委员会负责监管商业银行活动。但是由于 Square 的子公司银行“Square 金融服务”属于 ILC 牌照，不受此规则的约束，这意味着它不受美联储的监管或检查，而由 FDIC 负责对 ILC 银行实施规章制度。

图表 62：美国的金融监管机构

监管机构	责任	对Square的影响
金融犯罪执法网络 (FinCEN)	防止洗钱和恐怖分子融资	Square要在FinCEN注册 FinCEN要求公司追踪用户的账户信息，并报告可疑活动
消费者金融保护局 (CFPB)	消费者保护	要求Square披露Cash App和客户负债 如果Square违反了联邦消费者金融法，消费者金融保护局可能会对其处罚
联邦贸易委员会 (FTC)	消费者保护、反垄断限制	没有特别影响
联邦存款保险公司 (FDIC)	存款保险	监管Square Financial Services
联邦储备系统 (FED)	货币政策，维护金融体系	无特别影响，不监管ILC银行

资料来源：公开资料，第一上海整理

ILC 银行牌照成为金融科技和支付公司理想牌照

(一) ILC 形式的起源和发展

1910 年，企业家亚瑟·莫里斯创立了“富达储蓄信托公司”，第一个 ILC 机构由此诞生。它的基本目的是向低收入和中等收入的行业工人提供贷款，这些人有稳定的工作，但因为银行贷款过于谨慎，其很难获得银行信贷。这家银行发放的贷款不是根据传统银行的抵押贷款，而是根据两个信誉良好的人进行推荐，来获得额外的贷款工人，这样也可以进行信用背书。此外，该银行通过发行投资凭证而不是提供存款来筹集资金。随着时间的推移，这种 ILC 银行的数量迅速增长。一般来说，ILC 银行由较大的金融机构拥有，但在过去几十年里，少数商业公司也开始组建和收购 ILC。

(二) 商业公司从事银行业活动的法律监管时间表

在过去的 60 年里，联邦政府采取的立法行动一直在稳定和持续地限制商业公司进入银行业，以下是至今仍适用的主要立法进展：

- 1、1933 年联邦储备法——明显限制母公司利用其 ILC 银行作为融资来源的行为；
- 2、1956 年银行控股公司法——禁止商业实体与银行之间的任何联系，但是根据 1987 年的《竞争平等银行法》，ILC 银行是唯一的例外。
- 3、1987 年竞争平等银行法
 - (1) 要求所有 ILC 银行必须获得联邦存款保险公司的保险；
 - (2) ILC 银行不受 1956 年《银行控股公司法》的约束，这意味着商业公司可以利用 ILC 的执照从事商业和银行活动，而这在传统上是非法的；
 - (3) 资产超过 1 亿美元的 ILC 银行不得接受活期存款或提供商业支票账户；
 - (4) 唯一被允许颁发 ILC 特许牌照的州是加利福尼亚、科罗拉多、明尼苏达、印第安纳、夏威夷、内华达和犹他州。

(三) 联邦政府对 ILC 牌照的颁发的顾虑和担心

1987 年《竞争平等银行法》宣布允许商业公司从事银行业务后，引起了许多商业公司的高度关注，美国禁止公司从事金融和商业活动，但 ILC 对此规定提供了一个例外，成为商业公司进入银行领域的唯一方法。例如当沃尔玛努力成立一个 ILC 银行时，向商业公司授予 ILC 特许经营权的问题引起了许多非议，银行业担心和反对新参与者进入银行业领域。因此联邦存款保险公司拒绝了沃尔玛的申请，并暂停了所有 ILC 申请，直到 2013 年。

联邦政府不愿向商业公司提供 ILC 牌照的原因一方面是监管机构担心拥有 ILCs 的大型商业公司会利用其规模和资源，进行掠夺性定价，将当地银行竞争对手赶出市场；另一方面，ILCs 可能有动机以优惠利率向其母公司提供贷款，或拒绝向其母公司的竞争对手提供贷款。以沃尔玛为例，许多人担心沃尔玛将在其所有零售商店开设银行分支机构，并最终提供全面的银行服务。因此，商业公司从事银行业务的事一直被严格监控，较难推进。

(四) ILC 牌照申请过程和具体要求

有关母公司申请 ILC 的详细过程及主要规定如下：

- (1) 向 FDIC 提交被保险公司所有子公司的初始清单；
- (2) 同意联邦存款保险公司对被覆盖公司及其每个子公司的检查，以允许联邦存款保险公司评估母公司对任何书面协议、承诺或附加条件的遵守情况；
- (3) 将其在 ILC 银行董事会的代表席位比例限制在 25%；
- (4) ILC 银行在成为被覆盖公司的子公司后，需要事先获得联邦存款保险公司的批准，才能对其商业计划进行实质性变更；
- (5) 维持资本和流动性要求。

考虑到这些要求，商业公司要成功申请 ILC 执照仍然较困难，公司是否符合资本要求并通过审查完全由 FDIC 决定，而 FDIC 传统上不愿向商业公司授予 ILC 牌照。

(五) ILC 的未来发展趋势

2020 年 3 月 17 日，FDIC 提出了一项规则，进一步说明商业公司获得 ILC 特许的要求和申请流程。3 月 18 日，FDIC 宣布批准了 2 个申请者，Square 和 Nelnet 银行，这是 10 多年来 FDIC 首次授予 ILC 执照。现任 FDIC 主席 Jelena McWilliams 表示，愿意批准申请 ILC 牌照的银行申请的 FDIC 保险。我们认为联邦政府对于 ILC 牌

照申请有放宽限制的趋势。

但是监管机构仍然对授予 ILC 牌照的商业公司保持谨慎且高度关注的态度，并可能在未来反对批准 ILC 申请。监管机构认为《银行控股公司法》中的 ILC 条款允许商业利益集团拥有提供全面服务的银行，避免综合监管，并威胁金融体系；而且将商业业务和银行业务并驾齐驱可能不是好的商业模式。我们认为这种模式可能导致高风险投资或一些未披露的商业来往损害消费者利益，因此应该保持银行业务的相对剥离和独立性。总的来说，ILC 的支持率将保持在低水平。

Square 获得 ILC 后可扩展的金融服务

Square 争取获得 ILC 执照的主要原因是获得为其商业客户提供更广泛银行服务的能力。目前，Square 依靠其合作银行“凯尔特银行”发放贷款。有 ILC 银行子公司后，Square 将获得对贷款来源过程的完全控制权，在提供自己的存款和贷款产品方面也有了更大的自由度。通过取消与凯尔特银行的合作，Square 可以通过减少支付给合作银行的费用来削减成本。

Square 的 ILC 牌照申请流程及要求与上文所述类似，此外，联邦存款保险公司还规定了特定的资本和流动性维持要求：（1）始终保持不超过 20% 的杠杆率（债务资本比率）；（2）在一个独立的第三方被保险的储蓄机构建立并维持 5000 万美元的准备金存款，以防 Square 的 ILC 银行破产或运营出现问题；（3）向联邦存款保险公司提交年度商业计划以供审查和批准。

综上所述，除了不能提供活期存款和商业支票账户外，Square 金融服务与传统银行拥有相似的权力，都能够提供全方位的存贷款服务。

图表 63：传统银行和 ILC 银行的业务范围对比

权利和法律规则	没有 ILC 的公司	商业银行	Square Financial Services
提供所有的存款和贷款	不可以	可以	可以，但不能提供活期存款
需要货币转移许可证	需要	不需要	不需要
可以在所有的州进行银行业务	不可以	可以	可以
被 FDIC 严格监管	N/A	是	是
能提供活期存款和支票存款	不可以	可以	可以
仅限于银行和金融业务	不是	是	不是
如果 CRA 评级低于认可水平，公司可能会被禁止业务	N/A	是	是
如果储蓄机构子公司的资本金不足，则可以由联邦银行机构下令子公司剥离	N/A	Yes	No

资料来源：公开资料，第一上海整理

典型 ILC 牌照银行的商业模式及财务指标

商业模式

大多数商业公司下属的 ILC 银行主要面向特定目标客户提供商业和消费贷款。例如，丰田汽车为其客户提供车辆贷款，Square Financial Services 向其小企业客户群提供贷款。

由于 ILC 银行不能提供活期存款，经纪转存款是大多数商业公司拥有的 ILC 银行的主要资金来源。经纪转存款本质上是个人客户为了更高的收益率在第三方存款经纪机构进行的投资，第三方存款经纪机构将个人客户投资的钱汇集后出售大额存款给银行或其他机构，中间机构赚取利率差价，接受中间机构存款的银行经常这样做，以增加其流动性。类似地，Square Financial Services 将获得个人客户存款，再将其贷给需要贷款的企业和个人，将从利率差中获得盈利。

图表 64：商业公司所拥有的 ILC 银行的资产组合比例

	经纪存款与总存款的比率	总资产(\$M)	总资产的%			
			现金	证券	贷款和租赁	其他
BMW Bank of North America	96.3%	8169	0.3%	23.1%	75.6%	1.0%
EnerBank USA	99.8%	313	1.7%	1.4%	94.5%	2.5%
GE Capital Financial Inc.	92.7%	8028	9.7%	13.7%	63.9%	12.7%
Target Bank	0.3%	112	5.7%	12.0%	79.5%	2.9%
Toyota Financial Savings Bank	44.1%	822	6.2%	2.0%	88.0%	3.8%
Transportation Alliance Bank Inc.	40.9%	511	7.8%	0.9%	67.0%	24.4%

资料来源：公开资料，第一上海整理

财务指标

与所有 FDIC 担保的机构相比，商业公司的 ILC 银行的权益资本与资产比例最高，资本结构最优，其次是金融公司的 ILC 银行；金融公司的 ILC 银行投资回报率（净资产收益率）最高，盈利能力更强。ILC 银行瞄准了传统银行认为无利可图的细分客户，尤其是不愿发放贷款的小客户。在美国，大银行向小客户提供小额贷款收益率低，贷款成本往往大于利润。但商业公司在与客户进行交易的过程中已经收集了足够的目标客户基础信息，为那些无法从大银行获得贷款的人提供贷款。例如，Square 可以通过 POS 系统收集信息，深入了解商家运营和财务数据，进而选择向哪些商家发放贷款可承担较低风险，进而实现远高于传统银行的 ROA。

Square Capital 的平均贷款规模只有 6000 美元，但 Square 对贷款收取 10%-16.5% 的贷款利率，因此贷款者的年化贷款成本可能超过 30%，美国 2019 年的银行贷款基础利率在 5% 左右，Square 利用信息更加对称拓展了更多客户并获得较高的收益率。

总的来说，Square 的 ILC 牌照为公司提供了一个向商业客户提供更广泛的金融产品的通行证，并为传统银行服务市场空缺的小企业提供所需商业贷款帮助更多小微企业成长。我们认为 Square 的卖家服务和银行业务未来会形成交叉销售，将会有更多的卖家客户接入 Square 卖家服务系统和使用其金融服务。

此外，考虑到监管机构仍不愿批准 ILC 的态度倾向，Square 的 ILC 银行很难被寻求开展小企业贷款业务的竞争对手复制。ILC 牌照的主要缺点是不能提供活期存款和商业支票账户降低用户存款的风险，因此 Square 无法将存储在 Cash App 中的钱作为存款再进行借贷获取收入，或者通过提供更高的利率来吸引更多的客户使用 Cash

App。未来有必要跟踪 Square 是否能向个人 Cash App 用户提供类似的银行服务，例如支付宝旗下的蚂蚁花呗，面向更多的个人用户提供借贷服务。

图表 65：典型 ILC 银行和传统银行的资本结构和盈利能力。

	权益资本与资产比率	ROA	ROE
金融公司的 ILCs	13.00%	2.60%	19.50%
商业公司的 ILCs	15.80%	2.00%	13.80%
所有 FDIC 担保机构	11.10%	1.04%	9.30%

资料来源：公开资料，第一上海整理

经营、财务和成本分析

收入

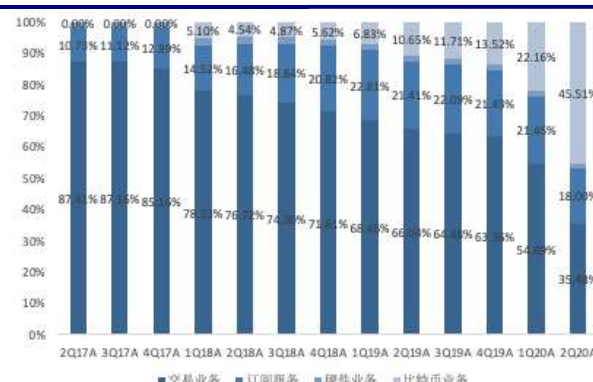
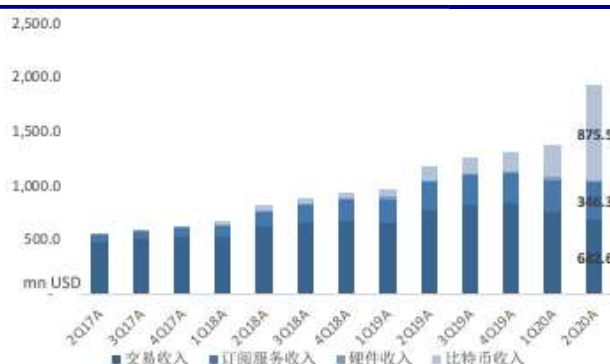
Square 主要有 4 部分收入：交易、订阅服务、硬件、比特币。总体上看，收入呈稳定增长趋势，2020 年 Q2 实现总收入 19.2 亿美元，同比增长 64%。分业务看，收入结构逐渐多样化。近年来收单业务带来的交易收入贡献收入比例最大，但由于 Cash App 的强劲表现，交易贡献收入比例逐渐缩小，2020 年 Q2 交易收入达到 6.82 亿美元，占总收入比例 35.5%。其次，订阅服务逐渐占据总营收的重要地位，占总收入比例从 2017 年 Q2 的 10.7% 到 2020 年 Q2 的 18%，增长 68%。最后，硬件业务和比特币业务作为吸引商家和用户的工具和功能应用，不承担盈利职能，对公司总盈利能力影响不大。

毛利率

近年来，Square 的毛利率稳定在 40% 左右，得益于其商家生态和 Cash App 持续的竞争优势。2020 年 Q2 毛利率下降至 31%，这主要是因为疫情给商家端 GPV 带来的负面影响和比特币收入占比较高。公司的主营业务成本可分为 4 块：交易成本、订阅服务成本、硬件成本、比特币成本。交易成本来自于公司处理交易时须交一部分手续费给信用卡公司，因此公司的交易抽取率大概在 1% 左右。订阅服务的盈利空间相对最大，以较低的成本撬动更高的收入。我们预计订阅服务盈利空间不断被打开，主要由 Cash App 和商家线上商店所驱动。

图表 66：Square 分业务收入（2017Q2-2020Q2）

图表 67：Square 分业务收入占比(2017Q2-2020Q2)



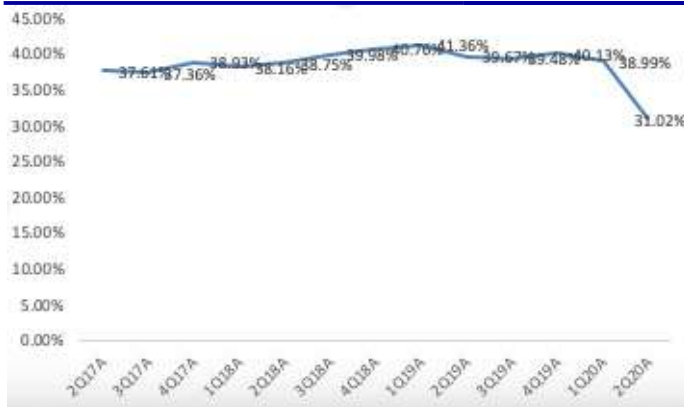
资料来源：公司财报、第一上海整理

资料来源：公司财报、第一上海整理

经调整净利润

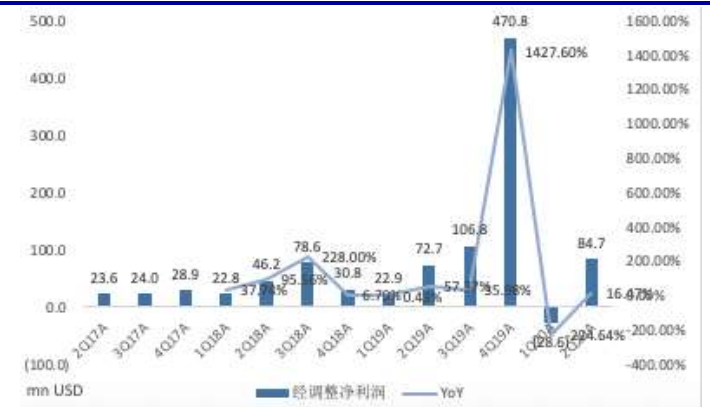
经调整净利润整体呈平缓上升趋势。其中，2019 年 Q4，经调整净利润达到 4.7 亿美元，同比增长 1427.6%，这主要由于公司出售 Caviar 业务带来的 3.73 亿美元的销售收益。2020 年 Q1，经调整净利润三年内首次亏损，亏损-2.86 千万美元，同比下降 224.64%，主要是由于交易和贷款损失准备金的增加，以及在较小程度上，3 月基于卖方交易的毛利润以及基于卖方订阅服务利润的下降（公司免除 3-4 月份商家订阅服务费用以扶持商家）。

图表 68: Square 毛利率 (2017Q2-2020Q2)



资料来源：公司财报、第一上海整理

图表 69: Square 经调整净利润 (2017Q2-2020Q2)



资料来源：公司财报、第一上海整理

GPV

GPV 是 Square 的关键指标和收入来源。因为 Square 从支付总额（GPV：即其平台上处理的所有付款金额）中收取一定的手续费作为交易收入，因此 GPV 是衡量 Square 营收能力的重要指标。

Square 的 GPV 呈现高速增长趋势。自 2017 年开始，Square 的支付总额 GPV 一直保持 25%~30% 的同比增速，在 2019Q4 实现 257.4 亿美元，这主要得益于

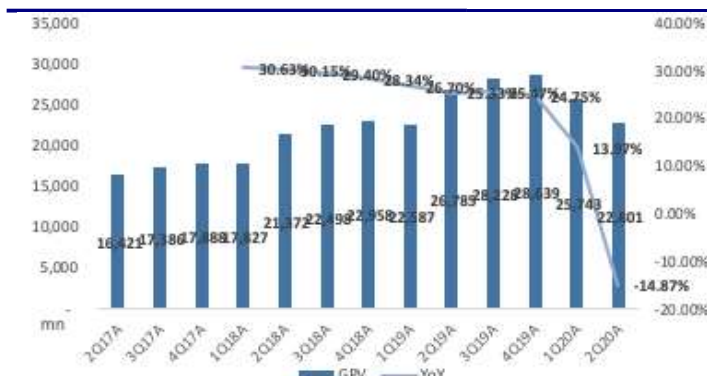
(1) 近年来商家端对大型商户的拓展。大型商户（年 GPV > 12.5 万美元）的增长势头明显，贡献交易额比例逐年上升。大型商户 GPV 所占比例从 2017 年的 20% 左右逐步上升至 2020Q2 的 25%。

(2) 对中小商家的深度绑定并拓宽细分领域。Square 通过其 SaaS 服务和信用借贷服务帮助中小商家成长并进一步提高客户粘性，商家成长的过程中也不断为公司贡献交易收入。另外，Square 商家客户多样化发展，从零售、餐饮行业为主到进入家居、交通、医疗等近 10 个领域，拓宽交易渠道。

(3) Cash App 和 Cash Card 的不断渗透，消费者移动支付习惯的养成。

2020 年 Q1 开始，Square 的 GPV 呈现下降趋势，主要由于冠状病毒对美国经济的打击，其中 Square 的主要客户—中小商家首当其冲。Square 表示，从今年 3 月开始，其卖家生态系统 GPV 开始加速下降，GPV 同比下降 25%。但由于 Cash App 和商家线上商店在疫情期间的优异表现，部分抵消了疫情给中小商家带来的负面影响。我们认为，Cash App 在疫情的刺激下将对 GPV 持续产生增量；同时被压抑的商家需求将在疫情结束后迎来报复性反弹，商家端在线上化的趋势下有望迎来新一轮增长。

图表 70: SquareGPV (2017Q2-2020Q2)



资料来源: 公司财报、第一上海整理

图表 71: Square 交易抽佣率 (2017Q2-2020Q2)



资料来源: 公司财报、第一上海整理

CASH APP ARPU (每用户平均收入)

近年来公司在数字支付生态的收入表现出较好的增长势头, 鉴于数字支付生态对 Square 的重要性愈加突出, 我们认为 Cash App 的 ARPU 的不断提高是公司营收上涨的重要原因。经我们测算, 截至 2020Q2, Cash App 平均每用户收入达到 5.8 美元, 同比增长 7%。由于 Cash App 不断推出投资、比特币等功能丰富应用场景, 进一步将 Cash App 融入到人们的财务生活中, 提高用户粘性的同时促进用户收入。考虑到疫情将刺激用户支付习惯线上化, 以及在无现金社会趋势的带领下, 我们认为未来用户平均生命周期价值将会增加, ARPU 有望继续提高。

Cash AppMAU

近年来 Cash App MAU 取得强劲增长。2020Q2 MAU 达到 3 千万, 同比增长 25%, 其中 Cash Card 用户达到 700 万, 渗透率为 23.3%。高速增长得益于 (1) Cash App 对无银行账户人群的特殊吸引力, 以及自 18 年底公司开始加大在社交媒体上的营销力度, 加速渗透年轻群体, 成为 iOS 金融类应用第一名。(2) P2P 支付带来强网络效应。当家人朋友使用此 App 时, 他们的邀请将使他人产生强烈的动机使用此 App 以便相互付款。(3) 疫情期间政府救济金的发放促使大部分人使用 Cash App。我们认为, 通过疫情的刺激, Cash App MAU 加速成长通道已打开, 长期范围内会提高公司的盈利能力。

图表 72: Cash App ARPU (2018Q1-2020Q2)



资料来源: 公司财报、第一上海整理

图表 73: Cash App MAU (2018Q1-2020Q2)



资料来源: 公司财报、第一上海整理

营销费用

营销费用呈逐步上升趋势。2020 年 Q2，营销费用达到 2.38 亿美元，同比增长 52.21%，其中 Cash App 营销费用同比增长 114%，这主要是来自于 P2P 交易损失，Cash Card 发行和广告。其他销售支出包括广告，人力成本等，同比增长 2%，这表明，Square 减少了卖家生态系统的营销支出，并将营销重点转向了 Cash App。

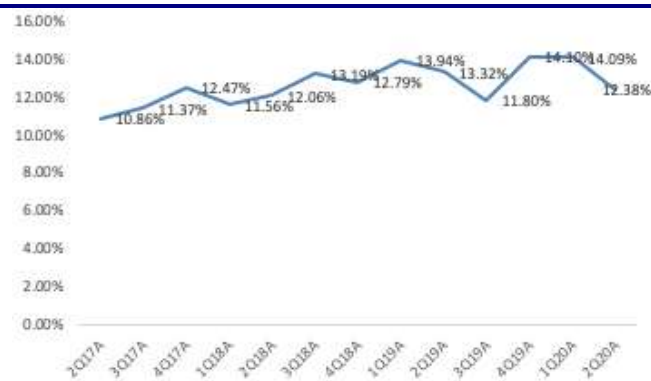
我们使用 S&M 费用与收入的比值表示销售费用率，该比值越低表示营销费用撬动企业货币化的效率越高。近年来，Square 的销售费用率方面稳定在 13% 左右，这表明公司营销效率高，能够有效控制营销费用支出，并根据市场情况及时调整营销策略。

图表 74：销售推广费用



资料来源：公司财报、第一上海整理

图表 75：销售费用率

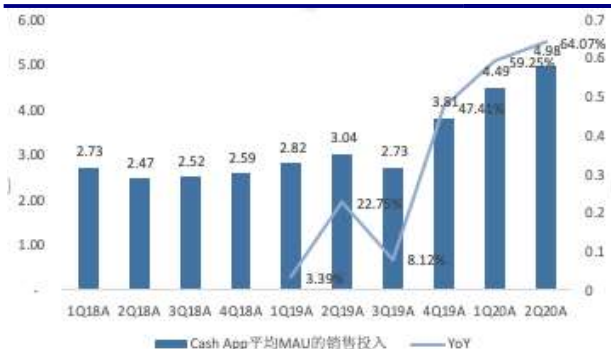


资料来源：公司财报、第一上海整理

获客成本

我们使用 Cash App 平均 MAU 的销售投入值，来粗略评估 Cash App 的获客成本。经我们测算，2018 年到 2019 年之间，Cash App 的平均获客成本稳定在 2.5-3 美元之间。自 2019 年底开始，Cash App 的获客成本上升至 4 美元以上。此外，营销费用与 GPV 的比值逐渐上升，2020Q2 达到 1.04%，这表明，公司在疫情期间加大了营销支出，加速流量的获取。我们认为，公司瞄准疫情契机，加大营销投入以承接即将到来的巨大流量，持续增加用户粘性并为 Square 带来长期利好。

图表 76：Cash App 平均 MAU 的销售投入（测算）



资料来源：公司财报、第一上海整理

图表 77：Square S&M/GPV（2017Q2-2020Q2）



资料来源：公司财报、第一上海整理

行政、研发费用率

行政开支和研发开支占收入的比重趋于稳定。自 2017 年 Q2 以来，研发费用比率在 15%左右波动，行政费用比率保持在 10%上下浮动。2020 年 Q2，研发费率和行政费率呈明显的下降趋势，主要得益于公司规模经济效益带来的下降空间。

图表 78: Square 研发费用率、行政费用率 (2017Q2-2020Q2)



资料来源：公司财报、第一上海整理

现金流

公司现金流充足。2017 年到 2019 年，公司经营现金流高速增长，主要得益于商家端和 Cash App 的用户粘性不断提高，以及收付款账期差带来的影响。截至 2020 年 Q2，公司拥有 37 亿美元流动资金，其中有 32 亿美元的现金和现金等价物，投资等，还有 5 亿美元的循环信贷额度。这表明公司拥有强大而灵活的资产负债能力，并且即使在宏观经济下行的情况下，也有足够的流动性来应对未来两年的经济波动。

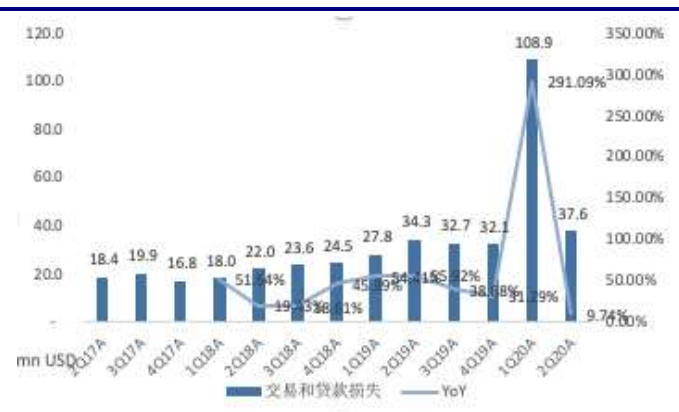
交易贷款损失因疫情影响呈较大波动。由于 Square 贷款服务的天然优势，2017 年到 2019 年交易贷款损失费用较为稳定，随着交易量的增大有缓慢上升趋势。2020 年 Q1，交易贷款损失同比增长 109%，上升至 1.09 亿美元。这主要是因为公司根据趋势和概率加权的结果计提损失准备金以反映疫情的预期影响，包含 7900 万美元的交易损失准备金和 2200 万美元的未偿还贷款准备金，此假设与疫情前的水平相比高了约 4 倍。此外，该增长也来自于卖方和 Cash App 交易量、Square Capital 原始业务持续增长的推动。我们预计，疫情结束后，交易贷款损失将会恢复到正常水平。

图表 79：经营现金流（2017-2019）



资料来源：公司财报、第一上海整理

图表 80：交易和贷款损失（2017Q2-2020Q2）



资料来源：公司财报、第一上海整理

经营与财务数据预测

综合分析，和总结分析结果与观点，我们长期看好公司的价值。Square 是一家随着交易线上化推进，拥有广阔未来，值得长期跟踪和投资的公司。因此，为了更好地跟踪以及衡量公司的当下的运营、财务和估值水平，我们针对公司四大业务板块的一些关键的运营和财务数据提出假设和预测，并在此基础上对公司未来三年的财务表现进行预测。

线下交易收单收入

Square 在线下商户交易支付中扮演收单机构的角色，收入模式是通过售卖给商户硬件设施来引导商户使用 Square 的 NFC 读卡器进行收款，Square 抽取支付金额一定比例的佣金。由于 Square 这部分的业务已经较为成熟，在商户尤其小商家的普及率相对较高；加上 Square 为了吸引商户接入硬件设施亏本售卖，线下收单的主要收入来源是佣金收入。

佣金收入由当季线下收单 GPV 和抽佣率的乘积得出，GPV 是由除去推广 Cash App 线上业务即线下收单业务的营销费用撬动。我们测算，公司 GPV/S&M Except Cash App 比例在 300 倍左右，由于 2020Q3 和 Q4 受疫情影响，线下业务营销驱动 GPV 效果降低，给予大约 280 倍。随着移动支付的兴起，会抢占一定比例的线下收单业务的份额，且由于这部分业务逐渐成熟，该比例在 2021 年和 2022 年预计分别为 295 和 285。线下收单业务推广费用由总的营销费用乘上线下业务营销费用所占比例，假设线下营销费用占公司总的营销费用比例基本不变，由历史数据可知该比例在 45%左右，通过同比预测公司总的营销费用得到 S&M Except Cash App，进而得到每年的 GPV。

抽佣率（变现率）近几个季度历史水平维持在 2.9%左右，考虑到未来线下收单市场的竞争加剧和 Square 在收单业务议价能力略微降低，抽佣率在 2020 年 Q3-Q4、2021 年和 2022 年分别为 2.87%左右、2.81%左右和 2.73%左右。由此可以得出 2020 年、2021 年和 2022 年的线下交易收单收入预计分别为 32 亿美元、44 亿美元和 49 亿美元，同比增长预计为 3.7%、38%和 11.2%，结合疫情影响和历史增速符合市场发展。

订阅及服务收入

该部分业务收入分为 2B 和 2C 端的支付服务，2B 端业务主要分为五项服务，借贷服务、即时到账、商家借记卡、在线商店和其他，由于公司披露数据的限制，我们将

2B 端业务分为借贷服务和针对卖家的软件服务两部分进行预测：

- (1) 借贷服务 (SQ Capital)：借贷服务的收入是由借贷给商户的总金额数和该资金贷款的回报率相乘得出。在借贷总金额方面，由于疫情对中小商户连续经营的不确定性增加的影响，根据 Square 历史披露的信息和数据，我们预计在 2020Q3-Q4 公司放慢贷款业务的扩张，减少公司的经营风险，预计同比小幅增长 7%左右，2021 年和 2022 年贷款规模预计分别增长 25%左右和 20%左右。在贷款资金的回报率方面，由于 Square 利用数据优势愿意贷款给中小商户承担比银行更高的不确定性，其投资回报率维持在比银行一年期贷款成本 5%左右的更高的水平，我们预计其长期回报率大致为 6.5%。
- (2) 针对卖家的软件服务 (Software for sellers)：历史数据由订阅及服务收入减去借贷服务收入和 2C 端的订阅和服务收入得到。通过历史数据的增速结合疫情对卖家线上业务的推动影响，我们认为该项收入下卖家在线商店服务收取交易佣金的收入将快速增长；同时由于线下业务向线上的转移，卖家即时到账服务的需求增长明显，给予这两部分较高的增速预测。因此 2020 年 Q3-Q4、2021 年和 2022 年卖家软件服务的收入每个季度同比增速分别预计增长 35%左右、42%左右和 35%左右，2020 年-2022 年年度同比增速预计分别约为 40%、43%和 30%。

Cash App

订阅及服务业务 2C 端主要分为两块来源，个人用户的即时到账功能和 Cash Card。这两部分整体可以看作由活跃用户数和每个用户贡献的收入 (ARPU) 相乘得出，因此对个人端的订阅及服务业务分别预测活跃用户数和 ARPU。在活跃用户数方面，得益于疫情驱动和整体支付线上化的趋势推进，我们预计 2020Q3-Q4 维持季度环比 20%左右的增速，2021 年和 2022 年分别维持季度环比 10%和 5%左右的增速，年活跃用户数在 2020 年、2021 年和 2022 年分别可达到 0.5 亿、0.7 亿和 0.9 亿。ARPU 方面由于 Square 对即时到账和借记卡使用均有统一的收费规则，因此每年均假设较小 10%左右的涨幅，由此预计 2C 端的服务收入在 2020 年-2022 年分别为 7.4 亿美元、13.8 亿美元和 20 亿美元。预期的高速增长也反映了规模效应呈现的高变现能力。

硬件收入、比特币交易和其他

硬件收入方面，由于 2020 年疫情影响线下商家经营进而影响线下支付硬件的安装，我们预计该部分收入会轻微下滑，基于我们对 2020 年年底疫情会有所缓和的预期。线下收单业务市场被线上支付有所取代，我们认为该部分收入在 2021 年和 2022 年保持平稳的 20%左右的相对低增速。该部分收入占总收入的比重只有 1.5%左右，对总体收入的预测无重大影响。比特币交易和其他方面，得益于 2020 年用户红利的影响，比特币交易业务收入呈现爆发式增长，考虑 2020Q1-Q2 的历史数据，我们预期 2020 年增长 2.3 倍。随着用户红利趋于平缓、该领域新竞争者进入加上 Square 的交易佣金费用不占优势，2021-2022 增幅预计在 30%左右，因此该项业务 2020 年、2021 年和 2022 年预计贡献收入 17.1 亿美元、22.6 亿美元和 29.3 亿美元，占总收入比重预计维持在 30%左右，该项业务主要目的是保持用户使用粘性，毛利率较低。

费用端与现金流

主营业务成本方面，我们假设每一项业务的成本占该项业务收入的比重维持稳定，即各项业务的商业模式不变带来的毛利率不变，符合现实商业模式。

经营费用主要由四部分构成，产品研发、销售费用、行政和一般费用、贷款损失。其中产品研发以及行政和一般费用我们均按照疫情期间减小开支增速，2021 年和 2022 年按照业务扩张相应增速进行预测。销售费用超过一半的比例用在 Cash App

的推广，包括用户的留存和拉新，我们假设随着移动支付作为公司战略的重点，该比例还将继续有所上升，因此在预测 Cash App 的营销费用后除所占的比例，预测出公司总的营销费用，且验证得到单个获客成本保持在一定水平，符合公司营销推广费用控制。贷款损失我们预计 2020 由于疫情对中小商家经营的负面影响，公司减少贷款业务，坏账损失增加不多，2021 年和 2022 年随着贷款业务深入开展，分别预计贷款损失增速为 40%和 30%左右。

现金流方面，由于 Cash App 和线下收单业务结算账期的特点，第三方支付平台具有极强的现金流特征，我们预期在未来公司的经营现金流将持续为正，并主要随着 Cash App 的交易往来扩大而不断增长。资本投入方面则主要是以购买房产和设备为主的有形资产投入，设备中包括生产线下收单 NCF 读卡器购置的生产设备等。公司的研发费用均作为费用在当期扣除，未资本化，因此预计没有无形资产开支。

综合分析，我们预测公司在 2020 年、2021 年和 2022 年分别录得收入 64 亿美元、91 亿美元和 112 亿美元，经营利润/（亏损）预测分别为 3.3 亿美元亏损，6 亿美元盈利和 8 亿美元盈利。

Total Addressable Market 计算

Square 的业务为两条线，即 2B 的收单加 SaaS 和 2C 的第三方支付。因此，公司的 Total Address Market 也分为两个市场。从阶段上看，主要分为国内和国际两个阶段。我们认为公司的业务尚在早期，当下的目标主要集中于美国国内。因此我们的 TAM 讨论也以美国市场为基础，参考公司公布资料，分别分析这两个业务的 TAM。

Seller——以企业门店为计量的数字化 SaaS 市场

根据本篇报告的分析，公司 2B 的 seller 业务主要包含四个方面的商家服务：功能软件订阅、金融服务、商家贷款、交易利润。功能软件订阅主要围绕商家数量来进行估测。而金融服务和交易利润主要来自于商家的 GTV。

根据美国劳工部的统计数据，2012 年美国共有零售商户数量约为 1895 万，考虑到美国人口总数从 2012 年至今未出现大幅波动，并且在未来一定时间继续保持相对稳定，因此我们假设 2020 年和未来一定时间的商户数和 2012 年所公布的数量级相当。根据公布的材料，根据销售量规模分为四个级别，分别是大型企业、中型商户、SMB 和微型商户（个体户）。

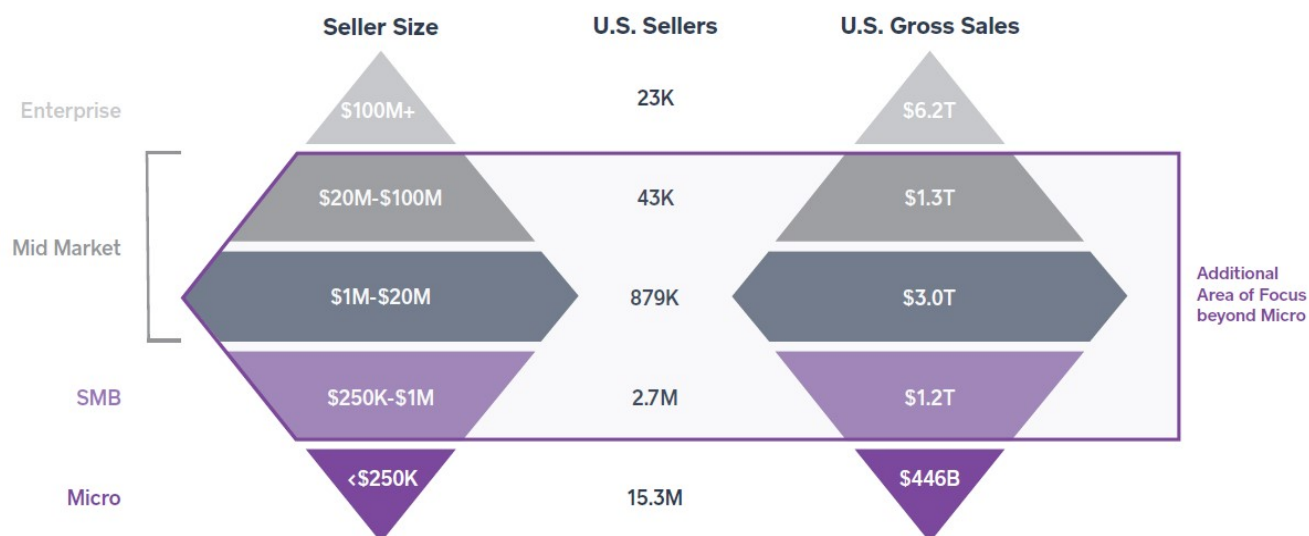
我们根据公司过往的公布的 GTV 商户结构，假定中位数为平均交易量，测算得出 2019 年 GPV 大于 50 万的商家数大约 5.7 万家左右，GPV 介于 12.5 万至 50 万美元之间的商家数大约为 9 万家，GPV 小于 12.5 万美元的商家数大约为 80 万家。

因此，对照美国劳工部公布的商户数量，初步测算对应三个级别的 GPV 分类渗透率分别为 50 万以上的 GTV 大型企业 6.1%，12.5 万至 50 万之间交易额的渗透率为 3.4%，12.5 万以下的小微企业 5.2%。综合渗透率空间大约不到 5%。

按 GPV 计算，根据美国劳工部公布的数据，整个销售市场大约为目前大约为 12.1 万亿 USD，**根据目前测算的渗透率为大型企业 0.27%，中小企业大约为 2.39%，小微企业大约为 10.72%。**而公司 2019 年的 GTV 总额为 1096 亿元 USD，因此从交易量的角度讲，目前市场的渗透仍然非常低，仅为 0.9%。

收单和 SaaS 软件产品是公司 2B 业务的驱动主力，在获客之后 Square Capital 和财务服务跟上，因此，TAM 市场可以根据这两块公布的市场空间来进行初步推算。我们假设收单业务市场未来平均抽佣率在 2.5%，得出整体 TAM 大约为 3 千亿 USD。软件产品、金融服务方面，业务将随着商户渗透率和结构的优化渗透不断提升。根据公司公布的计划，公司认为面对近 2 千万的商户市场，software 的市场空间大约为 3 千亿 USD，square capital 为 120 亿 USD，财务服务为 50 亿 USD。该计算较渗透率反算较高的主要原因在于整体结构会出现优化。目前公司 2B 业务渗透率较高的企业类型为小微企业，而大企业在订阅费用和服务需求上体量会大的多。但另一方面，我们认为小微企业的高渗透并非该公司劣势，而非常重要。考虑到小微企业遍布于消费零售市场的每一个角落，收单是非常高频的业务，这为 C 端业务的 Cash App 提供了非常坚实的场景基础。

图表 81：公司总结的 Seller TAM 商户数



Sources: 2012 U.S. Census, U.S. Bureau of Labor Statistics

"Seller Size" is based on U.S. Census data classified by annual gross receipts for a given business.

"U.S. Sellers" opportunity in the US is based on employer and non-employer firms with less than \$100 million in annual gross receipts in select industry verticals based on 2012 U.S. Census data.

"U.S. Gross Sales" opportunity based on U.S. Census data as of 2012, adjusted for inflation through 2019 based on CPI from the U.S. Bureau of Labor Statistics.

资料来源：公司资料

Cash App——基于用户和 CLV 计算的类银行金融服务市场

基于本篇报告的分析，Cash App 在业务牌照、业务能力、产品能力上都围绕消费者金融服务展开。我们对于 Cash App 的美国 TAM 思路为，美国的消费者所产生的金融服务价值。业务包括消费者消费产生的交易佣金、现金的提取的渠道费、消费贷和现金贷的利息收入等等。

因此，市场空间的计算基于人口和银行平均年客户收入来进行计算。根据 statista 的数据，美国总人口大约为 3.3 亿，互联网用户总量大约为 2.8 亿，考虑到移动支付产品可以渗透无银行用户，因此，在用户数量的计算上采用互联网用户总量来为基数计算。

我们抽取美国最有代表性的四家传统银行，计算得出零售银行平均每客户的年收入大约为 785USD，乘上互联网用户得出 2198 亿 USD 的 TAM 总量。

TAM 巨大，市场和公司均处在早期高速上升阶段

综合分析，不论是 SaaS 还是第三方支付和金融服务，渗透率仍然处在非常低的阶段，市场空间仍然非常巨大。因此，我们预测公司在未来三年仍能够维持较高增速。根据我们对公司业务和产品的分析，我们认为公司具备广阔 TAM 下获得头部市场地位和份额的能力。另一方面，随着科技赋能给金融服务，在数据挖掘技术下，整体的服务水平、产品匹配度和风险控制都会进一步得到提升，因此平均用户收入和 CLV (Customer Lifetime Value) 都会比传统银行业务水平得到提升。

SOTP 估值目标价 265 美元，买入评级

综合分析，我们认为公司在无现金支付这条大赛道上具备优异的竞争优势和基础。从赛道到公司自身我们均认为前景可观。并且，在支付的产品和数据助力下，场景和业务延伸具备非常丰富的想象力和可能性。我们相信，在具备非常高互联网认知的管理层带领下，Square 能够在金融科技市场获得重要地位。

在估值方面，我们基于 2021 年预测经营和财务数据，采用 SOTP 方法，分为 2B 端和 2C 端业务产生的价值对公司分别进行估值。2C 端主要是 Cash App 对用户的服务产生的价值，因此我们采用银行客户全生命周期价值来估算第三方支付 App 替代银行服务的价值。

我们计算了美国市场四家典型代表零售银行的零售收入和客户数，计算得出平均每年 ARPU 为 785 USD。同时，根据 Statista 的数据，美国银行的零售客户的平均流失率为 25%，由此计算得出 CLV (Customer Lifetime Value) 为 3412 USD。但考虑到 Cash App 的业务生态仍在成长期，因此我们予以 50% 的折价，估算出 Cash App 每位客户全生命周期价值约为 1571 USD。在此基础上，采用 2021Q2 的 Cash App 月活跃用户数作为其有效客户数，预计约为 5000 万，由每位客户的 LTV 乘 MAU 得出 2C 端给公司带来的价值。

2B 端 SaaS 业务我们采用 P/S 相对估值法，2B 端收入分为线下收单业务收入和 2B 端订阅服务收入，采用 2021 年的 2B 端收入作为分母，我们选取了美国 SaaS 市场的代表标的，并计算出平均 P/S 水平。，以及考虑到公司推出的主要是针对线下门店业务的 SaaS 和收单产品，假定稳定时期的均衡利润率约为 25%，以及增速水平，我们设置估值中枢为 25 倍，假设长期 SaaS 业务利润率为 30% 吗，则对应长期 PE 倍数为 84 倍，由此得出 2B 端 SaaS 业务给公司带来的价值。

B 端的收单业务我们采用 PE 估值法，考虑到仍然在投入期，其利润率较 Visa、Master 等成熟收单机构和卡组织低出一定程度，我们测算其净利润率大约为 15%，预计 2021 年增速为 38%，我们予以 20 倍 PE 的估值水平。

基于上述分析，我们通过 SOTP 的估值方法，根据 2021 年的预计经营和财务数据，将 2B 业务的 SaaS、收单、以及 C 端业务计算估值并进行相加，得出公司总的合理目标市值，除以摊薄股份数得出目标价为 265 USD，较上一收盘价有 63% 的上升空间，首次覆盖，并予以买入评级。

图表 82: SOTP 估值

Retail/Commercial Bank	# of customers (M)	2019 Revenue (\$M)	Annual Revenue/customer (\$)
JP Morgan Chase	63	55,900	887.30
Bank of America	66	38,587	584.65
Wells Fargo	70	45,399	648.56
PNC Bank	8	8,168	1021.00
		Average:	785.38
		Customer Retention Rate (Source: Statista)	0.75
		CLV	3141.51

Comp	Price	Market Cap (bn)	PS		
Date	01/09/2020		2019A	2020E	2021E
SHOP US Equity	1134.32	136.8	81.8	53	40.58
VEEV US Equity	294.08	44.2	34.2	31.1	26.01
CRM US Equity	281.25	25.6	12.9	12.3	10.48
DOCU US Equity	268.8	49.7	45.7	37.7	29.41
ADBE US Equity	527.95	253.2	21.2	19.9	17.26
		Average	39.2	30.7	24.75

Cash App MAU Valuation(2C)	
Average Bank CLV	3,142
Discount Rate	0.5
Net Life Time Value of One Customer in the Bank(\$)	1,571
2021 Cash App MAU (million)	50.1
Total Customers' Life Time Value(\$million)	78,685

P/S Valuation(2B)			
2021 2B subscription and service-based revenue(\$mn)	974	2021 Transaction Rev	4,409
		Est. NP Margin	15%
		Est. NP	661
P/S	25	P/E	20
The result of valuation(\$mn)	24,358		13,226

Total Value of the Company	116,269
Diluted shares outstanding	438.6
Implied share price in one year	\$265

资料来源: JP Morgan、BoA、Wells Fargo、PNC、Square 年报, Statista, 彭博, 第一上海预测

图表 83: DCF 估值 (参考)

FCF \$ in millions	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Net Income (adjusted)	93.02	178.43	673.31	132.25	933.33	1,146.57	2,063.82	3,095.74	4,334.03	5,200.84	6,241.00	6,865.10	7,551.61	8,306.77
yoy		92%	277%	-80%	606%	23%	80%	50%	40%	20%	20%	10%	10%	10%
Depreciation and amortization	27.98	23.59	53.62	49.80	49.85	49.89	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
% of adj. revenues														
Capital Expenditure	(26.10)	(61.20)	(62.50)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
Capex % of adj. revenues														
Change in Net working capital (incl Charge-offs)	(82.65)	(45.86)	(110.85)	553.37	1,198.47	1,141.01	1,597.42	1,996.77	2,396.12	2,635.74	2,899.31	3,044.28	3,196.49	3,356.31
NWC % of revenues														
Other non-cash items (incl Provisions, ex SBC)	273.17	379.39	201.10	548.47	156.94	179.67	323.40	485.10	679.14	814.96	977.95	1,075.75	1,183.33	1,301.66
Other % of revenues														
Free Cash Flow to Firm	285.43	474.35	754.68	1,233.88	2,288.60	2,467.13	3,984.64	5,577.60	7,409.29	8,651.53	10,118.27	10,985.13	11,931.43	12,964.75
Discount Factor				1.00	0.89	0.79	0.71	0.63	0.56	0.50	0.45	0.40	0.35	0.32
PV of Free Cash Flow				1,233.88	2,039.16	1,958.66	2,818.63	3,515.44	4,160.94	4,329.03	4,511.14	4,363.84	4,223.17	4,088.77
Terminal Value														228,902.82

Inputs	
Beta	1.73
Risk Free Rate	2.3%
WACC	12.2%
2017-2019 Adjusted Income growth rate	92.2%
2020-2030 Adjusted Income growth rate	51.3%
Terminal FCF multiple	17.7x
Terminal Growth Rate	3.0%
High Growth Years	10
High Growth Starting FCF Growth Rate	15.0%

DCF Valuation	
PV of cash flows in years 2020-2030	33,154
PV of terminal value	72,191
Total PV of FCF	105,344
Less: Debt	1,739
Equity value	103,606
Diluted shares outstanding	438.6
Implied share price in one year	\$236

资料来源：第一上海预测

风险因素

1. 美国第三方支付行业难以兴起，传统银行业固守份额。
2. 竞争对手在产品投入上优于 Cash App。
3. SaaS 和收单业务竞争加剧，产品和销售能力下降。

主要财务报表

损益表

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	3,298	4,714	6,442	9,126	11,179
毛利	1,304	1,890	2,493	3,722	4,652
销售及营销开支	-411	-625	-909	-1,178	-1,414
行政开支	-339	-436	-570	-713	-855
研发开支	-497	-671	-795	-1,073	-1,396
经营利润	-37	27	-333	597	804
财务净额	18	22	39	48	58
税前盈利	-36	378	-339	586	787
所得税	-2	-3	-3	-4	-5
净利润	-38	375	-343	582	782
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占	-38	375	-343	582	782
折旧及摊销	-24	-54	-50	-50	-50
EBITDA	-78	303	-428	488	680
增长					
总收入 (%)	49.0%	42.9%	36.7%	41.7%	22.5%
EBITDA (%)	-22.8%	-490.1%	-241.3%	-213.9%	39.3%

资产负债表

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金	1,124	1,540	3,099	5,836	8,739
应收账款	365	589	589	589	589
用户基金	334	676	676	676	676
其他流动资产	289	415	415	415	415
总流动资产	2,112	3,220	4,779	7,516	10,419
有形资产	142	149	149	150	150
无形资产	339	335	335	335	335
长期投资	465	537	537	537	537
其他	223	310	310	310	310
总资产	3,281	4,551	6,111	8,848	11,751
应付账款	803	1,369	1,922	3,121	4,262
短期银行贷款	215	298	846	1,003	1,183
总流动负债	1,019	1,694	2,796	4,151	5,472
其他非流动负债	93	94	94	94	94
总负债	2,161	2,836	4,738	6,893	9,014
累计亏损	-886	-510	-853	-271	511
股东权益	1,121	1,715	1,373	1,954	2,737

财务分析

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	39.53%	40.09%	38.70%	40.79%	41.62%
EBITDA 利率 (%)	-2.36%	6.43%	-6.65%	5.34%	6.08%
净利率 (%)	-1.17%	7.97%	-5.32%	6.37%	7.00%
营运表现					
销售及管理费用/收入	12.47%	13.26%	14.10%	12.91%	12.65%
实际税率 (%)	-6.44%	0.73%	-0.95%	0.66%	0.59%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
应收账款天数	6	7	8	9	10
财务状况					
总负债/总资产	0.66	0.62	0.78	0.78	0.77
收入/净资产	2.94	2.75	4.69	4.67	4.09
经营性现金流/收入	0.09	0.10	0.13	0.22	0.19
税前盈利对利息倍数	-2.01	17.58	-8.66	12.22	13.68

现金流量表

<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
净利润	-38	375	-343	582	782
净融资成本	18	22	39	48	58
营运资金变化	-46	-111	553	1,198	1,141
已交所得税	-1	-1	-3	-4	-5
其他	362	181	562	163	177
营运现金流	295	466	809	1,987	2,153
资本开支	-61	-62	-50	-50	-50
其他投资活动	-845	158	0	0	0
投资活动现金流	-906	95	-50	-50	-50
负债变化	856	0	800	800	800
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-340	-99	0	0	0
融资活动现金流	516	-99	800	800	800
现金变化	-102	466	1,559	2,737	2,903
期初持有现金	735	633	1,047	2,606	5,343
汇兑变化	-7	4	0	0	0
期末持有现金	583	1,047	2,606	5,343	8,246

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。