

SQUARE SQ.N

双生态驱动、高科技赋能，2B 电子支付龙头剑指更广阔 2C 市场

—SQUARE 首次覆盖报告



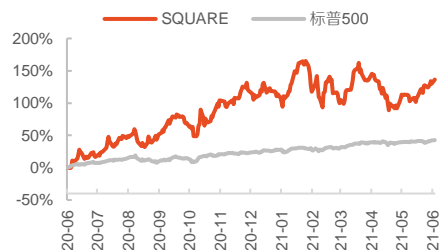
东方证券

ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2021/6/28)	246.60 美元
目标价格	288.43 美元
52 周最高价/最低价	276.57/103.68 美元
总股本/流通股 (亿股)	45537/39200
美股市值 (亿美元)	1093
国家/地区	美国
行业	美股
报告发布日期	2021 年 06 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.03	10.82	15.45	136.43
相对表现	1.05	8.76	7.50	93.84
标普 500	2.98	2.06	7.95	42.59



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514060001

证券分析师 孙嘉庚
021-63325888*6094
sunjiageng@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520080006

证券分析师 施静
021-63325888*3206
shijing1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520090002
香港证监会牌照: BMO306

- **基于交易支付的新兴金融中介: 数字化、全平台引领双生态发展。** 1) 以中小商户为切入点, 构建闭环商户生态体系。2) 提高科技属性和业务范围, 借鉴 2B 经验打造 2C 生态圈。3) 硬件覆盖全场景, 终端便捷性显著提高。4) 软件服务形成多元化矩阵, 面向商户和个人建立双生态系统。5) 金融服务快速增长, 新兴业务成为收入增长点。6) 点对点电子钱包用户体验出色, 网络营销扩大用户群体。7) 双生态形成有机体系, 两端融合提升交易量和用户表现。
- **行业: 商户端潜在市场规模扩张、顾客端移动支付迎接全新机遇。** 1) 潜在市场规模扩大, 商户交易量持续上涨。2) 美国企业数字化趋势持续, SaaS 需求普遍提高。3) 移动支付行业发展迅速, 手机钱包业务优势渐显。4) 零售行业转型、电子商务激增, 电子钱包支付需求显著提高。
- **业务: 根植双生态产品服务, 为商户和个人用户赋能。** 1) 硬件设备实现全场景覆盖、费用清晰透明、资金结算高效, 满足中小商户交易支付低成本和个性化需求。2) 软件服务涵盖商户经营全领域, 以用户为中心的研发理念、线上平台和全渠道发展, 助推商户数量稳步增加。3) 颠覆传统还贷模式, 高通过率+低贷款成本为中小商户带来高质量资金来源; 未来有望打入传统银行市场, 深入挖掘商户价值。4) Cash App 个人点对点支付软件转型全方位个人金融工具, 挖掘 2C 端广阔市场。5) 瞄准年轻用户, 2020 年 MAU 增速突破 50%。加大营销投入和互联网宣传, 叠加点对点网络效应提升用户粘性。

财务预测与投资建议

- 采用 SOTP 估值法, 1) Seller 平台业务六家可比公司平均 21PS 为 21.0x, 21 年 2B 端收入预计 41.04 亿美元, 对应价值 861.84 亿美元; 2) Cash 平台业务三家可比公司 21PS 为 12.0x, 考虑高成长性给予 30%溢价, 对应 16.0x, 公司 21 年 2C 端收入预计为 28.16 亿美元, 对应价值 450.50 亿美元。分部加总后公司总目标价值 1312.34 亿美元, 对应目标价 288.43 美元。首次覆盖, 给予公司买入评级。

风险提示

- 佣金率存在下行压力; 商户覆盖规模上迁不及预期, GPV 增速减缓; 美国市场移动支付覆盖率不及预期; Cash App 发展受阻, 活跃用户数量与人均收入增长不及预期影响估值溢价; 比特币业务存在风险敞口对公司经营造成影响。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万美元)	4713.50	9497.58	15777.27	23225.45	29420.96
同比增长	42.91%	101.50%	66.12%	47.21%	26.68%
营业利润 (百万美元)	26.56	-18.82	263.02	675.74	1491.42
同比增长	44.95%	44.65%	55.71%	45.32%	29.65%
净利润 (百万美元)	375.45	213.10	263.94	680.74	1467.78
同比增长	-1076.46%	-43.24%	23.86%	157.92%	115.61%
每股收益 (美元)	0.81	0.44	0.52	1.28	2.63
毛利率	0.56%	-0.20%	1.67%	2.91%	5.07%
净利率	7.97%	2.24%	1.67%	2.93%	4.99%
净资产收益率	26.48%	9.69%	8.90%	18.12%	28.31%
市盈率 (倍)	306.12	557.97	473.02	192.57	93.78
市销率 (倍)	24.38	12.52	7.91	5.64	4.68

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1. 基于交易支付的新兴金融中介：数字化、全平台引领双生态发展	6
1.1. 以中小商户为切入点，搭建闭环生态体系.....	6
1.2. 核心团队履历强大，助力产品服务多元发展.....	9
1.3. 业务概览：立足中小商户运营痛点，构建双生态体系.....	10
1.3.1. 产品结构日益完善，硬件+软件提升用户体验.....	10
1.3.2. 规模效应下成本可控，连续2年盈利增长.....	12
1.4. 核心竞争力：Seller + Cash App 双生态赋予公司独特发展潜力.....	15
1.4.1. Seller 生态圈：产品实现闭环网络，差异化服务助力规模扩张.....	15
1.4.2. Cash App 生态圈：便捷使用体验+网络效应带来高用户活跃度.....	18
1.4.3. 双生态形成有机体系，两端融合促进交易量、用户粘性提升.....	21
2. 行业：2B 端市场规模扩张、2C 端移动支付迎接全新机遇	22
2.1. 潜在市场规模扩张、SaaS 需求量持续上涨，Seller 端扩大服务范围.....	22
2.2. 美国移动支付壁垒降低、电子商务市场激增，Cash App 迎来突破机遇.....	24
3. 业务：根植双生态产品服务，为商户和个人用户赋能	26
3.1. Seller：软硬件结合助推商户发展，金融服务附加便利性.....	26
3.1.1. 硬件设备支撑，搭建生态体系框架.....	27
3.1.2. SaaS 软件配套硬件设备，实现闭环服务网络.....	28
3.1.3. 金融服务提供便捷资金，推动商户扩张发展.....	31
3.1.4. 金融业务持续推进，Square 进军传统银行业务.....	34
3.2. Cash App：点对点支付软件转型全方位数字金融工具.....	34
4. 盈利预测与投资建议	39
4.1. 盈利预测.....	39
4.2. 分部估值与投资建议.....	40
5. 风险提示	42

图表目录

图 1: 商户使用 Square Reader 接受信用卡支付	6
图 2: 商户通过 Square 直接向顾客发送收据	6
图 3: 多维产品矩阵构建商户端生态体系	7
图 4: Square 的 Seller + Cash App 双生态体系	8
图 5: Square 目前已在多个国家和地区开展业务	9
图 6: Square 提供丰富的支付硬件终端	11
图 7: Square 针对商户运营管理提供一站式 SaaS 产品	11
图 8: 电商平台通过 Square Online 仅需 4 步即可完成支付	11
图 9: 运营成本占比逐渐下降	13
图 10: 交易和贷款损失恢复疫情前水平	13
图 11: 2019 年以来连续两年实现盈利	13
图 12: 2020 年下半年净利润快速回升	14
图 13: 2020 年下半年营业收入大幅增长 (百万美元)	14
图 14: Square 和 PayPal GPV 对比	14
图 15: 微型商户 GPV 占比逐年下降	14
图 16: 支付交易收入稳增, 比特币收入飞跃 (百万美元)	15
图 17: 2020 年比特币成交均价大幅增长 (美元)	15
图 18: Seller 生态圈下开发者平台的部分合作商户	17
图 19: 2017-2020 年 Seller 毛利贡献分布	17
图 20: Square 网站提供费用计算器帮助商户计算费用情况	18
图 21: 只需支付固定费率, 最快隔日即可获得贷款	18
图 22: 通过 Cash App 进行汇款和投资	19
图 23: 比特币投资交易流程	19
图 24: 新增 Cohort 三年后带来 6 倍以上的 ROI (美元)	20
图 25: Cash App 通过 TikTok 平台进行宣传	20
图 26: 月活跃顾客数近 5 年增长超过 10 倍	21
图 27: 近两年 Cash App 收入和毛利状况 (百万美元)	21
图 28: 美国市场按照收入规模细分商户、商户数量和总收入	22
图 29: 疫情期间企业对于 IT 服务的支出意愿	23
图 30: 疫情对企业购买软件服务意愿的影响	24
图 31: 2020 年世界 SaaS 渗透率分布 (预估)	24
图 32: 2020 年美国实体销售支付方式组合	24
图 33: 2020 年美国电子商务支付方式组合	24

图 34: 美国对比全球移动支付交易规模和增速	25
图 35: 美国移动支付用户数和渗透率逐年提高	25
图 36: 2009-2020 美国零售电商季度销售额 (百万美元)	25
图 37: 2020 年美国电商销售情况	26
图 38: 2020 年全球电商销售情况	26
图 39: 2019-2020 Seller 收入情况	27
图 40: 交易支付收入约占 Seller 总收入 87% (百万美元)	27
图 41: Square 为商户提供覆盖经营全链条的 SaaS 服务	29
图 42: PayPal 提供的商户 SaaS 功能相对单一	29
图 43: Square for Restaurant 定制化系统界面	30
图 44: Square for Retail 线上+线下全平台软件服务	30
图 45: 线上渠道商家 GPV 占比显著上升	31
图 46: 线上和全渠道商户 GPV 占比已超 50%	31
图 47: Square Capital 贷款规模迅速增长 (亿美元)	33
图 48: 推出 PPP 贷款后总贷款金额显著增加 (百万美元)	33
图 49: 企业核心贷款不良率自 2017 年均低于 4%	33
图 50: 商户通过 Square Card 的支出超过 2.5 亿美元	33
图 51: 个人点对点交易支付作为 Cash App 的战略业务	35
图 52: Cash App 毛利变动趋势	35
图 53: Cash App、PayPal、Apple Pay 用户数量对比	36
图 54: 美国移动支付用户偏好对比	36
图 55: Cash App 营销投入回报率均保持 150%以上	36
图 56: 通过社交媒体和联名合作, Cash App 针对年轻用户扩大营销力度	37
图 57: 12 个月回收获客成本、投资回报率继续上升	38
图 58: 过去三年新增用户的毛利留存比例均大于 130%	38
图 59: 多元化的功能提高用户活跃周期内的价值	38
图 60: 产品快速迭代实现交叉获客	38
图 61: Cash App 简洁的投资界面	39

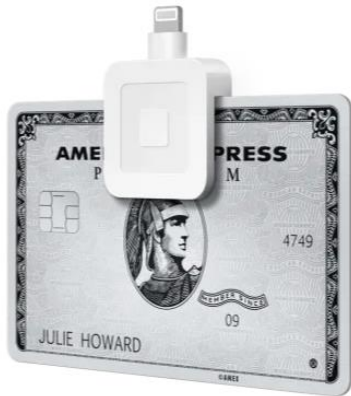
表 1: 公司股东持股情况与投票权概览 (截至 2021Q1)	9
表 2: 截至 2021 年 2 月公司董事会任职情况	10
表 3: Seller 生态圈产品组合	16
表 4: Cash App 与 Venmo 对比 (截至 2020Q1)	20
表 5: Square 清晰的硬件订购成本	27
表 6: 中美主要收单平台费率对比	28
表 7: Square Capital 企业贷款和传统银行贷款对比	32
表 8: Square Card 与传统银行借记卡对比	34
表 9: Cash App 与 Venmo 竞争力对比 (截至 2020 年)	37
表 10: Square 估值模型预测指标	40
表 11: Square 收入分类预测表	40
表 12: 2B 业务可比公司 P/S (股价按 2021 年 6 月 25 日收盘价)	41
表 13: 2C 业务可比公司 P/S (股价按 2021 年 6 月 25 日收盘价)	41
表 14: SOTP 分部估值汇总表 (亿美元)	42
表 15: 公司盈利预测敏感性测试 (百万美元)	42

1. 基于交易支付的新兴金融中介：数字化、全平台引领双生态发展

1.1. 以中小商户为切入点，搭建闭环生态体系

公司成立于 2009 年，由 Twitter 联合创始人 Jack Dorsey 和好友、计算机科学家 Jim McKelvey 共同创建。公司创建的初衷是为了解决小商户受限于自身体量和信用风险等原因不能获准接受信用卡支付，从而流失大量顾客的问题。Jim McKelvey 和 Jack Dorsey 意识到美国当时 POS(Point-of-Sale)在中小商户中渗透率较低的主要原因是 POS 高昂的签约费用和传统交易支付公司对中小企业的高风险认知导致的低偏好，因此公司于 2009 年成立之后便推出了第一款产品——Square Reader(便携式读卡器)。该读卡器的售价仅为 10 美元，且商户只需通过 Square Reader(Square 读卡器)的耳机接口插入移动设备(包括手机、平板电脑等)即可通过 Square 实现传统 POS 设备的刷卡支付功能。此外公司还向商户提供相应的收据业务，因此公司业务覆盖了中小商户交易支付体系中最主要的两个痛点，成功进入了中小商户的交易支付平台赛道。

图 1：商户使用 Square Reader 接受信用卡支付



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 2：商户通过 Square 直接向顾客发送收据



数据来源：公司官网、东方证券研究所

不断扩张交易体量，商户端生态体系逐渐构成。自 2011 年 2 月以来，公司始终通过透明化的定价模式和用户友好的使用体验吸引中小商户加入 Square 平台。公司对使用卡片支付的每笔交易收取 2.75% 的金额，对其他交易支付方式收取每笔金额的 3.5%+0.15 美元。作为新兴交易平台的先行者，Square 在创立初期成为了电子交易支付的主要选择。2012 年第三季度，Square 与星巴克签署协议，为其在美国的所有门店处理信用卡和借记卡支付交易，并邀请星巴克首席执行官 Howard Schultz 加入 Square 董事会。同时，为建立基于商户的 Seller 生态体系，公司逐渐推出现金柜台 Cash Drawers、收据打印机、条形码扫描仪等第三方外接设备，进一步满足中小商户的运营需求。对于交易量最大的商家类型(零售和餐饮)，Square 推出定制化的方案。为解决中小商户资金来源的问题，公司于 2014 年推出了 Square Capital(Square 资本)的服务，为中小商户提供金融服务。同时，自 2015 年第二季度起公司开始销售针对 EMV(Ease of Movement Value)芯片卡和 NFC(Near Field Communication)技术的 Square 读卡器以及为吸引更大型商户研发的 Square Stand(Square 支架)等设备。在截至 2015 年第三季度的 12 个月中，使用 Square 的卖

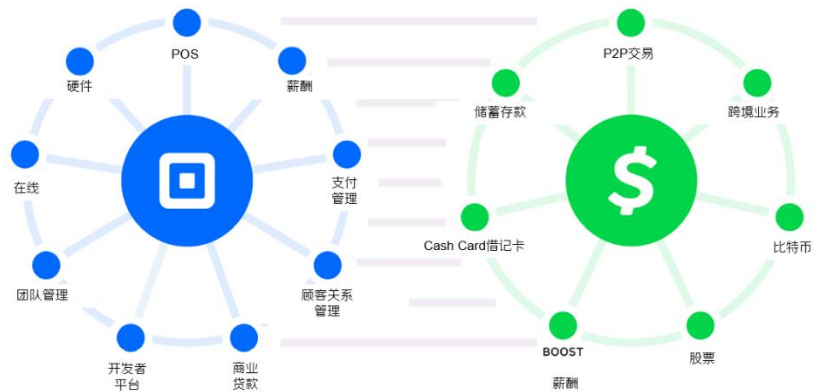
家处理了 324 亿美元的 GPV(Gross Payment Value)，包含约 1.8 亿张卡片产生的 6.38 亿付款金额。此外，良好的用户体验和透明的交易费用也体现在更高的用户回报率上，2015 年公司每季度获得的商户平均 5 个季度便能回收期间的销售和营销支出。在不断的业务支持和良好的口碑下，公司 Seller（商户）生态圈逐渐形成并始终保持公司支柱业务。Square 作为交易平台，将多种增值服务植入交易流程中，以交易支付为发起点，Square 生态圈包含了 POS 交易支付、金融服务和营销管理的服务，建立一站式的商户运营服务系统。

图 3：多维产品矩阵构建商户端生态体系



数据来源：东方证券研究所

进一步提高科技属性和业务范围，借鉴 Seller 打造 2C 生态圈。截止 2015 年 9 月，公司在美国和国外共发布了 113 项专利，另有 460 项专利申请。利用独特的交易数据和风险识别算法，公司在降低自身风险的同时进一步扩大用户群体和业务范围。公司于 2014 年 2 月收购 BookFresh 后推出 Square Appointment 预约服务、2014 年 8 月收购高端外卖平台 Caviar 后涉足外卖服务领域，逐渐打造 2B 和 2C 市场的融合。公司于 2013 年 11 月发布了 Square Cash（Cash App 的前身），作为个人点对点(Peer-to-Peer)交易（如在晚餐时拆分账单）和进行数字支付的平台。顾客可以通过基于商户的电子收据服务，获得用户忠诚度奖励；也可以通过商户的 Square 终端使用先进的 NFC 技术、Apple Pay、Android Pay 进行数字支付。Square Cash 最主要的功能是个对点的即时资金转移，用户绑定借记卡后即可实现便捷的支付、接收和转移资金。通过 Cash App(电子钱包软件)，公司实现了顾客网络和商户网络的有机结合，双生态体系逐渐形成。

图 4：Square 的 Seller + Cash App 双生态体系


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2015 年纽交所上市，Cash App 成为未来战略增长点。伴随业务扩张和生态体系的逐步形成，公司发展迅速。2014 年以及 2015 年前 9 个月，公司的净收入总额分别为 8.502 和 8.928 亿美元，增幅分别达到 49%和 54%。公司于 2015 年登录纽约证券交易所上市，发行价为每股 9 美元。在上市之后，为应对公司在支柱业务的激烈竞争和中小商户的运营周期性等挑战，公司积极发展 Cash App 生态圈，在 2019 年调整 Caviar 业务线和 Square Capital 业务，为满足商户和消费者的需求，不断推出全新产品和服务，包括比特币、ETF 场内基金和股票投资，Cash Card 借记卡业务和 Cash Boost 折扣优惠服务。对于竞争激烈的第三方支付平台，公司进一步加强其用户为中心的发展理念，针对 GPV 最大的行业发布定制化 POS 系统，加强产品线的兼容性，开发第三方软件端口加强对大型商户的吸引力。公司也抓住美国电商发展的机遇，将交易支付平台拓展至线上商户，形成了“实体商户-电商-消费者”的交互式生态体系。同时公司不断扩展海外业务，目前已经在美国、加拿大、日本、澳大利亚、英国和爱尔兰等地建立办事处。

目前公司 Cash App 生态圈大力发展个人端的传统银行业务，通过更符合年轻消费者使用习惯的操作体验和使用逻辑，未来 Cash App 预计会推出一系列个人用户相关服务，并以更低的费率和定制化的服务吸引新一代消费用户，进一步扩大 Cash App 在电子钱包用户中的占有率，并作为电子钱包领域的主要竞争者改变消费者的传统支付方式。另一方面，Cash App 在中长期的战略性业务——比特币业务，伴随比特币交易属性的提升和美国市场对于比特币投资的充分运用，未来该项业务的收入预计会占据 Cash App 生态圈主要的营收来源。

Square 的主要发展路径为 2B 商家交易支付平台提供方，逐步扩大商家服务规模和服务范围。在 2B 端生态圈逐步形成的条件下，将战略中心转向 2C 端个人用户的电子钱包业务。通过个人借记卡、比特币投资和交易等战略业务，发展线上支付场景的消费者，并借助美国电商规模的扩大和消费者购买、支付习惯的改变，有力抢占 2C 端交易支付的市场占有率。相比之下，其主要竞争对手 PayPal 的发展路径有所不同，PayPal 最初借助美国最大的电商平台 eBay 开展其线上交易平台的业务，在获得稳定的大量用户之后，逐渐向其他线上平台拓展。由于其业务开展时间久、平台规模大，目前在 2C 端占据市场最大的份额。此外与 Square 不同的是，PayPal 利用其稳定、大量的现金流对 2C 交易场景下的各类下沉市场中的主要公司开展大规模的收购。目前 PayPal 逐步将业务范围拓展至 2B 端，主要提供类似 Square 的交易支付功能和相关的商户运营管理服务。

表 2：截至 2021 年 2 月公司董事会任职情况

姓名	职务	备注	任职日期
Jack Dorsey	创始人、主席、董事长、首席执行官	Twitter 联合创始人	2021/02
Amrita Ahuja	首席财务官	曾任暴雪娱乐 VP	2021/02
Ajmere Dale	首席会计官		2021/02
Roelof Botha	董事	曾任 PayPal CFO	2021/02
Amy Brooks	董事	兼任 NBA CIO	2021/02
Paul Deighton	董事	前英国商务部长	2021/02
Randy Garutti	董事	Shake Shack CEO	2021/02
Jim McKelvey	创始人、董事		2021/02
Mary Meeker	董事		2021/02
Anna Patterson	董事	曾任谷歌 VP	2021/02
Lawrence Summers	董事	前美国国务卿、财政部部长	2021/02
David Viniar	董事	曾任高盛 CFO	2021/02
Darren Walker	董事	福特基金会主席	2021/02

数据来源：公司公告、东方证券研究所

核心团队经验丰富，助力公司提升软硬件实力。 Amrita Ahuja 作为公司 CFO，曾在暴雪娱乐、福克斯、迪士尼以及摩根史丹利等多家全球知名企业担任要职，拥有丰富的财务管理经验。2010 年 6 月起，她在 Activision Blizzard, Inc 担任多个职位，包括投资者关系高级副总裁、财务和运营副总裁、战略和业务发展副总裁。硬件主管 Jesse Dorogusker 曾是苹果 iPhone、iPad、和 iPod 等多个业务的工程主管，加入 Square 后负责硬件研发、生产以及运营。软件和服务方面，公司的两大业务生态圈 Seller 以及 Cash APP 的主管分别由 Brian Grassadonia 以及 Alyssa Henry 担任。Brian 作为团队早期核心成员，曾负责 Square 数项重要项目，包括公司初期的重要产品——信用卡读取器。Alyssa 在 AWS(Amazon Web Services)任职期间，成功将 Amazon 旗下的云计算和存储业务发展成为行业领先。Square 的核心团队拥有丰富的 TMT 行业背景，使得公司秉承通过高科技提升自身产品服务质量和用户体验、利用互联网扩大公司影响力和用户数量的经营理念。

1.3. 业务概览：立足中小商户运营痛点，构建双生态体系

1.3.1. 产品结构日益完善,硬件+软件提升用户体验

硬件系统覆盖全场景，终端便捷性显著提高。公司的硬件设备主要针对商户提供各种支付手段。首先，通过定制化的手段，公司的支付硬件设备涵盖如今主流的卡片支付技术，包括磁条、EMV 芯片和 NFC 技术。第二，Square 的硬件设备支持美国本土的主要卡片清算公司，包括 Visa, MasterCard, American Express, Discover, JCB。随着近年来公司拓展海外业务，其硬件设备逐渐支持包括加拿大、日本和澳大利亚等国的本土卡片厂商。第三，公司目前的硬件设备有良好的扩展

性，商户通过接入收银机、凭条打印机和条形码扫描仪等外部设备，可以实现中小商户一套完整的POS系统。

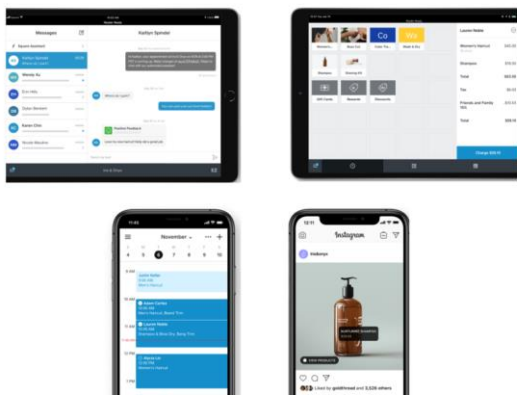
图 6: Square 提供丰富的支付硬件终端



数据来源：公司官网、东方证券研究所

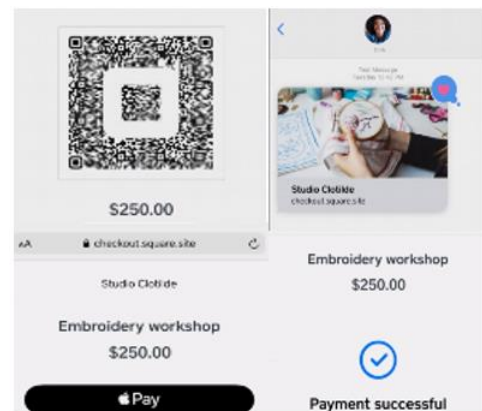
软件服务形成多元化矩阵，面向商户和个人建立双生态系统。公司作为支付赛道的新兴力量，区别于传统金融机构，在软件服务方面具有更大的灵活性和兼容性，提供多项 SaaS(Software-as-a-Service)产品。借助云技术，公司得以协助商户进行有效的运营管理。公司提供的最主要的软件服务是其收银系统(Square POS)。该项软件服务内置于 Square 硬件终端，而移动端的 POS 服务内置于 Square APP。商户注册 Square 账户以后可以绑定银行账户实现刷卡支付。商户还可以通过 POS 硬件发送电子收据、收集客户反馈从而改善其服务水平。针对 GPV 占比最大的餐饮和零售业，Square 还分别开发了定制化的收银系统(Square for Restaurant 和 Square for Retail)，提供符合行业特点的额外功能。除 POS 服务外，公司还提供一系列在线服务和客户关系管理的服务。Square Online 允许商户和顾客利用互联网和社交平台在线交易商品，Square Team Management 利用数据分析帮助商户管理雇员、提升销售表现。Square 还针对外部开发者建立基于 API（应用程序接口）和 SDK（软件开发工具包）的开发者平台帮助合作伙伴融入 Square 生态圈。

图 7: Square 针对商户运营管理提供一站式 SaaS 产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 8: 电商平台通过 Square Online 仅需 4 步即可完成支付



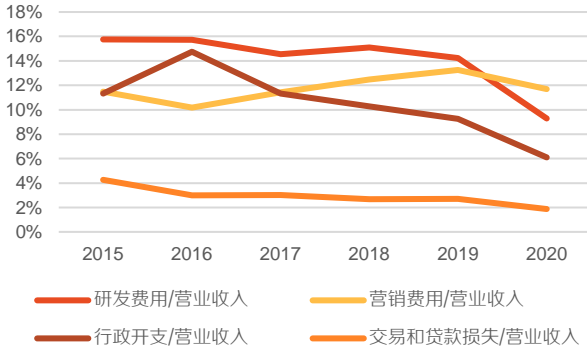
数据来源：公司官网、东方证券研究所

金融服务快速增长，新兴业务成为收入增长点。基于云端存储和数据分析，公司不仅是交易服务提供商，也是交易记录方。通过庞大的交易级别数据和风控模型，公司不但可以降低自身风险，也可以为中小商户提供高质量贷款服务 Square Capital。与传统银行贷款服务相比，Square Capital 不但能为中小商户提供服务，并且可以免除其常规贷款申请时间，商户签订透明化的条款后即能迅速获得资金。公司通过全资子公司 Square Financial Services, Inc 和合作银行凯尔特银行（Celtic Bank）发放 FDIC（联邦存款保险公司）保护的商户贷款。自 2014 年 5 月发行贷款服务以来，Square Capital 已累计提供为超过 8 万家企业提供超 120 万比贷款和预付款，约合 81 亿美元。此外，公司还提供一系列金融服务，包括风险管理业务、即时汇款业务(Instant Transfer)、预付卡业务(Square Card)以及薪资管理业务(Square Payroll)。公司与 FDIC 成员萨顿银行（Sutton Bank）根据 MasterCard 的许可发行 Square Card，可在接受 MasterCard 的任何地方使用。

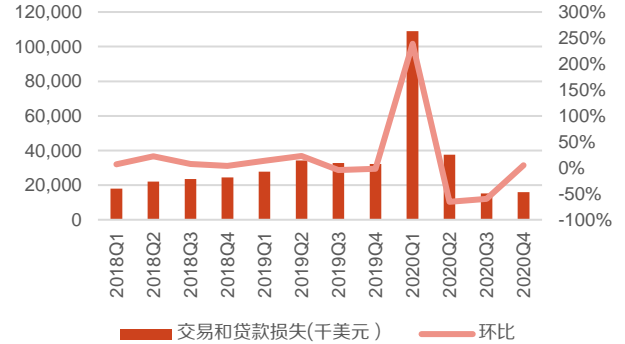
个人点对点电子钱包用户体验出色，投资平台扩大用户群体。公司旗下个人业务软件 Cash App 最初仅提供基础个人点对点资金转移服务，2017 年开始公司着手建立 To C 生态圈，并开发出包括借记卡(Cash Card)在内的多项业务帮助客户进行资金储蓄和支出。不断完善的生态体系和良好的用户网络使得 Cash App 用户数量持续提升。截止 2020 年 12 月，Cash App 通过客户共获得约 20 亿美元存款。另一方面，公司试水 Cash App 投资平台，用户可以使用软件进行比特币、股票和 ETF 基金的在线交易。通过 Cash App，用户可以使用简洁明了的操作界面和极低的交易费率进行投资。公司设立的 Cash App Investing 作为投资代理商，为客户进行股票和场内基金的投资，而公司获取的纽约州比特币牌照实现了个人用户通过 Cash App 电子钱包进行便捷的比特币交易和个人点对点转移。

1.3.2. 规模效应下成本可控，连续 2 年盈利增长

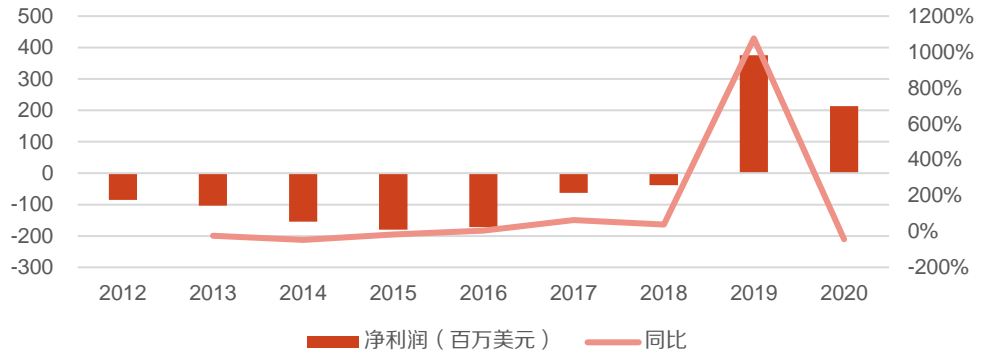
规模效应下运营成本趋缓，各项成本占比呈现下降趋势。2020 年公司各项运营成本较 2019 年占营业收入的比重均有减少。公司建立的双生态系统发展逐渐稳定，得益于规模效应，公司的产品研发费用占比从 2015 年的 16% 下降至 2020 年的 9%。通过公司不断扩展的交易数据和用户信息的支持下，技术、信息以及经验的推动使得研发费用占比有望进一步下降。在营销费用方面，过去公司营销方式主要是依靠顾客口碑和 Cash App 用户网络的扩张效应。近年来伴随行业竞争加剧，效仿 Square 经营模式的企业纷纷加入竞争，公司逐渐重视营销方面的投入。为扩大 Cash App 生态圈的影响力，公司自 2016 年以来逐渐加大营销费用在营业收入中的占比，2016 年占比达到最大值 13%。2019 年公司通过主流社交媒体、广播电台进行大规模宣传，并携手知名演艺明星开展了一系列营销活动，获得了大量新增用户和关注度。行政开支方面，公司在 2016 年的占比达到高点 15%，这主要是由于公司效仿 Seller 生态圈建立 Cash App 生态圈并对旗下各项业务部门进行重组改建。自此之后，公司行政开支对主营业收入的占比逐年下降。交易与贷款损失成本一方面来源于个人点对点以及 C2B 业务中产生的交易损失，另一方面由于公司面向商户提供的企业贷款和面向消费者提供的分期付款。公司目前的交易贷款损失分为两部分：其一是交易费的佣金损失；其二是商户贷款本金与利息的损失。2020 年第一季度公司受到疫情冲击，交易和贷款损失环比增长 238.9%，但受益于大数据分控和公司的灵活调整，到 2020 年第二季度，该项费用基本回归前疫情水平，并在 2020 年下半年下降到营业收入的 2%。

图 9：运营成本占比逐渐下降


数据来源：WIND、东方证券研究所

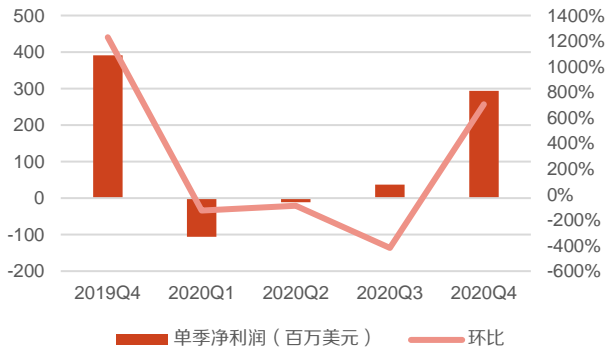
图 10：交易和贷款损失恢复疫情前水平


数据来源：WIND、东方证券研究所

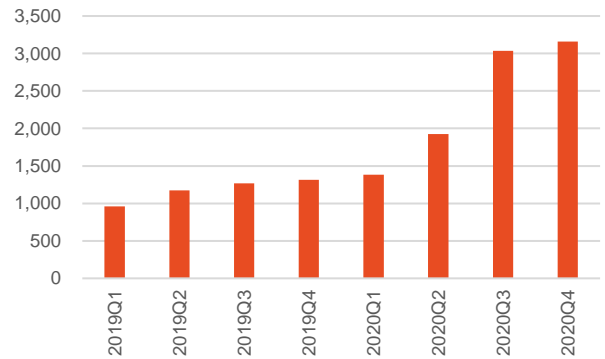
图 11：2019 年以来连续两年实现盈利


数据来源：WIND、东方证券研究所

盈利能力迅速增长，已连续两年实现盈利。2012 到 2018 年间，Square 的净利润始终为负，但在 2019 年，公司首次实现净利润，相较 2018 年更是实现了惊人的 1076% 的增长率，净利润达到 3.75 亿美元。2020 年由于疫情冲击等因素，净利润相较于 2019 年有所减少，但仍然实现了 2.13 亿美元的净收益。2020 上半年虽出现亏损，但第三季度即实现盈利，并在 2020 年第四季度实现了 705% 的环比增长。公司在渡过疫情冲击的影响之后，已逐渐回归中长期的盈利增长趋势。由于公司支柱业务主要面向受疫情影响最大的中小商户，在疫情发生之后公司采取一系列措施缓解疫情对中小商户的影响，并在经济逐渐回暖、消费上升的过程中收获了大量用户和相应的营业收入。2020 年 Q1 的营业收入与 2019 年底水平接近，但在 2020 年下半年，公司的营业收入出现了大幅增长，2020 年第三季度和第四季度的营业收入分别跃升至 30.33 亿美元和 31.59 亿美元。

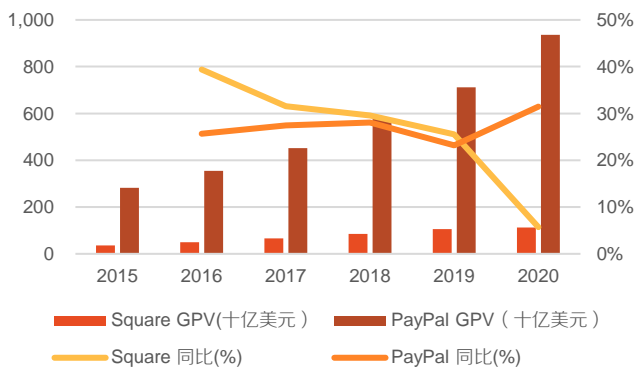
图 12：2020 下半年净利润快速回升


数据来源：WIND、东方证券研究所

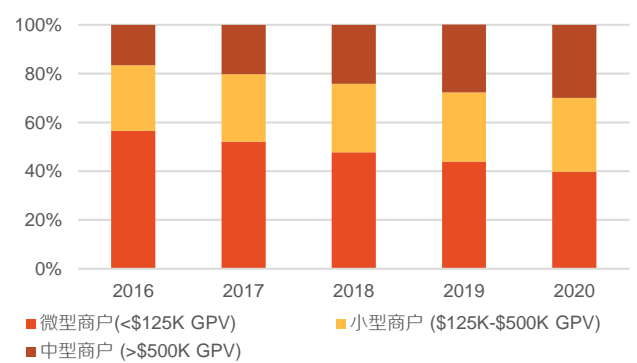
图 13：2020 下半年营业收入大幅增长（百万美元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

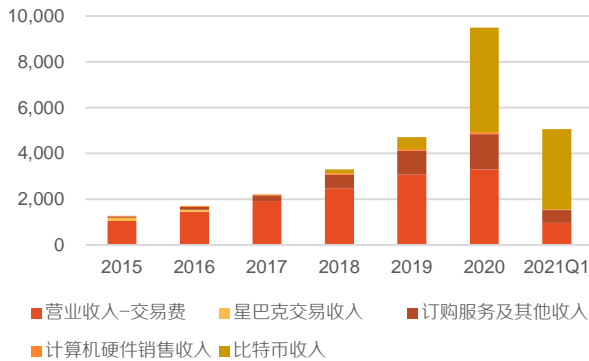
核心业务 GPV 创新高，收入规模有望进一步增长。公司的主要业务是基于 GPV 的商户交易支付。2019 年公司 GPV 金额首次超过 1000 亿美元。2015 年至 2020 年 GPV 交易量 CAGR 为 21%。PayPal 的 GPV 虽远高于 Square，但其 GPV 主要来源于 C2B 业务，同时 PayPal 对大型电商平台有更高的用户规模，形成了较大的规模扩张效应，因此 GPV 数量持续走高。而 Square 的 GPV 主要源于 2B 收单业务，在不断扩大商户规模以及拓展电商平台的发展趋势下，Square 未来 GPV 有望进一步快速增长。2016 年前微型商户对 GPV 的贡献维持在 60% 上下，但近年来中小型商户（GPV 大于 12.5 万美元）占 Seller 生态圈的 GPV 比重逐年上升。公司 Seller 业务逐渐转移到更大型的商户，通过 Seller 硬件进行的每笔交易的金额呈现上升趋势，且在交易单数不断增长的背景下，公司依靠 GPV 产生的交易收入也不断增长。

图 14：Square 和 PayPal GPV 对比


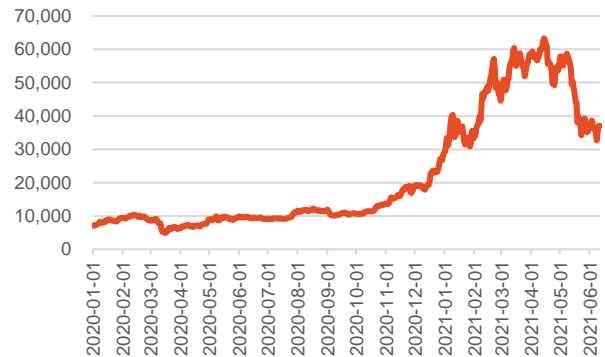
数据来源：公司公告、PayPal、东方证券研究所

图 15：微型商户 GPV 占比逐年下降


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 16：支付交易收入稳增，比特币收入飞跃（百万美元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 17：2020 年比特币成交均价大幅增长（美元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

2020 年比特币市场活跃，公司比特币相关收入大幅上涨。受到 2020 年比特币价格的大幅上涨，公司比特币收入在 2020 年实现了 785% 的增幅。虚拟货币市场在美国被看好，推动了比特币的投资需要一路走高。另一方面，包括 Square 和 PayPal 等支付领域的龙头加大对虚拟货币交易性质的不断探索和尝试，结合 Cash App 自身个人点对点的交易属性和支付网络，公司在比特币业务方面的收入可能会进一步上升。

比特币投资业务毛利较低，战略贡献大于利润贡献。2020 年在美国市场几乎疯狂的比特币，却在其他主流国家受到持续的打压和看低。比特币价格的大幅变动、以及公司涉及业务的其他国家对于比特币持续大力度的限制，对公司未来比特币业务造成的影响较大。公司比特币投资的业务仅限于美国本土个人用户，并不对其他国家的用户开放。除此之外，公司在比特币业务的毛利率极低，自开展相关业务至今，毛利率均不到 1%。受到业务模式的限制，未来相关业务低毛利率的状态预计仍将持续。然而，由于 Cash App 是美国目前最早开通个人比特币投资的主流移动支付软件，该功能对于客户的吸引和留存起到了重要的战略意义，成为公司迅速抢占 2C 端移动支付市场的主要手段之一。

1.4. 核心竞争力：Seller + Cash App 双生态赋予公司独特发展潜力

1.4.1. Seller 生态圈：产品实现闭环网络，差异化服务助力规模扩张

聚焦商户需求进行产品设计，形成独特商户服务链。Seller 生态圈作为公司最成熟的业务线，目前已经形成一套完整的商户服务体系。Square 从中小商户作为切入点，目前已经逐渐拓展至各规模的商户（按照 GPV 分类）。过去公司仅提供单一支付功能的 POS 服务，伴随签约商户的增加，Seller 生态圈逐渐形成多功能的产品矩阵。公司推出基于交易支付的风险管理服务，并实现了基于 C2B 的交易支付与基于个人点对点的资金转移之间的互联互通。商户经营者可以通过 Seller 的 POS 服务获取收益，继而通过 Square 系统为员工发放工资、使用 Cash App 将资金转入银行卡或直接进行个人点对点资金转移。针对 GPV 最大的两类商户，Square 为其研发出定制化的下

沉式服务环境，包括商户预定系统、电子发票服务以及虚拟终端等功能。近年来，Square 将其服务链延伸至商户管理服务，包括团队管理服务（商户可以使用 Team Management 进行员工绩效追踪和信息报告）和资金管理服务（商户通过 Instant Deposit 和 Square Card 便捷进行资金收支）。2014 年成立 Square Capital 后，商户还可以通过 Seller 平台进行融资，透明化的成本和快速的贷款流程有助小微企业运营发展。Square 在 2B 端的业务相比于 PayPal 的功能更为灵活、覆盖面更广，公司贯彻的理念是为商户提供完整、全方位的运营管理体系，而目前 PayPal 在 2B 端仍以交易支付服务为主。

Seller 生态圈紧跟电商发展趋势，逐渐推出基于电商平台和全渠道销售的交易支付服务和虚拟终端软件。仅 2020 年第四季度，全渠道商户和线上商户的 GPV 即占总 Seller 端 GPV 的一半以上，而两年前该部分商户的 GPV 仅占比 1/3。通过全渠道的经营方式，商户和顾客均可以突破物理界限，商户的经营范围不再被局限于线上或是线下，通过 Square 平台商户可以提升自己的获客量、顾客也可以获得更为全面的消费体验。

表 3：Seller 生态圈产品组合

业务类型	对应产品和服务	收入来源		
		基于交易	订阅和服务	硬件
辅助支付	仅作为支付手段的 POS App	●		
软件和集成支付	发票、虚拟终端、开发者服务、API/SDK、第三方 App	●		
	Square for Retail, Restaurant、预约、在线商店	●	●	
	团队管理、营销、忠诚用户		●	
金融服务	Square Card、即时汇款		●	
资本	企业贷款、分期付款		●	
硬件	Square Register, Terminal, Stand、无接触芯片读取器、第三方外接设备			●

数据来源：公司公告、东方证券研究所

注重平台兼容性，加强用户粘性和品牌影响力。在兼容性方面，Square 与第三方积极合作，包括与电商平台合作为商户提供 Square 平台的线上+线下的支付、为第三方软件提供 Square Team Management 企业管理服务、为商户定制 POS 服务等，并利用原有基础迅速展开新业务。此外，公司为满足客户定制化的需求，建立了开发者平台，开放 Seller 的 API 和 SDK 端口，以便个体商户进行针对性的便利操作以及第三方开发者针对原有软件和系统进行 Square 系统的嵌套和优化。公司一贯坚持的将产品设计和推广基于商户的需求之上的理念使得公司极大增加了 Seller 生态圈的新增用户(Cohort)粘性。自 2015 年以来，Cohort 毛利（新增 Cohort 带来的收益-市场营销费用）始终为正，且呈现长期上升趋势，2019 年第四季度累积毛利达到 1.72 亿美元。由于 Seller 生态圈提倡为客户提供定制化服务，这一宗旨吸引大量新增优质商户加入 Square 平台，2019 年

新增 Cohort 的平均投资回收期仅为 5 个月。良好的用户体验感使得 Square 平台在 Capterra 和 Trustpilot 分别获得 4.7/5 和 4.8/5 的使用者评分。

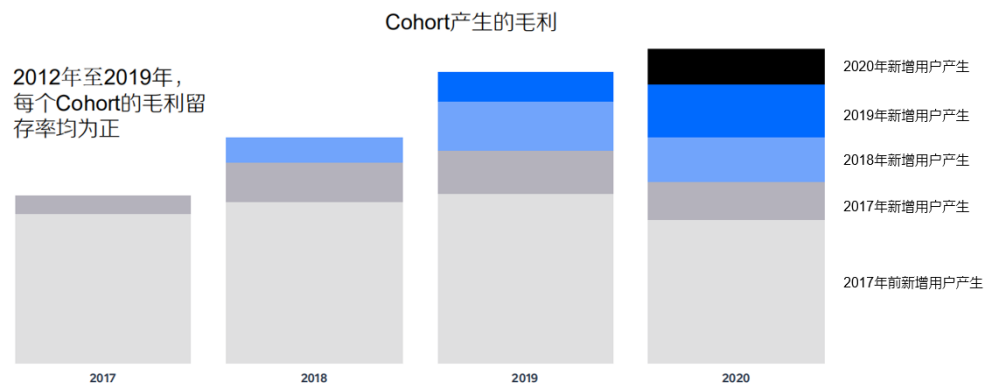
目前美国国内交易支付平台收获稳定用户和交易流量的重要方式是通过与大型商户和消费平台授权成为其独立或兼容的支付网关。通过商户和消费平台本身绑定的消费者，交易支付平台可以迅速获取大量稳定的支付流量，而且相比自身发展忠诚用户而言这样的途径更为高效、成本也更低。因此目前主要的交易支付平台着力于发展有影响力的大型商家和平台。Square 与星巴克和 Shake Shack 等知名连锁餐饮公司的合作正是基于此，而其主要竞争对手 PayPal 同样依托 eBay 和 Shopify 等大型电商平台获得大量用户群体。与 PayPal 使用 Checkout with PayPal（线上支付服务）的不同之处在于，Square 拥有更为人性化的开发者平台和支付端口，对于有定制化需求的商家和平台更为友好，这提高了公司未来获得大型商家和消费平台的可能性。

图 18: Seller 生态圈下开发者平台的部分合作商户



数据来源：公司公告、东方证券研究所

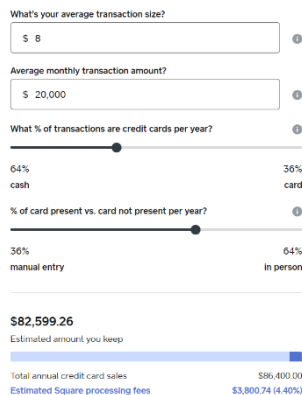
图 19: 2017-2020 年 Seller 毛利贡献分布



数据来源：公司公告、东方证券研究所

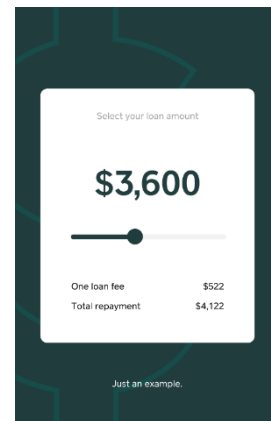
差异化风险管理手段，拓展业务维度。坐拥众多 TMT 资深背景人才的核心团队使得 Square 得以发挥其新型金融中介的潜力。基于大数据和机器学习的自动风险识别和控制系统帮助 Square 在 Seller 生态圈挖掘传统金融行业不涉及的范围。Square 通过透明的签约费用和交易价格吸引商户通过 Square 平台进行支付交易。每个签约商户只需支付不同硬件设备的固定费用和每笔支付金额 $2.6\%+0.1$ 美元的交易费用就可以获得 Square 平台交易支付功能。不断扩大的交易支付网络和商户数据为 Square 扩展业务链条打下基础。效仿传统线下场景的支付费用，Square 开发出虚拟终端和线上交易支付平台，同样以透明化的费率情况吸引线上商户签约。Square 官网专门为中小商户设置了费用计算器，只需输入商户平均每笔交易的支付金额、月均交易支付数量以及信用卡/现金、卡片/手动输入的比例，即可以估算出商户每年交易支付获得的收入和费率成本等情况。此外，基于中小商户支付交易平台的基础上，利用 Square 平台的风险识别能力，公司向中小商户提供贷款和风险管理服务。通过数据处理和机器学习，通过捕捉并分析交易，系统能够自动识别 Seller 生态圈下超过 99.95% 的交易风险。在此基础上，公司能够帮助商户识别现金流和运营风险，并提供金额不超过商户年均 GPV 预测值 20% 的贷款业务，助力中小企业在当前宏观环境下生存和发展。由于公司风控系统的优化和学习能力，2020 年疫情影响下交易和贷款损失在二季度以后出现明显的下降，降低了 Square 自身运营风险。

图 20: Square 网站提供费用计算器帮助商户计算费用情况



数据来源：公司官网、东方证券研究所

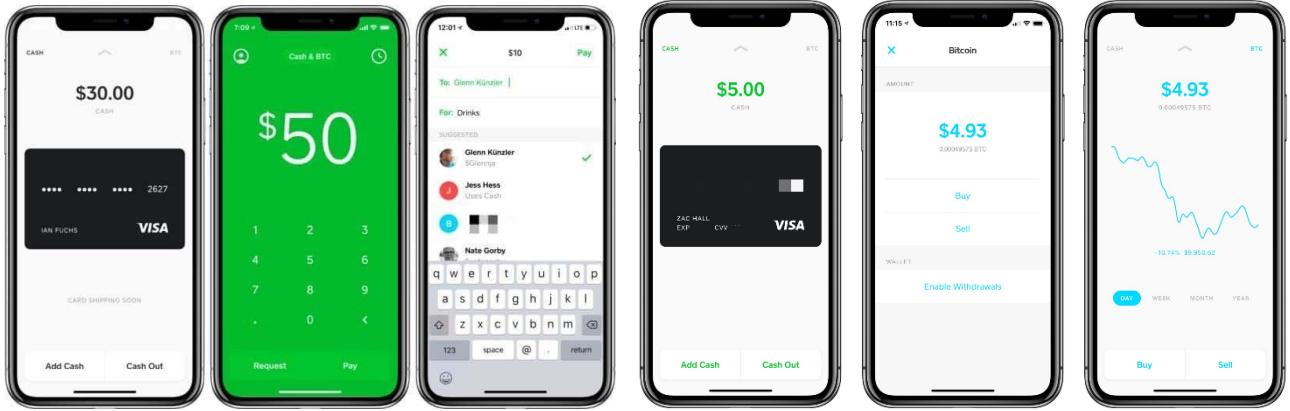
图 21: 只需支付固定费率，最快隔日即可获得贷款



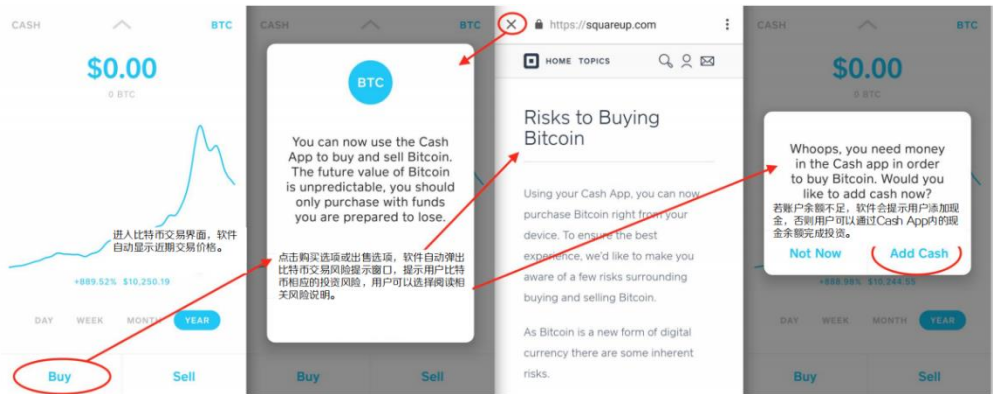
数据来源：公司官网、东方证券研究所

1.4.2. Cash App 生态圈：便捷使用体验+网络效应带来高用户活跃度

操作便捷性和业务灵活性扩大 2C 生态圈边界。用户体验方面，仅需短短几分钟用户即可完成从注册到使用的全过程。软件包括聊天、收入、转账、投资等多个界面，用户界面简洁，交互逻辑清晰。业务方面，公司进一步探索 Cash App 核心业务——交易支付的下沉市场，2019 年推出的 Cash Card 业务（一款 Cash App 平台的借记卡）为公司带来了可观的收益。用户可以免费申请 Cash Card，在商店等购物场景下享受 Cash Boost（优惠折扣），而 Square 只需承担优惠折扣的一部分，其余则有其合作伙伴共同承担。另一方面，得益于 2020 年比特币市场的火热局势，公司通过比特币业务同样吸引大量客户。仅 2021 年 1 月便有超过 100 万新用户交易比特币。不断扩大的业务范围不但为公司带来了更丰富的收入来源，也形成了更大的生态边界和复合用户群体。

图 22：通过 Cash App 进行汇款和投资


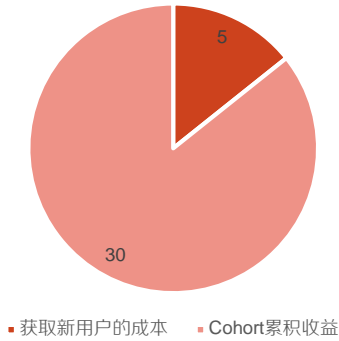
数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 23：比特币投资交易流程


数据来源：公司官网、东方证券研究所

探索互联网宣传模式，低成本营销带来高效价值转换。在美国市场下，Cash App 位居 2020 年 Apple Store 和 Google Play 两大主要应用商店金融类 app 排行榜的第一名，并分获两个应用市场总下载次数的第 9 名和第 5 名。公司在 2C 生态圈下最主要的营销手段是基于个人点对点的交易支付网络，Square 并不对每笔个人点对点交易收取费用，而是将其作为获取用户群体的直接方法。在个人点对点平台扩大用户群体后，公司通过增加用户体验和开发新业务等低成本的手段留存活跃用户，并通过个人点对点的支付网络实现用户数量的进一步增长。目前公司获取新用户的成本小于人均 5 美元，而相对应的 Cohort 投资回报则在 3 年内可以获得超过 6 倍的投资收益。在传统营销手段上，公司在互联网媒体加大宣传力度，Square 在 TikTok 平台上开启“CashAppThatMoney”的话题标签，并邀请歌手在社交平台上创作和发布 Cash App 主题音乐，以将 Cash App 打造成为一个年轻群体“支出+社交”的潮流软件。与之类似的 PayPal 旗下公司 Venmo，将电子钱包软件同时作为交易平台和社交平台。两者均围绕年轻消费群体间个人点对点支付建立生态系统，并提供包括电子钱包、存款等功能。Venmo 本身既是支付平台也是社交软件，并通过两者的结合获得新增消费者。而 Cash App 则充分利用其他社交平台加大社交属性和对于年轻消费者的吸引力。

图 24：新增 Cohort 三年后带来 6 倍以上的 ROI (美元)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：Cash App 通过 TikTok 平台进行宣传



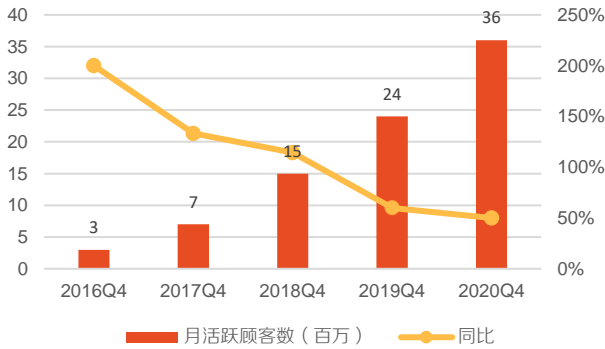
数据来源：公司官网、东方证券研究所

表 4：Cash App 与 Venmo 对比 (截至 2020Q1)

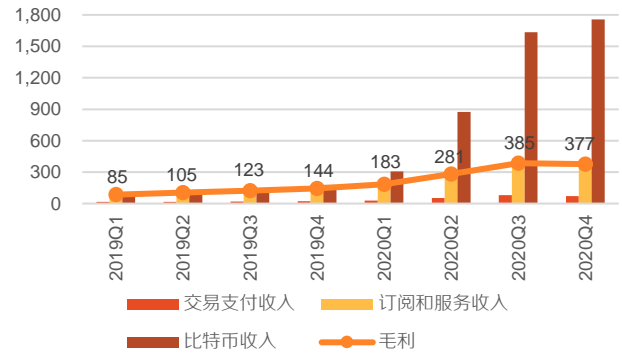
	Cash App	Venmo
下载量	5980 万	5270 万
活跃用户数量	2400 万/月	5200 万/年
产品定位	虚拟账户、比特币交易	支付和社交
用户属性	年轻消费者、无银行账户群体	年轻消费者、社交用户

数据来源：Ark、东方证券研究所

用户友好的操作体验和互联网宣传手段带来领先的用户数量和营收。Cash App 具有便捷的使用体验和用户友好的操作界面，基于用户操作体验的设计使得 Cash App 软件获得了更好的口碑和突出的用户数据。2020 年底，Cash App 的 MAC（月活跃顾客数）已突破 3600 万人次，仅五年便增长了超过 10 倍。基于个人点对点的交易支付仍然是新增顾客的主要驱动力，因此增加的活跃用户数量在规模效应的作用下给公司 Cash App 生态圈带来了成倍的收益。同时，活跃用户人均交易金额相比 2019 年增加了近 50%，这使得 2020 年第四季度 Cash App 的毛利达到 3.77 亿美元，相比于 2019 年第四季度增长了 162%。2020 年第一季度，公司将 Cash App 拓展至海外市场，推出了英美间的跨境交易服务，用户可以通过 Cash App 利用即时汇率直接汇款，提升了海外业务的竞争力和境外用户的使用便利性。

图 26：月活跃顾客数近 5 年增长超过 10 倍


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：近两年 Cash App 收入和毛利状况 (百万美元)


数据来源：WIND、东方证券研究所

1.4.3. 双生态形成有机体系，两端融合促进交易量、用户粘性提升

Square 在创建支付场景的同时,同步实现了对客户的获取、价值挖掘以及培养粘性三个步骤的价值闭环。于此同时,借助 2B 端支柱业务的稳定流量和 2C 端战略业务的持续获客, Square 正积极地进一步挖掘商户和消费者等公司用户的商业价值, 并为公司 在交易支付和个人点对点领域的市场地位打下坚实基础。由于美国市场移动支付前景广阔且头部优势相当显著, 公司对于市场位置的把握将在未来对于公司发展起到关键作用, 因此将双生态体系进行互动、加强 Seller 生态圈与 Cash App 生态圈的有机融合是公司未来的发展趋势。

对于 Seller 生态圈, Square 获客、留存客户并产生商业价值的链条主要是: 1) 通过低成本、低延迟的交易支付平台成为中小商户推崇的交易网络; 2) 针对交易支付服务获得的客户, 进一步推广其他下沉式的增值服务, 逐步将 Seller 生态体系覆盖到商家运营场景的每个细节; 3) 通过一系列的 SaaS 服务, 增强客户粘性, 进一步获得客户的商业价值。然而伴随美国消费者消费理念的改变和电商在美国不断崛起, Seller 的业务模式也发生改变。公司正将商户交易支付的范围逐渐向线上和大型商户转移, 这一变化趋势恰好符合 Cash App 生态圈的属性和用户群体。Square 双生态的独特竞争力体现在无论线上还是线下, 消费者和商户均可以使用 Square 的服务完成无缝衔接, 相比市场中其他竞争者经常面临的“非中性”壁垒, 使用 Cash App 的个人用户在支持 Square 的商户和平台上能够获得流畅的交易体验。通过 2C 对 2B 的引流作用, Square 可以将线上和个人用户通过 Seller 平台获得进一步的交易量和利润。

对于 Cash App 生态圈, Square 的运营模式为: 1) 利用比特币投资、Cash Card 等战略业务获得高活跃度和参与度的用户; 2) 借助个人点对点网络效应和社交属性, 进一步扩展用户规模, 收获符合软件自身特性的用户群体; 3) 通过快速迭代的产品和功能完成对个人用户商业价值的挖掘。而目前 C2B 市场和个人点对点市场最大的竞争对手 PayPal 占据了市场超半数的份额, 知名度高且用户活跃程度更高。为了抢占个人用户和线上用户的市场份额, Square 正通过 Cash Boost 促销和顾客忠诚服务, 利用 2B 端头部优势让线下流量通过线上方式产生价值。Square 对中小商户有很强的吸引力, 而且目前正积极通过开发者平台和定制化服务向大规模商户和平台转型。Seller 生态圈获得的商户本身便拥有大量优质、高粘性和稳定的个人消费者, 这部分消费者成为了 Cash App 最为理想的潜在用户群体。公司通过与使用 Square 作为交易平台的商家合作, 对使用

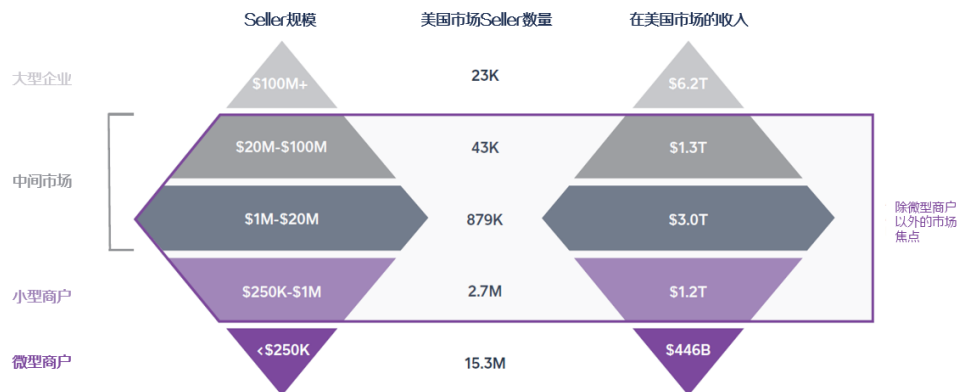
Cash Card 的消费者推出折扣、促销以及忠诚用户奖励等服务和营销手段，促进线下流量的转化，成功将 2B 端流量导向 2C 端。2021 年 3 月，Cash Card 创造的月活跃用户达到 1000 万，其中超过 700 万用户交易频率小于 1 周。而更大的介入度也产生了更大的支出和现金流入，2021 年第一季度消费者通过 Cash Card 完成的支出金额同比增长约 250%，Cash Card 业务正成为两个生态系统相互融合的重要渠道。

2. 行业：2B 端市场规模扩张、2C 端移动支付迎接全新机遇

2.1. 潜在市场规模扩张、SaaS 需求量持续上涨，Seller 端扩大服务范围

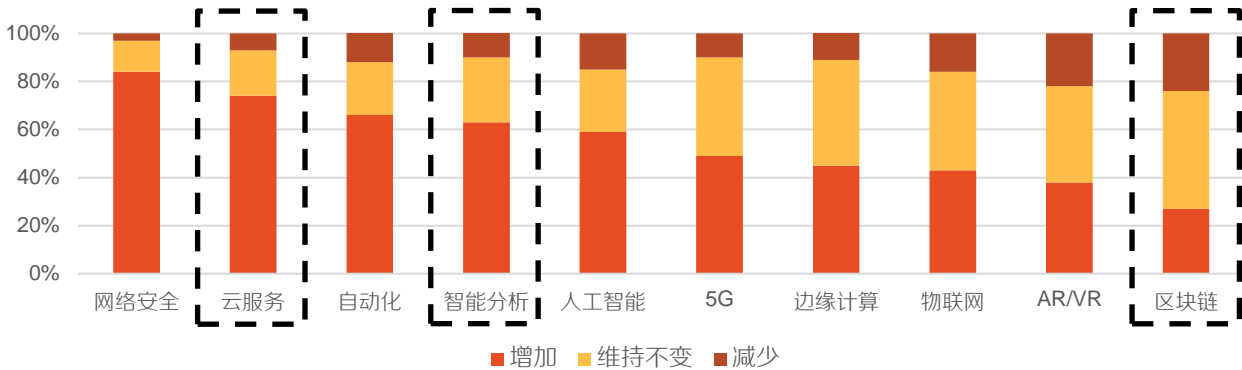
公司 Seller 端收入来源主要有三部分：基于交易支付的佣金收入、SaaS 软件服务订阅的收入以及贷款和其他金融服务的收入。交易支付以及金融服务的收入主要取决于商家规模和相应的 GPV，而 SaaS 相关的收入则取决于市场中商家的数量和所处行业。

图 28：美国市场按照收入规模细分商户、商户数量和总收入



数据来源：公司公告、东方证券研究所

TAM 规模扩大，商户交易量持续上涨。根据 2012 年美国劳工统计局的统计结果，美国本土共有超过 2000 万商家，产生了超过 6 万亿美元的总收入，这部分的收入提供了超过 850 亿总潜在市场价值（TAM）。这部分的潜在市场中，仅基于交易支付的收入就超过 390 亿美元。通过对企业和商户按照年均毛利进行细分后，微型商户共约 1530 万家，中等市场（小型企业 SMB 和中位市场）共 362 万家商户。除了体量最大的一部分大型企业外，剩余的公司和商户均作为 Seller 端的潜在服务对象，占总市场份额的 51%。Seller 服务范围正逐渐从微型商户（年均 GPV 小于 25 万美元）转向中间市场。与微型商户相比，中间市场有市场份额更大、发展空间更广、交易量更多的优点，同时相较于大型企业，更依赖类似 Square 等第三方交易支付和金融相关的服务。提供交易支付的公司将持续关注中间市场，伴随疫情带来的商户格局重组，中间商户作为实体商户的主要力量，将持续为 Seller 生态圈带来优质的需求量。

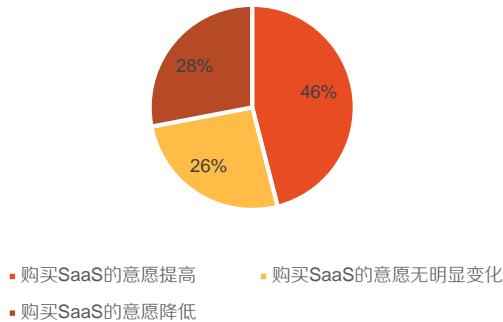
图 29：疫情期间企业对于 IT 服务的支出意愿


数据来源：HFS Research、东方证券研究所

美国企业数字化趋势持续，SaaS 需求普遍提高。2020 年，SaaS 行业经历了许多关键发展。SaaS 引入了大量新技术，包括更强大的人工智能、机器学习和备受期待的 5G 体验。全球 SaaS 趋势表明，SaaS 的开发和使用将会有巨大增长。伴随数字化趋势，全球企业对云计算市场需求量不断增加，ReportLinker 估计在 2020 年将达到 3714 亿美元的价值，到 2025 年将增长到 8321 亿美元，对应 CAGR 为 17.5%。作为云计算市场的关键组成部分，the Business Research Company 估计全球 SaaS 市场规模将在 2021 年达到 2724.9 亿美元，未来四年的复合年增长率为 11.7%，预计到 2026 年底，SaaS 市场规模将达到 3073 亿美元。

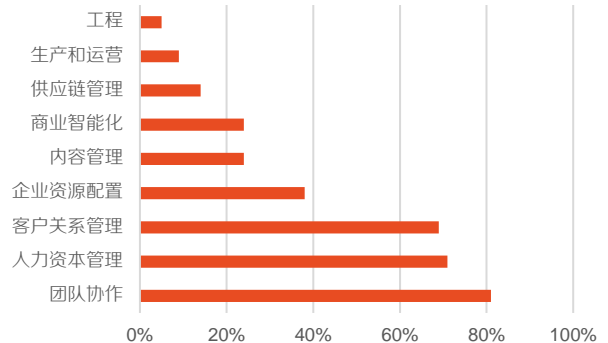
企业对于 SaaS 的需求主要集中于以下几点：第一，在疫情之前，全球市场的机会已经十分依赖数字化技术。SaaS 的应用使企业组织能够降低交易成本、治理成本，并更有效地协调复杂的价值链，从而为跨行业和跨地区的新需求创造了发展机会。自动化处理和分析可以节省组织的时间和人力成本，将更多资源投入其他市场。第二，为配合全球疫情防控的需求，保持社会距离的措施使得远程工作在行业中更为普遍。SaaS 成为了社交距离限制下企业进行组织管理唯一的解决方案。第三，鉴于无现金交易可以减少病毒的传播，预计会有更多的公司推行基于 SaaS 的 POS 服务。通过基于 SaaS 的交易支付，无论是实体商户还是电子商家均可以获取大量的支付数据和信息分析，相较于传统的支付手段，SaaS 可以给企业和商户带来更为透明和高效的信息来源，通过相应的 SaaS 数据处理和学习，企业可以洞察运营风险并获得更有效的管理。

图 30：疫情对企业购买软件服务意愿的影响



数据来源：Gartner、东方证券研究所

图 31：2020 年世界 SaaS 渗透率分布（预估）

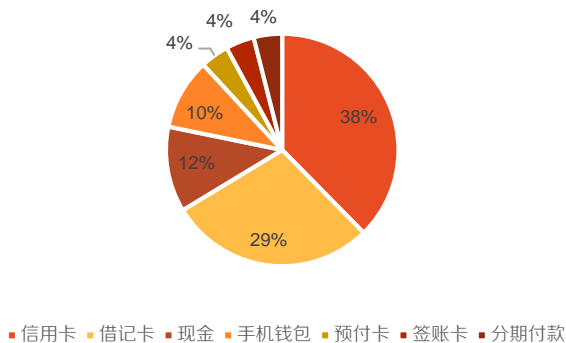


数据来源：Altman Vilandrie & Co、东方证券研究所

2.2. 美国移动支付壁垒降低、电子商务市场激增，Cash App 迎来突破机遇

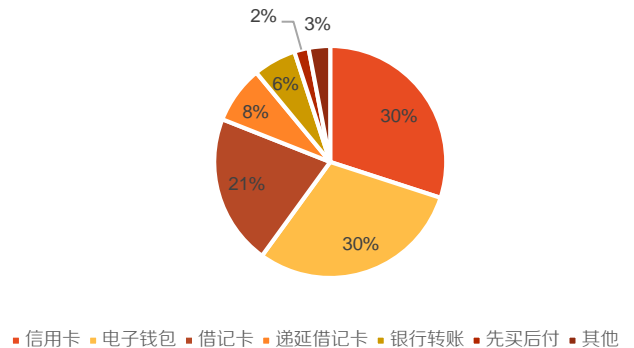
2020 年是电子支付和手机支付成为最流行线上结账方式的转折点。随着越来越多的商家在销售点实行非接触式支付，美国人开始使用银行卡和手机钱包来代替现金。2020 年电商销售额占比 29%，其中电子钱包占比达到 30%。而实体销售的增速虽然不及电子商务，但是处于安全等因素，美国消费者对现金支付的偏好出现明显下降，手机钱包的壁垒有减弱的趋势，2020 年手机钱包在线下实体销售的占比首次突破 10%。

图 32：2020 年美国实体销售支付方式组合



数据来源：FIS、东方证券研究所

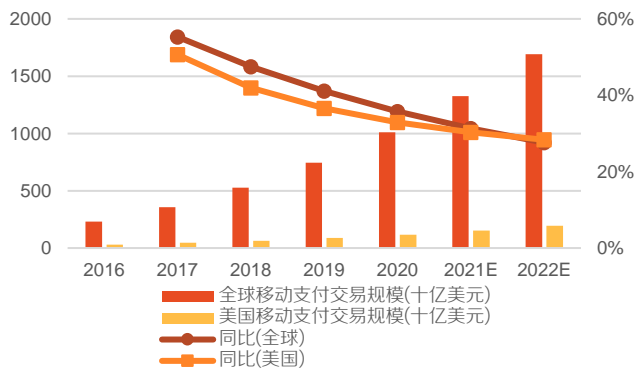
图 33：2020 年美国电子商务支付方式组合



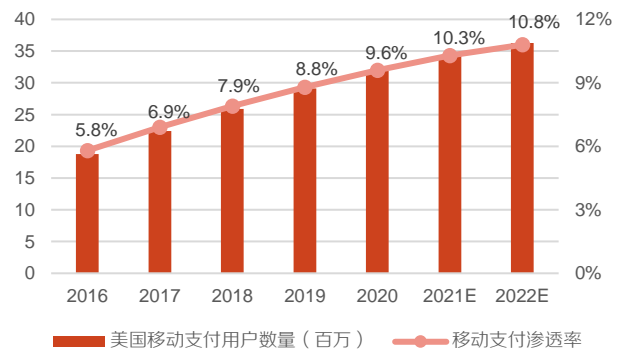
数据来源：FIS、东方证券研究所

美国移动支付行业发展迅速，Cash App 扩大手机钱包业务优势。占领行业内头部位置的 Square 在 2020 年通过自身优势，减少了风险带来的潜在损失，把握移动支付趋势对行业的新一轮机遇。2020 年，全球现金交易额急剧下降，仅北美便下降了 21.9%，现金在全球的使用率已降至历史最低水平，而在美国本土仅占线下销售交易量的 11.9%。原先美国本土消费者对于现金和银行卡的偏好使得移动支付平台始终不能获得大量的市场占有率，然而受到疫情影响消费者被迫改变线下支付的消费习惯，手机钱包业务获得丰富的增长动力。根据 FIS 报告数据显示，手机钱包占

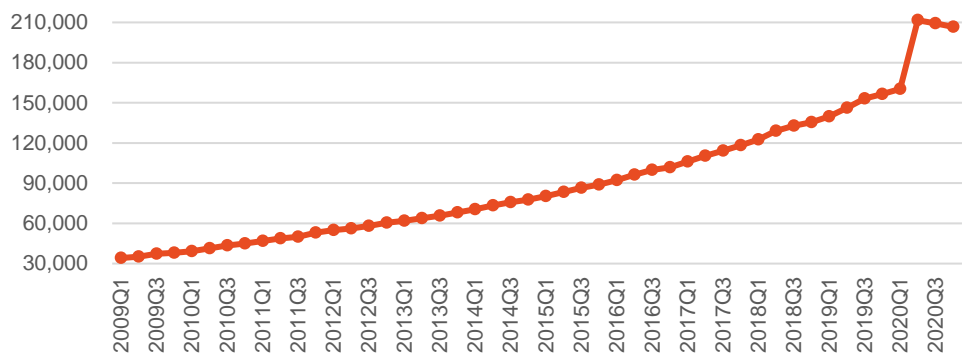
取了现金原先在线下销售占据的大部分份额，全球手机钱包在 2020 年的使用率比 2019 年增长了 19.5%，同时占 2020 年美国实体销售交易量的 10%。FIS 预计 2020 年到 2024 年美国线下销售的 CAGR 将维持 4%的水平，而疫情引发了人们对非接触式支付方式的关注，也助长了人们对手机钱包日益增长的兴趣。根据 Statista 的数据，2019 年美国移动支付在总人口的渗透率不到 10%，在智能手机使用者中的渗透率也不足 30%，相比于中国和其他主要市场仍有很大的用户增长空间，在交易量方面，美国虽是全球移动支付第二大的市场，但仍远不及中国的交易量。伴随移动支付场景的逐渐丰富、下沉市场的逐步拓展以及消费者交易习惯的改变，移动支付会逐渐抢占原先现金在交易支付中的地位。另外，由于美国消费者仍然对信用卡、借记卡有很大的偏好，移动支付商家相应推出卡片绑定的业务，Cash App 推出的借记卡 Cash Card 也有望逐渐获得卡片支付的部分份额。作为实体销售支付赛道的行业翘楚，Cash App 有望进一步扩大实体商户的用户群体和交易规模。

图 34：美国对比全球移动支付交易规模和增速


数据来源：Statista、东方证券研究所

图 35：美国移动支付用户数和渗透率逐年提高


数据来源：Statista、东方证券研究所

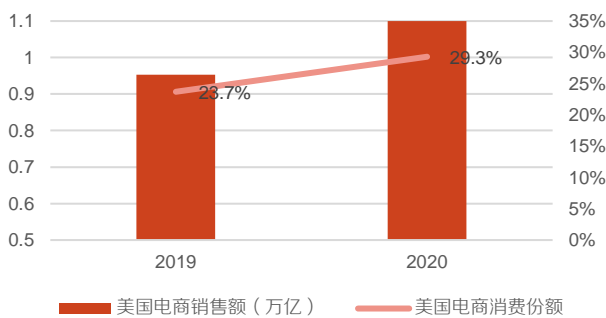
图 36：2009-2020 美国零售电商季度销售额（百万美元）


数据来源：Statista、东方证券研究所

疫情导致零售行业转型、电子商务激增，电子钱包需求显著提高。虽然世界各地消费者的支付偏好差异很大，但电子钱包和银行转账等支付方式已逐渐成为主流。2020 年新冠疫情的爆发为商务和支付领域带来了深刻的转变，这加速了电子钱包在电子商务中的普及。尽管全球电子商务面临着经济衰退的阻力，但依旧在 2020 年加速增长。美国的电商销售额占比 15.4%，总额超过 1.1 万亿美元。预计到 2024 年，北美电商总交易量的复合年增长率将达到 11%，超过 1.78 万亿美元。

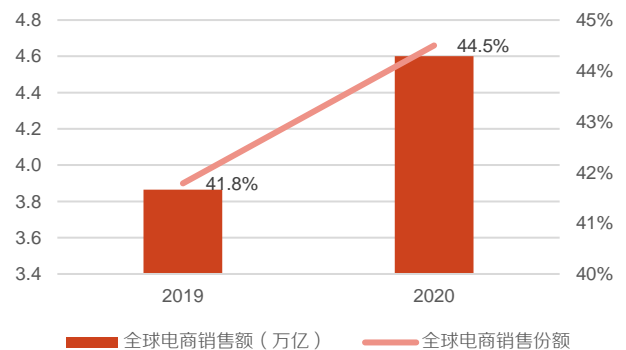
在美国，电子钱包的使用率低于全球平均水平，其使用率占有所有电商交易量的 29.8%，相较 2019 年增长了 23.7%，但相较于全球 44.5% 的水平仍有进一步增长的空间。另一方面，全球电商普及度和电子钱包需求量的提升相较美国更为显著。2020 年全球电商交易额达到 4.6 万亿美元，比 2019 年增长了 19%。这一增长使电商渗透率加快了近三年，总交易量从 2019 年的 8% 跃升至 2020 年的 10%。公司也在近年扩大市场范围，Cash App 的用户群体已经扩展至加拿大、澳大利亚、英国等主要发达经济体，并于 2020 年第一季度推出英美间即时转账的功能，进一步把握全球电子商务发展对电子钱包需求的激增。

图 37：2020 年美国电商销售情况



数据来源：FIS、东方证券研究所

图 38：2020 年全球电商销售情况



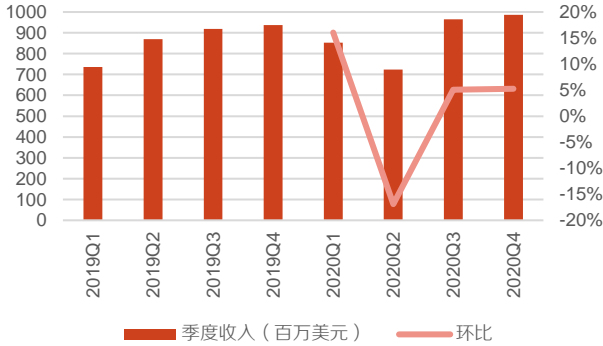
数据来源：FIS、东方证券研究所

3. 业务：根植双生态产品服务，为商户和个人用户赋能

3.1. Seller：软硬件结合助推商户发展，金融服务附加便利性

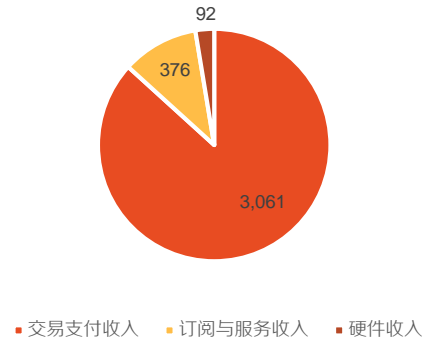
Seller 卖家生态圈是 Square 最早发展、也是最为主要的业务体系。2009 年成立初期，公司就以为商户提供便捷灵活的交易支付平台为经营目标，先后发布了信用卡读卡器、NFC 读卡器、一体化终端、虚拟终端等 POS 设备和移动支付硬件。为配合商户实际经营过程中的痛点，Square 相继开发出电子收据、线上预约、团队管理、薪酬工具等一系列配套软件，助力中小商户发展。2014 年公司拓展 Square Capital 业务，并在之后推出商户贷款服务，通过更低的贷款门槛和更清晰的费率吸引了更多商户加入。近年来伴随全球移动支付和电商平台的高速发展，公司进一步开拓线上业务和海外市场。截至 2020 年 12 月，Seller 生态圈全年实现收入 35.3 亿美元，毛利 15.1 亿美元，同比增速达到 8%。

图 39：2019-2020 Seller 收入情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：交易支付收入约占 Seller 总收入 87% (百万美元)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.1.1. 硬件设备支撑，搭建生态体系框架

硬件设备的销售是公司战略性的业务线，由于 Square 仅作为交易支付的平台，不需要进行繁琐的信用调查，对于商户申请 POS 设备的门槛较低、并且价格低廉，因此硬件端的收入并不作为公司主要的盈利业务，而是利用硬件收入吸引商户加入，进而扩大交易网络、提高市场份额、增强用户粘性，以此提高交易收入和软件与服务订阅收入。

硬件设备实现全场景覆盖，满足不同商户需求。 Square 整合多种支付方式，发展形成一套覆盖全场景的支付硬件设备解决中小商家收款难题。在美国，信用卡仍然占据最大的交易支付市场，美国消费者对信用卡的依赖程度主要取决于一直以来的消费习惯和信用卡发行商的优惠促销。然而中小商家收款时申请 POS 设备需要花费大量的资金和时间，并且针对不同的卡片清算网络还需要配备不同的设备，这些复杂的条件往往限制了中小商家的收款方式。另一方面银行和清算网络对中小商户的偏好相对较低，因此中小商户使用传统 POS 设备的交易成本较大、申请门槛较高。相比之下商户只需在 Square 网站上在线申请交易支付硬件，选择相应的收款方式（信用卡、NFC、Apple Pay 等），即可实现无延迟的交易支付操作。对于个体户和小型商家，公司推出便捷式的读卡器应对小型商户本身灵活、移动的特点；规模较大的商家可以使用一体化的终端（Terminal）或使用 iPad 作为载体的 POS 设备（Stand），实现功能更强大的交易支付体验。

表 5：Square 清晰的硬件订购成本

硬件种类	售价	交易金额抽成	支付方式		
			传统卡片	EMV/NFC	移动支付
Register	799 美元或每月 39 美元 (持续 24 月)	2.6%+0.1 美元	●	●	●
Terminal	299 美元或每月 27 美元 (持续 12 月)	2.6%+0.1 美元	●	●	●
Stand	169 或每月 16 美元 (持续 12 月)	2.6%+0.1 美元	●	●	●

Reader for contactless and chip	49 美元	2.6%+0.1 美元	●	●	●
Reader for magstripe	首件免费，其后每件 10 美元	2.6%+0.1 美元	●		

数据来源：公司官网、东方证券研究所

费用清晰透明、资金结算高效，降低中小商户交易支付成本。在硬件申请的费用上，Square 坚持以透明化的费率为商户提供低成本的交易支付平台。商户使用 Square 交易支付平台的成本只有两部分：永久购买硬件设备的费用或每年支付的订阅费用；以及每笔交易金额的一定比例抽成。对于 GPV 更大的客户，Square 同时提供了定制化的费用方案。另外一方面，根据 Square 官网数据，商户通过 Square 的交易系统对顾客进行收款后，平均一天即可获得扣除抽成以后的收入。高效的结算服务提升了商户资金的流动性，进一步降低了商户运营的成本和门槛。值得注意的是，美国收单行业目前的平均费率水平远高于国内的对标公司拉卡拉和汇付天下等。未来伴随美国收单行业竞争加剧，各家收单服务提供商的费率未来可能出现明显的下行趋势。而 Square 作为美国市场最早开启收单业务的公司之一，在节流的趋势下预计拥有先发优势。

表 6：中美主要收单平台费率对比

收单平台	银行卡支付费率	其他支付费率
Square	2.6%+0.1 美元	无卡支付 3.5%+0.15 美元；
PayPal Here	2.70%	使用 PayPal 和扫码支付费率为 2.7%； 使用加密支付费率为 3.5%+固定金额
QuickBooks	2.70%	加密支付费率 3.5% PIN 支付费率 1%
拉卡拉	0.60%	扫码支付费率 0.38%
汇付天下	不适用	扫码支付费率 0.38%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.1.2. SaaS 软件配套硬件设备，实现闭环服务网络

对于实体店商家而言，除了寻找稳定、低成本的交易支付平台之外，降低运营成本、提高经营效率和提升顾客满意度和用户粘性也是其经营难点。中小商户在控制成本方面，受限于专业管理人员高昂的成本，因此往往采用经验化、非专业化的存货控制和销售策略。在扩大销售方面，中小商户由于缺乏对用户需求、市场的数据来源和专业化的研发与营销团队，很难针对消费者群体进行精准的营销和推广。因此基于 POS 平台的大量商户，Square 进一步推广配套的 SaaS 服务，以交易支付为切入点，深挖商户经营过程中的下沉市场。

软件服务涵盖商户经营全领域，加强商户经营效率。 Square 瞄准了中小商户经营痛点，推出了一套商家内部管理系统，集成了数字收据、线上预约、礼品卡、库存管理、员工薪酬管理、顾客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，从而帮助商家形成“用户+产品+商家”的三维价值链，实现了售前吸引顾客、服务顾客、到售后服务的完整经营领域一体化的 SaaS

服务。由于较早入局 2B 端业务，Square 拥有较好的先发优势，通过渗透商户经营中的不同渠道，针对商户（尤其是不具备自身管理体系的中小商户）推出定制化和高效的 SaaS 产品，在一定程度上保证了商户端客户的粘性和回报率。相比之下，其主要竞争对手 PayPal 在 2B 端入局时间较晚，虽然借助其广大的合作商户和更大的知名度，通过低费率的形式抢占了部分交易支付市场，但是 PayPal 提供的 SaaS 增值服务覆盖面远低于 Square。目前 Square 提供的软件服务主要集中在以下几个经营场景：交易支付相关场景；顾客关系相关场景；团队管理相关场景。

第一，针对交易支付场景，Square 的 Point-of-Sales 服务除基本的交易支付功能之外，还能直接通过电子邮件和手机链接向顾客发送数字账单和支付凭证。使用 Register、Terminal 和 Stand 的商户还可以在 POS 交易屏幕上定制菜单、显示折扣消息等功能。另外 Square 的 POS 服务还拓展到第三方外卖平台，商家可以直接通过 Square 支付平台管理订单。第二，在顾客关系场景下，公司推出了类似大众点评的在线预约服务，方便商户和顾客管理自己的消费体验。通过 Square 进行交易支付的顾客可以建立消费者档案，并通过顾客忠诚计划获取消费积分奖励。商户可以通过 Square 建立更为详细的顾客画像，包括消费者偏好等。Square 通过大量交易支付数据提出分析建议，向商户展示销售利润、支付渠道、费用分布等可视化数据结果，帮助商户更好规划营销和库存等决策。第三，Square 针对团队管理场景，推出了自动薪酬发放以及员工考勤和人力资源管理等功能。

图 41: Square 为商户提供覆盖经营全链条的 SaaS 服务



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 42: PayPal 提供的商户 SaaS 功能相对单一

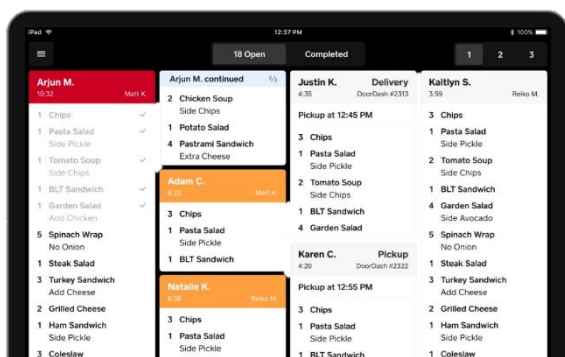


数据来源：PayPal 公司官网、东方证券研究所

以用户为中心的研理念，助推商户数量稳步增加。一方面，Square 针对 GPV 占比最大的两类商户（零售商和食品行业）分别推出了两款定制化的 POS 系统。这两款定制化的系统通过云端技术，提供了连接前端和后端的快速 POS 体系。Square 通过不同行业的经营状况和服务特点为 POS 系统设计特殊的整合功能。首先，餐饮行业主要经营特点和需求有：排队管理、菜单管理、座位安排和预定功能。因此 Square for Restaurant 为餐饮商户提供不同的菜单插件，允许商户上架特定菜单、促销食品；系统提供座位管理的接口，提升顾客排队等候的效率和座位安排；添加连接菜单和厨房的端口，实现前台和后台的信息互通，实时更新点餐状况；添加线上预定功能，提高商户接待数量和用户体验。其次，针对零售商对库存周转能力的依赖性，Square for Retail 优化了库存管理和线上商店布局，同时内置了内部团队管理的属性。另一方面，Square 为吸引更大规模的商户，打造了开发者平台，并且公布了 API 和 SDK 的程序接入端口和开发工具包。

通过不断的技术更新和全方位的服务配置，Seller 生态圈获得了订阅商户良好的口碑，2015 年到 2020 年 Square 商户的 GPV 的复合增长率达到 21%。公司目前推出的 SaaS 服务和第三方端口对于中间市场的商户有很强的吸引力。2020 年中端市场显示出强劲的增长：2020 年第四季度，中端市场卖家的毛利同比增长 27%，相比整体 Seller 业务的毛利增长大约高出两倍。对于中等规模的卖家来说，Seller 生态系统有助于解决其更复杂的业务需求，例如监督员工和有效使用经营数据等。2020 年，中端市场卖家平均使用了约 2.5 款 Seller 产品。几乎所有的中端市场卖家都使用 Square 团队管理服务来安排员工，并实时查看团队绩效和销售分析。此外，开发人员平台能够以定制软件处理支付，构建独特的商业体验，并连接到现有的业务系统。2020 年，中端市场 GPV 约有一半来自开发平台集成的卖家。

图 43: Square for Restaurant 定制化系统界面



数据来源：公司网站、东方证券研究所

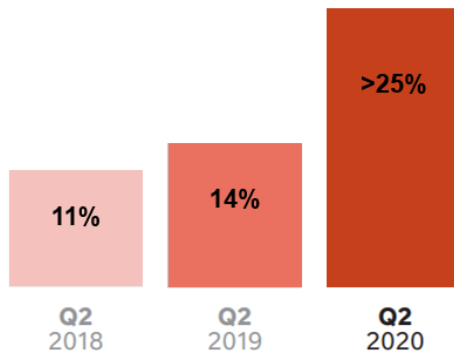
图 44: Square for Retail 线上+线下全平台软件服务



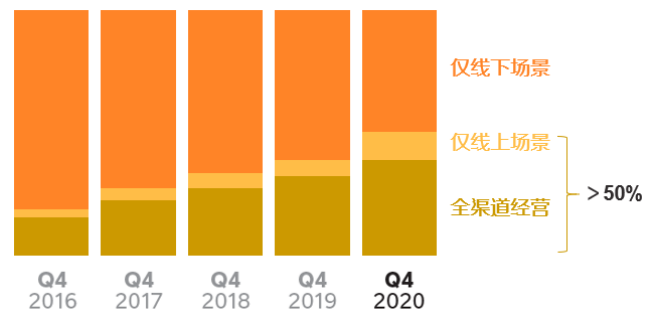
数据来源：公司官网、东方证券研究所

拓展线上平台和全渠道发展。基于美国电商平台的快速发展和移动支付的逐渐普及，Seller 进一步切入电商平台和全渠道商户的市场。Square Online 为在线商户搭建销售网页，商户可以基于该平台实现全渠道经营，应对疫情冲击。而 Online Checkout 则允许商户不通过 Square 建立网页的情况下，仅使用 Seller 平台进行结账支付。此外 Square 还在 2020 年推出了按需配送的业务，

为商户搭建第三方配送平台的渠道。2020 年第二季度，受到疫情影响线上商户对公司 GPV 的贡献显著提升，YoY 达到 50%，并占据 1/4 的总 GPV，其中超过 1/3 的线上商户同时也是公司的新增用户。2020 年第四季度，全渠道和线上商户的 GPV 占比超过 50%，相比 2016 年上涨了约 3 倍，2018 年占比也仅为 1/3。

图 45：线上渠道商家 GPV 占比显著上升


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 46：线上和全渠道商户 GPV 占比已超 50%


数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.1.3. 金融服务提供便捷资金，推动商户扩张发展

Square Capital 重新定义金融服务，助力中小商家业务发展。公司借助其掌握的商户完整、全面、真实的交易数据和运营情况，向商户提供高质量、低成本、灵活的贷款服务以及消费者分期付款，为商家提供了更为便捷的资金来源和更加宽松的现金流量。在此基础上，公司推出即时到账业务（Instant Deposit），并与指定银行共同发行商户借记卡（Square Card），进一步推动商户的业务发展。

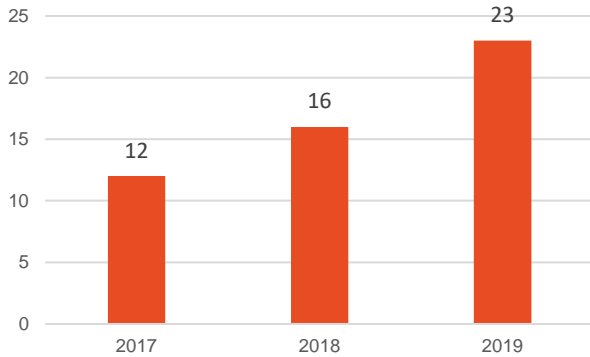
高通过率+低贷款成本，中小商户迎来高质量资金来源。在传统的银行借贷中，由于信息不对称的根本问题，银行很难了解商户真实的经营状况，因此只能从商家提供的有限资料里进行风险评估，导致评估结果不可靠，商户贷款成本可能显著大于自身经营风险。而在这方面 Square 有着天然的优势，作为交易支付平台，Square 掌握其签约商户最为真实的交易支付数据，并可以监控每位消费者的消费场景、习惯和交易风险。此外通过整合 SaaS 等途径获得的商户经营状况的附加信息，Square 利用机器学习和大数据分析等技术，对每家商户进行风险识别，并据此提供每年不超过商户预计 GPV 规模 25% 的企业贷款。商家只需要在 Square 官网填写申请资料，最快一个工作日便可获取贷款，且对于 75000 美元以下的贷款商户不需要提供抵押物。相比传统银行复杂的贷款流程和过高的贷款门槛，Square 通过一手交易数据和自身风险分析技术，大大提高了商户贷款的可能性和效率。

表 7：Square Capital 企业贷款和传统银行贷款对比

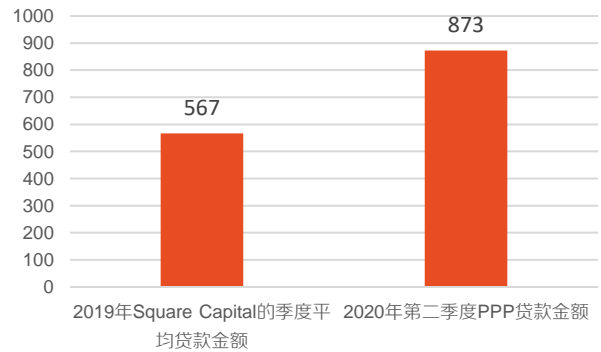
	Square Capital 企业贷款	传统银行贷款
申请流程	Square 签约商户通过网页或 App 在线填写申请，无需任何纸质文件	提交大量文件，包括银行对账单、商业信用报告、法律文件、商业计划、个人信用报告等
到账时间	1-2 个工作日	7-36 个工作日
还款方式	每月扣除商户交易收入的一定比例	通过房贷银行的账户进行扣款，常涉及不同账户间资金划转较为复杂
抵押担保	小额企业贷款无需抵押	可能要求个人资产作为抵押品进行担保
审批方式	审核 Square 实时获得的商户交易情况	审核个人和企业的信用报告，大于银行最低贷款信用的商户才有资格获得贷款
风险评估	商户交易量、使用 Square 的历史、交易活跃程度、客户组合、业务增长速度等一手信息，准确评估贷款风险	信用报告、银行对账单等二手资料，风险评估方法间接、评估结果不精确

数据来源：公司官网、东方证券研究所

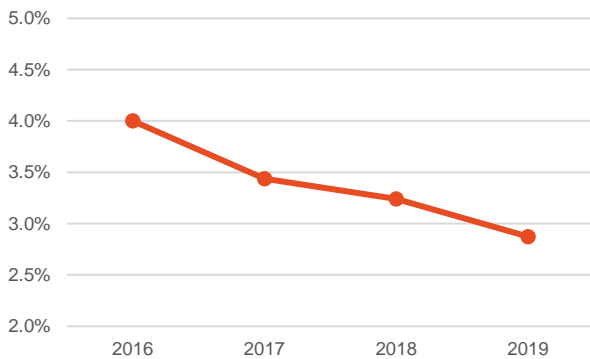
颠覆传统还贷模式，Square 降低放贷风险。 Square 发放企业贷款和支持消费者分期付款的另一优势是商户还贷方式的根本性差异。传统银行贷款需要商户绑定银行的借记卡，再通过卡内余额进行结算。而 Square 发放的贷款则是直接通过扣除商户流水中的一部分作为利息偿还。因此理论上商户还款不会受到违约风险，只要商户控制经营风险保证足够交易流水，Square 便能稳定获得利息收入。根据公司 2019 年 Q4 数据显示，自 2017 年以来，Square Capital 的核心贷款(Core Flex Loan)的不良率不到 4%。即使在受到疫情冲击最严重的 2020 上半年，公司依然良好地控制了交易和贷款损失。2020 第一季度公司推出了 24 个月定期贷款的产品，以参与支付保护计划 Paycheck Protection Program (PPP)，向美国政府的“关怀法案”(CARES Act)涵盖的小企业发放有担保的贷款。仅 2020 年第二季度，公司已经为超过 80000 家商户发放 8.73 亿美元的 PPP 贷款。这些贷款需求帮助 Square 辐射至更广泛的商户群体。

图 47: Square Capital 贷款规模迅速增长 (亿美元)


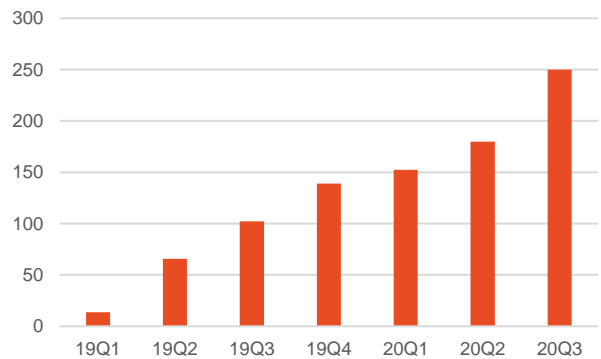
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 48: 推出 PPP 贷款后总贷款金额显著增加 (百万美元)


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 49: 企业核心贷款不良率自 2017 年均低于 4%


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 50: 商户通过 Square Card 的支出超过 2.5 亿美元


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

即时到账、实体借记卡增加金融业务范围。公司对于商家在资金转移的便利性和资金获取的快捷性方面,进行了业务创新。使用 Instant Deposit 的商户在 2.6% 手续费的基础上支付额外交易金额 1.5% 的手续费,可以将原先 1-2 天的到账时间升级至即时到账,增强了商户应对现金冲击的灵活程度。当商家通过 Square 进行收款时,结算费用后的销售收入可以直接流入商家 Square Card 的账户中,商家可以通过 Square Card 内的余额随时进行资金转移或者提现。相比传统银行借记卡, Square Card 具有无年费、无透支费用、无 ATM 手续费等优点,而且不设置最低存款限制,商户也可以通过 Square Transfer 功能将资金在 Square 借记卡和其他银行账户之间进行转移。此外,为吸引商户加入 Square Card 计划,公司对使用 Square Card 进行支付的商家提供顾客消费金额 2.75% 的支付返点。2020 年第一季度, Square Card 和 Mastercard 签订合作,实现 Square Card 覆盖所有 Mastercard 支持的消费场景,并将返点比例提升至 10%,进一步提升 Seller 生态圈内商户的资金灵活程度,加强了商户对于公司卖家生态圈的依附性。自 2019 年以来 Square Card 现金流量持续上升,到 2020Q3 实现了超过 2.5 亿美元的流量。

表 8: Square Card 与传统银行借记卡对比

费用和账户要求	Square Card	其他传统借记卡
存款服务费	\$0	\$10-\$16/月
最低存款限制	\$0	\$500-\$5,000
透支费用	\$0	\$35/次
最低初始存款金额	\$0	\$25-\$1,500
月度账户服务费	\$0	\$10-\$16/月
ATM 费用	Square 不收取费用，仅 ATM 提供商收取服务费	\$0-\$10
优惠政策	消费金额 2.75%-10%固定返点	优惠不定

数据来源：公司官网、东方证券研究所

3.1.4. 金融业务持续推进，Square 进军传统银行业务

金融产品持续推进，Square 未来有望打入传统银行市场，深入挖掘 Seller 用户价值。公司传统的 POS 服务和交易支付领域的竞争十分激烈，市场面临着功能服务和定价趋同的情况。为应对 Seller 端支柱业务的竞争，Square 一方面将商户范围拓展至大型商户和线上商户，增加服务渠道和边界；另一方面公司在金融服务领域持续深入，不断研发和推出全新产品。由于公司的金融产品围绕交易支付场景展开，Seller 金融产品相比传统的企业金融产品拥有更高的客户粘性和更低的获客成本。受益于 Instant Transfer 以及 Square Card 对于变现能力的提升，公司有望在未来推出 Square Checking（支票服务）以及 Square Saving（储蓄服务）。支票服务和储蓄服务的推出，能够显著提升客户入金比例、刺激公司现金运作，继续提升商户的获利价值。Square 在交易支付方面的技术颠覆了中小企业的传统支付方式，而如今不断进军传统银行业务，向客户提供支票、储蓄、转账等服务，与传统金融机构直接竞争，而围绕交易支付的逻辑有望在未来打破传统金融服务的运作方式，依靠其庞大的交易网络和先进的风控模型，Square 可以建立起低成本的金融产品矩阵，提升在各类商户的吸引力。

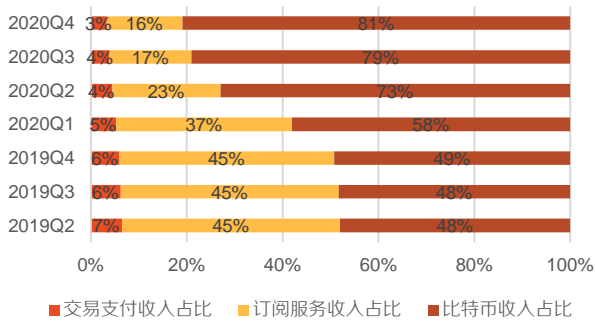
3.2. Cash App: 点对点支付软件转型全方位数字金融工具

2013 年 11 月，Square 正式推出 Square Cash 软件，为个人用户提供个人点对点资金转移的功能。和支付赛道的其他主要竞争对手相比推出时间较早，并且以便捷的操作流程和简明的界面吸引用户。随着个人点对点支付平台竞争加剧，Square Cash 更名为 Cash App 并且推出了投资、个人借记卡等金融服务。2020 年公司正式宣布 Cash App 成为 Seller 以外的另一主要业务生态圈，加大宣传力度、推出更多一体化的服务和功能吸引活跃用户。

公司将个人点对点支付业务视为 Cash App 生态圈的战略业务，公司不对每笔个人点对点资金转移收取任何费用，而是作为高效的营销手段，通过现有用户的个人点对点网络，公司可以以更低的成本获得高质量的活跃用户，且留存客户的成本也相应更低。另一方面，公司推出的一系列投资业务，尤其是比特币投资，同样也是 Cash App 生态圈的主要获客方式之一。受到比特币价格的水涨船高，Cash App 在移动支付平台独有的简单投资比特币的功能为其吸引了大量美国本土新增

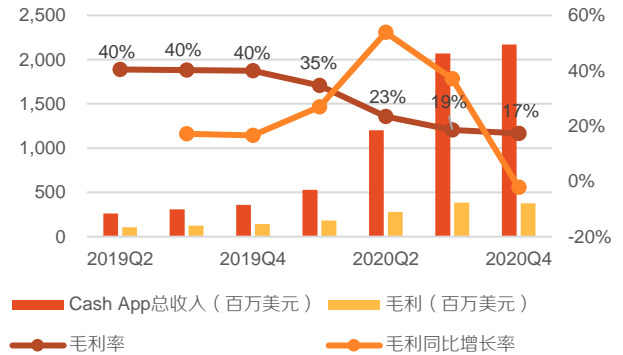
用户。公司通过个人点对点 and 比特币投资等方式，吸引大量活跃用户，并通过不断迭代的产品和功能为 Cash App 带来收益。

图 51：个人点对点交易支付作为 Cash App 的战略业务



数据来源：公司公告、东方证券研究所

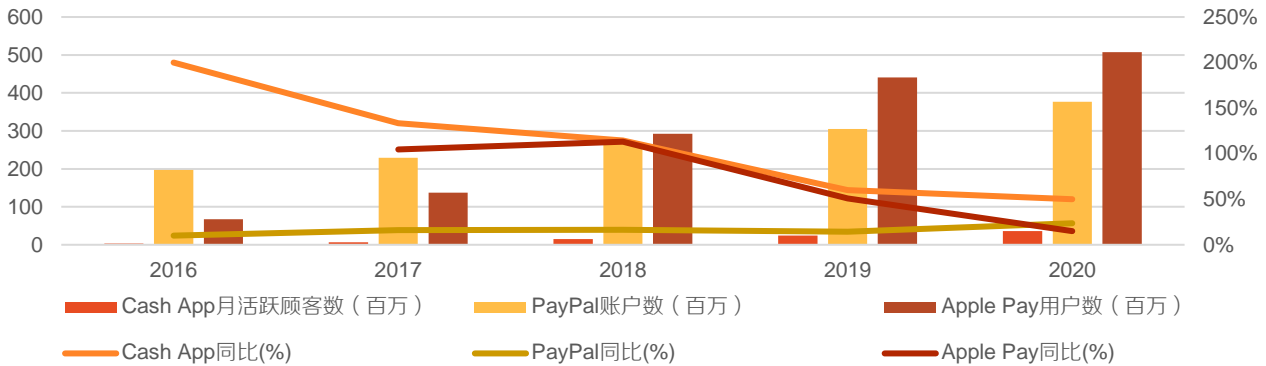
图 52：Cash App 毛利变动趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

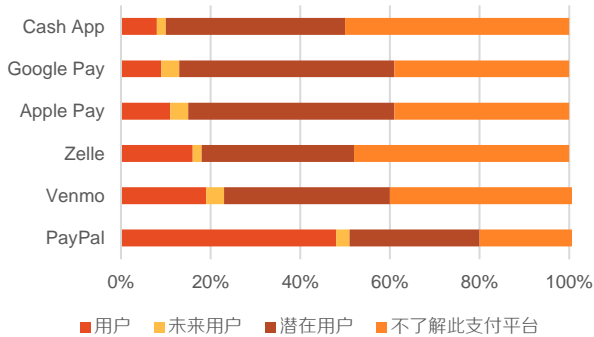
Cash App 保持高增速，瞄准年轻用户 2020 年 MAU 增速突破 50%。目前移动支付市场竞争十分激烈，截至 2020 年，活跃的个人点对点用户约为 9600 万，而 Cash App 与其主要竞争对手 Venmo 占据了市场 25%左右的份额。Venmo 与 Cash App 同为新兴移动支付平台，无需银行卡支付、且都将年轻用户作为目标群体。另一类主要移动支付的竞争对手是以 Apple Pay 为代表的平台。Apple Pay 的支付逻辑与 Cash App 有所不同。Apple Pay 需要用户绑定已有的银行卡，其自身作为代替实体银行卡的“虚拟”卡片，为已有银行卡的用户提供通过手机等移动设备进行支付，而 Cash App 不但可以吸引有卡用户在软件上绑定银行卡进行支付，而且可以满足无卡消费者的支付需求。因此 Square 瞄准年轻用户的特点，加大营销力度、降低新产品推出周期，从而更好地把握市场发展的机遇。截至 2020 年，PayPal 由于业务范围庞大，尤其是在电商平台上的先发优势，使其拥有最大的用户数量，在全球共有 3 亿现存账户。而 Apple Pay 基于苹果设备在全球智能手机的高覆盖率，拥有约 5 亿用户。Cash App 目前的用户主要基于国内，考虑到 2C 端处于发展的早期阶段，虽然月活跃用户相比 PayPal 和 Apple Pay 仍然较低，但近年来呈现较高的增长率，2020 年末，月活跃用户达到 3600 万，同比增长 50%。

图 53: Cash App、PayPal、Apple Pay 用户数量对比



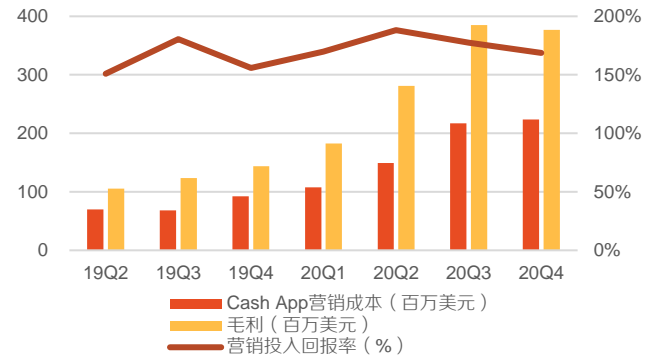
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 54: 美国移动支付用户偏好对比



数据来源：Statista、东方证券研究所（注：调查基于 21 年 1 月对美国 3335 名受访者，结果经过加权，代表了整个人口）

图 55: Cash App 营销投入回报率均保持 150%以上



数据来源：公司年报、东方证券研究所

加大营销投入、利用互联网宣传，资金网络效应帮助 Cash App 提升用户粘性。Cash App 对年轻人群有得天独厚的优势：相比于年龄段更大的用户，年轻群体更依赖手机和其他移动设备，且对于传统支付途径（如信用卡和现金）的依赖度较低，因此对移动支付的接受度和粘性也更强；对年轻人群中的无银行账户的人群，由于 Cash App 不需要用户绑定银行账户，因此以其低门槛的申请难度和全面的使用场景改变了这部分无银行账户人口消费的方式。根据 Statista 对美国移动支付消费者的调查显示，PayPal 以及旗下个人点对点软件 Venmo 对市场的占有率最高，而 Cash App 近年来持续的营销投入旨在提高对于年轻群体的占有率。

图 56：通过社交媒体和联名合作，Cash App 针对年轻用户扩大营销力度


数据来源：公司官网、东方证券研究所

针对年轻客户群，Cash App 成功运用社交媒体吸引其使用软件。2017 年 Square 在推特上举办了名为“SuperCashAppFriday”的活动，用户可以在推特转发 Cash App 相关帖文并评论其 \$Cashtag（Cash App 中的用户名）参与 10000-50000 美元之间的抽奖活动。2019 年起，公司与知名餐饮品牌 Burger King、Shake Shack 等合作，推出联合促销和抽奖活动。此外，Square 还与美国知名歌手合作，通过社交平台对 Cash App 进行宣传，进一步吸引年轻用户群体。公司在 TikTok 平台上推出相关主题曲，渗透了包括购物、个人点对点转移资金等各个主要使用场景，引起年轻消费者共鸣。不断的营销投入和针对性的产品布局使得 Cash App 保持出色的用户粘性和回报率。Cash App 平均 12 个月便能回收新增用户的成本，2017-2020 年公司优秀的毛利留存率使得公司获得持续的收入来源。

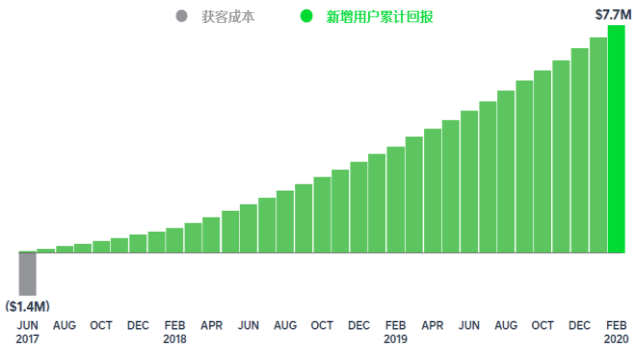
在持续的营销投入和持续迭代的产品种类的影响下，Cash App 在移动支付和电子钱包领域内获得了独特的竞争力。2020 年，Venmo 拥有约 6500 万用户，而 Cash App 在 2020 年用户约为 3600 万。然而 2020 年 Venmo 的营收为 4.5 亿美元，Cash App 却达到 59 亿美元，这意味着 Cash App 每位用户可产生的收益远高于 Venmo。在移动支付和电子钱包行业内普遍低费率的情况下，Cash App 的快速产品迭代起到了至关重要的作用，Cash Card 的推出充分利用了 Square 在 2B 端的稳定优势；而比特以及股票投资的功能作为战略业务也为 Cash App 注入了优质的用户群体。

表 9：Cash App 与 Venmo 竞争力对比（截至 2020 年）

	Cash App	Venmo
用户数量	3600 万	6500 万
营业收入	59 亿美元（包括比特币收入）	4.5 亿美元
核心业务	Cash Card、比特币投资	个人点对点钱包和 C2B 支付
特色功能	比特币个人点对点转移功能、商户促销、POS 支付兼容	比特币支付、社交平台、信用卡

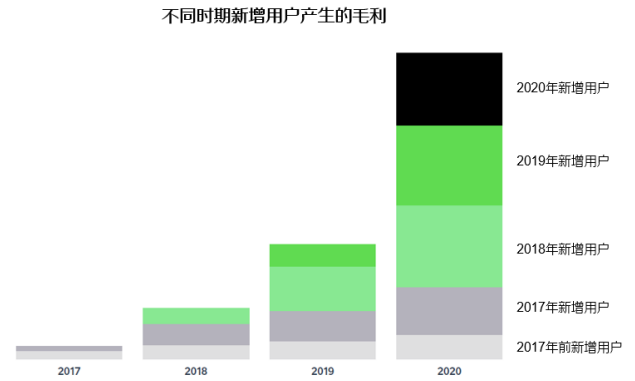
数据来源：Square 年报、PayPal 年报、东方证券研究所

图 57：12 个月回收获客成本、投资回报率继续上升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

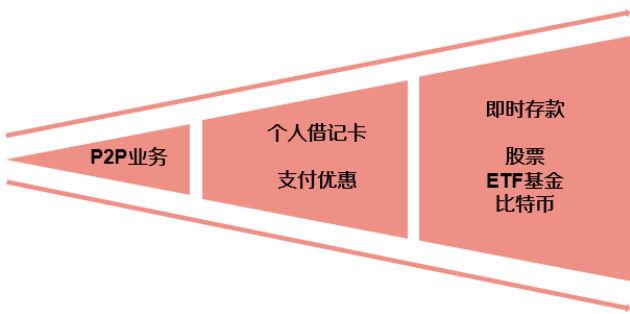
图 58：过去三年新增用户的毛利留存比例均大于 130%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

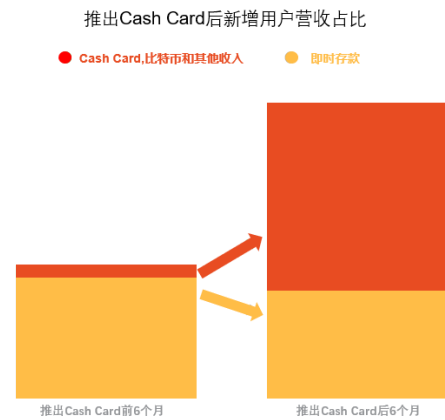
拓展支付工具功能边界，提升 Cash App 获利能力。近年来，Square 在个人点对点支付功能的基础上持续迭代产品类型，Cash App 软件内增加一系列功能，包括 Cash Card（个人借记卡）、Cash Boost（使用 Cash Card 的用户享受的优惠）、直接划款以及比特币、股票、ETF 基金投资等。不断增添的新功能实现了 Cash App 从单一的个人点对点支付工具向电子钱包和投资平台的转型，初步形成了移动金融工具的生态体系。多元化的产品和功能为 Cash App 带来了更高的用户价值，同时实现了产品网络的交叉盈利。公司数据显示，2017 年 6 月新增用户的成本为 140 万美元，截至 2020 年 2 月，该部分用户已累计实现 770 万美元的利润，26 个月的周期投资回报率达到 550%。

图 59：多元化的功能提高用户活跃周期内的价值

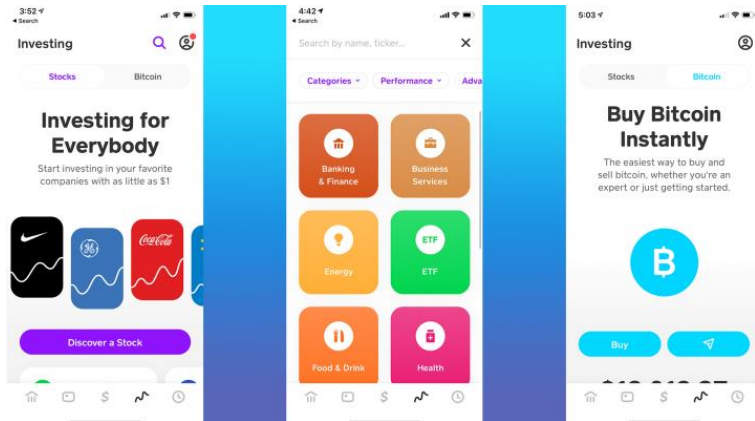


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 60：产品快速迭代实现交叉获客



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 61：Cash App 简洁的投资界面


数据来源：公司官网、东方证券研究所

个人点对点属性与叠加代币战略意义带动 **Cash App** 未来增长潜力。2019 年公司于纽约州获得了比特币交易牌照，正式在 Cash App 内推出比特币投资功能。自 2019 年 Cash App 推出比特币投资板块以来，两年间 Cash App 的用户占据了整个比特币市场超过 40% 的交易量。作为公司的主要竞争对手，PayPal 同样于 2020 年推出虚拟货币交易功能。2021 年 2 月，Square 针对比特币业务推出了更为全面的功能，允许用户点对点向 App 内好友转移比特币，未来比特币业务预计继续占据公司战略性地位。2021 年第一季度，公司比特币业务收入达到 33.7 亿美元，相比 2020 第一季度的 3.06 亿美元同比上升了 1100%。借助比特币业务的飞速发展，公司 GPV 和用户现金流入同样实现了高速增长。2021 年第一季度公司 GPV 交易量达到 330.14 亿美元，增幅达到 29%。比特币业务和个人点对点业务在 Cash App 内实现了高度交互，为 Cash App 持续获客、提高市场占有率提供了良好的机遇。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2021 到 2023 年的盈利做如下假设：

- 1) 美国本土线下零售市场接近饱和，按 2012 年美国劳工统计局调查数量预计，未来线下零售商家数量基本保持不变，GPV 规模 >\$500K、\$125K-500K、<\$125K 的商家数量分别为 274.5 万、855 万以及 765 万。
- 2) 2021 年至 2023 年，受公司 2B 端战略影响，商家渗透率向上迁移，Seller 生态圈 GPV 增速分别为 17%、14%、12%。由于交易支付行业普遍采取低费率模式，Square 抽佣率维持 2.94%。伴随公司收单业务覆盖商家规模扩张，规模效应下交易费用/GPV 小幅下降。
- 3) 2021 年至 2023 年，美国移动支付渗透率和 Cash App 市场覆盖率小幅上升。由于 Cash App 互联网模式的特性，客户留存率保持较高水平 80%。
- 4) 受市场影响，2021 年至 2023 年，公司其他收入增速分别为 100%、60%、30%。

表 10: Square 估值模型预测指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Seller 指标					
Seller GPV (百万美元)	100,926.76	102,188.32	119,175.82	136,163.32	153,150.82
GPV 增速 (%)	19.22%	1.25%	16.62%	14.25%	12.48%
佣金率 (%)	2.98%	3.00%	2.94%	2.94%	2.94%
交易费用/GPV	1.92%	1.87%	1.86%	1.84%	1.82%
SaaS 收入/GPV	0.45%	0.46%	0.50%	0.55%	0.60%
Cash App 指标					
MAU (百万)	24	36	48	57	65
MAU 增速 (%)	60.00%	50.00%	32.72%	18.72%	15.21%
市场覆盖率 (%)	37.50%	51.87%	60.00%	63.00%	65.00%
人均交易费收入	3.74	7.79	10.00	13.00	15.00
人均 SaaS 收入	26.48	38.77	50.40	60.48	66.53
其他收入增速 (%)	210%	785%	100%	60%	30%

数据来源：公司年报、Wind、东方证券研究所

表 11: Square 收入分类预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (交易费)	3,081.07	3,294.98	3,927.02	4,687.43	5,423.77
增速	25%	7%	19%	19%	16%
占比	65%	35%	25%	20%	18%
订购服务收入	1,031.46	1,539.40	2,587.98	3,759.29	4,795.79
增速	74%	49%	68%	45%	28%
占比	22%	16%	16%	16%	16%
计算机硬件销售收入	84.50	91.65	119.18	149.78	183.78
增速	23%	8%	30%	26%	23%
占比	2%	1%	1%	1%	1%
其他收入	516.47	4571.54	9143.09	14628.94	19017.62
增速	210.15%	785.15%	100.00%	60.00%	30.00%
占比	10.96%	48.13%	57.95%	62.99%	64.64%

数据来源：公司年报、东方证券研究所

4.2. 分部估值与投资建议

由于公司有两个重要业务平台生态：Seller 平台与 Cash 平台，且其模式与估值不尽相同，因此我们采用分部估值分别对公司两个业务板块分别进行估值。

1) Seller 平台业务——选择 PS 估值法替代 PE 估值法进行估值。公司 2B 端业务包含交易支付业务（即收单业务）与 SaaS 业务（含硬件）：i) 交易支付业务与传统交易清算平台相似度较高，我们选取交易支付平台的头部企业 Visa、MasterCard，以及同类型公司 Global Payment 作为交易支付业务的可比公司；ii) SaaS 业务方面，我们选取美股上市、与本公司所提供的 2B 端软件服务重合度较高的 Shopify、Adobe 作为可比公司。由于 2B 业务已经进入盈利状态，因此采用 PE 方法估值最为恰当，考虑到我们无法单独分拆出业务板块的净利润但是公司及其可比公司的利润率已经趋于稳定，因此用 PS 估值基本可以替代 PE 估值方法，五家公司调整后（剔除最高值与最低值）平均 21PS 为 21.0x，公司 21 年收单业务收入预计为 41.04 亿美元，对应目标价值 861.84 亿美元；

表 12：2B 业务可比公司 P/S（股价按 2021 年 6 月 25 日收盘价）

股票代码	可比公司	2020	2021E	2022E	2023E
V	VISA	23.96	22.20	18.55	16.29
MA	MasterCard	24.59	20.43	17.08	14.80
GPN	Global Payment	9.89	8.77	8.00	7.34
SHOP	Shopify	62.57	41.39	31.34	23.35
ADBE	Adobe	21.53	17.69	15.38	13.39
	调整后平均值	24.00	21.00	18.00	15.00

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所 注：调整后为剔除最高值与最低值

2) Cash 平台业务——Cash App 我们同样选取 PS 估值方法进行估值。考虑到公司当前 2C 端业务当前仍然处于盈亏平衡附近的位置，并没有显著盈利，因此我们同样选取 PS 估值方法进行估值。针对公司目前开展的 2C 端三个最重要业务板块——电子支付交易、证券投资交易、比特币交易，我们分别选取 PayPal、盈透证券、Coinbase 作为可比公司，三家公司平均 21PS 为 12.0x，考虑到公司正在逐渐将未来战略重心向 2C 端倾斜，且随着未来储蓄与支票服务的推出，2C 端业务条线日趋多元化，公司 2C 端流量变现能力将持续提升，即表现出明显更高的成长性（公司 22-23 年 2C 端营收 CAGR 预计为 45%，远高于可比公司平均值 19%），因此给予公司 2C 端业务 30% 的估值溢价，对应目标 21PS 为 16.0x，公司 21 年 2C 端业务收入预计为 28.16 亿美元（由于公司比特币业务采用做市商模式，因此为了统一可比口径，将公司比特币业务收入调整为净收入口径），对应目标价值 450.50 亿美元。

表 13：2C 业务可比公司 P/S（股价按 2021 年 6 月 25 日收盘价）

股票代码	可比公司	2020	2021E	2022E	2023E	2022-23CAGR
PYPL	PayPal	15.86	13.14	10.82	9.00	20.84%
IBKR	盈透证券	12.98	10.62	10.50	9.16	7.69%
COIN	Coinbase	36.67	10.98	8.38	6.73	27.74%
	平均值	22.00	12.00	10.00	9.00	18.76%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

综合来看，公司整体目标价值为 1312.34 亿美元，对应每股目标价 288.43 美元。首次覆盖，给予公司买入评级。

表 14: SOTP 分部估值汇总表 (亿美元)

I.Seller 平台	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
支付交易收入	24.29	30.08	30.61	35.08	40.08	45.08
订购服务及其他收入	2.22	3.69	3.76	4.77	5.99	7.35
硬件销售收入	0.69	0.85	0.92	1.19	1.50	1.84
营业收入	27.20	34.62	35.29	41.04	47.57	54.27
Seller 平台目标价值	861.84					
II.Cash 平台	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
支付交易收入	0.43	0.73	2.34	4.19	6.79	9.16
订购服务及其他收入	2.21	5.16	11.63	21.11	31.60	40.61
比特币收入	1.67	5.16	45.72	91.43	146.29	190.18
比特币成本	-1.65	-5.08	-44.75	-88.58	-140.26	-180.44
比特币净收入	0.02	0.08	0.97	2.85	6.03	9.74
营业收入	4.30	11.06	59.68	116.73	184.68	239.94
调整后营业收入	2.65	5.97	14.94	28.16	44.42	59.50
Cash 平台目标价值	450.50					
公司目标价值	1312.34					

数据来源：公司年报、东方证券研究所

5. 风险提示

- 1) 交易支付行业竞争加剧，佣金率存在下行压力。
- 2) 2B 端商户覆盖规模上迁不及预期，GPV 增速减缓（2021-2023 年分别为 17%，14%，12%）。
- 3) 美国市场移动支付覆盖率不及预期（2021-2023 年分别为 24%，27%，30%）。
- 4) Cash App 发展受阻，活跃用户数量不及预期（2021-2023 年分别为 4800 万，5700 万，6500 万），人均收入增长不及预期，进而影响估值溢价水平。
- 5) 受市场波动，比特币业务存在风险敞口对公司经营造成影响（2021 年-2023 年营收增速分别为 100%，60%，30%）。
- 6) 对 GPV、活跃用户数量、其他收入增速指标进行敏感性测试，结果如下：

表 15: 公司盈利预测敏感性测试 (百万美元)

重要预测指标	原预测	情景一	情景二
--------	-----	-----	-----

	2022	2023	2021	2022	2021	2022
GPV (十亿美元)	136	153	120	140	110	120
活跃用户数量 (百万)	57	65	50	60	45	50
其他收入增速	60%	30%	50%	20%	30%	15%
净利润	562.37	1232.80	483.34	1227.47	653.16	1134.70
净利润增速	113.07%	119.21%	284.43%	147.14%	147.47%	73.72%
净利润变动	-	-	-26.28%	-37.48%	16.14%	-7.96%

数据来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要比率					
单位：百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,047	3,158	3,474	3,821	4,203	成长能力					
短期投资	492	695	576	588	620	营业收入	42.91%	101.50%	66.12%	47.21%	26.68%
应收账款	589	1,025	1,230	1,476	1,771	营业收入-交易费	24.67%	6.94%	19.18%	19.36%	15.71%
客户资金-流动资产	676	2,038	2,445	2,934	3,521	订购服务及其他收入	74.32%	49.24%	68.12%	45.26%	27.57%
待作转售的贷款	165	463	694	972	1,263	计算机硬件销售收入	23.36%	8.46%	30.03%	25.68%	22.70%
其他流动资产	250	383	766	1,149	1,724	比特币收入	210.15%	785.15%	100.00%	60.00%	30.00%
固定资产-物业及设备	149	234	257	283	311	营业支出	41.58%	139.54%	70.32%	47.90%	25.60%
商誉	266	317	348	383	422	毛利	44.95%	44.65%	55.71%	45.32%	29.65%
购入的无形资产	69	138	179	233	302	研发费用	34.80%	31.50%	25.24%	36.69%	16.93%
长期投资	537	464	557	668	802	销售费用	51.97%	77.60%	42.18%	39.85%	20.01%
经营租赁使用权资产非流动	113	457	503	553	608	管理费用	28.59%	32.77%	66.12%	47.21%	26.68%
其他非流动资产	196	499	711	1,143	2,030	营业利润	-172.55%	-170.86%	-1497.5%	156.92%	120.71%
资产总计	4,551	9,870	11,740	14,203	17,577	净利润	-1076.46%	-43.24%	23.86%	157.92%	115.61%
应付客户账款-流动负债	1,273	3,009	3,611	4,333	5,200	综合收益	-987.08%	-38.72%	15.57%	155.03%	114.21%
结算应付款-流动负债	96	239	263	290	319	留存收益	-972.51%	-43.24%	23.85%	157.92%	115.61%
预提费用	298	361	329	345	337	留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
经营租赁负债流动	27	53	58	64	70	资产分布					
流动性金融融资	0	464	603	724	796	货币资金/总资产	37.87%	52.65%	50.42%	47.17%	43.08%
长期借款	939	2,587	3,104	3,725	4,470	投资资产/总资产	22.63%	11.74%	9.65%	8.77%	7.93%
经营租赁负债非流动	109	390	429	471	519	应收账款/总资产	12.93%	10.38%	10.48%	10.31%	9.88%
其他非流动负债	94	85	94	103	114	客户资金/总资产	14.86%	20.65%	20.83%	20.49%	19.64%
负债总计	2,836	7,188	8,492	10,055	11,824	其他流动资产/总资产	31.39%	20.49%	28.33%	33.04%	39.13%
股本溢价	2,224	2,955	3,251	3,576	3,934	收入及成本分布					
其他综合收益	2	23	31	42	57	营业收入-交易费	65.37%	34.69%	24.89%	20.18%	18.44%
留存收益	-510	-297	-33	529	1,762	订购服务及其他收入	21.88%	16.21%	16.40%	16.19%	16.30%
股东权益合计	1,715	2,682	3,248	4,147	5,752	计算机硬件销售收入	1.79%	0.96%	0.76%	0.64%	0.62%
负债和股东权益合计	4,551	9,870	11,740	14,203	17,577	比特币收入	10.96%	48.13%	57.95%	62.99%	64.64%
						研发费用	14.23%	9.28%	7.00%	6.50%	6.00%
						销售费用	20.28%	33.68%	40.18%	47.07%	48.82%
						管理费用	42.29%	37.63%	37.18%	37.68%	37.41%
						交易及垫款损失	2.69%	1.87%	1.87%	1.37%	0.87%
利润表						净利润驱动指标					
单位：百万美元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	GPV 增速	25.50%	5.70%	17.92%	14.25%	12.48%
营业收入	4,714	9,498	15,777	23,225	29,421	佣金率	2.98%	3.00%	2.94%	2.94%	2.94%
营业收入-交易费	3,081	3,295	3,927	4,687	5,424	交易费用/GPV	1.92%	1.87%	1.86%	1.84%	1.82%
订购服务及其他收入	1,031	1,539	2,588	3,759	4,796	MAU(百万)	24.00	36.00	47.78	56.72	65.35
计算机硬件销售收入	85	92	119	150	184	人均交易费收入	3.74	7.79	10.00	10.00	10.00
比特币收入	516	4,572	9,143	14,629	19,018	人均 SaaS 收入	26.48	38.77	50.40	60.48	66.53
营业支出	-2,824	-6,764	-11,521	-17,040	-21,402	比特币收入增速	210.16%	785.16%	100.00%	60.00%	30.00%
研发费用	-671	-882	-1,104	-1,510	-1,765	比特币成本收入比	98.41%	97.88%	96.88%	95.88%	94.88%
销售费用	-625	-1,110	-1,578	-2,206	-2,648	获利能力					
管理费用-一般及行政费用	-436	-579	-962	-1,416	-1,794	净利率	7.97%	2.24%	1.67%	2.93%	4.99%
交易及垫款损失	-127	-178	-295	-318	-256	ROA	9.59%	2.96%	2.44%	5.22%	9.10%
收购客户资产摊销	-4	-4	-4	-4	-4	ROE	26.48%	9.69%	8.90%	18.12%	28.31%
数字货币减值	N/A	N/A	-50	-55	-61	每股指标 (元)					
营业利润	27	-19	263	676	1,491	摊薄每股收益 EPS	0.81	0.44	0.52	1.28	2.63
处置集团的损失或收益	373	0	0	0	0	每股营业收入	10.11	19.70	31.16	43.69	52.71
利息及其他收入(支出)	-22	-57	-73	-83	-101	估值比率					
其他收入/(支出)净额-经营	0	292	77	97	97	市盈率	306.12	557.97	473.02	192.57	93.78
所得税	-3	-3	-4	-9	-20	市销率	24.38	12.52	7.91	5.64	4.68
净利润(含少数股东权益)	375	213	264	681	1,468						
其他综合收益	8	22	7	11	15						
综合收益总额	383	235	271	692	1,482						

资料来源：WIND、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn