

SQUARE (SQ.N) : 极致利用网络效应，打造金融科技B端+C端生态系统

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 杨雨辰 SAC执业证书编号：S1110521110001



摘要

Square：少数同时拥有B端+C端生态的金融科技企业

Square（“SQ”）是扮演了“颠覆者”角色的金融科技企业。Square创立初衷是解决小微商户的支付问题，后通过自研&并购等一系列方式，发展SaaS及金融服务，构建B端商户生态圈。同时，在支付业务基础上，构建起了以Cash App为核心的个人电子钱包系统，初步形成了C端+B端两大生态体系，其本质是对美国历史悠久、体系稳固的传统金融机构体系内进行一场颠覆性的革新。

支撑SQ五年三十倍的主要动力是极致利用网络效应下带动的收入稳健增长。复盘SQ业务成长史，Square通过不断的扩展新业务，增强TAM，进一步带动原有业务的成长，可谓是利用网络效应的典范。2015~2020年，经调整后收入（排除比特币成本、交易成本）CAGR达47%，GPV CAGR达27%，订阅及服务收入稳中有升，adj. EBITDA Margin波动上升，目前约为~22%。复盘过去五年股价走势，SQ估值P/adj. rev多数情况下维持在15x~30x之间，促进其股价抬升的主要动力为多元化业务带动的收入及盈利水平抬升。

两大生态体系未来收入空间预计3~4倍

四大优势成就今日SQ。金融科技市场先发优势；卓越的产品力；以用户为中心的理念；以Twitter CEO Jack Dorsey为核心的富有经验的管理团队领导
测算2025年，B端和C端收入可达百亿量级。

- **B端**：SQ在商户收单市场渗透率仍然很低，目前渗透率针对目标TAM低于1.5%，根据卡支付市场增速、以及SQ未来渗透率测算，2025年B端支付+订阅业务可达百亿量级，为当前的3倍
- **C端**：较美国银行，Cash App 订阅收入ARPU仅为BOA consumer banking的1/10，考虑到未来公司有望持续在个人电子综合金融服务商上布局，我们假设2025年ARPU值达到100~250美元之间，假设MAU按照年化8%~12%（美国电子钱包市场的平均增速）增长，中性假设下可得Cash App收入或可达五十亿量级，为当前的4倍

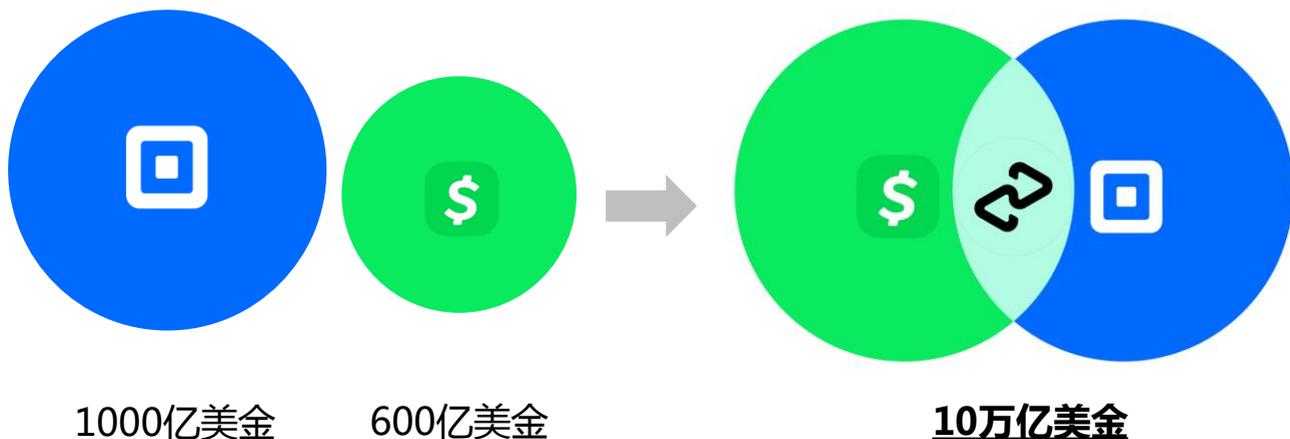
收购APT打开数万亿美金级别市场空间，并进一步实现公司C端和B端链接。收购Afterpay后，公司TAM进一步扩大到数万亿美金级别的市场。同时，先买后付业务与公司现有业务可形成完美互补，可助力资金流进一步实现闭环，实现增效（增加收入）及降本。我们测算四种情况下APT及SQ业务融合下带来的收入增量，测算得约为百亿量级。

投资建议

我们认为，公司是极致利用网络效应、实现业务扩张的典范，不断增加的新业务不仅提高了收入，也增强了用户对于公司生态的粘性，我们看好公司的长期发展空间，当前公司股价对应FY21E adjusted revenue为21x，处在合理水平，建议积极关注公司未来的成长性及收入、利润端的变化情况。

前言 I：理解SQ：极致利用网络效应、不断扩展TAM的典范

- Square通过不断的扩展新业务，增强TAM。Square通过小微商户支付起家，后通过自研&并购等一系列方式，发展SaaS及金融服务，构建B端商户生态圈。同时，Square构建起以Cash App——个人电子钱包为核心的C端生态系统，在原有约1000亿美金的TAM基础上又增加了600亿的TAM，成为少数同时拥有卖家及买家生态系统的金融科技企业。收购APT后，SQ的潜在市场份额将扩展至约为10万亿美元的在线支付业务。
- 创新业务的开发也强化了Square的网络效应。更多相关业务的开发使用不仅增强了ARPU值，也增强了用户粘性并提高使用次数，带动毛利的进一步优化。



“当客户付钱给我时，我可以用我的Square Card记录我的开支。我只需把它留在Square余额中，然后把它花掉。这对我来说更好，也比把钱转到单独的银行账户更容易。”

— SQ用户, Chef Andrea Lawson Gray

采用两种或两种以上产品的（Cash App）客户参与度很高：在第三季度，与仅使用P2P支付的客户相比，这些客户的交易量增加了3-4倍，毛利润增加了3-4倍。

—SQ 3Q20 Shareholder letter

前言 II：为什么可以成功：四大主要原因

SQ从2015年至今，经调整后收入年化增长达47%，Cash App用户从2018年底的1500万增加至2021年6月的4000万，我们认为SQ未来的主要看点在于通过现有业务构建起的网络效应以及公司不断增加的新业务带来的想象空间，而我们认为SQ得以实现的核心竞争力在于：

- **抢占先机：** SQ Seller业务体系诞生于中小卖家信用卡支付难以解决、且传统服务商不愿意破坏既得利益去做出改变的时期；Cash App于2013年创立，引入P2P支付、2017年底尝试比特币业务，较早实现布局并抢占用户心智。
- **以用户为中心的理念：** SQ从成立之初，便是为了解决小微商户的支付问题，在此基础上，为更好的服务小微商户，发展SaaS业务、构建Marketplace平台，建立起B端生态服务圈；在C端，SQ依照相同的理念，从免费的、低成本的点对点支付转账交易出发，逐步发展出投资交易、转账等业务。
- **具有创新精神的管理层与团队：** SQ花费大量精力，招聘与构建工程师团队，其管理层以Twitter CEO Jack Dorsey为核心，由来自于自Apple、Amazon、Google构成其核心管理层，在实际过程中强调通过增加消费者获取、消费者在生态系统中的粘性从而带动业务发展。
- **强大的产品能力：** 例如最早的、解决了美国小微商户支付难题的Square Card Reader、降低了读卡速度从而有效降低支付欺诈的即时支付技术、实现便捷交易的即时存款等

目录

1. Square：C端+B端两大生态系统，独具特色的金融科技公司

2. B端：支付业务起家，SaaS业务增强网络效应

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

3. C端：P2P支付应用到个人电子钱包

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

4. 近期收购：收购Afterpay，打开“先买后付”业务与国际业务成长空间

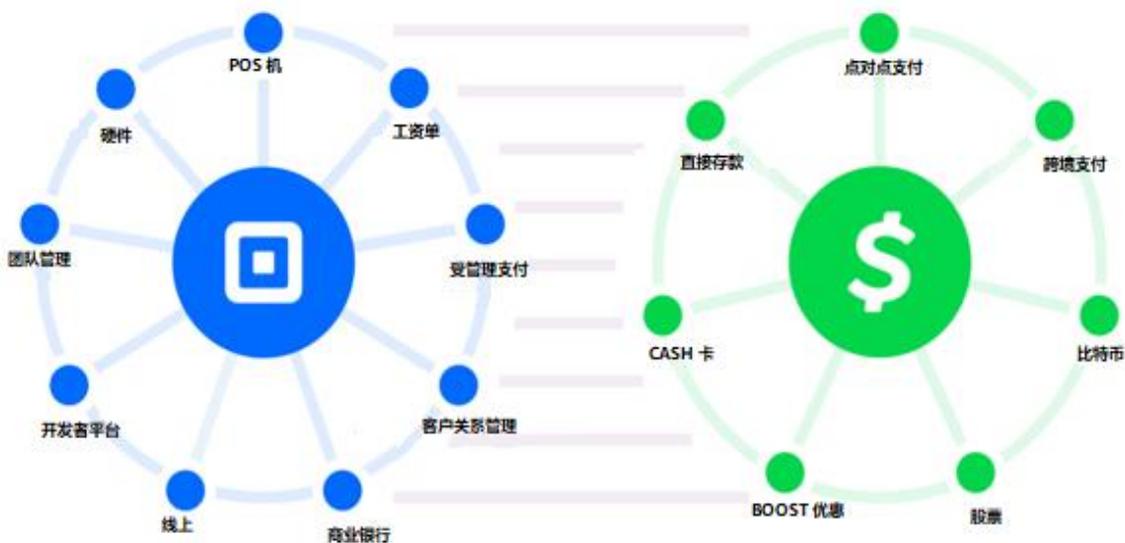
• 市场情况 • 商业模式 • 空间测算

5. 市值空间测算和估值

1.1公司介绍：C端+B端两大生态系统构成公司主营业务

- Square通过小微商户支付起家，初衷是解决小微商户的支付问题，后通过自研&并购等一系列方式，发展SaaS及金融服务，构建B端商户生态圈。同时，在支付业务基础上，构建起了以Cash App为核心的C端生态系统，初步形成了C端+B端两大生态体系。
- SQ在B端为商户提供一系列包括支付、前台营销、后台管理在内的解决方案，在C端，SQ通过一系列转账、支付、投资类服务，初具个人综合金融服务商的雏形，其本质是对美国历史悠久、体系稳固的传统金融机构体系内进行一场颠覆性的革新。

图：Square Seller和Cash App两大生态系统



图：Seller代表性产品

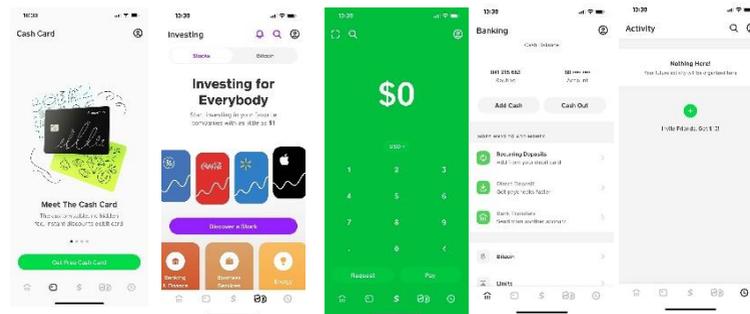
Square Reader



Square Register



图：Cash App界面



1.2 发展历程：起源于小微支付，构建完整B端+C端支付系统

- **Square起源于B端支付系统的构建。**2009年，Jack Dorsey（推特CEO）与 James Morgan Mckelvey 共同创立 Square，公司创建的初衷是为了解决小商户受限于POS机签约费用高昂和信用风险等原因不能获准接受信用卡支付、从而导致大量顾客流失的问题。公司于2009年推出了第一款产品——Square Card Reader（便携式读卡器）。
- **逐步构建Seller-Cash App两大生态圈。**公司基于Square Card Reader搭建起来了卖家生态圈，在此基础上推出了Square Register（2011）、Square Capital（2014），并通过自研、收并购等多种方式搭建起基于Seller的完整生态系统。同时，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)交易和进行数字支付的平台，目前Cash App作为公司C端主要生态圈，为个人提供金融工具来实现存储、发送、接收、消费和投资。

图：Square 发展时间图



1.3.1 管理层以Jack Dorsey为核心，多来自顶尖科技公司



Jack Dorsey

Square首席执行官
兼董事长、Twitter
首席执行官和两者
的联合创始人



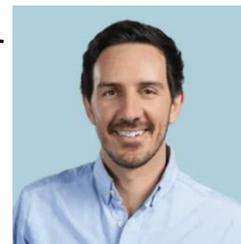
Amrita Ahuja

首席财务官



Jesse Dorogusker

硬件主管



Brian Grassadonia

Cash App主管

- 2000年：创立出租车调度公司
- 曾工作于从事短信服务的Odeo公司
- 2006年：和Evan Williams、Biz Stone联合创立了Twitter。
- 2021年：《福布斯》400榜单位列第53名。

- 2001年：摩根士丹利分析师
- 2003年：华特迪士尼公司战略规划
- 2007年：福克斯网络集团业务发展总监
- 2010-2018年：动视暴雪的投资者关系、财务和运营总监
- 2018-2019年：暴雪娱乐的首席财务官

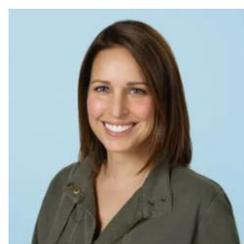
- 领导硬件产品开发，包括设计、跨职能工程、制造和运营
- 曾在Apple担任了8年的工程总监（Ipad、Iphone、Ipod配件方向）
- 斯坦福机械工程学士学位、嵌入式系统硕士学位。

- 领导 Cash App——个人或企业付款的最快、最简单的方式
- 在 Square 担任过产品经理、产品开发总监一职，包括帮助推出该公司的旗舰信用卡读卡器
- 2009年：担任Slide企业发展部经理
- 2010年：就职于 Google 的新业务发展部



Alyssa Henry

卖家部门主管及执行副总裁



Sivan Whiteley

首席法律顾问



Helena Christianson

人事主管



Mike Brock

TBD主管（加密货币和去中心化金融业务部门）

- 领导 Square 面向卖家的产品管理、设计和工程，包括支付、销售点、客户参与和工资单
- 曾担任7年的Amazon Web Services (AWS) 存储服务副总裁和11年的Microsoft SQL Server 数据访问产品部门经理
- 目前在英特尔和Unity公司的董事会任职。

- 负责监督 Square 的法律、监管、公共政策和通信、合规和安全运。
- 2002年：担任Bingham McCutchen的诉讼律师
- 2007年：担任Ebay的商业和产品顾问
- 2009年：担任Better Place的副首席法律顾问
- 2013起加入Square

- 领导人力资源、人才招聘、包容性和多元化、人员激励、人员分析、内部交流、活动和学习
- 制定了Square 员工政策和计划以扩大规模
- 曾在 Apple 的13年间担任工程和产品组织的人力资源主管职位

- 领导 Square 的加密货币和去中心化金融业务部门
- 曾在 Cash App 担任过多个领导职位，并负责建立 Square Crypto——一项开源、独立的计划，专注于为互联网提供更易于访问的全球金融系统
- 曾担任Red Hat的首席软件工程师和项目负责人。
- 2005-2013年曾开发、维护MVEL——一种基于Java语法的表达式语言。

1.3.2 Jack Dorsey介绍



社交理念

强调实践

重视设计

痴迷地图和
城市调度

从社交角度考虑想法和研发流程。创建了可使人随时随地更新日常活动信息的通讯工具：Twitter；创建了移动支付公司Square，希望重新定义小型企业和客户的互动方式，为城市和全球范围的**现金流动提供便利**。

创意执行过程比创意本身更重要。相比想法，Jack认为快速通过编程实习想法更为重要，越快实现，就有更多时间审视产品，以决定优化或停止。Square未来发展有多种可能性，包括硬件、软件、反诈机制等。

强调以设计来驱动运营。产品研发过程中，设身处地的为用户考虑，从用户的角度来设计故事。关注用户需求的描述，落实产品的所有设计、优化以及协调自然。

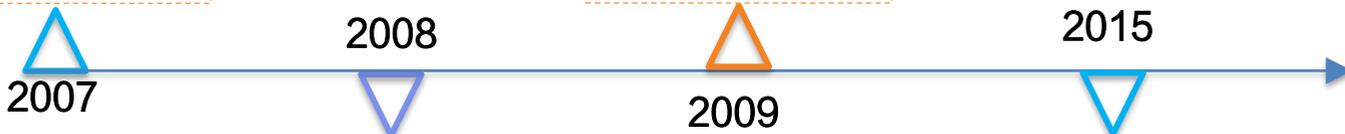
根据纸质地图的街道和街区在电脑上进行描绘，用浮点给繁华的街道做标记，希望**将浮点连接起来，组织城市交通、人流和商业活动**。Twitter：调度城市信息；Square：让地图上的点活跃起来

联合创办Twitter, Inc.
自2007年5月担任
Twitter总裁兼首席
执行官

2008年10月卸任
Twitter总裁兼首席
执行官

联合创办Square，自
2009年7月担任总裁
兼首席执行官和董事
会成员

2015年7月重返
Twitter并担任首席
执行官

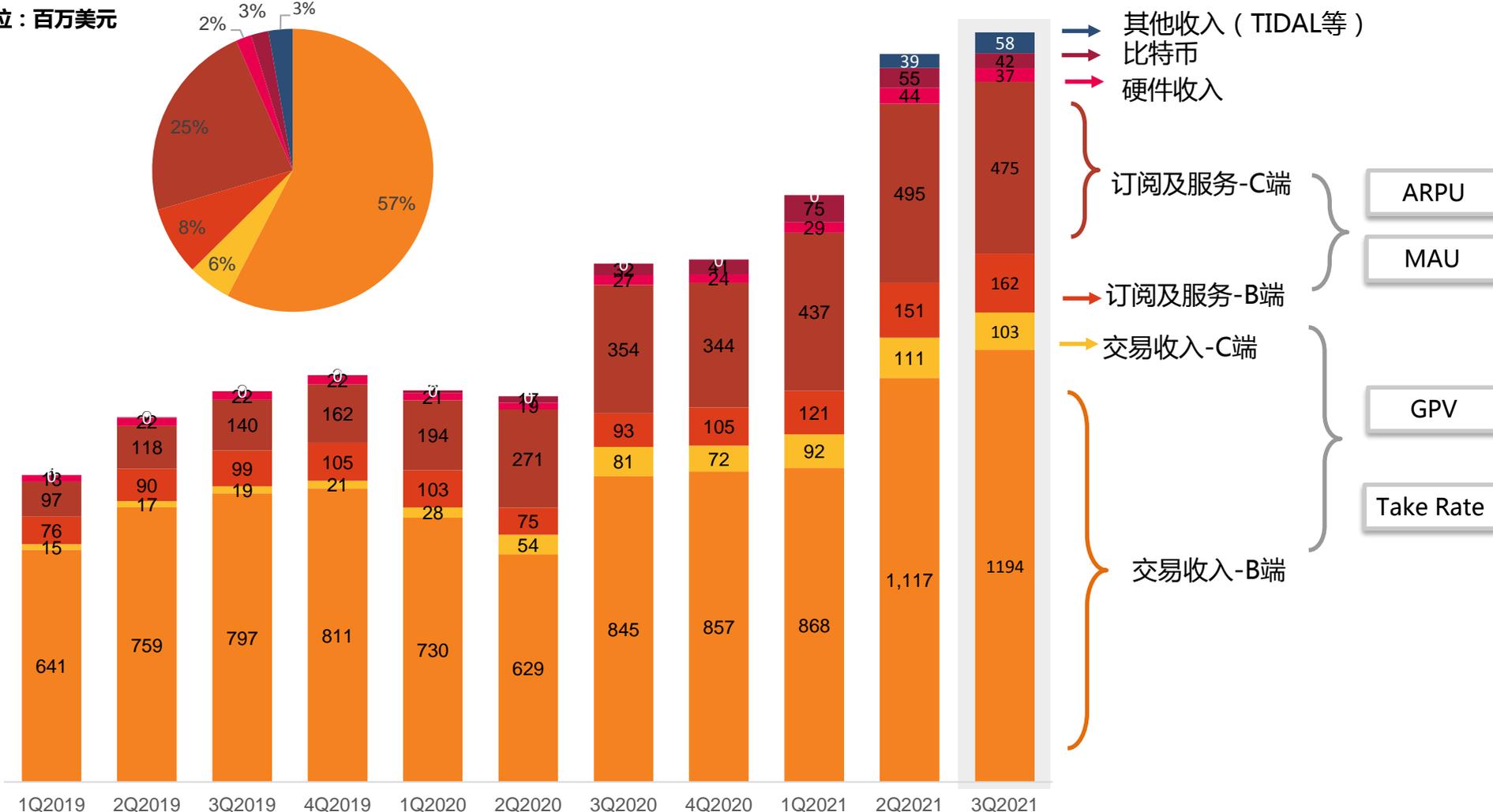
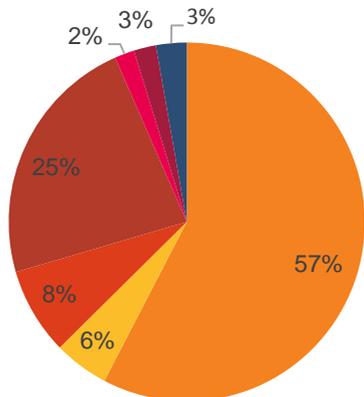


- Square成立的灵感来源于另一位联合创始人Jim McKelvey因客户无法使用信用卡而错失2000美金交易的经历。因此这两位创始人发明了可以连接iPhone的信用卡读卡器，是商家可随时随地完成信用卡交易。这一经历促使Square的创立以及其成立初衷：**提供一整套商业工具和公平贷款，让每个符合条件的企业都能获得梦想资金**。Square致力于帮助每个人参与并在经济中蓬勃发展。任何人都不应该因为**成本太大或技术太复杂而被排除在经济之外**。
- Twitter成立的来源于Jack的想法：**用手机在任何地方分享实时发生的事情并能即时得到反馈**。结合播客的“自我发布”和短信的“实时”概念，Twitter提供了一种服务使得任何人都可以使用手机撰写有关自己的短文本内容，然后将这些信息发送给任何想看的人。
- 杰克多西在Twitter和Square的高管理经验有益于他针对企业发展采取更好的政策。Twitter早期运营中由于不重视数据，导致错误决策引起业绩下滑。因此**Square的发展强调规范数据及后台控制，监控并分析用户行为**。

1.4.1 收入拆分：Seller+Cash App两大生态体系，四大主要收入来源

交易收入-B端 交易收入-C端 订阅及服务-B端 订阅及服务-C端 硬件收入 比特币毛利 其他收入 (TIDAL等)

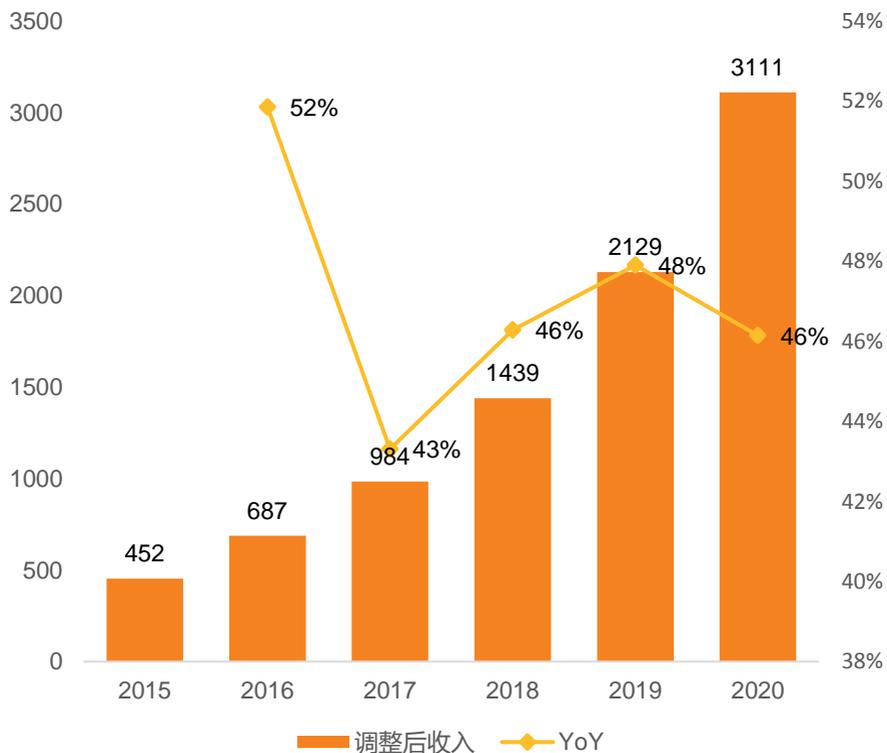
单位：百万美元



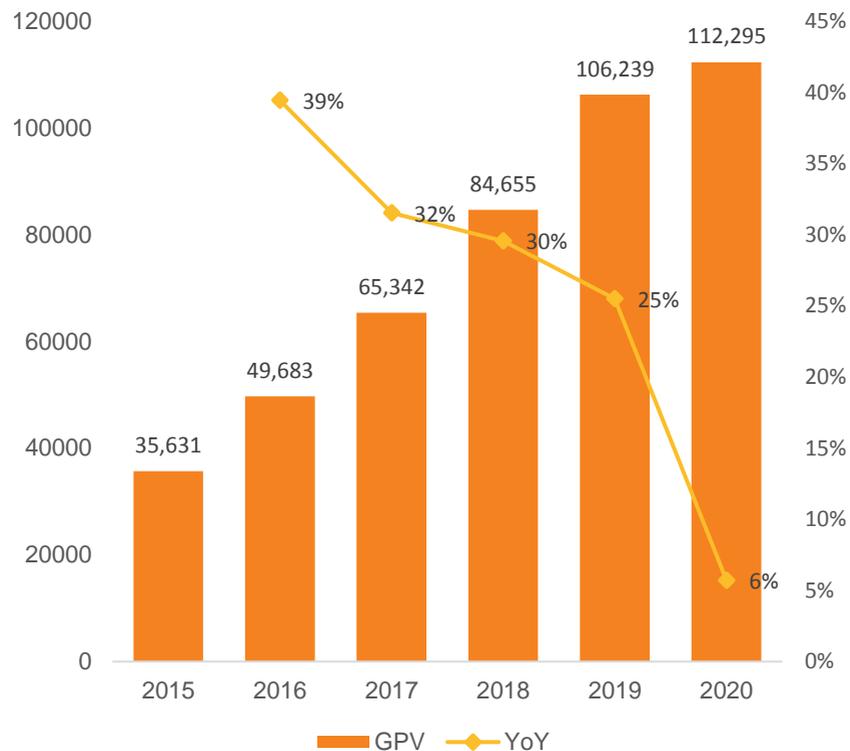
1.4.2 五年收入CAGR达47%，保持稳健增长

- 2015~2020年，SQ GPV CAGR达26%（其中2020年因疫情影响，同比增长率仅为6%），而经调整后收入（总收入-比特币成本-交易成本，后同）达46%，主要得益于SQ多元化的收入，特别是订阅及服务费收入占比的不断提高。

图：Square 经调整后收入（百万美金）及同比增长率（YoY）



图：Square GPV（百万美金）及同比增长率（YoY）



1.5.1 B端：支付+SaaS，构建Seller卖家生态圈

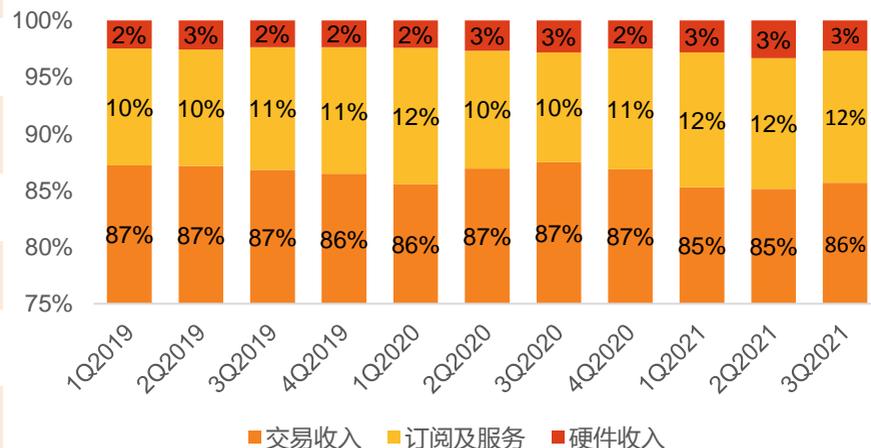
● B端，SQ围绕支付业务，构建支付+SaaS生态圈，根据3Q21财报：

- 支付业务作为基础性服务，在卖家体系占比在85%以上
- 订阅及服务业务占比约12%，主要包括SaaS类业务、金融类业务
- 硬件业务占比约3%，处在亏损状态，更多是为补足SQ生态系统而设立

图：Square B端产品组合及业务收入类型

		支付交易费	订阅和服务	硬件
纯支付	仅限支付使用的POS应用程序	•		
	发票、虚拟终端、开发人员、API/SDK、第三方应用程序	•		
软件和综合支付	Square零售、餐厅、会议、Square在线商店	•	•	
	团队管理、营销、忠诚度		•	
金融服务	Square卡、即时转账		•	
Capital	核心灵活贷款、分期付款		•	
硬件	寄存器、终端、支架和非接触式、芯片读取器等			•

图：Square B端收入（百万美元）及占比



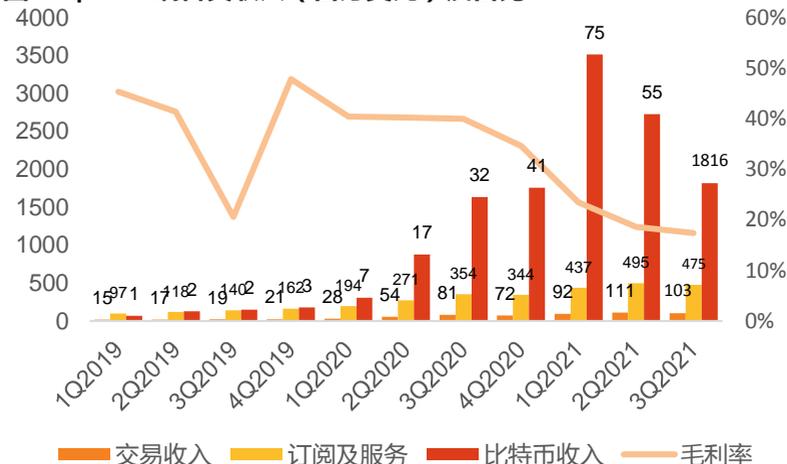
1.5.2 C端：以Cash App为核心，搭建面向个人的生态服务系统

● Cash App是Square C端生态系统的核心，平台服务主要可分为三大类：

- 1) 转账类：包括P2P（Peer to Peer，即点对点）转账、Cash Card借记卡、直接存款以及支付业务；
- 2) 消费类：Cash Boost消费折扣、税务准备、直接存款等；
- 3) 投资类：比特币交易、股票交易；

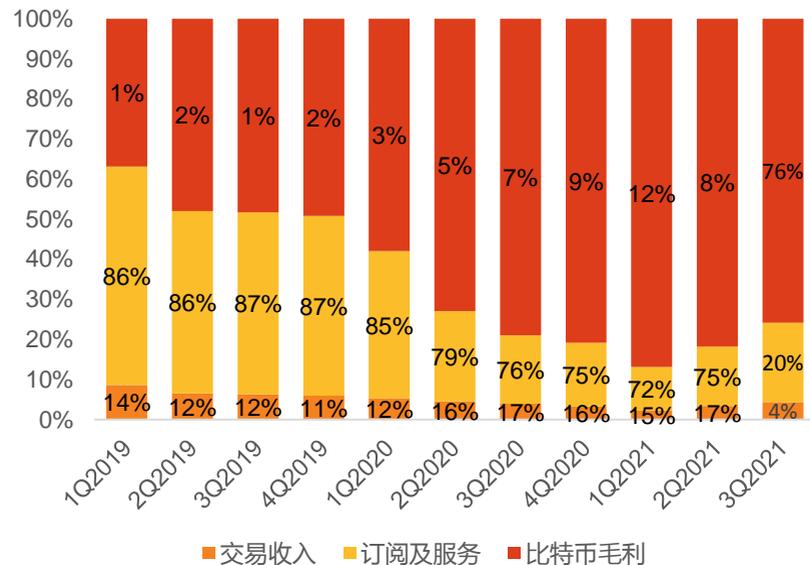
其中，订阅及服务是Cash App最主要的收入来源（除比特币净收入外）

图：Square C端各类收入（百万美元）及占比



图：Square C端产品组合及业务收入类型

按业务	相关业务	利润来源	按财务报表		
			交易收入	订阅及服务收入	比特币
Sending	P2P、Instand Deposit (fiat and bitcoin)	直接存款	●	●	
		商业支付	●	●	
Spending	Boost(rewards) Stored balance Direct Deposit	信用卡交换费		●	
		现金卡工作室		●	
Investing	Bitcoin Stock Brokerage	ATM取钱			●
		利息收入			●

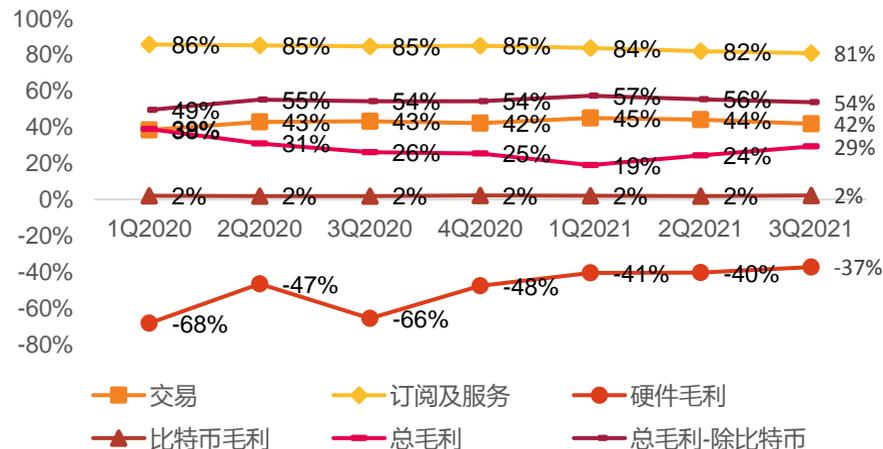


1.6 排除掉比特币影响后，毛利率维持在~55%左右

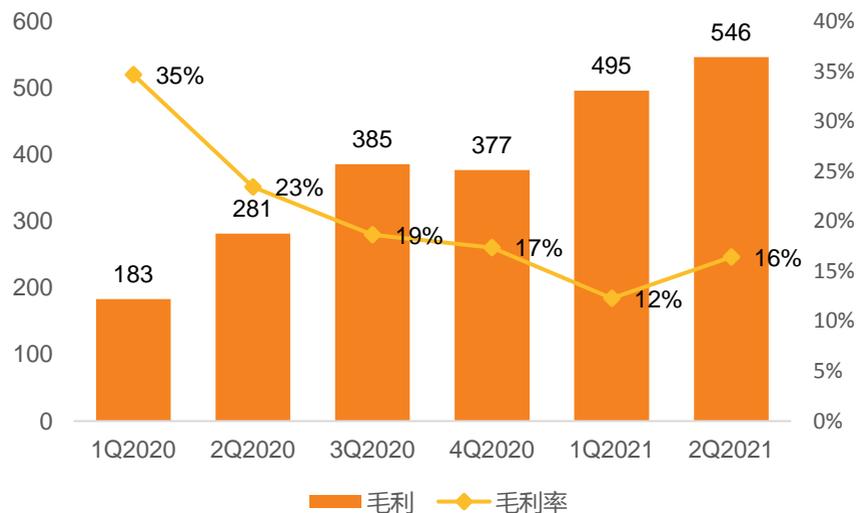
总体毛利率受比特币影响，具有一定波动性。2020年以来，毛利率整体有所波动，主要是受比特币的影响（采用总额法方式记入财务报表，对收入影响较大）。排除掉比特币影响后，毛利率保持在50%左右

- 硬件业务为唯一毛利率为负板块
- C端毛利增速较快，但毛利率较低，主要是受比特币的拖累
- B端毛利率整体保持稳定

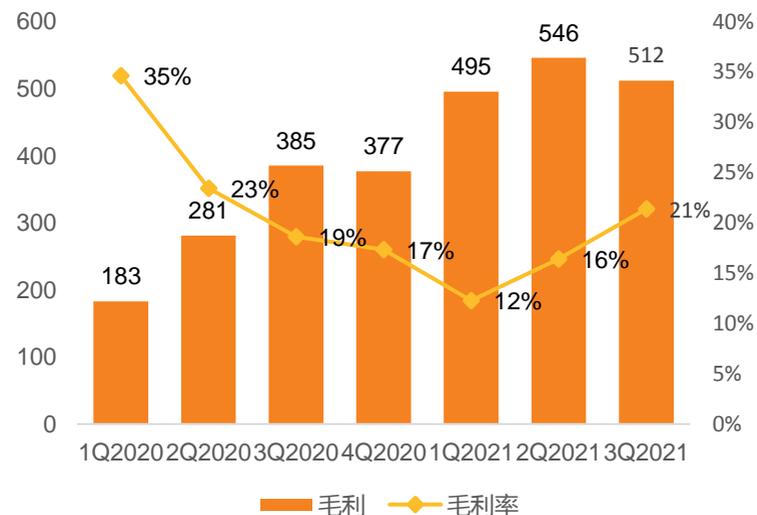
图：各业务毛利率情况



图：Cash App (C端) 毛利及毛利率 (百万美元)



图：Seller (B端) 毛利及毛利率 (百万美元)



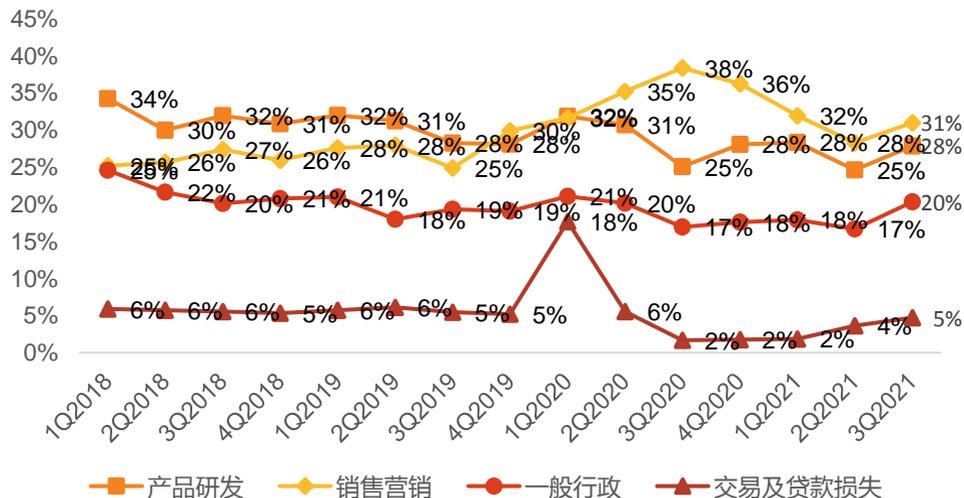
1.7 销售营销费用有所上升，产品研发费用率保持稳定，净利润转正

- 2020年起，SQ销售营销费用有所提升，主要是为抓住疫情后数字化发展机遇、加大投入。为促进Cash App的发展，SQ免费提供P2P转账服务，并将其成本计入营销费用。除此以外，广告费用、推荐费用等的上升也带动了营销费用占比的抬升。
- 产品及研发费用率稳定在~25%
- 经调整后EBITDA Margin（% 经调整后收入）有所波动，整体在18%~25%之间变化。
- 3Q2020起，净利润、经营利润转正

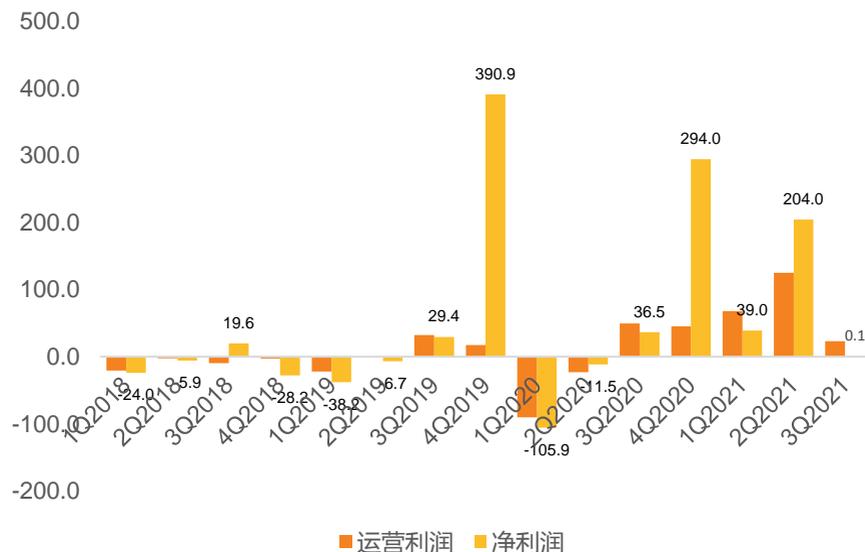
图：经调整后EBITDA及占经调整后收入之比（百万美元）



图：主要费用占经调整后收入（除比特币成本、交易成本）比例



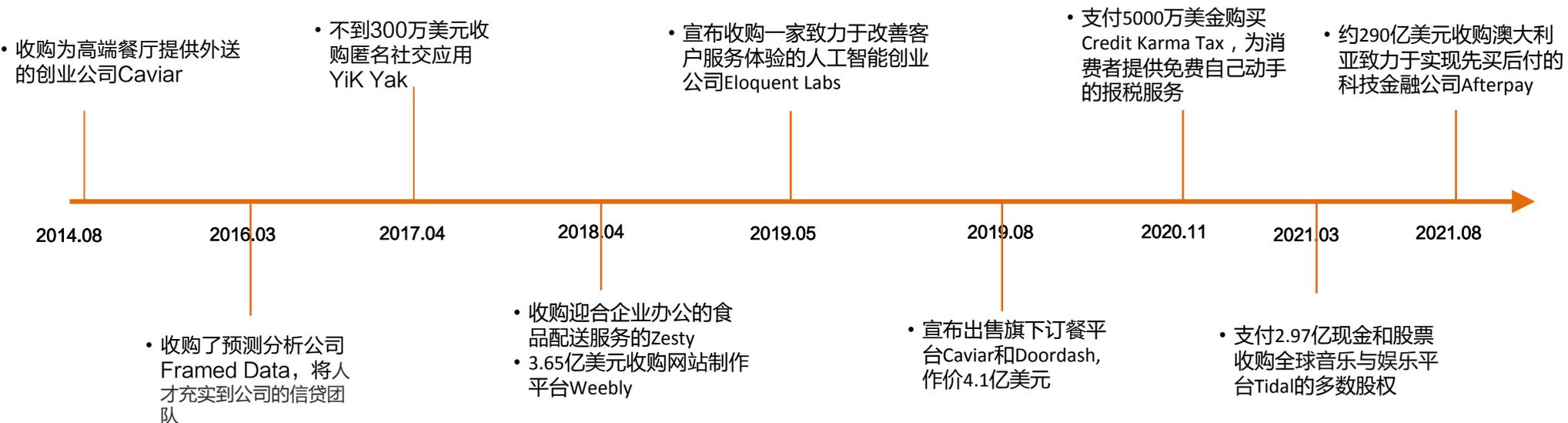
图：运营利润、净利润（百万美金）



1.8 除产品研发外，SQ亦通过收购并购，构建核心竞争力

- 传统意义上，大型公司往往通过收购并购提高自身核心竞争力、完善业务布局并促进现有业务的发展；
- SQ除了研发投入外，也通过不断的收购并购，完善自身的业务布局。我们认为2021年9月收购afterpay将有利于打通C端及B端两大生态，从而带动SQ收入的跨越式发展

图：Square 收购并购历程



目录

1. Square : C端+B端两大生态系统，独具特色的金融科技公司

2. B端：支付业务起家，SaaS业务增强网络效应

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

3. C端：P2P支付应用到美国版“支付宝”

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

4. 近期收购：收购Afterpay，打开“先买后付”业务与国际业务成长空间

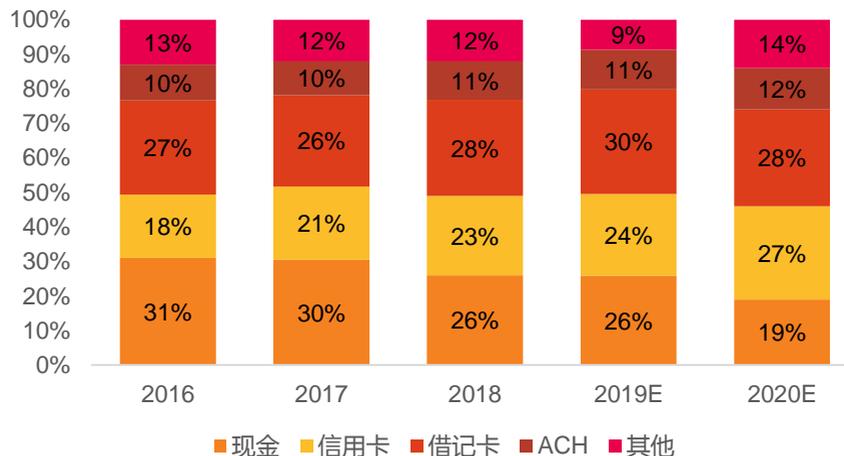
• 市场情况 • 商业模式 • 空间测算

5. 市值空间测算和估值

2.1.1 美国支付市场纵览：个人消费中，预计卡消费规模超5万亿

- 美国消费者支付主要由五种方式：现金、信用卡、借记卡、ACH（电子支付）及其他（包括电子钱包等）
 - 现金占比在~25%左右，2020年受疫情影响小幅下降，但在美国总体支付中仍占据比较重要的水平
 - 卡支付（借记卡+信用卡）占支付总额约在47%左右，总额在5万亿美金左右，占支付市场总额之比约在50%，该部分为收单业务的核心触达市场
 - ACH（Automatic Clearing House）：美国银行间自动清算系统，实质为电子版支票，不收费，成本低廉，但到账时间较长（通常为2~3天）
 - 其他：包括支票、电子钱包以及预付卡等。

图：美国各类支付方式占比

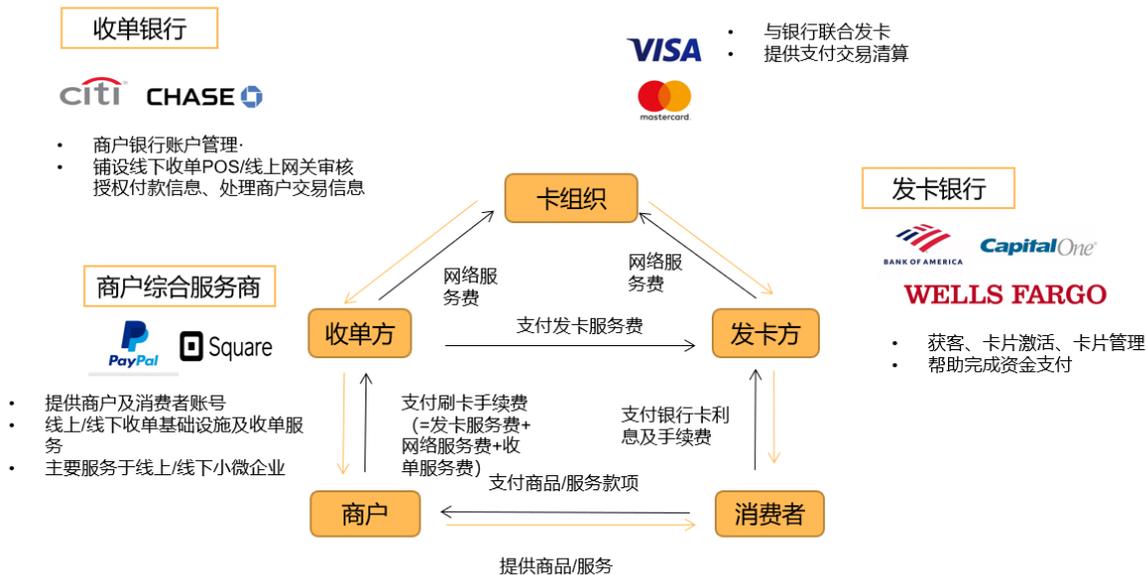


表：美国个人消费支付市场一览（十亿美元）

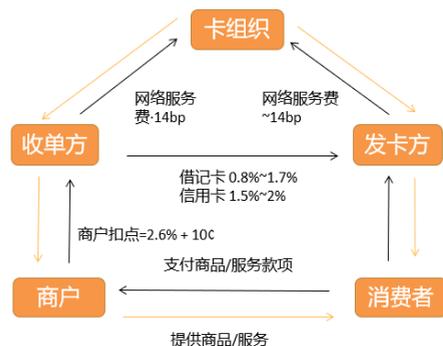
	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金	3,071	3,015	2,570	2,561	1,879
信用卡	1,808	2,100	2,271	2,337	2,670
借记卡	2,701	2,613	2,753	2,996	2,769
ACH	1,024	966	1,101	1,130	1,187
其他	1,285	1,195	1,193	865	1,384
总额	9,888	10,893	11,124	11,792	11,485
PCE	12,693	13,239	13,914	14,429	14,048
卡支付/支付总额	46%	43%	45%	45%	47%
卡支付/PCE	35.5%	35.6%	36.1%	37.0%	38.7%

2.1.2 收单市场五方参与，其中发卡方占据利润大头

美国支付市场参与方



支付市场各环节手续费



SQ支付业务毛利率

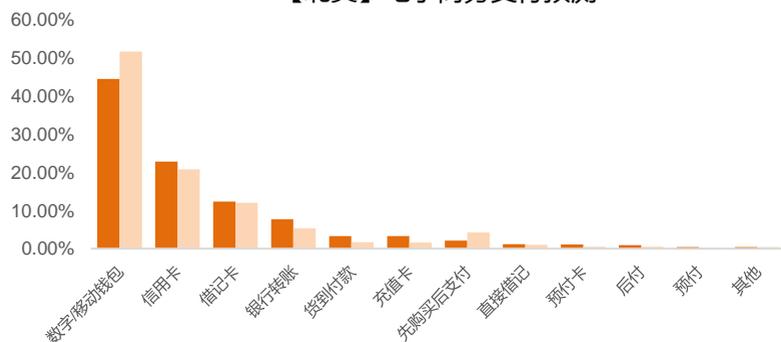


- 与中国类似，美国支付环节主要由收单方/发卡方/清算机构组成。
- 但不同于中国的是，但美国各环节费率远高于中国，这使得支付业务不仅仅只是一个难以盈利的“通道引流”业务，也为公司贡献了一定的利润（根据Square Investor Presentation，约是交易的1%）。

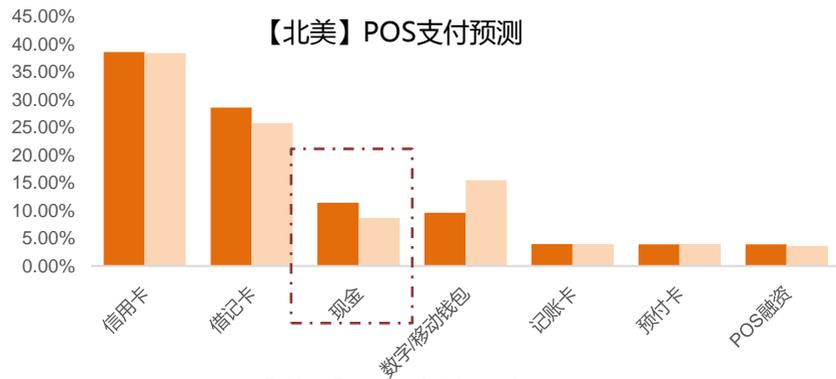
2.1.3 美国支付市场发展趋势：非现金支付占比显著提升

- **疫情改变消费习惯，现金占比下降。**出于安全考虑，人们希望进行非接触式交易，从而大大减少了现金使用。在整个北美，现金交易同比下降21%，占全部交易额之比为11.4%。全球范围内，现金使用量同比降幅更大。现金用于全球POS交易量的20.5%，比2019年减少了32.1%。
- **电子钱包或将显著受益。**2020年，移动钱包作为一种非接触式支付方式在POS大受欢迎，并且Worldpay预计该种趋势仍将持续。由于历史习惯影响，在北美，信用卡/借记卡的使用比例远高于世界平均水平，且电子钱包渗透率整体仍然较低，但疫情对电子钱包的渗透率起到了加速作用，手机钱包占POS交易的比例从在北美2019年的6.0%增长到2020年的9.6%，且Worldpay预计该比例在疫情后仍将加速提升，成为几种主要支付方式中（信用卡/借记卡/现金）中唯一保持高速增长支付方式。

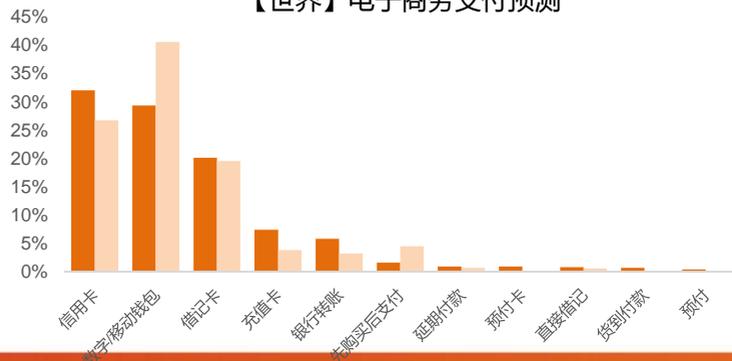
【北美】电子商务支付预测



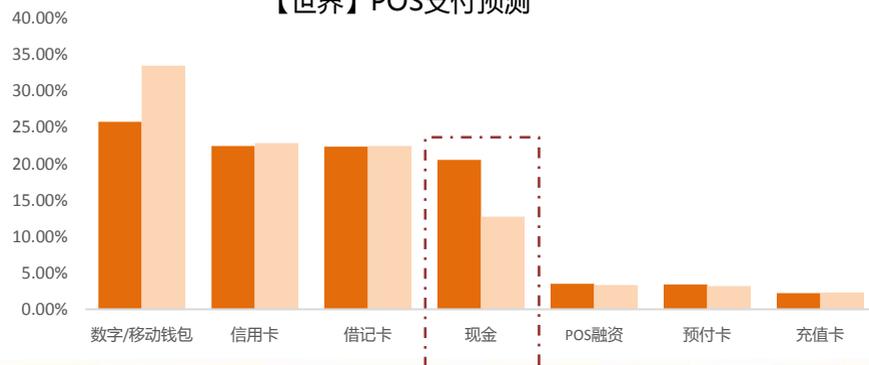
【北美】POS支付预测



【世界】电子商务支付预测



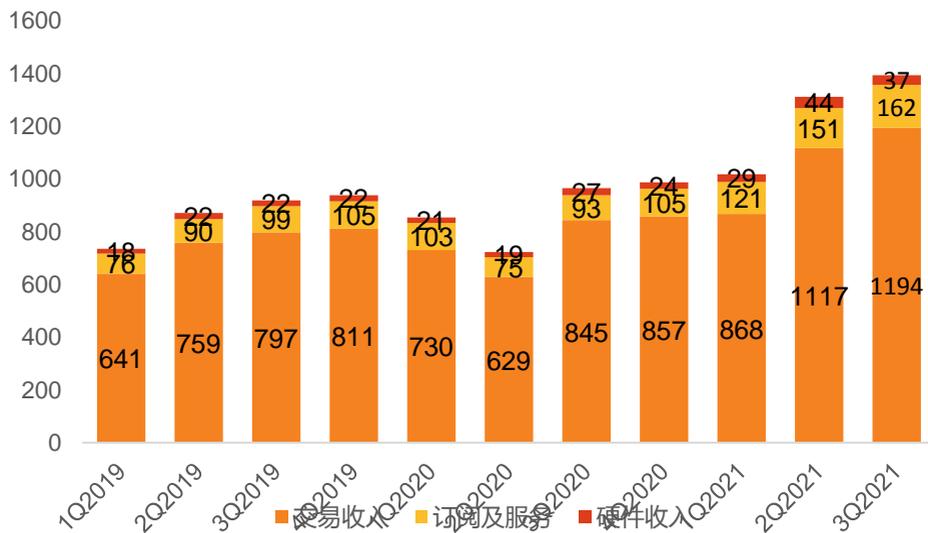
【世界】POS支付预测



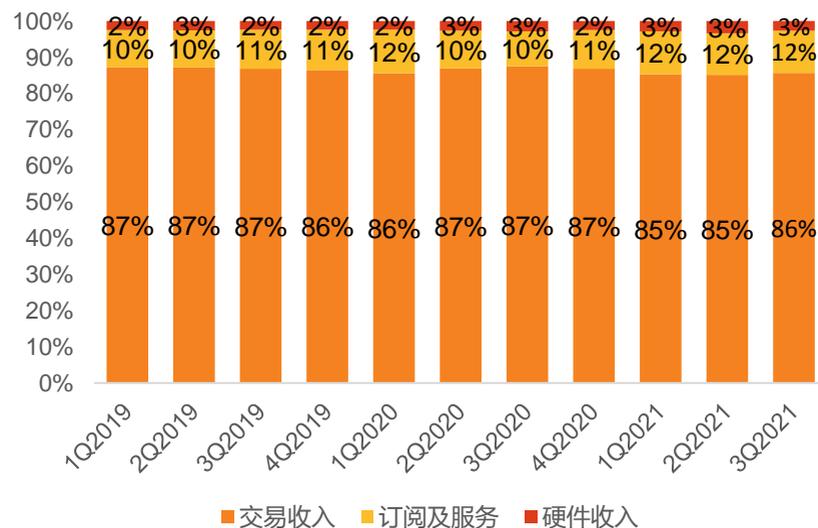
2.2.1 Seller业务概览：支付交易收入为核心，订阅及服务、硬件收入是生态系统重要补充

- 交易收入为Seller业务主要收入。Seller层的交易收入是指Square作为收单方，为商户提供的交易服务，Square根据每笔服务抽取手续费。交易收入占总Seller业务收入超85%，为主要收入来源。
- 订阅及服务收入占比约在10%~12%。主要包括SQ Capital、Instand Deposit、Sqaure Card及其他SaaS业务收入
- 硬件收入占比约为3%，主要是销售Square的硬件产品提供的服务。
- SQ订阅业务、硬件系统占比虽然较小（低于15%），但是对构建整个卖家生态系统、增强用户粘性至关重要。

图：Square B端收入（百万美金）



图：Square B端收入占比



2.2.2 Seller业务发展历程：小微支付起家，构建自有支付生态系统

- **Square创立的初衷是解决美国大量的小微商户的支付问题。**2009年，Jack Dorsey（推特CEO）与 James Morgan Mckelvey 共同创立 Square，公司创建的初衷是为了解决1）小微商户的支付问题，以及在此基础上衍生出来的2）小微商户的经营分析问题。在当时，美国94%的商业活动仍然通过线下进行，而且人们并没有好的开发工具来解决经营及分析问题。
- **Square Card Reader精准的解决了中小商户的痛点。**Square Card Reader不仅能够实现收付款，也能够保存消费信息。该读卡器以接近成本的价格在沃尔玛等各大商场出售。小微商家只需花几分钟在网站注册，就可以收到公司免费寄送的读卡器。Square以其便捷性（小型读卡器）、透明性（收取固定交易费用，约为每笔2.75%）以及免安装费深受中小卖家欢迎。在此基础上，Square逐渐构建了自有的一个支付生态系统。

图：Square 硬件产品类型

产品名	售价	交易费用	支付方式			图例
			传统支付	NFC	移动支付	
Square Reader for magstripe	首件免费	2.6%+0.1美元	√			
Square Reader for contactless and chip	49美元	2.6%+0.1美元	√	√	√	
Square Terminal	299美元（或每月27美元，持续12个月）	2.6%+0.1美元	√	√	√	
Square Register	799美元（或每月39美元，持续24个月）	2.6%+0.1美元	√	√	√	
Square Stand	169美元（或每月16美元，持续12个月）	2.6%+0.1美元	√	√	√	

2.2.3 SaaS服务增强商户粘性

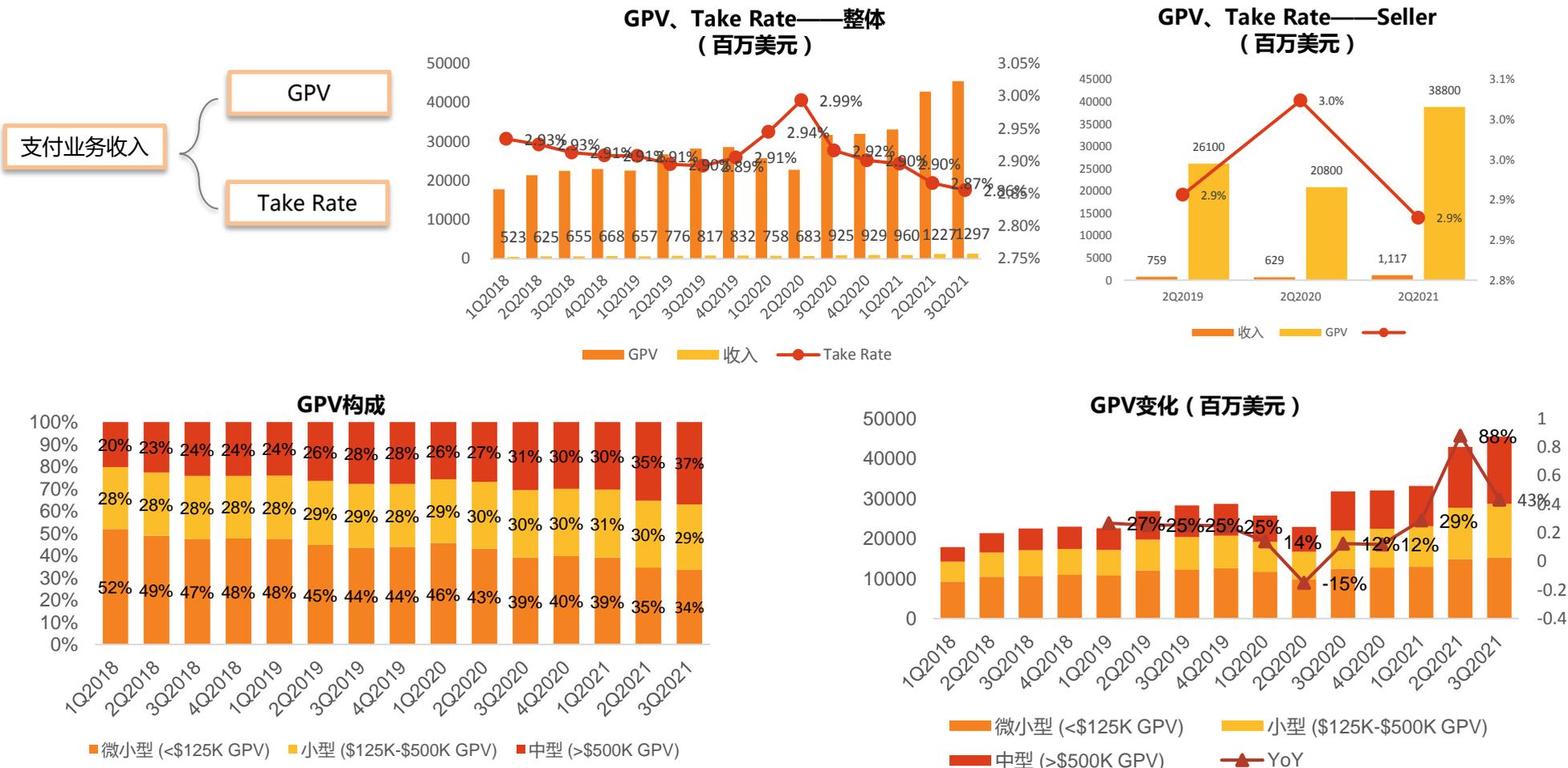
SQ通过支付业务初步建立起了商户生态圈，在此基础上，SQ逐步推出一系列 SaaS业务，增强商户粘性，同时优化毛利及收入结构

图：Square 项目类型

	项目	功能	定价
对消费者	营销服务	短信发送、数据分析、自动化活动推荐	阶梯式定价，对于0-500消费者触达的营销需求，每月15美金；对于50001-75000消费者触达的需求，每月425美金
	预约 (Appointments)	在线预订网站、客户提醒、客户取消费用、存档卡、客户资料、员工个人账户等等	依据需要该类服务的员工数量来定，对于员工数量为0-10人的企业，除基本的支付费用2.5%+0.1美元以外，月度订阅费从0-90美金/月不等
	客户忠诚度计划	客户忠诚度计划制定以及对应的效果分析	0-500忠诚度计划的购买人次：45美金/月 501-1,500：75美金/月 1,501-10,000：105美金/月
	网站设计	免费网页设计	免费
	礼品卡	帮助客户定制礼品卡	电子礼品卡：免费 新手包：40美金每包，包含20张礼品卡 快速卡：75张起定制，每张0.95美金 定制化卡片：75张起定制，每张0.8美金
	产品拍摄	产品拍摄以放于Amazon、Ebay、Ins等地方展示	3张（不同角度）/9.95美金；360全景图/29.95美金
	短信服务	帮助商家通过文本或电子邮件发送和回复消息，例如回馈、回执以及发送购买链接等	免费
对员工	薪资服务	自动季度和年度税务申报；时间卡、小费和佣金集成；全天候支付工资或自定义金额。；工资单服务和实时支持的统一定价。	对员工：35美金/月订阅费，以及每月每人5美金的发薪费用 对外包方：每月每人5美金的发薪费用
	时间卡及团队管理	时间管理、员工产能分析等	基础版本：免费；Plus版本：每月35美金
	员工福利	保险及退休金计划	视雇主具体选择而定
对开发者	Square Market Place	第三方开发者可在Square App Marketplace上向商户推广其软件应用	N/A
	开发者API服务	允许第三方开发者把Square的支付服务，和他们的APP，网站，现有的线下系统结合，创立新的应用和功能模块	免费

2.3.1 “较大型” GPV占比不断提高，Take Rate稳定在~2.9%

- 支付业务结构优化：业务更为稳定、小型及“较大型”（Larger Seller，指GPV>125k的Seller）GPV占比不断提高



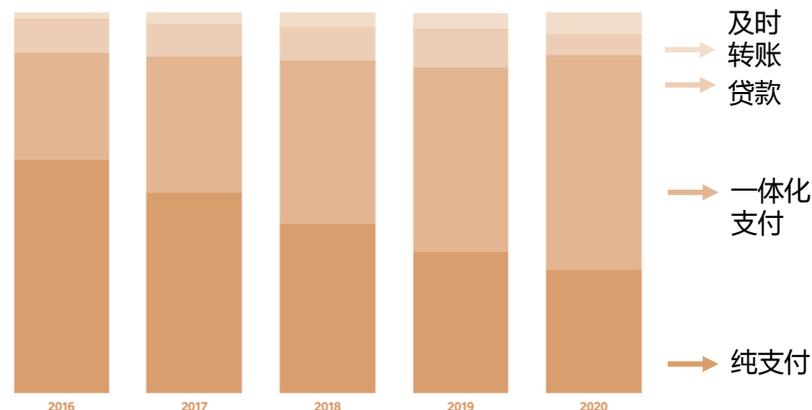
2.3.2 收入“多点开花”，毛利结构优化

- 订阅及服务费暨为SQ因为SaaS业务和Capital业务产生的收入，主要收费点有：
 - SQ Capital：为商户提供的企业贷款，SQ主要赚取一次性服务费（Take Rate）。
 - Instant Deposit（及时存款）：商户存款及时到账。在原有2.6%的基础上额外支付1.5%的手续费，即可将原有1-2天的到账服务升级成为直接到账
 - Square Card（Square Checking）：该卡由萨顿银行（Sutton Bank）提供，SQ赚取ATM取现费用等
 - 其他SaaS业务：如团队管理、营销等面向小微商户提供的服务
- 订阅及服务收入虽然在SQ总体业务中收入变化不大，但毛利结构优化，纯交易支付业务（仅有交易功能的App）在毛利中占比减小，而与SaaS相关的业务（贷款、一体化支付等）在毛利中占比提高

表：SQ卖方业务收入拆分

		支付交易费	订阅和服务	硬件
纯支付	仅用于支付的POS App	●		
	发票、虚拟终端、开发人员、API/SDK、第三方应用程序	●		
软件和一体化支付	Square零售、餐厅、会议、Square在线商店	●	●	
	团队管理、营销、忠诚度		●	
金融服务	Square卡、即时转账		●	
Capital	核心灵活贷款、分期付款		●	
硬件	寄存器、终端、支架和非接触式、芯片读取器等			●

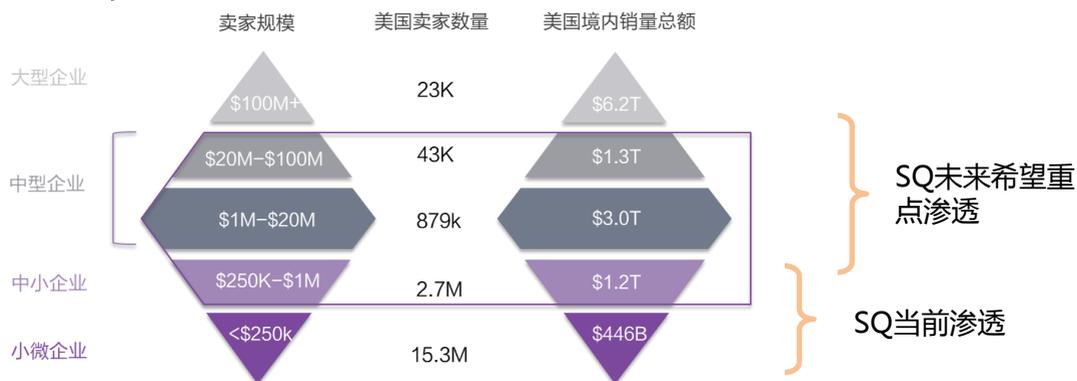
图：毛利结构优化



2.3.3 SQ在小微商户渗透率已初具规模，但整体渗透率依然有较大提升空间

- 根据Square官方公布的数据，可计算不同类型商户的户均交易额，将不同类型商户的户均交易额作为SQ在对应类别商户的户均交易额。对于125k-500k的交易额部分，假设按照总GPV在区间内等额分配，计算出对应区间商户的平均交易量及商户数
- 计算可得，从数量角度，SQ总体商户渗透率仅有11%，其中对中型（125k~500k）、大型商户(>500k)渗透率仅分别为1.4%/2.6%；从总交易额角度，SQ在小微企业和中小企业渗透率仅有6.8%，对应全美境内销量总额仅有0.9%，渗透率仍有很大提升空间

图：SQ市场市场规模



表：美国卖家商户交易量、交易额分拆，以及对对应商户数测算

	交易量 (百万美元)	户均交易额 (千美元)	商户数(千)
微型商户 (<250k)	446,000	29	15,300
小型商户 (250k-1m)	1,200,000	444	2,700
1m-20m	3,000,000	3,413	879
20m-100m	1,300,000	30,233	43
>100m	6,200,000	269,565	23

表：SQ渗透率测算

	SQ			TAM			
	2020交易量 (百万美元)	户均交易额 (千美元)	商户数(千)	商户数(千)	交易额 (百万美金)	SQ渗透率 (商户数)	SQ渗透率 (交易额)
小型 (<\$125K GPV)	46708	24	1946	7,650	223,000	25.44%	21%
中型 (\$125K-\$500K GPV)	33568	287	117	8,550	623,000	1.37%	5%
大型 (>\$500K GPV)	32088	700	46	1,800	800,000	2.55%	4%
总计	112364		2109				
SQ总渗透率(商户数)			11.13%				
SQ总渗透率(对小微企业和中小企业, 交易额)			6.83%				
SQ总渗透率(对全部企业, 交易额)			0.93%				

2.4 Seller业务成功的原因

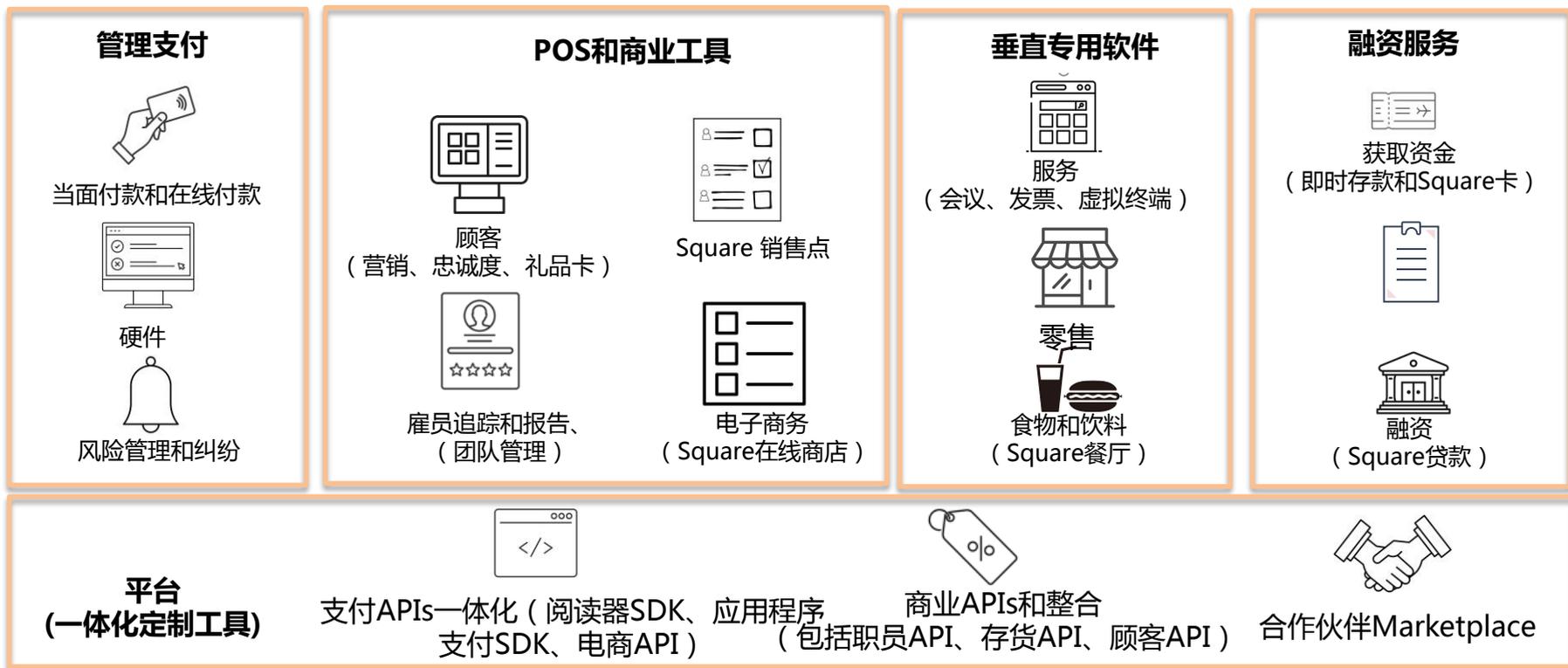
- 1 支付+SaaS+Marketplace平台，形成网络效应
- 2 发展SQ Capital，满足企业资金需求，并成为首个持牌经营的金融科技企业
- 3 强大的创新能力及快速的反应能力

2.4.1 支付+SaaS+Marketplace，形成网络效应

SQ通过支付业务初步搭建起了商户网络，在此基础上通过SaaS业务增强了商户粘性，又对原有的支付业务进行了强化。而SQ并未仅仅将眼光局限于此。在支付+SaaS基础上，SQ建立Marketplace平台，强化了网络效应。

SQ Marketplace平台介绍：Marketplace 平台开放SQ核心能力的API接口（支付、电商、存货管理等）给所有开发者，商户可以综合自己的能力及SQ的核心能力（支付、会计、库存管理等）自行开发应用；开发者也可以将自己的应用放在Marketplace进行一年期免费推广，使Marketplace产品更加丰富；

- ◆ 2020年，SQ目前主要强化渗透的对象——中型卖家（GPV>500K）中，约有一半使用了Marketplace



2.4.2 发展SQ Capital，满足企业资金需求，并成为首个持牌经营的金融科技企业

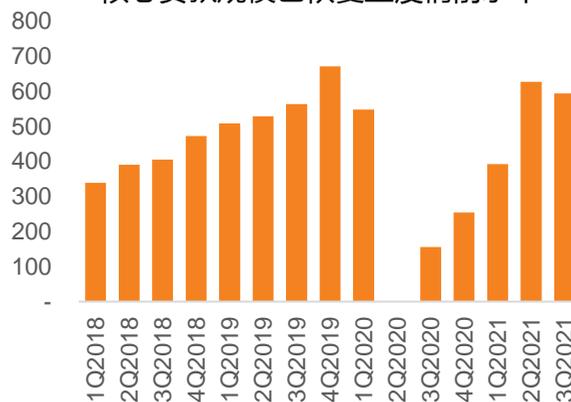
- 发展SQ Capital，满足小微企业资金需求及资金管理需求。SQ于2014年起上线SQ Capital，较传统银行，Square一系列产品操作更为便捷，要求更低，且可以根据企业的流水情况自动评估贷款金额及利率，实现动态定价。且可实现从每日销售额中自动扣款，较传统银行风险更低。SQ Banking产品的推出可有效增强SQ的服务能力，同时在“硬件+软件”之外补足金融服务版图。
- 公司在发展业务时亦注重合规经营，也为长期稳健发展奠定了基础。2020年，公司拿下ILC牌照，成为首批拿下ILC（industrial Loan Company）牌照的金融科技企业之一，也展现出公司锐意创新与坚持合规发展并举。2021年，公司宣布推出Square Banking，包括Square Saving、Square Checking和Square Loan，满足企业的资金管理以及流动性需求。

Square Checking v.s 其他银行

	Square Checking	其他银行
立刻到账	0%	1%-1.5%
月度服务及维护费	0	每月10-16美金
最低开户存款额	0	25-1500美金
透支费	0	每商品35美金
最低余额要求	0	500-1500
国际交易费	0%	1%-3%
ATM费用	0+ATM操作费	3~5+ATM操作费

Square Loan (百万美元)

核心贷款规模已恢复至疫情前水平



*注：不包含美国SBA推出的PPP贷款的规模

- 基于商户交易数据动态定价
- 从商户交易额中自动扣款，风险性较低

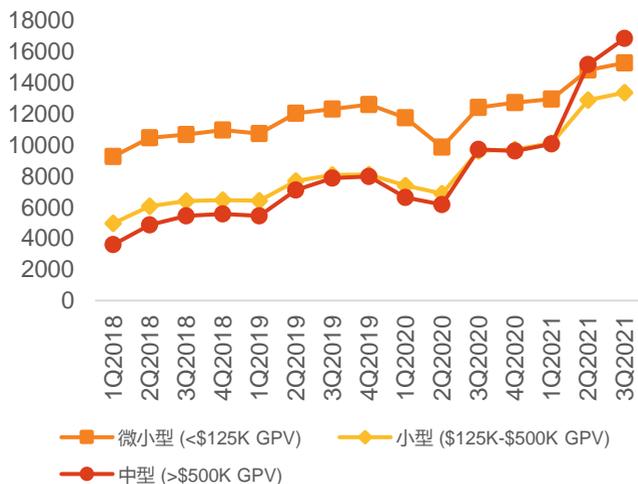
美国ILC牌照介绍

权利和法律规则	商业银行	ILC牌照
存款账户	✓	ILC不能提供普通支票账户（Checking Account），但却可以提供与支票账户功能相同的可转让支付命令活期存款
可以在所有的州进行银行业务	✓	✓
被FDIC严格监管	✓	✓
能提供借贷业务	✓	✓
如果CRA评级低于认可水平，公司可能会被禁止业务	是	是

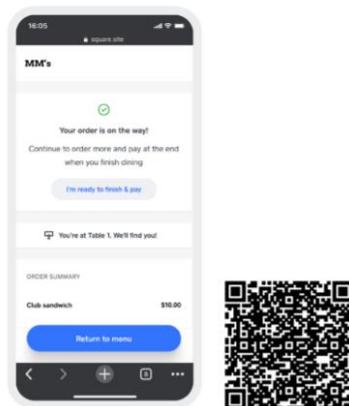
2.4.3 强大的创新能力及快速的反应能力

- SQ的强创新及迅速反应能力体现在多个方面，其中疫情时期迅速上线在线渠道成为其创新能力的重要体现。
 - ◆ 疫情为SQ业务带来了一定负面影响，但SQ迅速反应，并在四个方面做出了改进：搭建在线渠道并提供全方位电商服务能力、垂直行业扩展、增加了对非接触式硬件的供给，并通过提供PPP贷款进一步提高小微商户的触达能力。
 - ◆ 对于在线战略，SQ通过积累已久的、全方位的服务能力，为各种类型和规模的卖家提供服务，把握住了时代性的机遇。传统来说，企业完成从线下到线上的数字化转型需要3年。而在疫情爆发初期，这一周期变为3周。Square牢牢抓住了这一机遇，带动线上及混合（线上+线下）渠道占比的不断提高（从25%提高到约50%），实现了GPV同比的迅速转正。

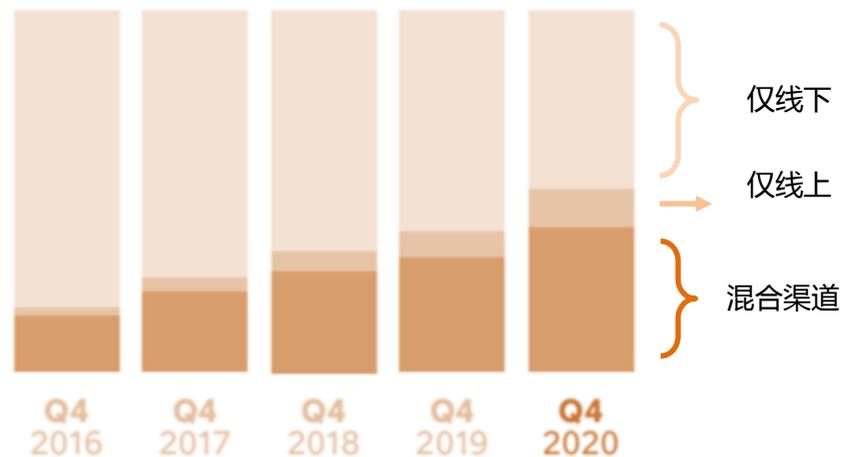
图：Square GPV变化



图：Square 线下扫码支付



图：Square 支付渠道变化

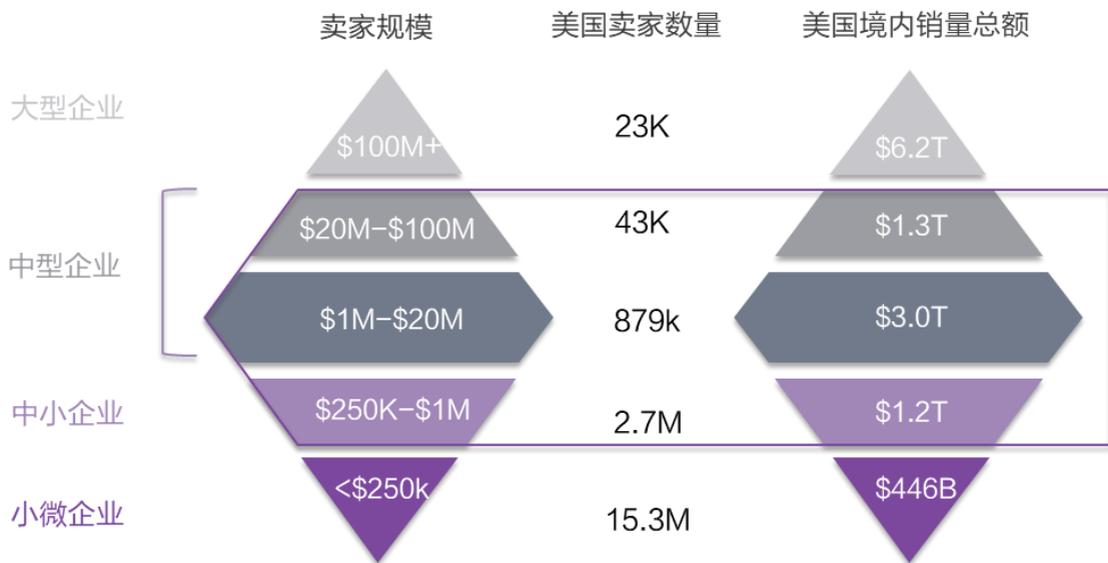


2.5.1 Seller业务空间测算——支付

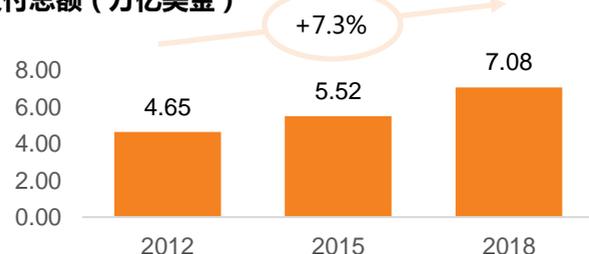
● 支付业务是Seller业务最主要的业务，Seller本身支付业务收入占总支付业务收入占比超90%，且Cash App中Cash for business收入的底层逻辑与Seller业务收入的底层逻辑相同。因此，我们在此处测算总体支付业务收入空间而不是单独的Seller业务支付收入空间。我们对于支付业务测算采用如下逻辑：

- TAM：根据Federal Reserve的数据，2012~2018年，美国卡支付增速中枢为5.9%~8.6%（总支付额角度），我们假设未来增速在6%左右；
- Square渗透率：当前Square在小微企业+中小企业+中型企业渗透率为1.89%，市场占有率仍然很低，我们认为伴随Square扩展加快，以及SaaS类业务带来的网络保守效应的强化，保守假设下，2025年渗透率有望提高至4.5%
- Take Rate：过去几年，Square支付业务综合渗透率维持在2.9%之上，考虑到Paypal亦在发力企业收单市场，意图同样建立起Seller生态圈，我们假设每年支付业务费率下降3.5bps，到2025年为2.76%

测算2025年，支付业务收入可达110亿美金



图：美国卡支付总额（万亿美金）



图：Square 支付业务测算（百万美金）

	2020	2025E	CAGR
TAM	5,946,000	7,957,089	6.00%
SQ渗透率	1.89%	4.50%	
SQ交易额	112,364	397,854	26%
Take Rate	2.93%	2.76%	
总收入	3,295	10,981	25%

2.5.2 Seller业务空间测算——订阅收入（SQ Capital及其他）

● 对于订阅业务，考虑到Square Banking及系列产品的推出有利于培养小微企业利用Square进行资金管理的习惯，同时支付业务的扩大有利于带动支付规模的增长，我们分Square Banking及其他订阅业务测算：

● SQ Capital：

- **占GPV比例：**根据公司股东信，SQ Capital2019、2020占比分别为2.1%，0.9%，其中2020年受到疫情影响显著降低，2021年该比例有所恢复（2Q21为1.5%），我们假设SQ Capital占总GPV的比例到2025年逐步提升至2.5%；
- **Take Rate：**考虑到Lending Club、Bond Street等origination fee通常在3%~6%之间，假设为4%；
- **Capital业务占总订阅业务收入之比：**2019年为24%，我们认为，虽然SQ ILC牌照获批仍将带动SQ Capital业务发展提速，但其他部分订阅业务伴随SQ业务的发展，仍将同步发展，假设比例保持在25%

图：Square Capital测算（百万美元）

	2019	2020	2025E
TAM		5,946,000	7,957,089
SQ渗透率		1.89%	4.50%
SQ交易额	106,239	112,364	397,854
Take Rate		2.93%	2.76%
总收入		3,295	10,981
	2019	2020	2025E
SQ Capital	2270	957	8,952
	2.10%	0.90%	2.50%
Take Rate	4.00%	4.00%	4.00%
SQ Capital收入	90.8	38.3	358
B端订阅收入	376		1,432
Capital业务占比	24%		25%

图：Square Capital规模及发放数量



目录

1. Square：C端+B端两大生态系统，独具特色的金融科技公司

2. B端：支付业务起家，SaaS业务增强网络效应

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

3. C端：P2P支付应用到美国版“支付宝”

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

4. 近期收购：收购Afterpay，打开“先买后付”业务与国际业务成长空间

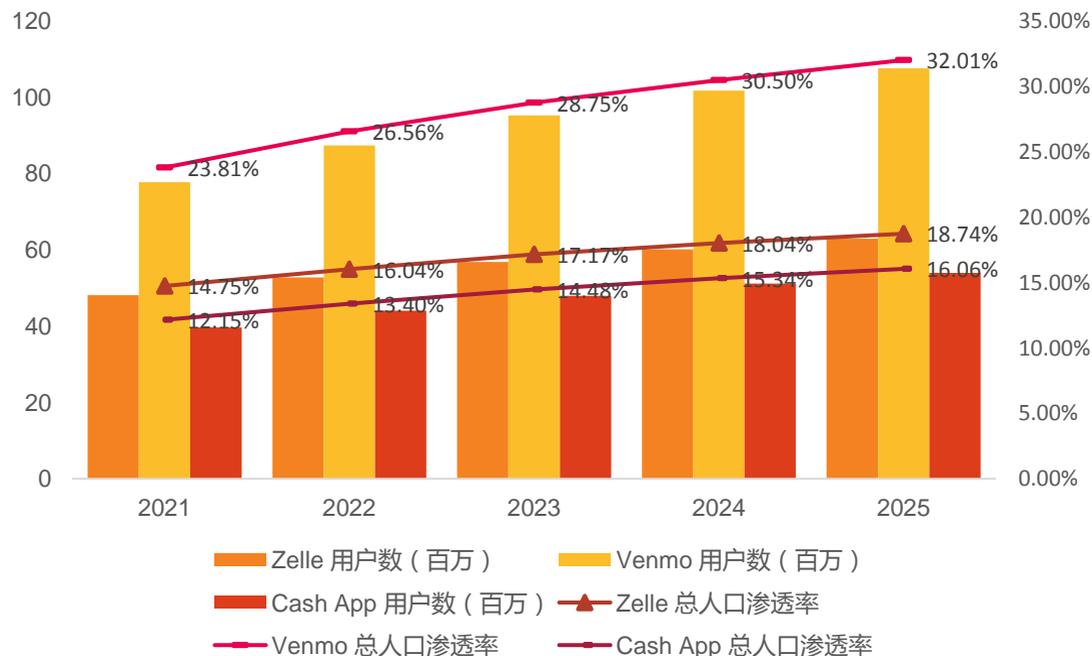
• 市场情况 • 商业模式 • 空间测算

5. 市值空间测算和估值

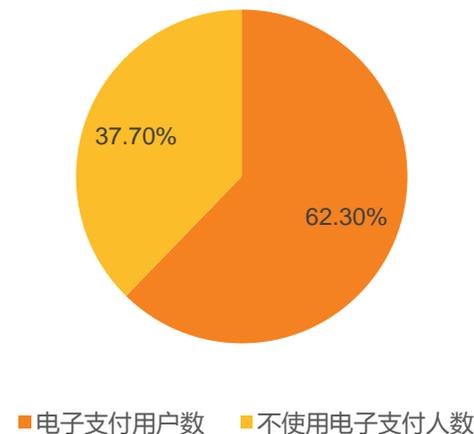
3.1.1 美国电子钱包市场概览：尚处早期，头部玩家渗透率较中国仍然相对较低，行业仍具较高天花板

- 2021年中国电子支付用户规模达8.7亿人，在总人口中的渗透率约62.3%
- 相比之下，美国头部P2P App在本地渗透率仍然相对较低。用户数最高的Venmo约7500万人，占总人口渗透率仅为23.8%，行业远未触及天花板

图：主要欧美P2P工具的用户数预测及渗透率
(百万, eMarketer预测)



图：中国支付用户渗透率



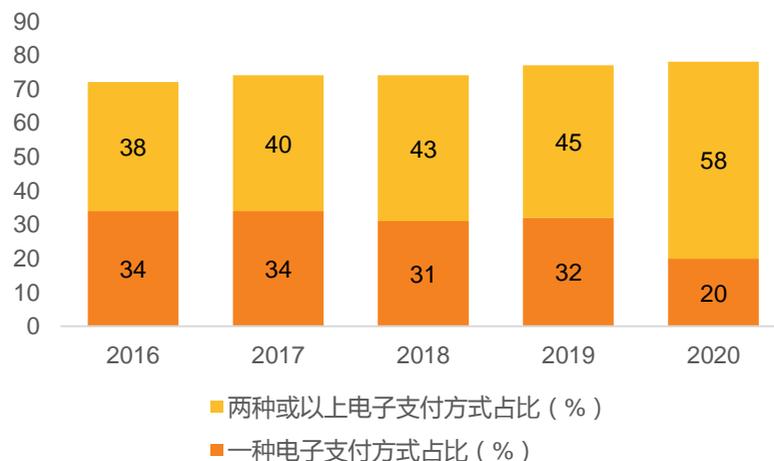
3.1.2 北美电子钱包发展趋势：未来5年有望以~8%增速增长，Z世代增长有望快于平均

- 北美电子钱包发展受益于新冠疫情。
 - 疫情后促进全世界电子钱包使用量插上“加速器”、2025年，全球整体电子钱包使用量有望达到48亿，较2020年的28亿提升64%。从地区上，增速MEA>拉美>西欧，而北美电子钱包未来五年使用人数中枢在~8%，仅领先于亚洲，我们认为主要是消费历史习惯的影响，北美卡体系发达，短期内难以发生根本性变化。
- Z世代或成为驱动美国电子支付钱包增长的主要增长来源。
 - 北美电子钱包未来五年使用率整体增速尚处在中枢位置，对比拉丁美洲的22%稍显落后，但是Z世代电子钱包的使用增速有望更高。
 - Mckinsey数据显示Z世代更容易接受电子支付的新型方式，从2018年以来，18-34岁非用户比例下降一半，目前用户比例已增长到93%，相比之下，超过55岁的人群仍有38%的用户表示不考虑使用电子钱包，所以未来市场仍将以Z世代作为主要渗透目标。

图：按地区电子钱包用户数（百万）

	2020	2025	CAGR
北美	184.7	275.4	8.3%
拉丁美洲	227.3	605.7	21.7%
西欧	200.1	331.9	10.7%
中欧和东欧	76.3	248.9	26.7%
亚太	1343.40	1541.40	2.8%

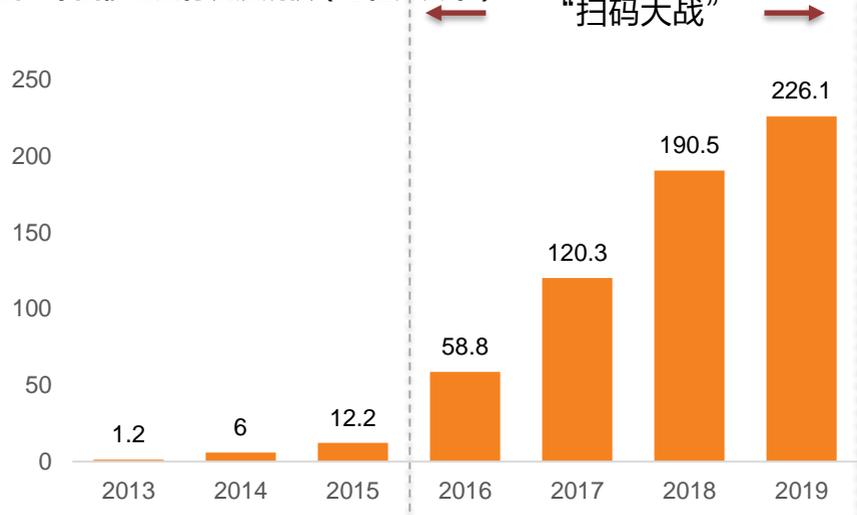
图：美国电子支付方式变化



3.1.3 P2P（点对点）支付为电子钱包提供了重要支撑

- 美国传统转账主要为ACH转账，成本虽然为零，但到账时间较慢（2~3天），而P2P模式拥有免费、即时到账特性，因此受到了迅速的欢迎。
- 正如2017~2019年微信支付宝“扫码大战”推动了线下移动支付的普及，美国电子钱包P2P模式推动了电子钱包的发展，该模式价值伴随使用人数增多而增多，具有很强网络效应。
- P2P支付的网络效应或强于社交媒体：社交媒体具有一定的代际效应，而P2P网络用户的效应甚至可以跨代际。例如，Venmo或Cash应用程序用户有经济动机邀请父母甚至祖父母加入平台，但他们可能不会鼓励他们使用Instagram账户。

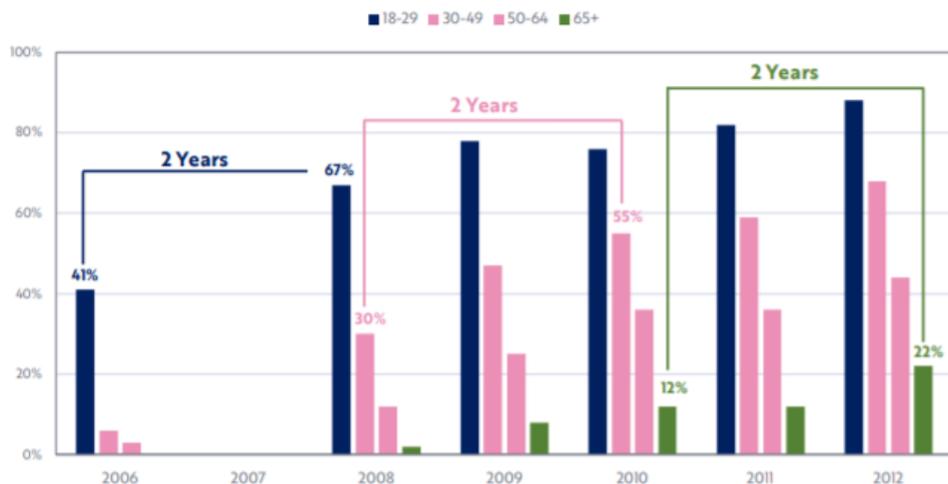
图：中国移动支付发展规模（万亿人民币）



图：移动P2P在美国渗透率

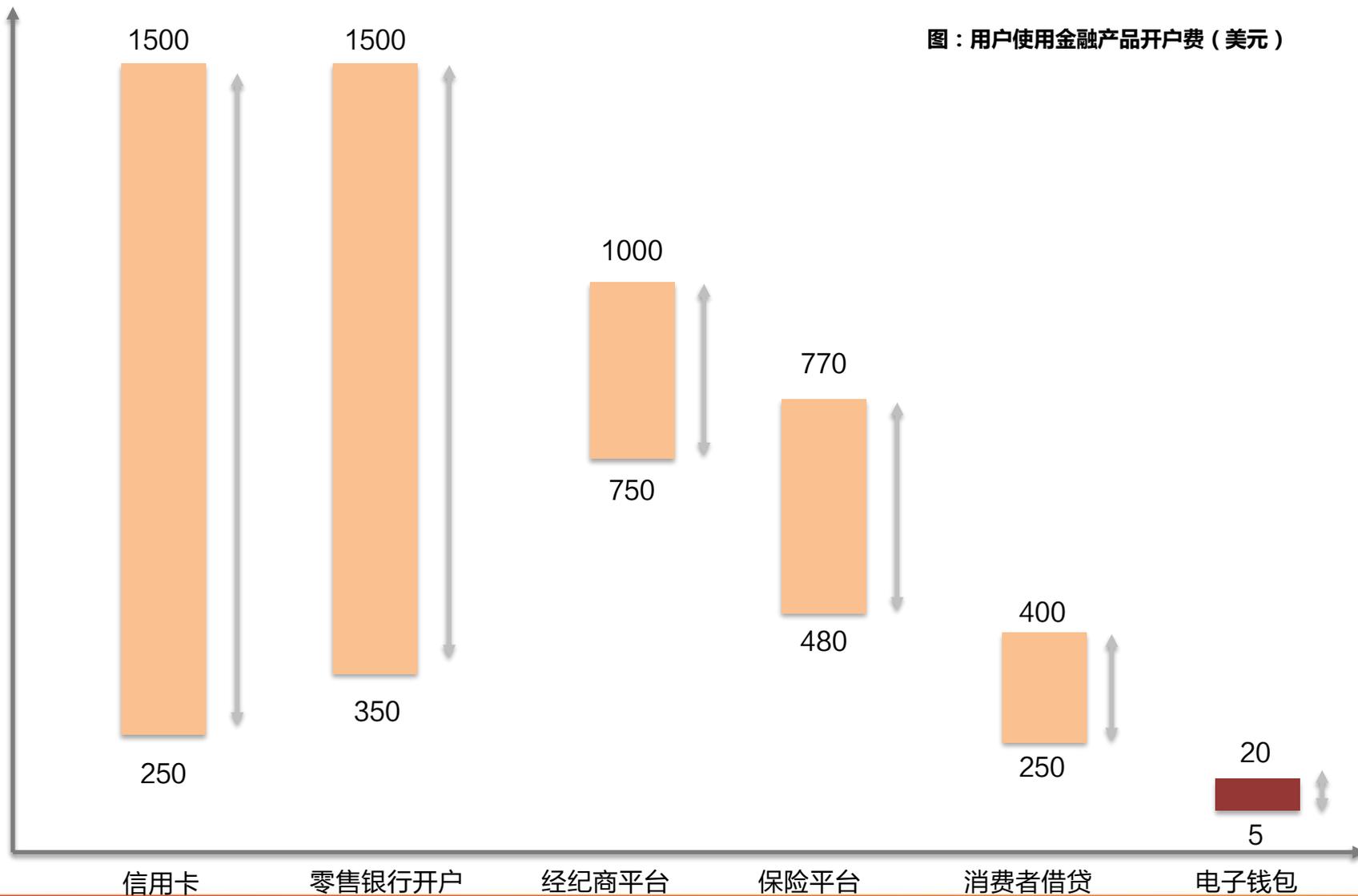


图：美国社交媒体渗透率（2016~2012）



3.1.4 网络效应下，美国电子钱包获客成本低于传统银行

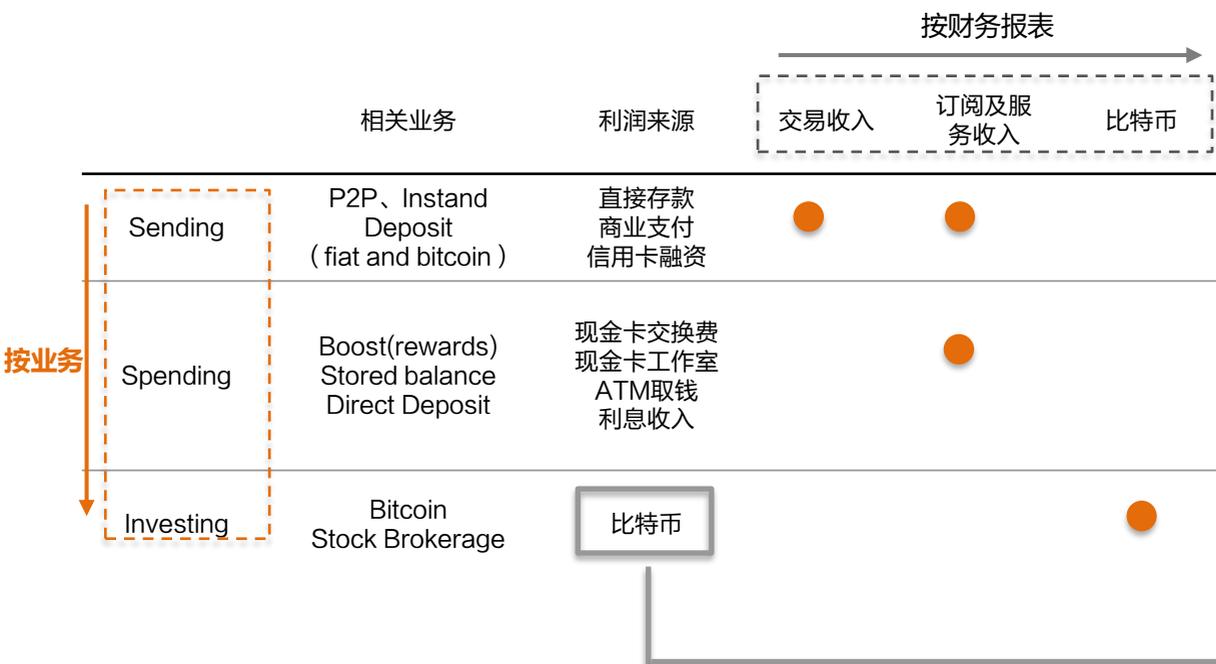
图：用户使用金融产品开户费（美元）



3.2.1 Cash App概览：收入拆分

● Cash App是Square C端生态系统的核心。按照业务来分，有 Sending、Spending及Investing三大类收入，归结到财报口径中为交易收入、订阅及服务及比特币收入

- **交易收入**：为用户使用Cash App进行商业交易所收取的交易费用
- **订阅及服务收入**：包括即时存款、利息收入以及Cash App的中间费用等；
- **比特币**：为买自行买入并卖出比特币，因此比特币业务对收入贡献较高，但毛利较低（仅为2%）



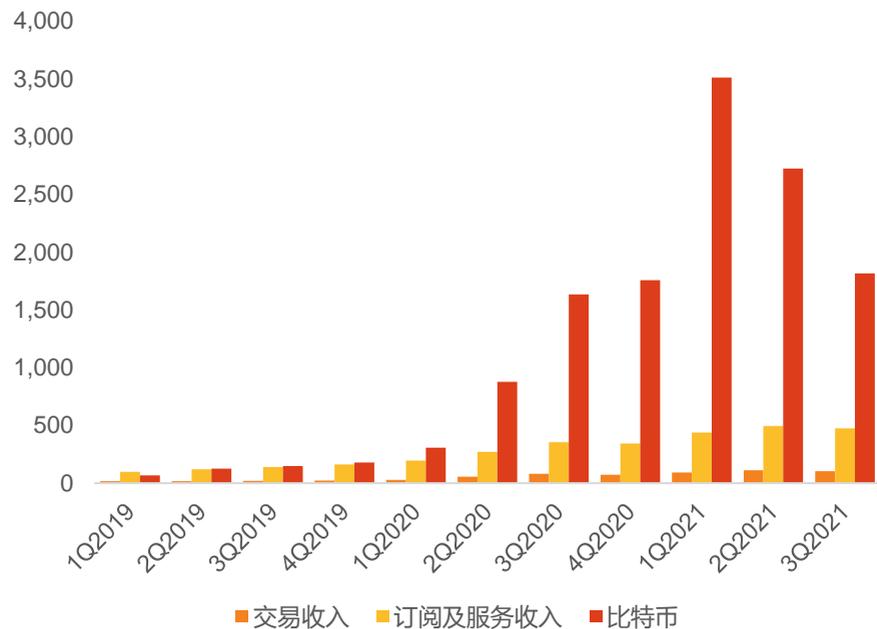
图：SQ比特币收入、成本、毛利（百万美元）



3.2.2 Cash App概览：收入拆分

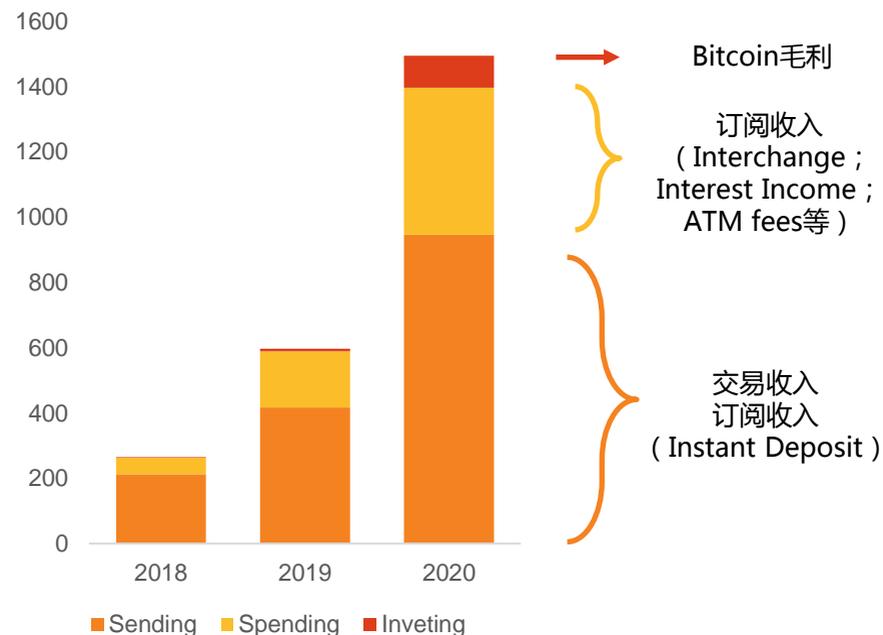
财务报表口径下，比特币收入（毛收入）> 订阅及服务收入>交易收入

图：Cash App 收入拆分（百万美金）



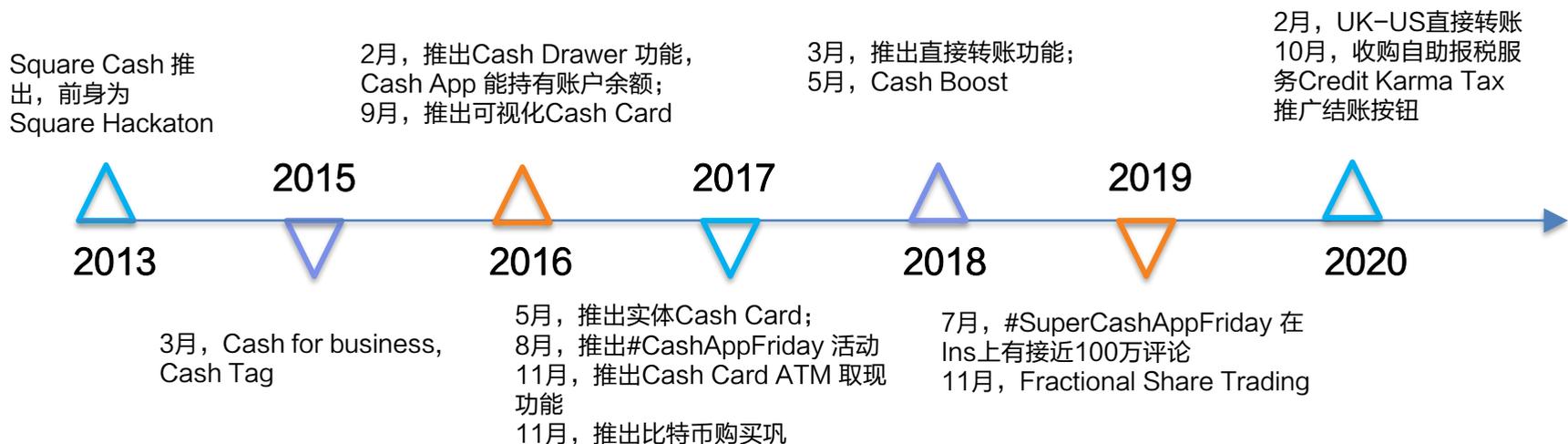
业务口径下，Sending > Spending > Bitcoin（净收入）

图：Cash App 收入拆分（百万美金）



3.2.3 Cash App历程：从P2P转账到个人综合性转账、存款及投资金融服务提供商

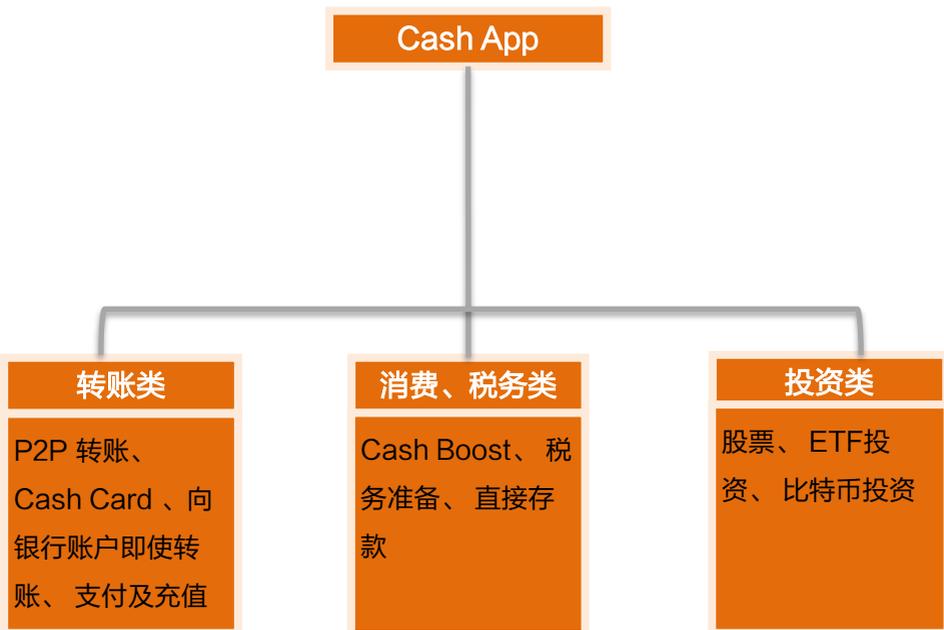
- 2013年，Cash App应运而生。彼时Square估值超32.5亿美元，拥有600名员工，并通过与Visa、苹果的合作拥有较大知名度，因此Cash App一推出便吸引了大量顾客。在2013~2015年，Cash App主要集中于支付领域
 - **支付：**2013年，最开始Cash App被命名为Square Cash，将Square的服务领域从商户扩展到P2P转账。用户只需绑定一张借记卡，就可以通过电子邮箱向他人转账；2015年，Square将其从P2P转账领域拓展到C2B支付。
 - **支付方式：**电子邮箱/手机/\$Cashtags功能转账（即独特标识符，在转账时输入该符号，即可进入收款方转账链接）
- **Cash Card：**2017年，Square推出Cash Card借记Visa卡，与私人银行Sutton Bank合作发行。
- **投资交易：**2018年，Cash App增加了比特币交易功能，迅速提高创收能力。2019年，Cash App推出了零佣金股票交易服务，与股票交易应用Robinhood直接竞争。2020年11月，Square以5000万美元收购自助报税服务提供商Credit Karma Tax，并将其整合进Cash App



3.2.4 Cash App共有三大类功能，初具“个人银行”的雏形

● 目前，平台服务主要可分为三大类：

- 1) 转账类：包括P2P（Peer to Peer，即点对点）转账、Cash Card借记卡、直接存款以及支付业务；
- 2) 消费类：Cash Boost消费折扣、税务准备、直接存款等；
- 3) 投资类：比特币交易、股票交易；

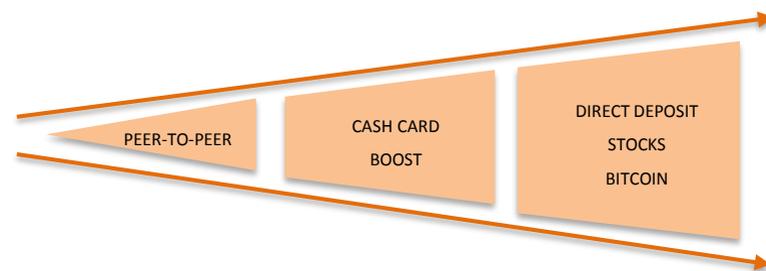


类型	类别	描述
转账类业务	P2P转账	P2P转账服务允许用户免费地向个人以非商业目的发送资金或接收资金 将资金转到银行账户有两种方式：1) 标准转账，通过ACH向银行向银行账户即时转账账户的转账，通常会在2-3个工作日内到达；2) 即时转账，该方式需缴纳费用。
	Cash Card	免费申请定制Visa借记卡——Cash Card，该卡片直接与用户Cash App账户挂钩（由Sutton Bank提供），可在标准的实体零售店和自动取款机上使用
	支付及充值	允许合作商家接受消费者的支付（即使不使用Square Register产品），并将款项直接存入Cash App账户，每笔交易Cash App将收取一定手续费
消费及税务类业务	Cash Boost	为Cash App用户提供的—个免费的即时奖励计划，用户只需在Cash App中选择一个Cash Boost，然后使用Cash Card在特定商店、网站、应用程序和餐馆消费，能获得即时折扣
	税务	在2020年第四季度收购了报税解决方案供应商Credit Karma Tax，在Cash App应用程序中增加了一个个人报税产品，为用户提供无缝的移动报税方案
投资类	直接存款	通过账户和路由信息，工资单、报税单、失业救济金、政府刺激性付款等款项可直接存入Cash App账户，且比多数银行的标准收款时间早两天（需开通Cash Card）
	股票、ETF投资	用户可以通过Cash App账户中的资金或关联的借记卡购买相应产品进行投资，并通过应用程序实时跟踪投资组合情况。其股票经济服务由Cash App Investing LLC提供，是FINRA/SIPC成员，用户可以进行免佣金投资
	比特币投资	提供比特币买卖服务，平台不是传统意义上的交易所，它不参与撮合订单；用户可以按照Cash App所定的最佳价格自由买卖比特币，并存储在Cash App中。

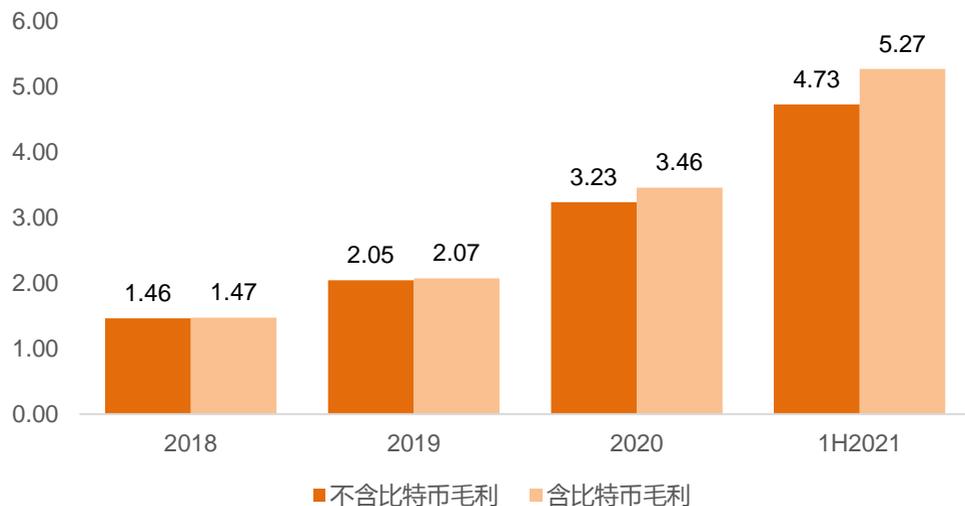
3.2.5 2018~2021，活跃用户数提高1.5x，ARPU提高2.5x

- Cash App自2015年推出，2018年伴随Instant Deposit和比特币的推出开始发展提速
- 2018~1H2021，Cash App MAU同比提高150%，ARPU提高250%，显示了公司交叉销售策略的有效性。

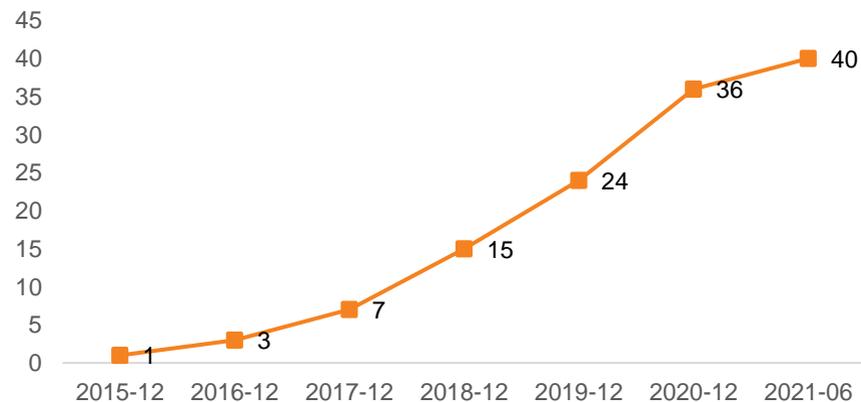
图：Cash App产品矩阵



图：Cash App 月均ARPU (美元)



图：Cash App MAU (百万)



3.3 Cash App成功的原因

1

产品：业务持续扩张，强化网络效应

2

营销：长尾流量切入，稳低线；社交媒体获客，打高线

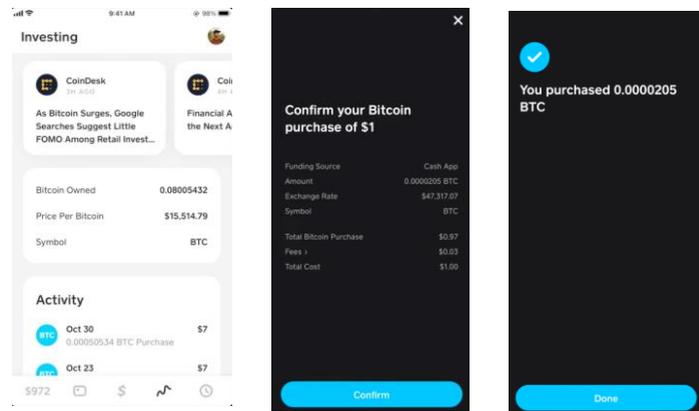
3.3.1.1 转账-交易-投资的扩展，强化网络效应

- **Cash App新业务的持续开拓强化了其网络效应。** Cash App是第一个开通比特币交易功能的电子钱包。同时，对于股票投资及比特币业务，Cash App不仅便利了这二者的投资（操作便捷，到账速度快），并且降低了股票投资及比特币的门槛（仅需1美元即可购买），有效的复制了Seller的网络效应。

图：Ytb上某用户记录的每天在Cash App投资\$1比特币活动



Investing \$1 Bitcoin Every Day with Cash App - DAY 970

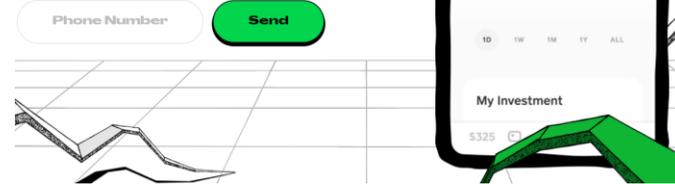


图：用户可以以低至1美金的方式在Cash App上购买比特币和进行股票投资

Buy stocks and bitcoin with as little as \$1

Cash App makes it easy to invest in stocks and bitcoin, whether you're just getting started or already a pro.

Text yourself a link to download Cash App

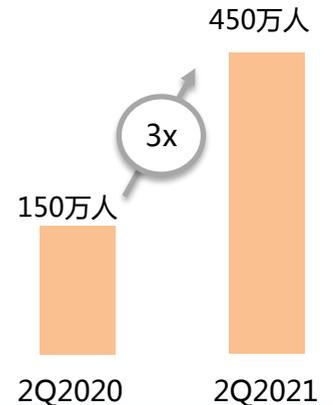


表：Cash App 股票投资的优缺点

Pros	股票投资的选择 没有费用 可以低至1美金（Fractional Option） 也可以购买1000股
Cons	仅支持股票和ETF 仅面向美国公民，仅支持标准账户（IRA不允许）



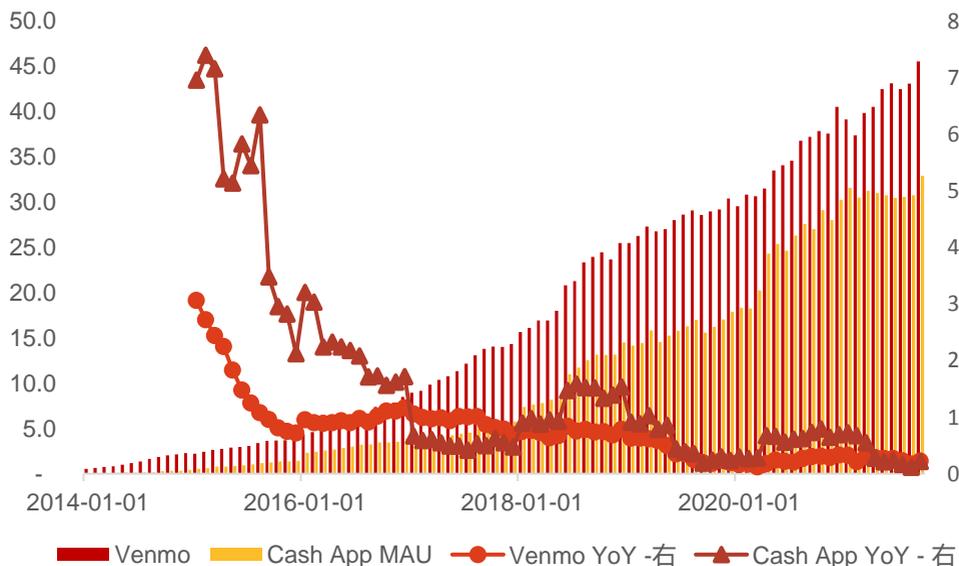
图：Cash App上股票或ETF持有者



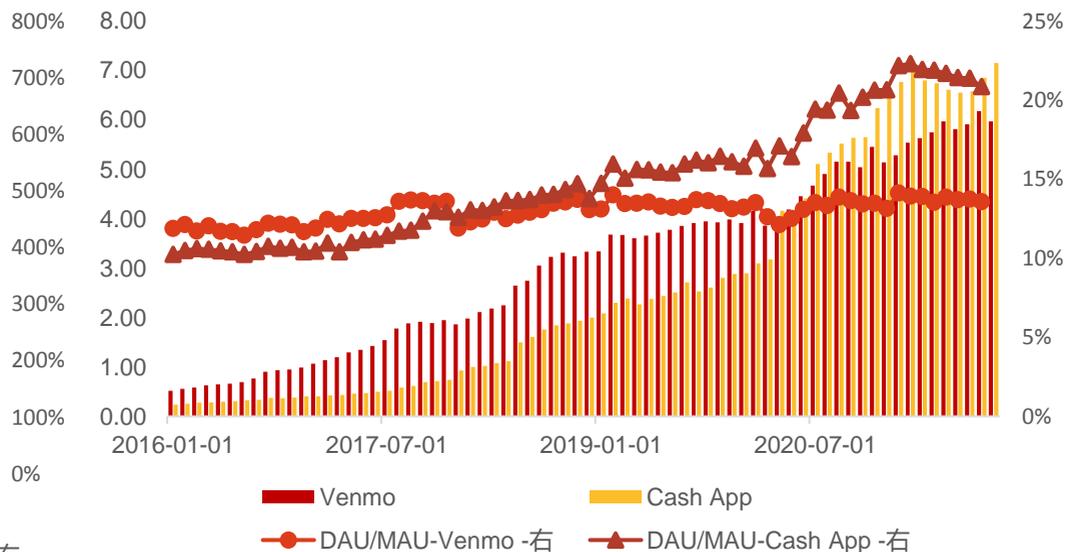
3.3.1.2 竞争格局：较Venmo，Cash App用户粘性更高

- MAU上，Venmo高于Cash App，但Cash App DAU高于Venmo。
- 就Cash App与Venmo的竞争关系，我们认为：1) 美国电子钱包市场发展尚处早期，二者仍未达到天花板，仍未进行到存量博弈阶段，终局情况下胜负仍取决于持续的产品能力和获客能力；2) Cash App的独特优势在于：在产品的设计以及功能上更为多样化，强化了其用户粘性

图：Venmo、Cash App MAU (百万)



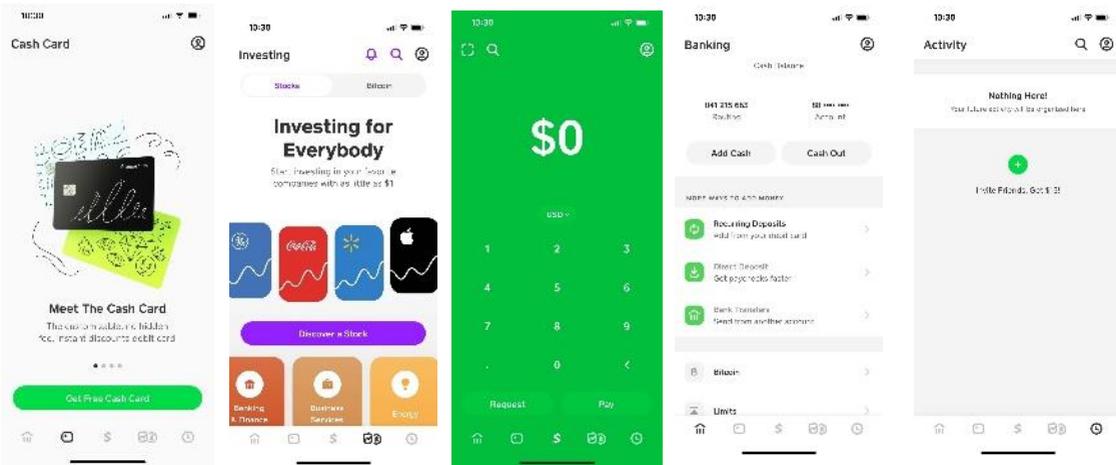
图：Venmo、Cash App DAU (百万)



3.3.1.3 较Zelle/Venmo, Cash App综合性更强

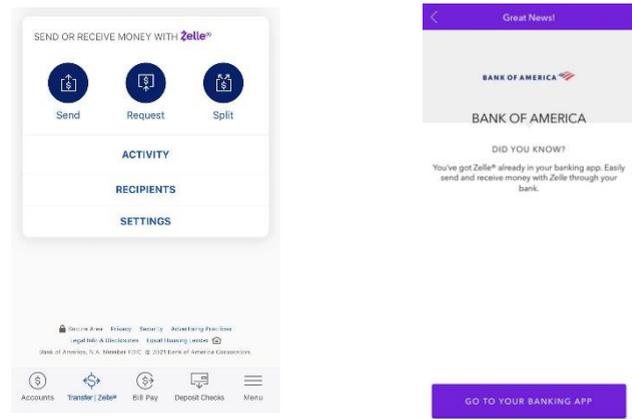
- 美国三大电子钱包Venmo/Cash App/Zelle中，Zelle起到的功能更多的为银行间免费转账的作用，扮演为银行功能的附加。而Cash App/Venmo则都为独立的P2P个人转账App
- 二者在产品形态设计上有所不同：
 - **Cash App更具有综合性**：页面下方有Cash App、投资、余额、银行、历史记录等五项入口
 - **Venmo更具有社交属性**：在Venmo App上，可以看到陌生人转账/朋友转账/个人转账记录，转账留言上可以看到用户添加的备注，存在一定社交属性

图：Cash App综合性更强



图：Zelle扮演的是银行间及时免费转账的角色

- BOA官方界面显示即时转账由Zelle支持
- Zelle界面注明，如果有银行App，则不需要单独使用Zelle App

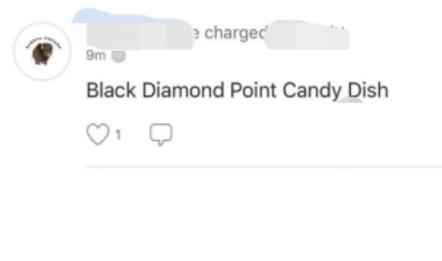


图：Venmo具有社交属性

- 可以看到多人转账记录
陌生人转账 朋友转账 个人转账



- 备注自己标注





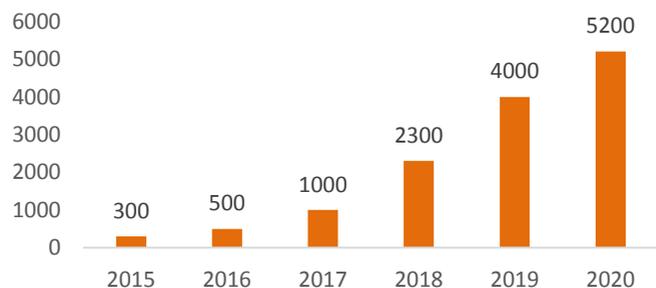
- Venmo是一家成立于2009年4月4日的美国移动支付服务商，2012年被专注于为电子商务公司提供移动和网络支付的Braintree收购，2013年9月全球数字支付领域知名公司PayPal收购Braintree（包括Venmo在内的所有资产），因此目前Venmo属于PayPal所有。开展的业务包括点对点转账、Venmo信用卡、Venmo借记卡、商户支付等。
- Venmo现已成长为美国最大的P2P支付服务商之一。2020年Venmo年活跃用户数为5200万人。2021财年第一季度，Venmo支付总额约为510亿美元，同比增长63%。预计2021全年Venmo营收将达9亿美元。

- Venmo将围绕购物，基本金融服务和支付三大业务提供越来越多的功能和服务。并预计增加比特币投资服务，推出储蓄和预算工具。
- Venmo计划继续增加合作伙伴以扩大零售市场份额，2021年底前新增50万家中小企业合作伙伴。目前，Venmo已与Foot Locker、Grubhub、Uber Eats等机构达成合作，并正与包括Nike在内的10家主要商家进行商洽，以提供二维码收款服务。

表：Venmo收入拆分

收入类型	定义	费用
Pay With Venmo 费用	用户使用Venmo在合作商户处交易时，Venmo向商户收取的费用。	\$0.10固定费用+1.9%支付费用
即时转账手续费	Venmo账户内资金转入借记卡或银行账户时，Venmo向用户收取的费用。	1%转账金融费用 (最低\$0.25, 最高\$10)
交易费及提现费	Venmo向用户提供MasterCard联名借记卡，用户可直接使用Venmo账户余额支付账单。Venmo向刷卡商户收取交易费，从用户处收取提现费。	\$2.5ATM国内取款费 \$3柜台取款费
兑现支票费用	用户通过Venmo的Cash A Check服务兑现工资或政府刺激性支票，Venmo收取的费用	1%费用 (最低\$5)
联盟佣金	商户向Venmo回馈推荐消费者的佣金	取决于整体交易及双方协议
现金利息	Venmo将用户账户上留存的流动资金拆借给其他机构并收取利息	/

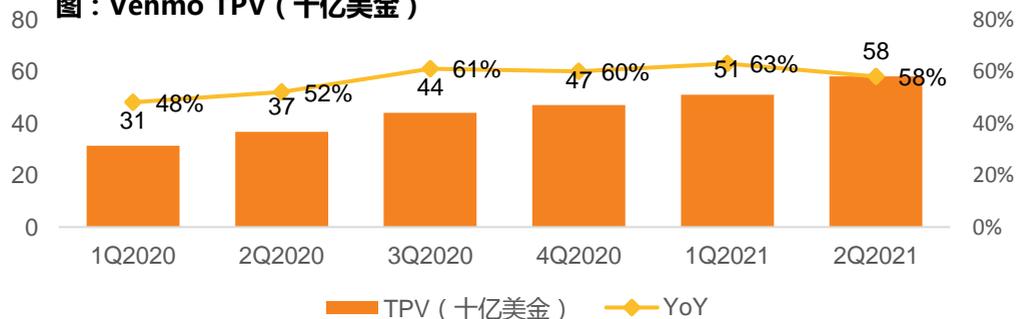
图：Venmo年活跃用户数（万人）



图：Venmo年收入（亿美金）



图：Venmo TPV（十亿美金）

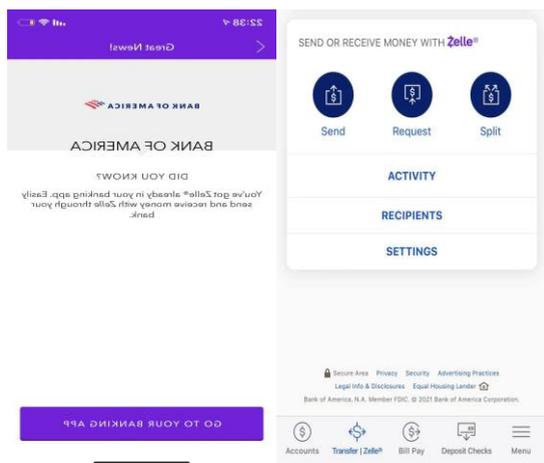


- Zelle 是一家隶属于Early Warning Services的私营金融服务公司，由Bank of America、BB&T、Capital One、JPMorgan Chase、PNC Bank、US Bank和Wells Fargo银行所有。其前身是clearXchange——一个银行即时转账系统。
- 其主营业务为通过移动端App为Zelle用户和非Zelle用户提供即时汇款、收款、分摊付款等支付服务。通过绑定银行卡和电子邮件地址或手机号，即可成为注册用户。目前，Zelle已有合作金融机构超1000家，支付支持、技术支持、风险管理等方面的合作机构数十家，如Visa、万事达、IBM等。2021年Q2，Zelle Pay共执行转账4.36亿次，合计金额超1200亿美金。Zelle主要竞争对手Paypal、Cash App和Venmo。

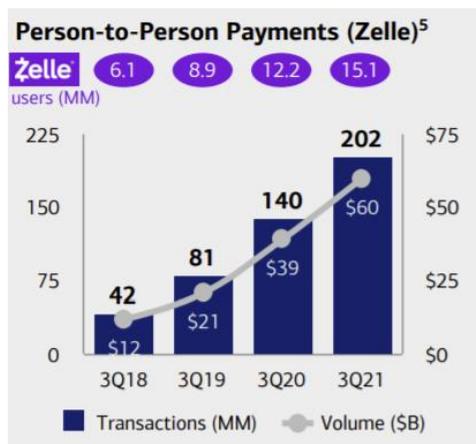
Zelle与竞争对手的差异化体现在应用程序基本架构（原理）、目标用户和适用场景等方面。以Venmo为例：

- **应用程序差异：** Venmo是在系统中设置一个普通银行账户分开的银行账户，并通过链接的方式两者绑定，从而完成提取资金，汇款等操作；而Zelle与银行机构直接集成，可以实现直接在银行账户之间转移资金，从而避免了额外步骤，达到更高的安全性。
- **用户差异与适用场景：** Venmo主要用户是年轻一代，Zelle主要用户年龄相对较大。Venmo由于其更高的转账次数限制和更小的单次额度上限，适用场景常集中于年轻人聚餐、逛街、派对等需要分摊付款或小额付款的情况下；Zelle的用户主要是中老年一代，由于其相对Venmo单次汇款额度更高，常应用于支付房租等较大额度的汇款场景。

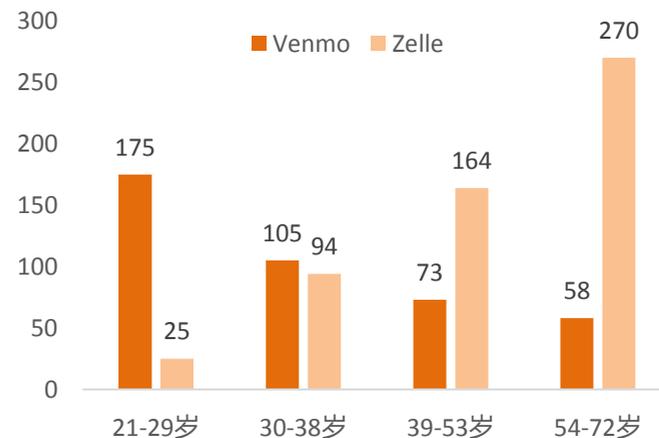
图：Zelle App以及BoA截图



图：Zelle年度支付总额



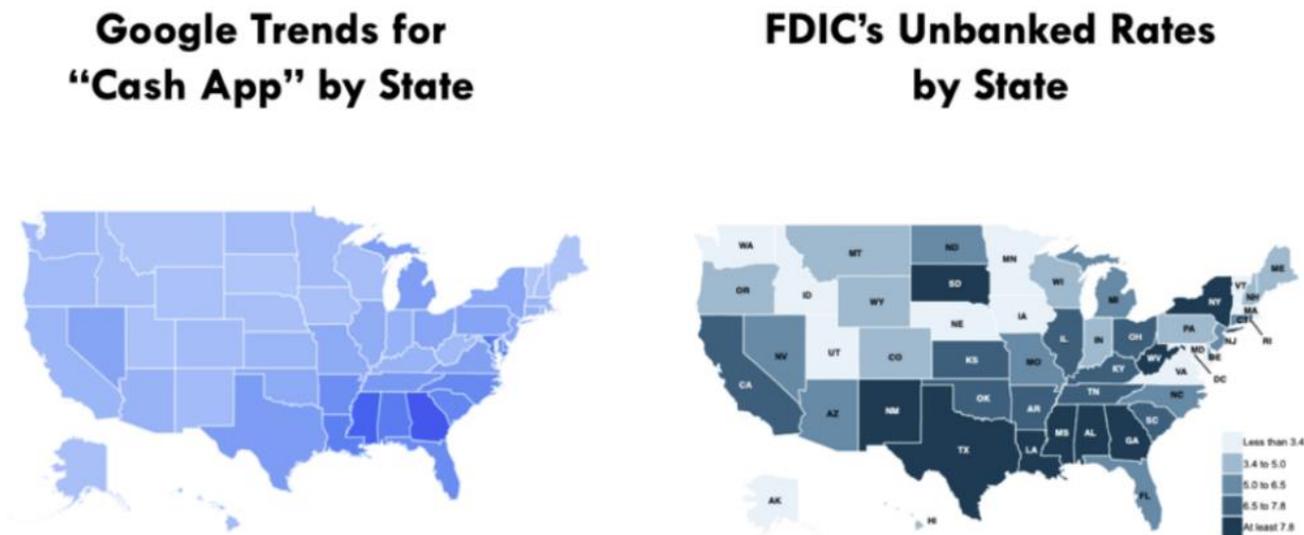
图：2018Q4共2,436名美国消费者调查在支付app平均单笔交易额（美元）



3.3.2.1 从低线城市切入，形成初步规模效应

- 直接存款功能的推出使Cash App在无账户人群中较受欢迎。2018年，Cash App推出了直接存款功能，与Sunnton Bank合作，允许用户生成路由和账号，他们可以将这些号码传递给他们的雇主，以便将他们的工资支票直接存入现金应用程序。然后，用户可以在任何接受Visa卡的地方使用Cash App，降低了用户使用银行账户的门槛。根据ARK Invest报告，Cash App在谷歌的搜索指数高区域与美国无银行卡用户所在的典型地区之间存在明显的地域重叠，Cash App在无银行账户人群中拥有独特优势。
- 低线人群的发展为Cash App形成了初步的规模效应

图：Cash App搜索高的地区与美国银行覆盖度不高的地区具有高度的重叠性



3.3.2 利用社交媒体获客，进一步扩大覆盖人群

- Jack Dorsey作为推特的CEO，在如何创建吸引Z世代年轻人的营销策略并以此增强 P2P 的网络流量效应是其擅长的。而Cash App 与Tik Tok合作推出主题曲短视频创作，与美国知名说唱歌手开展合作，在推特等社交平台举办热点活动等。
- Cash App 的策略特点有：
 - 1) 较多运用社交媒体这一低成本方式创造流量入口。
 - 2) 通过网络或软件流量数据高度了解当下流行趋势（如Tik Tok等），学会投其所好。
 - 3) 与明星、说唱歌手等，特别是Z世代较为熟悉的说唱歌手进行合作，利用粉丝效应增强品牌知名度和影响力。

图：CashAppFriday在推特的转回过万



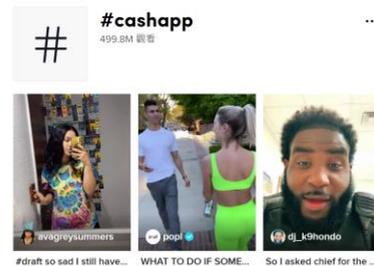
图：Cash App针对学生设计的活动



图：Cash App官方主题曲在Ytb的播放量过千万

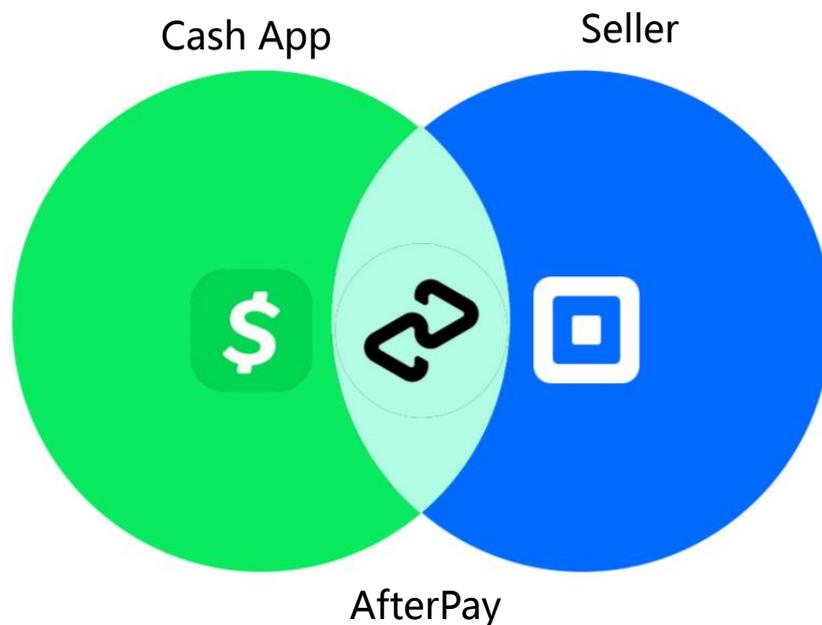


图：Cash App在Tiktok的累计播放量约5亿



3.4 Cash App未来：成为领先的个人综合金融服务商

- Cash应用程序自2013年从Square Hackathon出现以来已经有了很大的发展。目前，Cash App已经可以为用户提供直接存款、借记卡、ATM取款、个人投资理财（股票和比特币投资平台）。与Afterpay的整合使其进一步扩展到个人贷款领域。未来，我们认为，Cash App将提供一系列与传统银行相媲美的个人银行服务，包括个人贷款等，我们认为其优点如下：
 - **v.s 传统银行：**考虑到Square多年技术的积累以及Cash App以用户为中心的理念，我们相信其将以比传统银行更低的成本提供更好、更个性化的用户体验。
 - **v.s 其他电子钱包方：**通过整合Square卖家生态系统，Cash App可以整合线下和电商，使其区别于其他电子钱包方。



3.5 Cash App收入空间测算

- **支付业务：**按照我们对于支付业务的测算，2025年，预测总支付业务收入达110亿美金，按照1Q21 支付业务中 cash app v.s seller体系 1：9的占比，则预计cash app支付业务收入达11亿美金
- **订阅及服务业务：**
 - 正如我们在前文中所提出的，我们认为Cash App的未来方向是个人综合金融服务商，因此我们在考虑Cash App的发展空间时，倾向于从整体MAU * ARPU的角度来考虑。由于公司仅披露过每年年末时的MAU，我们将上一年年末MAU与当年末MAU的算术平均作为当期平均MAU。计算可得2018~2020年ARPU分别为20/26/39美元
 - MAU预测：北美电子钱包预计仍将稳步渗透，其中Z世代受益于网络效应渗透将加快。考虑到Cash App客户群体以Z世代为主，且基数较低，我们认为Cash App整体增速有望快于北美电子钱包渗透率。我们假设未来Cash App的CAGR将在12%~20%之间变化。
 - ARPU：对标北美传统银行BoA，电子银行带来的个人ARPU在361美元，整个consumer banking的ARPU在504美元，且电子渠道占总收入之比仅为43%（2020年）。我们认为Cash App的目标是对标北美银行，但考虑到公司业务发展尚需时日，且公司客群以Z世代为主，付费能力或存在一定制约，我们对此做假设如下：
 - 乐观情况下：5%的客户年ARPU达到500、10%的客户年ARPU达到300，余下客户年ARPU在150，得中性情况下平均ARPU在183
 - 中性情况下：5%的客户年ARPU达到300、10%的客户年ARPU达到150，余下客户年ARPU在50，得中性情况下平均ARPU在73
 - 悲观情况下：假设ARPU值在原有基础上不变

中性假设下，Cash App订阅收入有望突破50亿美金

3.6 中性假设下，Cash App订阅收入有望突破50亿美金

表：Cash App MAU、订阅收入及ARPU

	2018	2019	2020	1H2021
订阅收入 (百万美元)	221	516	1,163	932
MAU (平均) (百万)	11	19.5	30	38
YoY		77%	54%	27%
ARPU* (美元)	20	26	39	25 (1H2021) / 49 (年化)
YoY		30%	50%	26%

表：BoA电子银行&传统银行收入

	2020		2020
Total Revenue (百万美元)	33,262	Total Revenue (百万美元)	33,262
Total Revenue-Digital (百万美元)	13,970	Total Revenue-Digital (百万美元)	13,970
Digital Banking年度平均活跃用户 (百万)	39	总个人及小企业用户 (百万)	66
Digital Banking ARPU (年化) (美元)	358	年化ARPU (美元)	504

表：Cash App订阅收入敏感性测算 (行——MAU的年均复合增速；列——ARPU (美元)) (百万美元)

	8%	9%	10%	11%	12%
50	2,204	2,308	2,416	2,528	2,644
70	3,086	3,231	3,382	3,539	3,701
90	3,967	4,154	4,348	4,550	4,758
110	4,849	5,077	5,315	5,561	5,816
130	5,730	6,001	6,281	6,572	6,873
150	6,612	6,924	7,247	7,583	7,931
170	7,494	7,847	8,214	8,594	8,988

目录

1. Square：C端+B端两大生态系统，独具特色的金融科技公司

2. B端：支付业务起家，SaaS业务增强网络效应

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

3. C端：P2P支付应用到美国版“支付宝”

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

4. 近期收购：收购Afterpay，打开“先买后付”业务与国际业务成长空间

• 市场情况 • 商业模式 • 空间测算

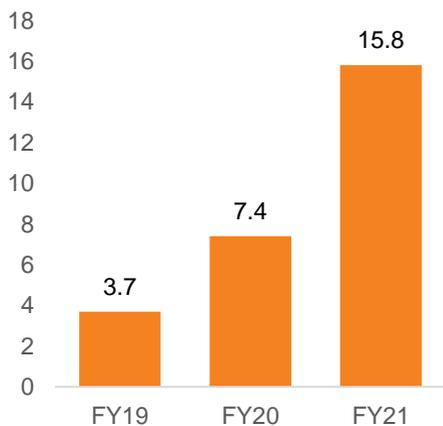
5. 市值空间测算和估值

4.1 Afterpay介绍：起源于澳大利亚，但北美发展迅速

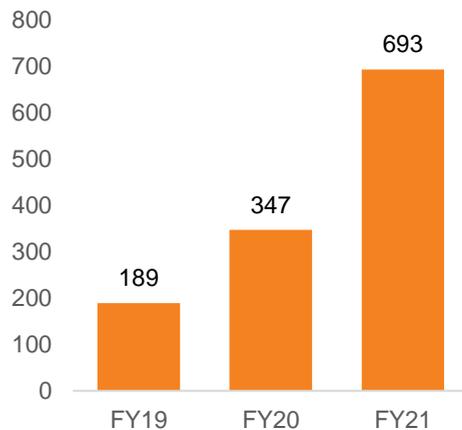
- 创立于2014年，2016年5月在澳大利亚证交所上市。Afterpay经营选择“花呗”模式，与线上和线下商家合作，客户付款时可以选择Afterpay的分期付款服务，分4期偿还，每两周为一期，0手续费0利息。逾期会产生罚金。Afterpay不向消费者收取利息，只收取商家的服务费。



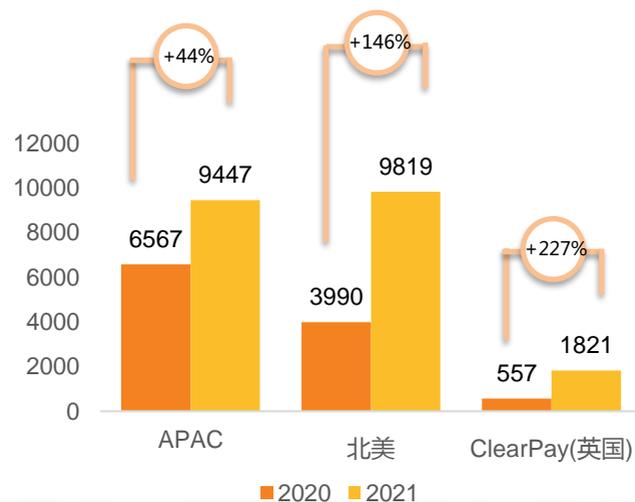
图：AfterPay GMV（十亿美金）



图：AfterPay 收入（百万美金）



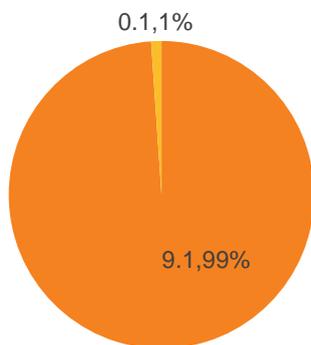
图：AfterPay在世界各地收入（百万美金）



4.2.1 Afterpay商业模式：消费者端是免息版本的“商户分期”，对商户收费

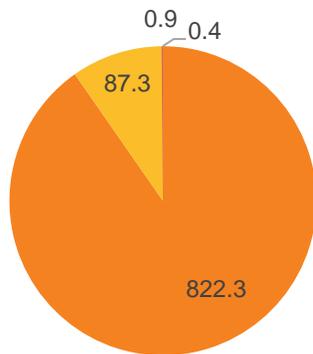
- 商业模式上，Afterpay的收入主要来自Afterpay服务（9.109亿美元）和Pay Now服务（0.138亿美元）。其中Afterpay占比超95%，其中包括包括商户收入、会员费用和美国虚拟一次性卡收入在内的基本销售，其他收入为0.886亿美元，主要来自滞纳金。Pay Now业务主要为帮助商户快速完成KYC的一项软件服务，占比很低，FY21仅为1380万美元。
- Afterpay的大部分收入来自4.3万个活跃商户。商户端，Afterpay向他们收取0.3美元的固定交易费，外加每笔交易3%至7%的佣金。
- Afterpay商业模式实质是免息版本的“花呗分期”。用户端，Afterpay不在付款时收取任何费用（除非是滞纳金）。反之，这笔原应该由用户承担的费用转嫁到商户身上承担，即Afterpay扩大销售的关键是商户需在扩大销售 v.s 支出交易费用之间做出取舍，FY2020~FY2021，商户佣金率稳定在3.9%

图：FY21营业收入构成（亿美元）



■ Afterpay ■ paynow

图：AfterPayFY21收入构成（百万美元）



■ Afterpay收入 ■ 滞纳金收入
■ Money by Afterpay ■ 非核心国际产品

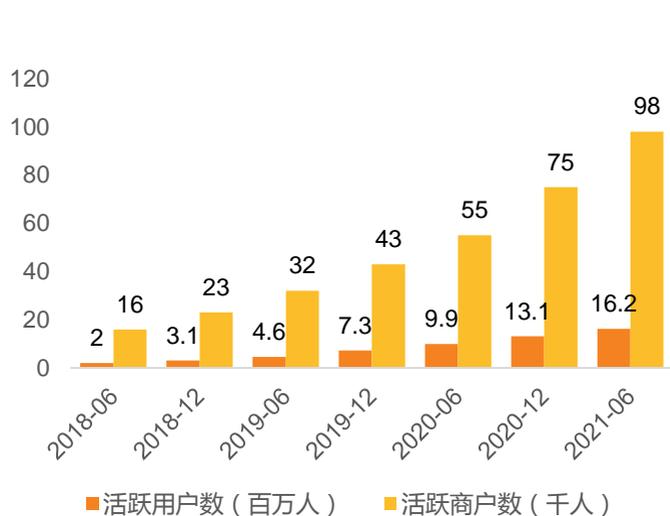
图：Afterpay收入及佣金率

	FY2021	FY2020
交易收入	823	434
GMV	21087	11114
佣金率	3.90%	3.90%

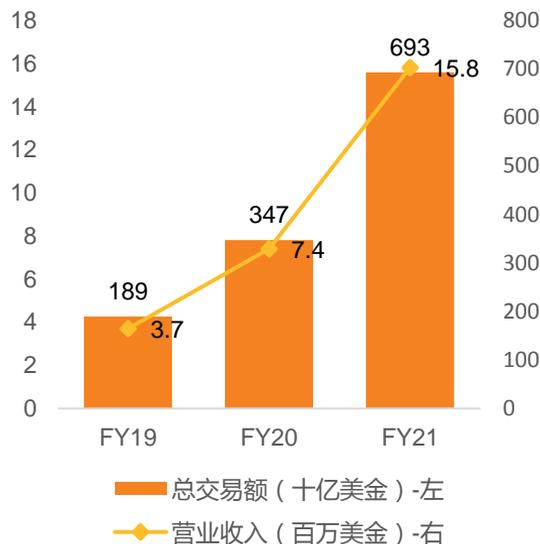
4.2.2 用户数、商家数增长迅速

- **Afterpay用户数、商家数增长迅速。**2018~2021，Afterpay活跃用户增长8倍，活跃商户数增长6倍，主要是受1) BNPL渗透率澳大利亚迅速增长；2) 公司逐步扩展至北美及英国地区，TAM不断增加
- **按地域划分，北美和英国商家数和用户数增长迅速。**按用户数：北美及英国贡献用户增量，其中北美地区已经成为第一大用户区。21财年北美地区用户数为1050万人，同比增长88%，是Afterpay第一大用户所在地；APAC地区用户数为360万人，同比增长仅8%；按商户数：APAC仍为第一大商户主要分布区。APAC商家数为6.31万人，同比增长47%。

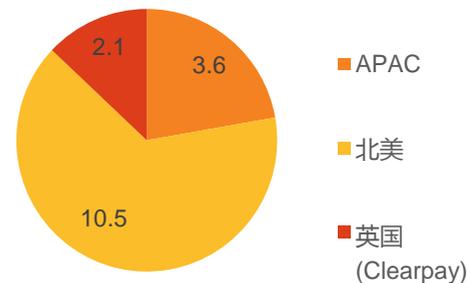
图：AfterPay活跃用户数（百万人）和商户数（千人）



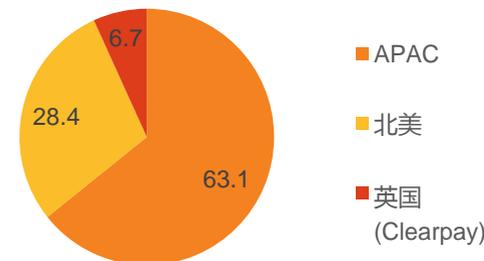
图：AfterPay总交易额（十亿美金）和营业收入（百万美金）



图：AfterPay用户数地域分布（百万）



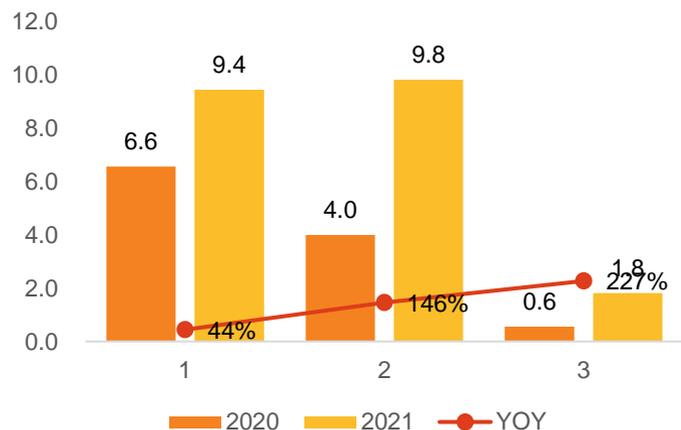
图：AfterPay商户数地域分布（千人）



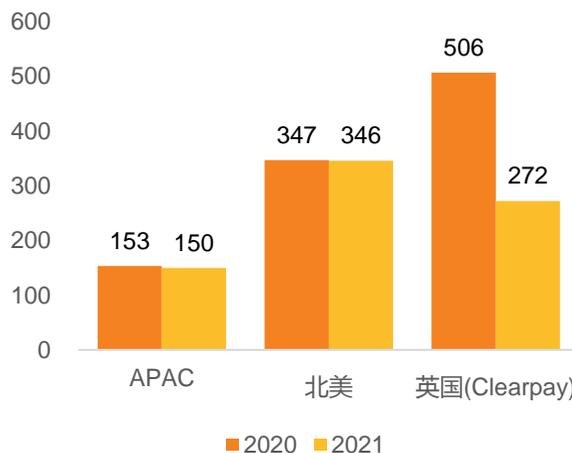
4.2.3 北美地区成为第一大GMV贡献区域

- **北美市场及英国市场成长迅速。**自2018年进入美国，2019年进入欧洲后，Afterpay在北美及英国地区GMV迅速增长，2021年北美地区超越APAC，成为第一大GMV贡献区域。
- **亚太市场用户更为活跃。**从单用户贡献GMV来看，APAC市场单用户贡献GMV最高，单用户年平均交易次数也更为活跃，达到了17次。北美、英国市场相对比较早期，单客户贡献GMV较APAC仍有差距。

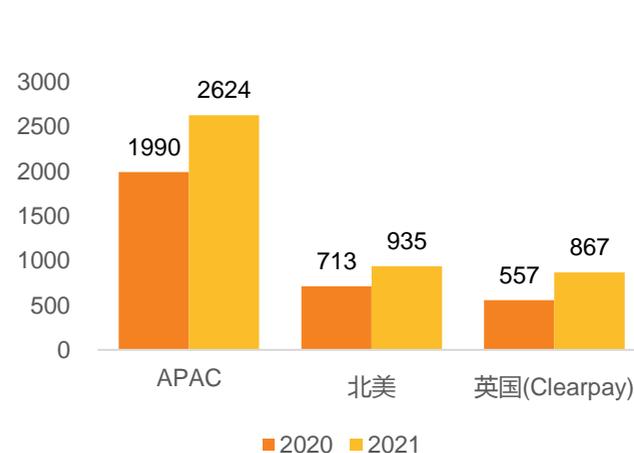
图：AfterPay GMV (十亿美元)



图：每活跃商户贡献GMV (千)



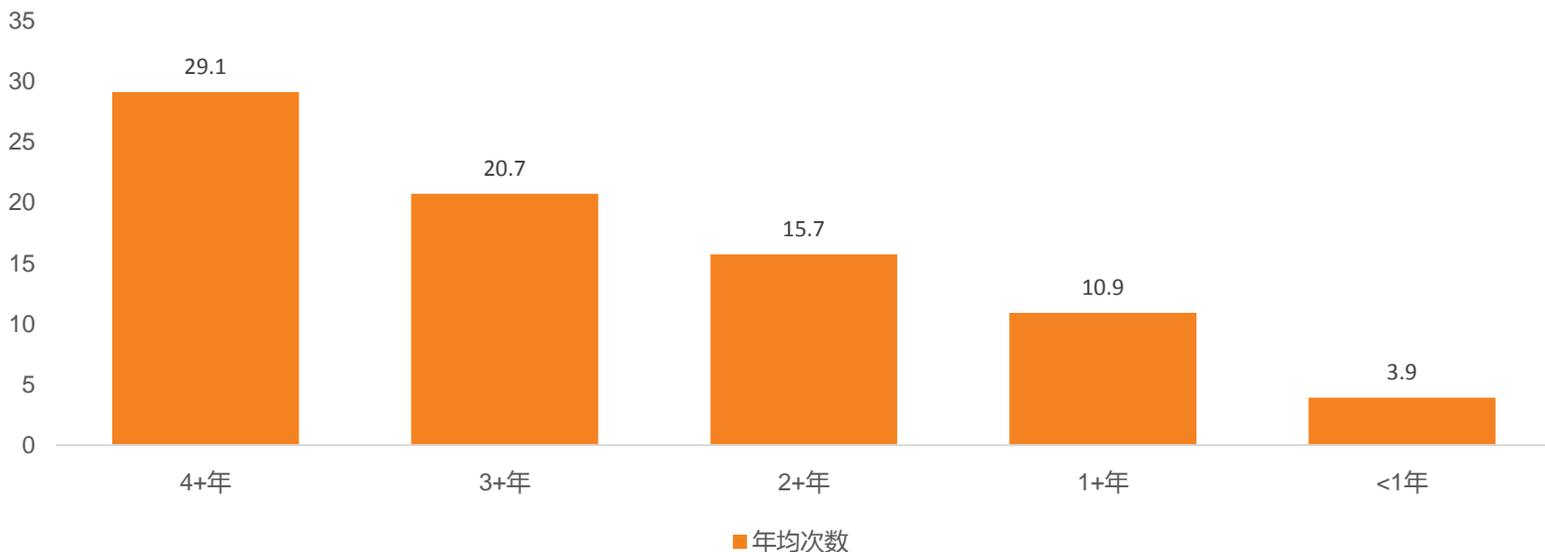
图：每活跃用户贡献GMV (百万)



4.3 BNPL商业模式具有优越性，单用户使用次数随着留存时间增长而增长

- BNPL具有极佳的商业模式，体现在单客户消费频次及单次消费ARPU的增加。使用BNPL带来的影响有1) 据统计，使用Afterpay的北美客户，比没使用之前，单均消费金额增长17%；2) 使用Afterpay平台1年内的消费者平均每年使用Afterpay约3.9次，使用4+年的消费者平均每年使用约29.1次，伴随用户的使用习惯的培养，消费频次可以逐步增高。
- Afterpay的用户留存率较高。往年留存客户贡献了总GMV的90%以上，澳大利亚和新西兰用户在21财年平均年度交易次数超过15次。具有强大的用户获取、用户留存和用户粘性，Afterpay单客盈利持续上升。商户端，往年商户的年度GMV留存率均有积极反馈，带动了Afterpay销售额和市场投资回报激增。

图：AfterPay消费者年均使用次数随留存时间增长



4.4.1 对消费者：BNPL提供了小额、低息的选择

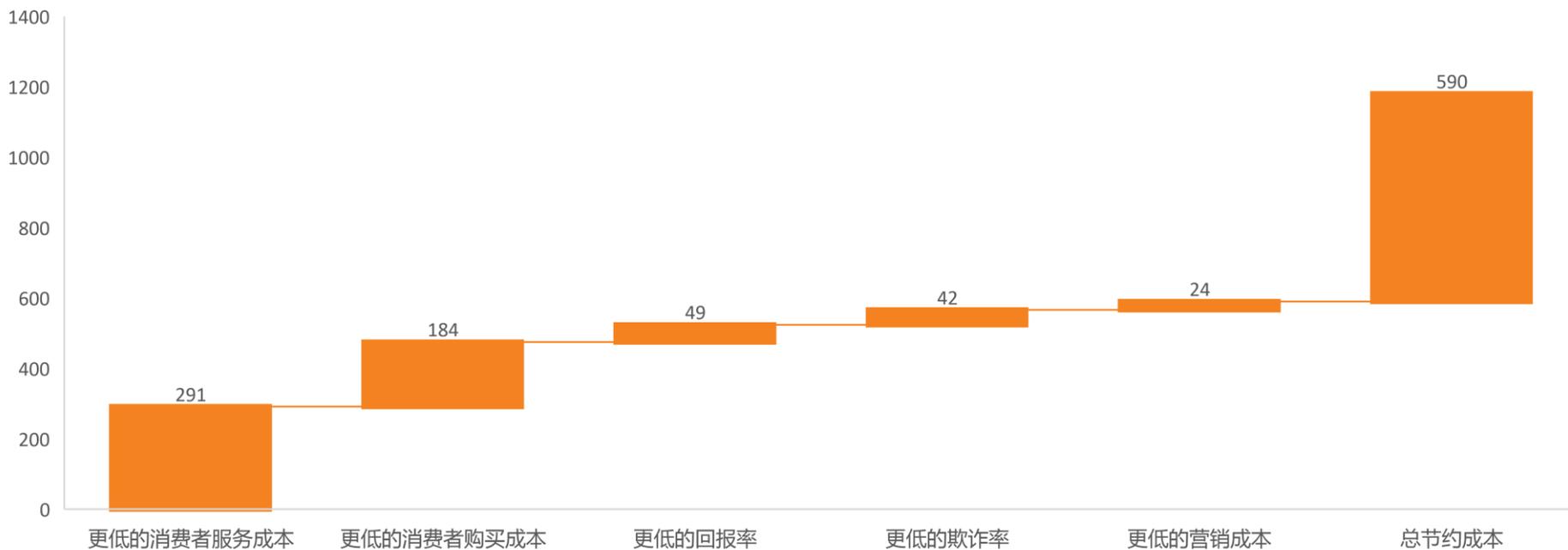
图：消费者端在不同信贷种类下的潜在成本
(纵坐标为年利率)



4.4.2 BNPL对商户：扩大销售、降低成本、提高运营效率

- 通过与Afterpay的合作，美国商户获得了显著的成本效率。Afterpay强大的合作伙伴关系极大地降低了客户服务和客户端获取成本，并帮助商家最小化营销成本、欺诈率和退货率。
- 2021年，总成本节约额达5.9亿美元，占毛效益的7%左右。对一般商家来说，整体的利润水平可提高11%。

图：与Afterpay合作后产生的成本效益（百万美元）

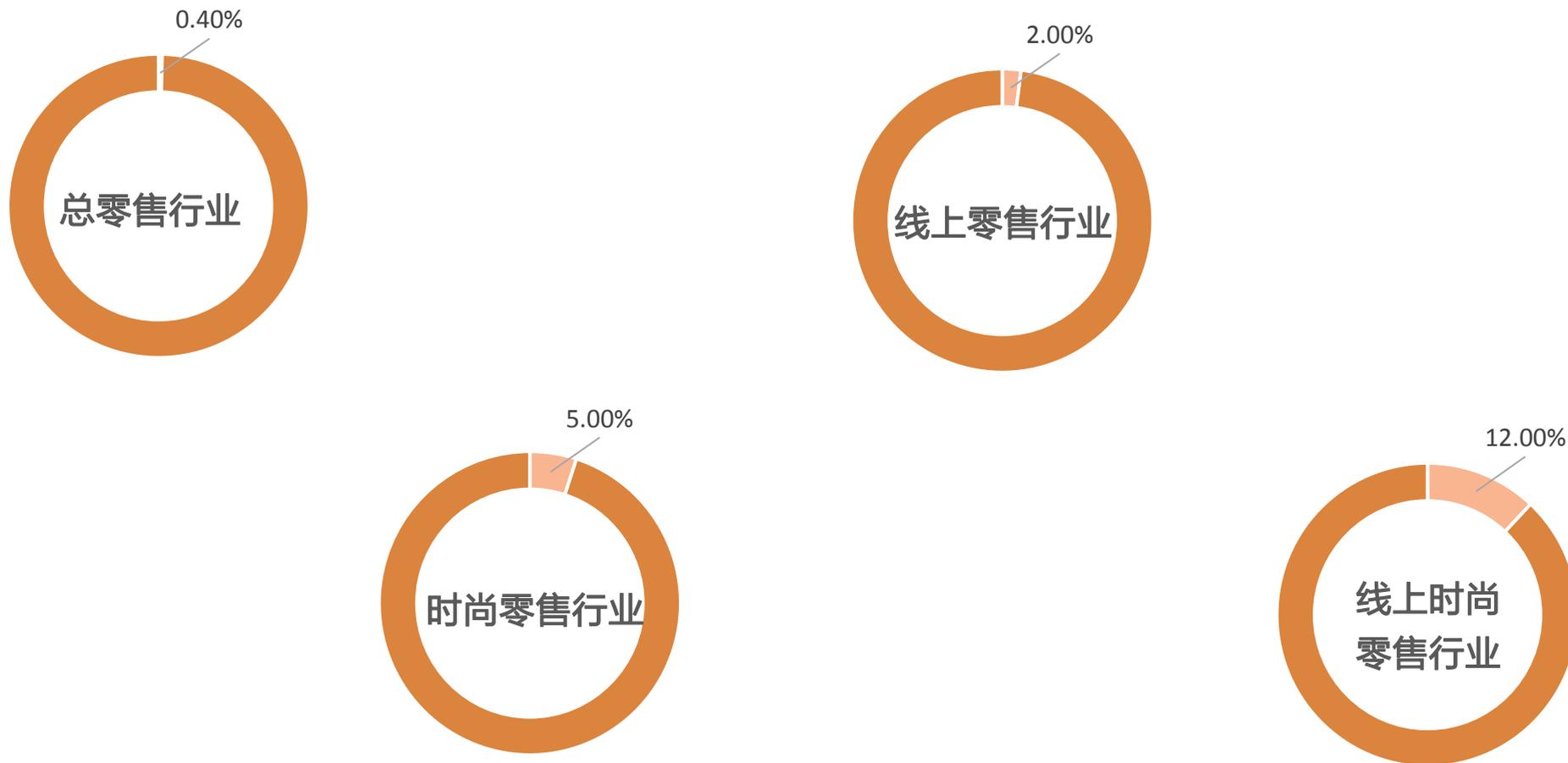


图：BNPL对商户经营的改善



4.5 目前BNPL渗透率仍处在较低水平，空间巨大

图：美国BNPL占零售行业市场份额（%，2021）



4.6 SQ收购影响

- **APT起到了整合生态体系的作用。** SQ通过收购可以进一步加强原自有平台Seller (B2B) 和Cash App (B2C) 的联合, 以及将Afterpay的1600万消费者和10万商家导入拥有7000万消费者和上百万商户的Cash App和Seller平台。通过收购APT, SQ可以整合互补业务, 加速两大生态体系间联系, 推动两个生态系统之间的更多商业活动
- **进一步扩大TAM。** SQ目前在Seller体系和Cash App体系的tam分别为1000亿、600亿美元的潜在市场规模, 同时Seller和Cash App的渗透率仍较低, 分别为个位数。收购APT后, SQ的潜在市场份额将在在线支付上扩大至10万亿美元。
- **提高用户数量、ARPU, 以及盈利水平。** APT、SQ、Cash App整合后, 可以有机为对方导流, 提高用户基础。APT的使用也可以提升ARPU值 (+17%), 同时为商家节约成本 (-13%)。同时, 整合进一步巩固了SQ作为同时拥有卖家生态系统或消费者生态系统的独特竞争地位。

截至2021年
6月30日



约10万商户		数百万商户		1600万消费者		超7000万消费者	
产品	BNPL	30+产品 (包括Points of Sale、Managed Payments、CRM、Business Banking、Online、Hardware、Developer Platform等)		产品	BNPL	P2P、Banking、Stocks、Bitcoin、Taxes	
渠道	\$16B GMV(\$21B AUD) 超85% 线上	\$140B GPV 约45%线下		消费群体	全球 高消费群体/Z世代 美国沿海地区	主要是美国 高消费群体/Z世代 美国南部、东南部	
商家规模	企业商户贡献了大部分GMV	进军高端市场: 中型规模客户群体贡献了大部分GPV增长		商业	应用内消费 FY21年平均每个消费者平均GMV为\$975(AUD \$1.3K)	月均储蓄卡交易额超过1000万 持续成长的激励平台	
垂直行业	主要是零售	混合型		交互	平均每月多次购买 (重复购买)	平均每月18次交易活动, 同比增长40%	
主要区域	超过50%GMV来自美国以外区域	超过85%来自美国					

4.7 APT收购的测算

- 1 Cash App >> APT用户数提升带来的收入
- 2 APT >> Cash App 新增用户带来的收入
- 3 APT >> Seller带来的收入
- 4 APT ARPU提升带来的收入

4.7.1 测算Cash App 为APT导流带来的收入可达21亿美金

- **关键假设：** 1) Cash App与APT用户的重合度在15%； 2) 伴随整合的推进，APT转化比例不断提高； 3) AOV：根据CNBC，设定为200美金每单； 4) 每年交易次数：根据Square Investor Presentation披露
- 测算得到2025年，在上述假设条件下，APT收入增量在21亿美金

表：关键假设（百万人/百万美元）

	CY21	CY22	CY23	CY24	CY25
APT现有用户	12	16.7	21.2	25.5	29.6
Cash App用户预测	44	48.4	53.2	58.6	64.4
%与APT用户的重叠	15%	15%	15%	15%	15%
Cash App中不使用APT的用户	37.4	41.1	45.3	49.8	54.8
APT转化比例	5%	10%	12%	14%	16%
Cash App为APT贡献的增量	1.9	4.1	5.4	7.0	8.8
使用次数假设（次）		第一年	第二年	第三年	第四年
		3.9	10.9	15.7	20.7

表：测算结果（百万人/百万美元）

	CY22	CY23	CY24	CY25
2022年				
用户数	4.1	4.1	4.1	4.1
交易次数（次）	3.9	10.9	15.7	20.7
AOV（美元）	200	200	200	200
单客户GMV	780	2180	3140	4140
2022年客户带来GMV	3209	8969	12918	17032
2023年				
用户数		5.4	5.4	5.4
交易次数（次）		3.9	10.9	15.7
AOV（美元）		200	200	200
单客户GMV		780	2180	3140
2023年客户带来GMV		4236	11838	17052
2024年				
用户数			7.0	7.0
交易次数（次）			3.9	10.9
AOV（美元）			200	200
单客户GMV			780	2180
2024年客户带来GMV			5436	15193
2025年				
用户数				8.8
交易次数（次）				3.9
AOV（美元）				200
单客户GMV				780
2025年客户带来GMV				6833.7
总GMV	3209	13204	30192	56110
Take Rate	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
收入	125	515	1178	2188

4.7.2 APT为Cash App导流收入增量为5亿美金

- **关键假设：** 1) Cash App与APT用户的重合度在15%； 2) 伴随整合的推进，APT转化比例不断提高； 3) ARPU：第一年假设为25，即为现有ARPU的一半，此后逐年增加
- 测算得到2025年，在上述假设条件下，Cash App收入增量在5亿美金

表：关键假设（百万人/百万美元）

	CY21	CY22	CY23	CY24	CY25
APT现有用户	12	16.7	21.2	25.5	29.6
Cash App用户预测	44	48.4	53.2	58.6	64.4
%与APT用户的重叠	15%	15%	15%	15%	15%
APT用户中不使用Cash App的用户		14.2	18.0	21.7	25.2
APT转化比例		10%	12%	14%	16%
APT转化为Cash App用户比例		1.4	2.2	3.0	4.0
		第一年	第二年	第三年	第四年
ARPU (美元)		25	55	60	65

表：测算结果（百万人/百万美元）

	CY22	CY23	CY24	CY25
2022年				
用户数	1.4	1.4	1.4	1.4
ARPU (美元)	25	55	60	65
2022年新增加用户贡献收入	35	78	85	92
2023年				
用户数		2.2	2.2	2.2
ARPU (美元)		25	55	60
2023年新增加用户贡献收入		54	119	130
2024年				
用户数			3.0	3.0
ARPU (美元)			25	55
2024年新增加用户贡献收入			76	167
2025年				
用户数				4.0
ARPU (美元)				25
2025年新增加用户贡献收入				101
收入	35	132	280	544

4.7.3 APT为Cash App导流收入增量为4亿美金

- **关键假设：**1) 各行业BNPL渗透率假设：见左边表格；2) SQ GMV增量：按照前述假设，为26%；3) SQ交易手续费：按前述假设，每年递减3bps；4) APT交易手续费：3.8%
- 测算得，到2025年，APT为Seller业务带来的增量（收入-差值）为4亿美金

表：关键假设

	占SellerGPV之比	BNPL TAM	总Afterpay TAM
食品饮料	27%	0%	0%
零售	19%	40%	8%
专业服务	15%	50%	8%
美妆及个人护理	10%	20%	2%
健康及健身	10%	30%	3%
家居装潢	10%	100%	10%
其他	10%	50%	5%
随意性使用	4%	0%	0%
慈善教育	3%	0%	0%
交通	2%	0%	0%
总计			35%

表：测算结果（百万人/百万美元）

	2021	2022	2023	2024	2025
GMV	127,508	160,770	202,709	255,589	322,262
		26%	26%	26%	26%
BNPL TAM		16,077	40,542	63,897	112,792
BNPL占比		10%	20%	25%	35%
APT预计占比		10%	15%	20%	25%
使用APT的商户GPV		1,608	6,081	12,779	28,198
原有收入		46	172	357	777
交易手续费收入	2.90%	2.86%	2.83%	2.79%	2.76%
APT对GPV提升		5%	6%	7%	8%
使用APT后GPV		1,688	6,446	13,674	30,454
交易手续费		3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
使用Afterpay后收入		66	251	533	1188
差值		20	80	177	411

4.7.4 APT ARPU提升带来的增量在4亿美金

- **关键假设：** 1) AOV：根据CNBC，现在美国市场BNPL为200美金每单，假设新增用户AOV低于现有水平，为180美金； 2) 用户数：假设CY22/CY23/CY24/CY25每年新增用户数为470万/450万/430万/410万
- 测算得到2025年，在上述假设条件下，APT收入增量在4亿美金

表：关键假设（百万人/百万美元）

	CY21	CY22	CY23	CY24	CY25
APT现有用户	12	16.7	21.2	25.5	29.6
使用次数假设（次）		第一年	第二年	第三年	第四年
		3.9	10.9	15.7	20.7
新增使用次数（次）		1	1.5	2	2.5
AOV		180	180	180	180
合并前GMV					
用户数		12	12	12	12
现有使用次数（次）	4.7	11.7	16.5	21.5	26.5
AOV（美元）		200	200	200	200
GMV		28032	39552	51552	63552

表：测算结果（百万人/百万美元）

	CY22	CY23	CY24	CY25
提升GMV				
用户数	12	12	12	12
提升使用次数	1	1.5	2	2.5
AOV	180	180	180	180
提升GMV	2160	3240	4320	5400
2022年新增用户				
用户数	4.7	4.7	4.7	4.7
提升使用次数	1	1.5	2	2.5
AOV	180	180	180	180
提升GMV	846	1269	1692	2115
2023年新增用户				
用户数		4.5	4.5	4.5
提升使用次数		1	1.5	2
AOV		180	180	180
提升GMV		810	1215	1620
2024年新增的用户				
用户数			4.3	4.3
提升使用次数			1	1.5
AOV			180	180
提升GMV			774	1161
2025年新增用户				
用户数				4.1
提升使用次数				1
AOV				180
提升GMV				738
总GMV	31086	44919	59601	74634
原GMV	28080	39600	51600	63600
提升GMV	3006	5319	8001	11034
占比	10%	12%	13%	15%
Take Rate	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
增加收入	117	207	312	430

目录

1. Square : C端+B端两大生态系统，独具特色的金融科技公司

2. B端：支付业务起家，SaaS业务增强网络效应

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

3. C端：P2P支付应用到美国版“支付宝”

• 市场情况 • 商业模式 • 竞争优势 • 空间测算

4. 近期收购：收购Afterpay，打开“先买后付”业务与国际业务成长空间

• 市场情况 • 商业模式 • 空间测算

5. 市值空间测算和估值

5.1 总结

- 过往几年，SQ依靠其以客户为中心的价值观、通过不断的收购并购以及自身的卓越的产品研发能力，构建Seller端支付+SaaS体系以及Cash App端个人钱包体系，成功实现了收入的不断上涨以及股价的飞跃；
- 我们认为收购APT后，公司能够成功将原有相对独立的Seller及Cash App系统成功打通，从而实现用户数、ARPU及GMV的进一步提升，同时有望进一步改善EBITDA Margin表现

表：SQ收入空间及APT带来增量预测总结（百万美元）

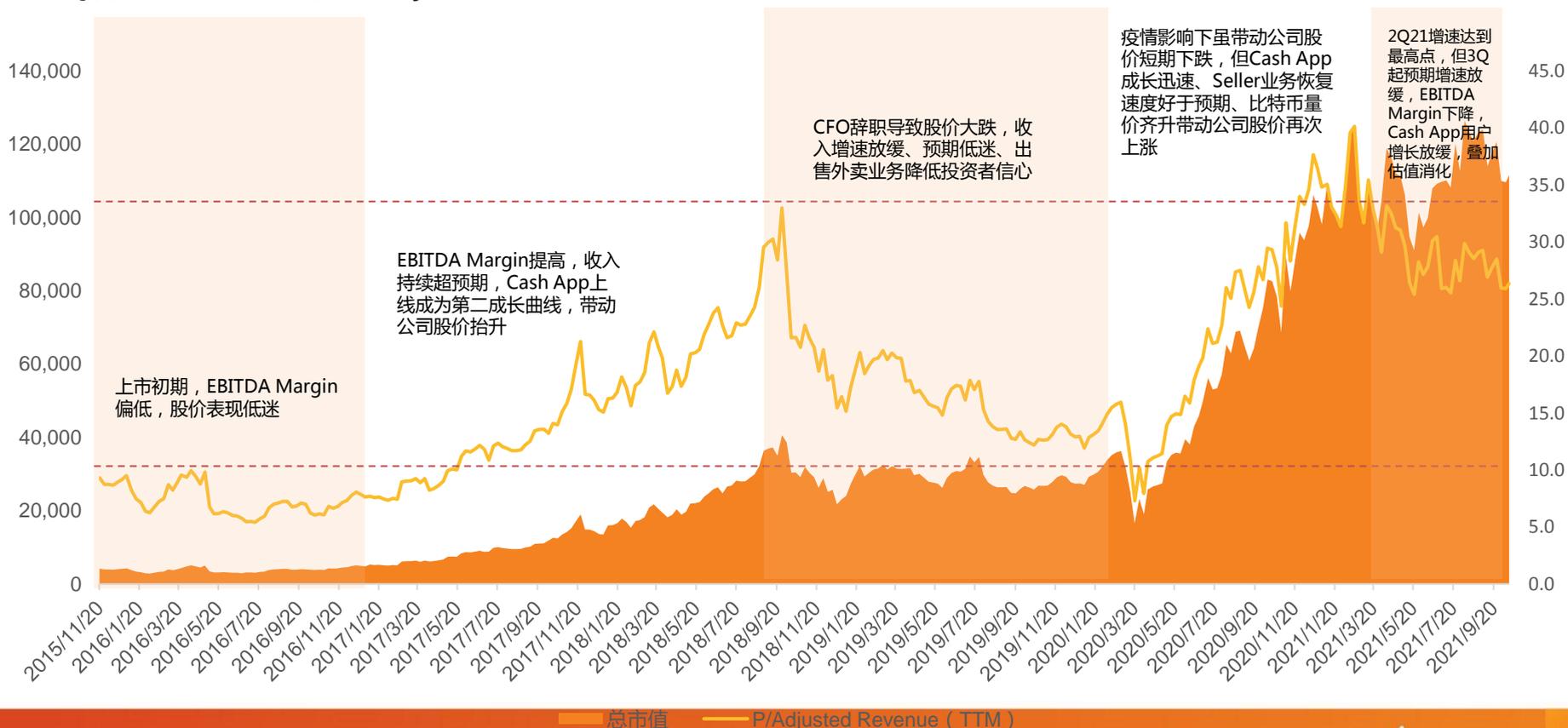
	2020	2025E	CAGR
交易业务收入	3,295	10,981	27%
订阅业务-B端	376	1,575	33%
订阅业务-C端	1163	11596	58%

	CY22	CY23	CY24	CY25
Cash App to APT	125	515	1178	2188
APT to Cash App	35	132	280	544
APT to Seller	20	80	177	411
ARPU提升	117	207	312	430

5.2 历史股价及估值水平复盘

- 复盘SQ的股价表现，过往五年内，公司P/adjusted revenue在10x ~ 33x 区间波动，过往5年公司总市值增长30倍，驱动其持续上扬的动力核心在于：公司持续的创新能力下带动业绩持续增长的能力；
- 建议未来重点关注：1) 各项主要业务（支付收入、订阅收入、比特币毛利）增长情况；2) 毛利走势；3) 新业务带来的潜在爆发性增长机遇。我们判断，SQ将持续在具有前景的新业务上持续布局，例如收购TIDAL后或有望借此机会布局NFT相关的机会。

图：SQ市值（百万美元）及估值（P/Adj. Rev）走势



5.3 可比公司估值

- 按照P/Adjusted Revenue（收入-比特币成本-支付交易成本），参考全球SaaS公司估值，参考彭博一致预期，当前SQ P/Adjusted Revenue对应21E估值为21.2/17.3，处在历史估值中枢水平，低于市场其他SaaS公司估值水平。

图：全球SaaS公司估值情况（百万美金）

代码	公司名	总市值	Sales FY2021	Sales FY2022	PS 2021E	PS 2022E
SHOP.N	Shopify	190,514	4,550	6,041	41.9	31.5
ADBE.O	Adobe	317,796	15,757	18,223	20.2	17.4
ADSK.O	autodesk	72,419	3,790	4,371	19.1	16.6
SNOW.N	Snowflake	113,349	592	1,148	191.5	98.7
平均值					68.2	41.1

	公司名	总市值	FY21E	FY22E	P/Adj Rev 21E	P/Adj Rev 22E
SQ.N	Square	106,453	5,144	6,316	20.3	16.9

5.4 风险提示

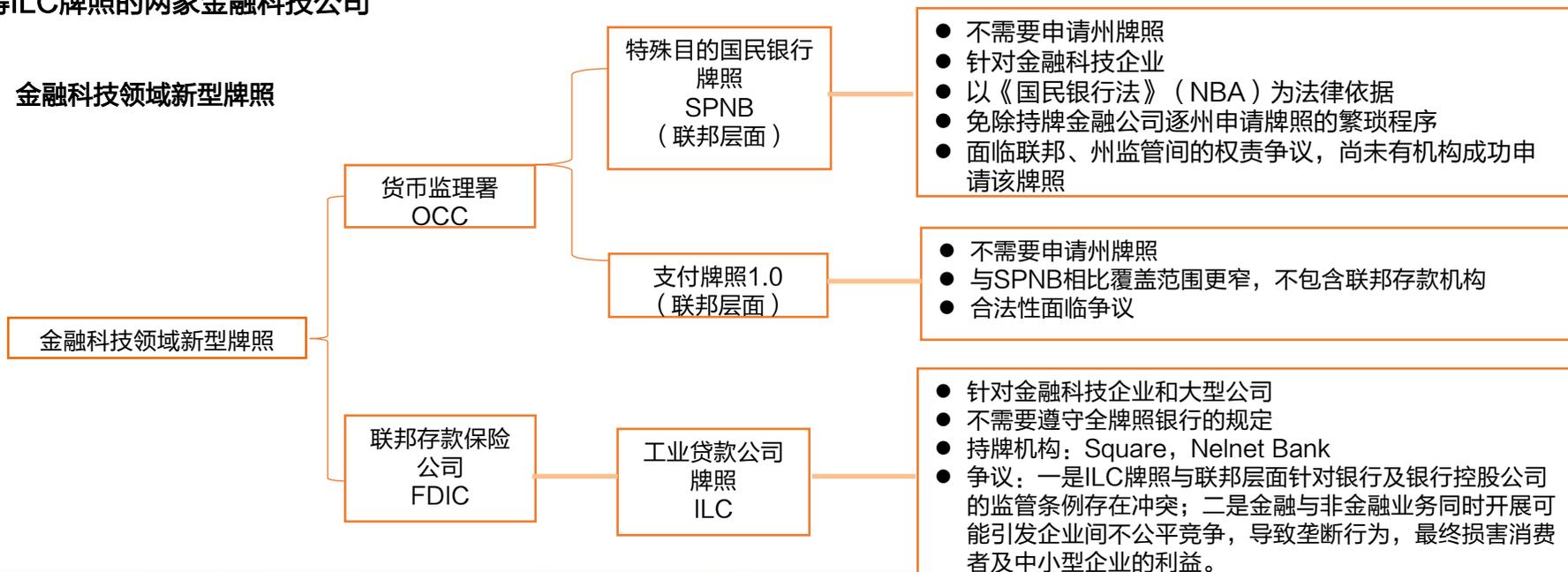
- **美国金融科技监管趋严**：金融科技在美国尚处早期，相关法律法规尚未完善，如出台相关政策，可能会对美国金融科技发展造成不利影响；
- **数字货币监管趋严**：比特币买卖是公司一项重点业务，数字货币监管如果出台，例如要求买卖需持牌经营等，可能会对公司业务发展造成不利影响；
- **Cash App活跃用户数下滑**：Cash App是公司重要生态系统，用户数活跃增长是公司Cash业务增长的基本盘，用户数下滑会影响Cash业务收入；
- **美联储流动性收紧**：流动性紧缩可能会带来公司股价回调；
- **美股市场大幅下跌**：美股市场大幅下跌可能会影响资本市场股价表现；
- **APT整合效果不达预期**：APT整合不顺利，对于公司股价可能会有不利影响

附录 美国IFC牌照介绍

- ILC，即Industrial Loan Companies牌照，目的是对非金融机构的工业贷款公司，为其开展银行业务等多样化商业活动提供法律支持的牌照。2020年12月15日，美国联邦存款保险公司（FDIC）批准了工业贷款公司的监管法规，并已于2021年4月1日生效。
- 获得工业贷款公司（Industrial Loan Companies / ILC）牌照后，非金融机构将具备法律支持地开展银行业务等多样化商业活动、拓展其经营范围，同时避免专业金融公司在资本和流动性方面所受的约束。ILC牌照在一定程度上为科技公司和非金融机构提供了开展银行业务的特权和便利。例如，ILC持牌主体可直接获得银行安全网络的保护，但不需要遵守针对FDIC担保的全牌照银行的相关规定。
- Square和Nelnet Bank已于2020年3月获得了FDIC批准，成为了美国首批获得ILC牌照的两家金融科技公司

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督	被Federal Reserve监管	被FDIC监管
母公司受联邦监管	有	没有
业务仅次于银行业务	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

图：金融科技领域新型牌照



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS