

互联网下半场生存指南系列之一

推荐（维持）

从 Square 的崛起看中国移动互联网 B 端服务市场

- ❖ 腾讯与美团组织架构的转变，阿里巴巴的新制造再到百度的 AI to B，巨头的转身与新兴 2B 独角兽的入局表明中国移动互联网正式进入了下半场。互联网浪潮正从过去的消费互联网向产业互联网转移，巨头们纷纷将重心从 C 端转向 B 端，将从互联网上半场对于消费者的争夺转向下半场对于企业的争夺。越来越多的企业接入互联网，进行数字化和智能化改造，从制造、金融、医疗、汽车、物流、通信到交通、城市管理、政府服务最终打造一个万物互联的新世界。
- ❖ 本系列报告旨在挖掘美国近年来崛起的各个行业中互联网 2B 服务的佼佼者，为分析中国互联网企业进入下半场提供一些基本思路。B 端的赋能是一个漫长而艰难的过程，与欧美国家不同，中国的企业，尤其是在制造、物流、消费等领域数字化程度低，处于产业价值链底端，缺乏技术升级的需求，与中国 B2B 企业的贫瘠对应的则是欧美一批专门服务 B 端市场的互联网公司的蓬勃发展。
- ❖ **Square: 互联网 B 端业务佼佼者，三年 10 倍股价奇迹。** Square 以解决线下中小商户支付为痛点切入移动互联网支付市场，凭借对商户的支付数字化，形成了一套覆盖商户收款、商品管理、位置、订餐、贷款在内的一系列线上解决方案。又借助美国支付产业升级，技术更新换代的绝佳时机，成功卡位近场支付，冲破 PayPal 和 Stripe 互联网支付两大寡头的市场垄断。
- ❖ 抓住移动互联网时代线下小 B 商户痛点，以支付获客，成功转型 B 端商户解决方案提供商。Square 作为新进入者，定位中小微商户，Square 让任何拥有移动设备的卖家都能接受基于信用卡的支付，类似于十几年前 PayPal 开发了网上支付市场。凭借移动支付构建的用户基础，Square 大力发展 TO B 服务增加客户粘性。目前，移动支付正演变为商业基础设施，覆盖更多场景，包括教育、政府和医疗等行业，将会不断产生新的服务，而这些服务带来的高粘性客户则是公司的核心价值。
- ❖ 把握产业升级、新老技术更替时机，迅速卡位近场支付，Square 具备简单、快速、高效基因，产品创新及时，把握时机迅速占领市场份额。2015 年，美国信用卡行业逐渐向 EMV（国际三大银行卡组织--Europay、MasterCard 和 Visa）支付标准转变，当时绝大多数都是小型企业还没有升级到新的芯片标准，此外，商家升级支付系统时倾向于会添加 NFC 技术，Square 及时更新产品，新一代的产品支持 EMC 支付和 NFC 支付，使其产品保持旺盛需求。Square 的业务迅速发展成规模，2015 年 Square 的年化信用卡交易额达到 350 亿美元，成为美国第 15 大收单机构，打破了正常的发展路径。
- ❖ 中国移动支付市场发达，场景丰富，C 端市场成熟，但大量中小 B 端商户高度分散且缺乏一致的基础设施，B 端服务需求紧迫。而支付入口基本掌握在巨头手中。本地生活服务的两大巨头美团与阿里巴巴纷纷发力布局。围绕支付、ERP 与供应链对 B 端商户展开争夺。从战略来看，美团借鉴 Square 的布局，以线下收单和 ERP 切入，进而布局餐饮 SaaS，在餐饮行业独占优势，而阿里以支付宝为核心，全面出击零售、生鲜等行业，在全面战场取得正面优势。随着腾讯借助财付通的进一步入局，以移动支付为入口的 B 端服务料将会进入全面的争夺阶段。
- ❖ **风险提示：**中小微商家利润贡献小；政策因素；新业务发展不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	101	2.84
总市值(亿元)	7,756.82	1.5
流通市值(亿元)	5,399.07	1.45

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.14	-32.04	-43.36
相对表现	1.04	-15.63	-21.79



目 录

一、Square: 互联网 B 端业务佼佼者，三年 10 倍股价奇迹: Square.....	5
(一) 在巨头的垄断中找到生机: 凭借线下 B 端支付切入市场，成功转型 B 端商户解决方案提供商.....	5
(二) 以低价的 B 端支付硬件产品迅速拓展商户，完成商户的线上数据化与服务平台化。.....	6
(三) GPV 与营收双轮增长，数据化解决方案提升估值。.....	10
二、美国支付产业变局与技术创新为 Square 崛起带来绝佳时机.....	15
(一) 信用卡网络高度发达，近场支付 (NFC) 成为推动移动支付发展的最大动力.....	15
(二) 小微商户支付及 SaaS 服务存在旺盛需求.....	16
(三) 传统 pos 机的线上终结者，踏浪移动互联网风潮，压过互联网巨头 Paypal。.....	17
三、基本运营与财务状况.....	20
(一) 盈利能力不断改善，但受到 Saas 业务前期投入拖累。.....	20
(二) 资本结构健康，流动性较好，偿债能力处于行业较高水平.....	20
(三) 营运能力分析: 资产周转率领先，营运能力较好.....	22
(四) 现金流分析: 经营活动现金流量净额持续上升，现金销售比和全部资产现金回收率不断改善.....	23
四、中国以支付为入口的 B 端布局陷入巨头争夺阶段，Copy Square 路径的美团有望在强敌环伺中杀出血路.....	25
(一) 中国第三方支付应用场景不断增多，聚合支付顺势兴起.....	25
(二) 中国移动支付领域 C 端双寡头争相开始布局 B 端.....	26
(三) 美团 Copy Square 路径，围绕中小餐饮商户切入收单、ERP 等餐饮 SaaS，有望在双巨头中杀出血路... ..	27
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	公司发展历程.....	5
图表 2	Square 融资历程.....	5
图表 3	Square 股本结构（截止 2017 年底）.....	6
图表 4	Square 大股东持股情况（截止 2017 年底）.....	6
图表 5	公司部分高管简介.....	6
图表 6	Square 硬件产品.....	7
图表 7	Square 主要软件产品.....	7
图表 8	Square 收购的餐饮业务公司.....	8
图表 9	Square 商业模式.....	9
图表 10	Square 支付处理的流程图.....	10
图表 11	公司营业收入及同比情况.....	11
图表 12	公司归母净利润及同比情况.....	11
图表 13	公司主营产品收入情况.....	11
图表 14	公司主营产品构成情况.....	11
图表 15	公司 GPV 及增速情况.....	12
图表 16	公司近五年 Take rate 基本保持稳定.....	12
图表 17	公司 GPV 结构情况（按商户规模）.....	12
图表 18	公司 GPV 结构情况（分行业）.....	12
图表 19	公司的内外销售收入及其增速情况.....	13
图表 20	公司外销收入占比不断上升.....	13
图表 21	公司毛利结构情况.....	13
图表 22	公司毛利占比情况.....	13
图表 23	公司分业务毛利率情况.....	14
图表 24	公司毛利率同行业比较情况.....	14
图表 25	公司销售、行政及一般费用率情况.....	14
图表 26	公司净利率情况.....	14
图表 27	2013 年美国仅 30% 通过现金支票支付.....	15
图表 28	美国使用支付卡的交易额增长迅速.....	15
图表 29	美国使用近场支付的用户数量.....	16
图表 30	美国近场支付交易额.....	16
图表 31	超 2 千万家小型商户不接受信用卡支付.....	16
图表 32	美国商户结构情况.....	16

图表 33	美股中 Square 主要竞争对手.....	17
图表 34	非传统金融机构中 Square 主要竞争对手情况.....	17
图表 35	Square 和 PayPal 支付对比.....	18
图表 36	移动支付正演变为商业基础设施, 覆盖更多场景.....	19
图表 37	公司的总资产报酬率情况.....	20
图表 38	公司的总资产净利率情况.....	20
图表 39	公司的净资产收益率情况.....	20
图表 40	公司流动资产及非流动资产占比情况.....	21
图表 41	公司流动资产结构情况.....	21
图表 42	公司应收款项情况.....	21
图表 43	公司存货情况.....	21
图表 44	公司流动比率情况.....	21
图表 45	公司的保守速动比率情况.....	21
图表 46	公司的资产负债率情况.....	22
图表 47	公司权益乘数情况.....	22
图表 48	公司现金流动负债比情况.....	22
图表 49	公司现金债务总额比情况.....	22
图表 50	公司总资产周转率情况.....	23
图表 51	公司流动资产周转率情况.....	23
图表 52	公司应收账款周转率情况.....	23
图表 53	公司存货周转率情况.....	23
图表 54	公司经营性活动现金流情况 (百万美元).....	24
图表 55	公司投资活动现金流情况 (百万美元).....	24
图表 56	公司筹资活动现金流情况 (百万美元).....	24
图表 57	公司现金销售比率情况.....	24
图表 58	公司资产现金回收率情况.....	24
图表 59	中国 2016 年不同支付方式占比.....	25
图表 60	美国 2016 年不同支付方式占比.....	25
图表 61	中国第三方移动支付交易规模.....	26
图表 62	中国移动支付与互联网支付规模占比.....	26
图表 63	2018 年 Q1 中国第三方移动支付市场交易份额.....	26
图表 64	阿里巴巴以电商业务为核心的 B 端业务布局.....	27
图表 65	腾讯以微信为核心的 B 端业务的布局.....	27
图表 66	美团点评平台优势明显.....	27

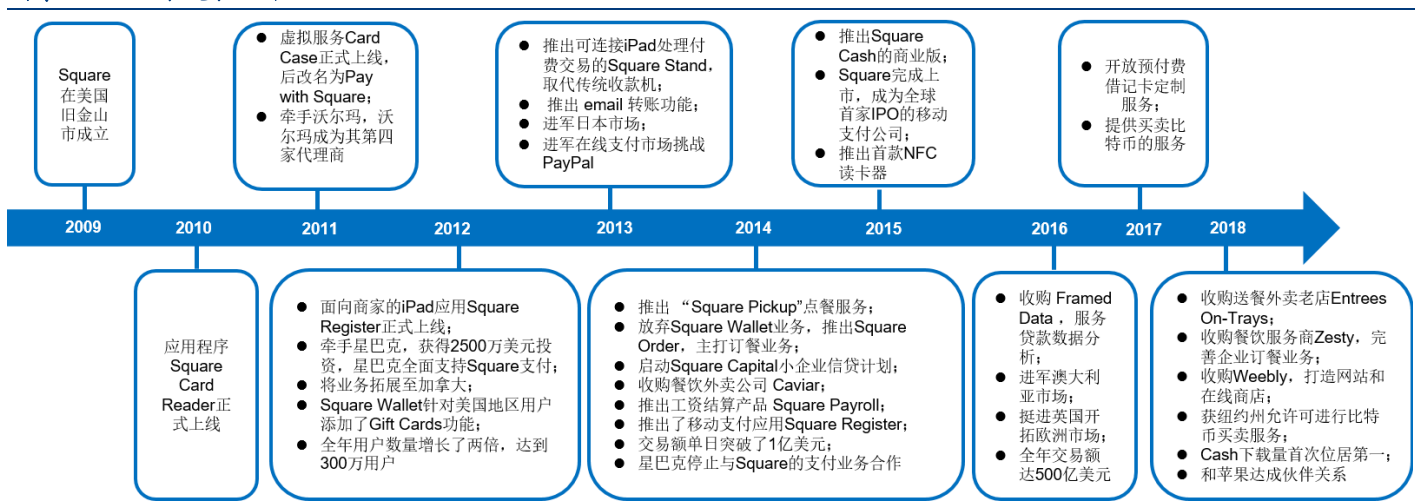
一、Square：互联网 B 端业务佼佼者，三年 10 倍股价奇迹

再造 B 端服务的 Salesforce，股价三年十倍增长的奇迹。Square 针对中小商家的支付需求，以低廉简易的支付硬件设备，迅速占领了中小商户。支付是商业活动的最后闭环，只有掌握了支付流，才能说真正的掌握信息流、资金流和物流，才能对其所拥有的数据进行挖掘和应用，才能衍生出相关的增值服务。凭借支付土壤，Square 大力发展 TO B 的 SaaS 服务及其他增值服务来增加客户粘性，Square 为商家提供管理订单、库存、结算、收据、发工资等一系列解决方案以及为特定需求的卖家提供定制化服务，通过 Caviar 提供订餐服务，帮助餐馆收餐和送货，通过 Cash APP 实现个人收付款以及买卖比特币的功能。此外，Square Capital 解决了许多小额借款人的融资难题，主动向有资格的卖家提供现金预付款。2017 年以来，Square 股价强势上涨，2017 年初股价约为 14 美元/股，截止 2018 年 8 月 16 日，公司股价为 72.24 美元，市值 296 亿美元。2018 年 10 月创下 101.15 美元历史高价，创造股价三年十倍增长的奇迹。

（一）在巨头的垄断中找到生机：凭借线下 B 端支付切入市场，成功转型 B 端商户解决方案提供商

凭借支付业务切入市场，大力发展 SaaS 服务及其他增值服务。 Square 成立于 2009 年，其创始人是 Jack Dorsey，先后推出低廉简易的支付硬件设备及各类 APP，迅速占领了中小商户。2012 年，Square 用户数量增长了两倍，达到 300 万用户。凭借支付业务积累得用户基础，Square 大力发展 SaaS 服务及其他增值服务，借此增加用户粘性。2014 年，Square 推出工资结算产品 Square Payroll，并启动 Square Capital 小企业信贷计划，随后不断增加如会员管理、客户营销、数据分析等服务。2015 年，Square 完成上市，成为全球首家 IPO 的移动支付公司，并推出 Square Cash 的商业版，支持个人转账，2017 年增加了 Square Cash 比特币交易功能。此外，Square 深耕餐饮行业多年，2014 年，Square 推出 Square Pickup 和 Square Order，主打订餐业务，并收购餐饮外卖公司 Caviar。2018 年，Square 收购送餐外卖老店 Entrees On-Trays 和餐饮服务商 Zesty，完善企业订餐业务。

图表 1 公司发展历程



资料来源：Square 招股说明书、华创证券

从创立到上市，Square 共获得了来自红杉资本、VISA、凯鹏华盈、新加坡政府投资公司、Richard Branson、Marissa Mayer 等多轮知名投资公司和投资人的融资。

图表 2 Square 融资历程

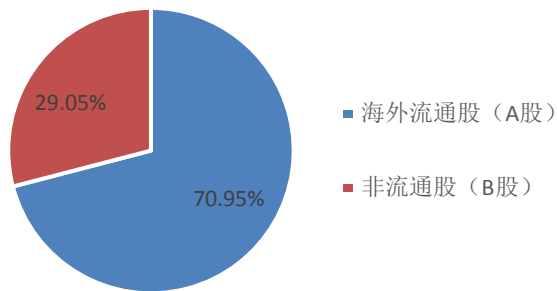
时间	轮次	投资方	投资额	投后估值
2009.11	A	多为互联网知名人士和著名风险投资家	1000 万美元	4000 万美元
2011.01	B	红杉资本领投	2750 万美元	2 亿美元
2011.06	C	KPCB 领投	1 亿美元	超 10 亿美元

时间	轮次	投资方	投资额	投后估值
2012.07	D	Suhail Rizvi 领投	2 亿美元	32.5 亿美元
2012.08	战略合作	星巴克	2500 万美元	
2014.09	E	新加坡政府投资公司领投	1.5 亿美元	60 亿美元
2015.11	IPO		2.43 亿	29 亿美元

资料来源：华创证券整理

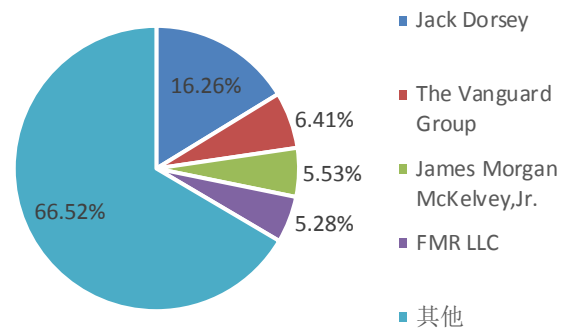
Square 采用“同股不同权”结构，创始人是公司第一大股东。 Square 的股份分为 A 类股份和 B 类股份，B 类股份每股有 10 票投票权，而 A 股只有 1 票投票权，持有 B 类普通股的股东主要是公司高管、员工、董事及其附属公司。截止 2017 年底，B 类股票占已发行普通股的比例为 29.05%，对应的投票权占比为 80.4%，**其中公司高管、董事及附属公司拥有的投票权占比为 75.2%**。2017 年底，公司创始人兼 CEO Jack Dorsey 持股比例达到 16.26%，是公司第一大股东，拥有投票权 45.00%。

图表 3 Square 股本结构（截止 2017 年底）



资料来源：Wind，华创证券

图表 4 Square 大股东持股情况（截止 2017 年底）



资料来源：Wind，华创证券

图表 5 公司部分高管简介

职位	姓名	职能和优势领域
董事会主席, 董事, 总裁, 首席执行官	Jack Dorsey	杰克·多西先生是移动支付公司 Square 的 CEO。他和 Biz Stone, 和 Evan Williams 创建了 Twitter。
首席财务官	Sarah Friar	自 2012 年 7 月以来担任公司的首席财务官，曾在软件公司 salesforce.com inc. 担任高级副总裁，高盛集团技术研究部门主管，拥有牛津大学硕士学位和斯坦福大学的 MBA。
首席会计官	Ajmere Dale	自 2016 年 8 月起被任命为首席会计官，曾担任 SolarCity 公司的副总裁和公司负责人，英国和威尔士特许会计师，并拥有伦敦帝国理工学院硕士学位。
法律总顾问, 公司秘书	Sivan Whiteley	自 2018 年 3 月以来担任总法律顾问和公司秘书，于 2013 年 3 月加入公司，在此之前，惠特利曾在 eBay inc. 担任商业和产品顾问，在比格姆公司担任法律顾问，并在宾厄姆 McCutchen LLC 担任诉讼律师。拥有加州大学圣地亚哥分校的政治学和法学博士学位。

资料来源：Wind，华创证券

（二）以低价的 B 端支付硬件产品迅速拓展商户，完成商户的线上数据化与服务平台化。







Square 的主营业务主要分为 mPOS 业务和增值服务，mPOS 业务主要解决中小商家的支付需求，其产品包括配合移动设备使用的读卡器和智能收银台等硬件产品，以及对商户提供的管理订单、库存、结算、收据、发工资等一系列解决方案 SaaS 服务。增值业务主要包括针对中小微商家的借贷业务，深耕餐饮行业这一垂直领域和针对个人对个人的支付业务。商业模式上，Square 连接中小微商户和信用卡网络，获得大规模用户基础，然后深耕 SaaS 服务及

其他增值服务，完善 TOB 业务布局。

1、mPOS 业务：软硬件产品结合，提供全方位服务商户业务

Square 主要解决个人和企业的移动端支付问题，其硬件产品主要可以分为两类，一类是软件狗（Dongle），根据支持支付种类不同，有 Square Contactless and Chip Reader, Square Chip Card Reader 和 Square Magstripe Reader 这 3 种产品，类似于小型 POS 机，主要特点在于价格便宜，付款收款过程简单高效。另外一类是平板及终端类产品，比如 Square Stand for Contactless and Chip 和 Square Register，前者只在 iPad 上供商户使用，功能类似收银台，接受所有主流支付，下载免费的 Square Point of Sale 应用程序后，除接受付款功能外，还可以跟踪库存，发送发票等更多功能。Square Register 是完全由 Square 设计制造的智能收银台产品，售价为 999 美元，接受所有主流支付，每次支付收费标准为 2.5%+10 美分，一到两个工作日内到账。此外，Square Register 还包括智能软件服务，如实时跟踪销售情况，管理库存，建立客户目录等

图表 6 Square 硬件产品

产品分类	软件狗（Dongle）类产品			平板及终端类产品		
产品名称	Square Reader for Magstripe	Square Chip Card Reader	Square Contactless and Chip Reader	Square Terminal	Square Stand for Contactless and Chip	Square Register
产品样式						
售价	10 美元	29 美元	49 美元	169 美元（不含 iPad）	169 美元（不含 iPad）	999 美元
支付过程收费	2.75 %	2.75 %	2.75 %	2.75 %	2.75 %	2.5 % + 10 美分
支持支付类型	磁条卡	√	√	√	√	√
	EMV 芯片卡	×	√	√	√	√
	苹果支付,谷歌支付,三星支付,NFC 支付	×	×	√	√	√

资料来源：公司官网，华创证券

软件方面，SaaS 服务布局日益完善。Square Point of Sale 是一款免费的移动收银 POS 软件，能够帮助商家实现收银管理、销售管理、库存管理、员工管理、客户管理等，并提供基于云计算的商业报告和分析工具，帮助卖家做决策。Square Dashboard 是一款免费的手机客户端软件，能够提供商家产品的销售概况，商家可以在离开商店的情况下实时管理销售数据并进行分析。此外，Square 提供了广泛的增值服务，以增强企业所有者的能力，商户可以在 Square 的系统中获得技术支持，比如工资管理、客户反馈、分析报告、数字凭证、付款纠纷和退款管理、安全事项和支付卡行业合规等。此外，Square 还针对垂直行业的商家提供解决方案。

图表 7 Square 主要软件产品

软件服务	功能	收费标准
Payments	支持各种方式收付款	取决于付款方式，但报表费，月费，退款费等费用
Square Point of Sale	移动收银 POS 软件	免费

Square Dashboard	实时管理和分析软件	免费
Square Analytics	帮助商户实时运营业务, 提供客户见解	免费
Square Deposits	即时存款, 快速获取资金	1% (仅对即时存款, 1~2 日存款免费)
Square Invoices	发送在线发票, 跟踪支付状态	没有每月订阅费用, 每张发票需支付 2.9%+ 30 美分
Virtual Terminal	只需使用电脑, 远程接受付款	3.5% + 15 美分
Appointments	接受现有网站或免费 Square 预订网站上的预约	个人: 2.75% 2~5 名员工: 50 美元/月; 2.5%+10 美分 6~10 名员工: 90 美元/月; 2.5%+10 美分
Payroll	工资管理	仅承包商服务: 每人 5 美元/月; 承包商+员工服务: 20 美元订阅费+每人 5 美元/月
Employee Management	提供不同访问权限, 跟踪员工时间, 优化调度	向员工付款退款免费, 其余每位员工 5 美元/月
Location Management	比较多个地点的销售情况, 并编辑所有地点的菜单和价格	免费
Inventory	实时更改项目详细信息, 更快地上传商品, 跟踪库存数量, 并在商品不足时收到电子邮件提醒	免费
Customer Engagement	下载详细的客户目录, 查看收据反馈, 构建和发送电子邮件营销活动, 并通过客户见解跟踪所有活动	免费
Feedback	客户反馈系统	免费
Customer Directory	智能客户管理, 改善客户关系	免费

资料来源: 公司官网, 华创证券

2、增值服务: 商家借贷+外卖+个人支付业务, 提升客户粘性

1) 商家借贷业务

Square Capital 通过与一家工业银行合作, 为商户提供贷款, 紧抓小型企业贷款市场机会。Square Capital 针对不同的商户有不同的利率标准, 还款时 Square 直接从客户支付的交易款项中扣除, 且接受贷款的商户有义务将 Square 作为其唯一的支付处理服务提供者, 从而提高中小微企业商户在支付业务上的粘性与忠诚度。自 2014 年 5 月上市以来, Square Capital 为 40 多万笔贷款和预付款提供了便利, 总计 25 亿美元。2018 年 7 月, Square 与 eBay 达成合作, 获得向 eBay 数百万卖家提供商业贷款的机会。

2) 外卖业务

餐厅是管理支付和销售解决方案的大目标市场, Square 帮助商户成长并为餐厅提供差异化的服务, 使餐馆更方便管理订单、提货和送货, 使他们能够在不增加额外开销的情况下扩大销售和收入。2014 年 5 月, Square 推出餐饮预订服务平台 Square Order, 开始进军餐饮垂直领域。2014 年 8 月, Square 收购餐饮外卖公司 Caviar, Caviar 订餐平台是 Square 在物流方面的布局, 专注于食品配送。Caviar 目前发展到纽约、旧金山和费城等, 拥有合作餐厅数千家。另外, Caviar 主要服务于高端餐厅, 每单平均价格可能在 50 - 65 美元的范围内, Caviar 的佣金也更高为 18%, 每单收取 1.99~6.99 美元配送费。Caviar 约占有 4% 的份额, UberEats 和 GrubHub 占据了 70% 的市场份额。2018 年以来, Square 相继收购送餐外卖老店 Entrees On-Trays 和餐饮服务商 Zesty, 完善企业订餐业务。

图表 8 Square 收购的餐饮业务公司

时间	公司	详情
2014 年 8 月	线上订餐服务平台 Caviar	进一步完善网上订餐服务
2015 年 3 月	Oder Ahead 的提货业务	推出 Caviar pickup

2017年3月	外卖 Entrees On trays	扩展 Caviar 服务区域
2018年1月	餐饮服务商 Zesty(部分股权你)	完善订餐业务

资料来源：嘉银新金融研究院、华创证券

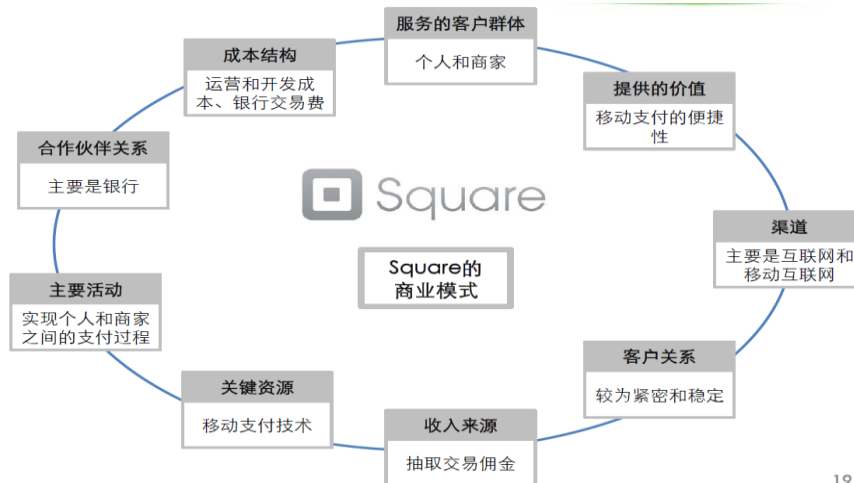
3) 个人对个人支付业务

Square Cash App 类似于支付宝，2013年11月上线，允许每周通过 Square Cash App、E-mail 或 Cash.me page 个人转账 250 美元，Square Cash 不收取任何费用，但当用信用卡转账时，收取 3% 的费用。2017年4季度起，Square Cash 提供买卖比特币的服务，用户可以通过自己的账户购买或销售比特币，每周购买金额上限为 1 万美元，Square 不会收取额外的费用。

3、商业模式：连接中小微商户和信用卡网络，获得大规模用户基础；深耕 SaaS 服务及其他增值服务，完善 TO B 业务布局

Square 的客户群体专注于个人和商家，主要用户群体是缺乏支付设备的中小微商户。从服务的客户群体角度出发，商家和个人都有便捷的移动支付需求。收入方面，交易佣金是目前 Square 最主要的收入来源，相比于传统的信用卡公司收取商户最高达 5% 的手续费，Square 仅收取每笔交易额的 2.75%，第二大收入来源是增值服务及 Capital、Cavia、Cash 产生的订阅费和服务费。成本结构方面，Square 的主要成本在于：1、交付给各银行的交易佣金；2、Square 刷卡器硬件成本；3、团队的开发和运营成本。提供的价值方面，Square 提供的基础价值即“移动支付”本身，解决了商家和个人用户直接的资金交易问题；同时，Square 还提供了交易管理、消费者与商家间的交互、移动社交等与支付和日常生活息息相关的价值。

图表 9 Square 商业模式

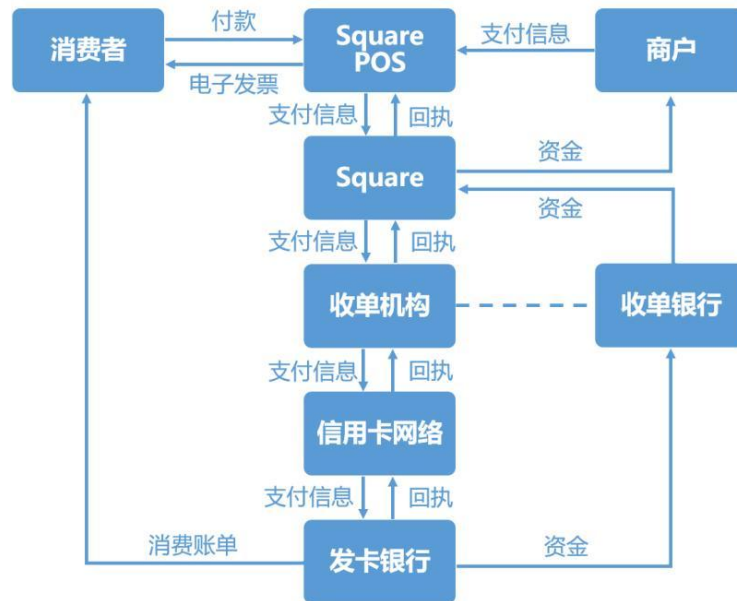


19

资料来源：艾媒咨询，华创证券

根据支付处理的流程图，Square 为其每一个商户建立账户并进行交易，并依赖第三方银行，包括 Chase Paymentech 和 Wells Fargo)，来商户卖家的交易。其中收单机构是后端技术的提供者，使支付信息通过银行卡网络流向发卡银行，Square 向收单机构支付小笔费用，向信用卡网络支付大笔费用，约略低于交易额的 0.15%。

图表 10 Square 支付处理的流程图



资料来源：公司年报，华创证券

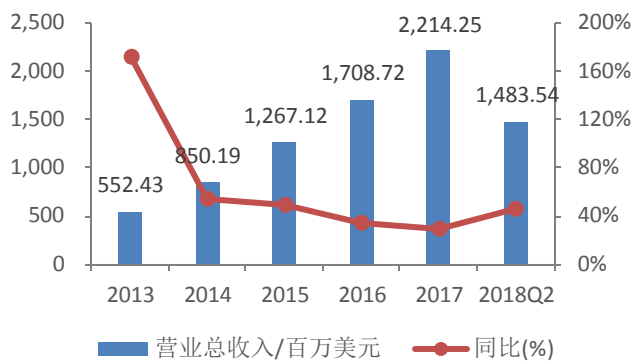
SaaS 服务及其他增值服务增加客户粘性，完善 TO B 业务布局，高粘性商户是公司核心价值。支付是商业活动的最后闭环，只有掌握了支付流，才能说真正的掌握信息流、资金流和物流，才能对其所拥有的数据进行挖掘和应用，才能衍生出相关的增值服务。Square 凭借支付得以快速发展，获得广泛的用户基础，但仅支付业务的用户粘性差，商户对价格敏感，极易受到竞争对手的挑战，因此 Square 大力发展 SaaS 服务及其他增值服务，提供硬件、软件和服务来了解客户需求，增加 B 端客户粘性。Square 的 SaaS 服务满足了商户的账户一键式管理、会员管理、客户营销、数据分析等多方面需求，对公司长期增长至关重要，此外，Square Capital 解决了许多小额借款人的痛点，主动向有资格的卖家提供现金预付款，接受贷款的商户有义务将 Square 作为其唯一的支付处理服务提供者。

（三）GPV 与营收双轮增长，数据化解决方案提升估值。

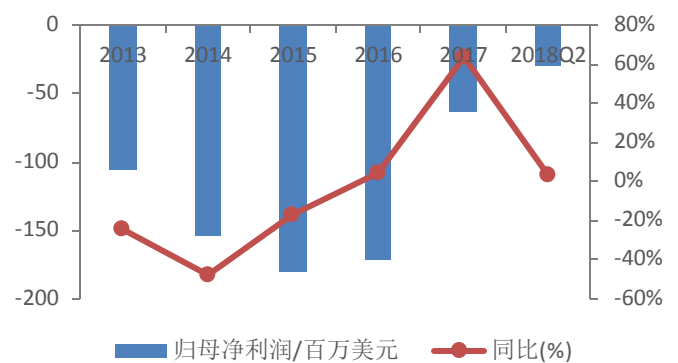
公司近 5 年 GPV 和营业收入处于高速增长状态，交易服务业务贡献主要收入和毛利，订阅及服务业务逐渐发力，为公司长期业绩增长点。销售、行政及一般费用率维持稳定低于竞争对手。

1、营业收入持续稳定增长，订阅及服务收入贡献增长迅速

公司营业收入持续稳定增长，营收年增速保持在 40% 左右，归母净利润常年为负，亏损逐年减小。2018 年上半年公司实现营业收入 14.83 亿元，同比增长 46.44%，2017 年公司实现营业收入 22.14 亿美元，同比增长 29.59%。净利润方面，公司归母净利润常年为负，但亏损逐渐缩小，2018 年上半年公司归母净利润为 -2.99 亿元，同比增长 3.74%，2017 年公司归母净利润为 -6.28 亿美元，同比增长 63.39%。

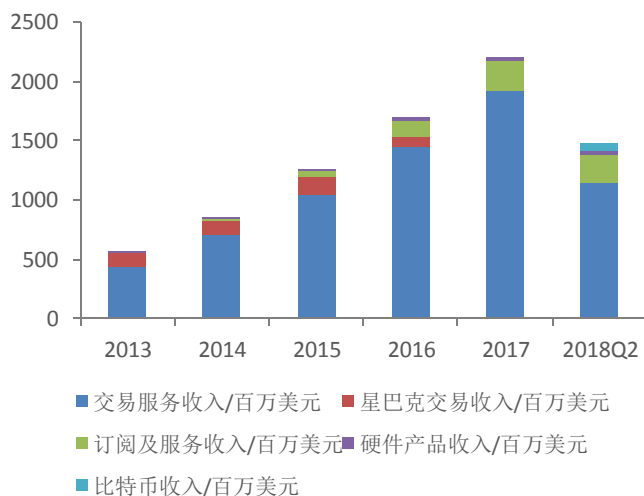
图表 11 公司营业收入及同比情况


资料来源: Wind, 华创证券

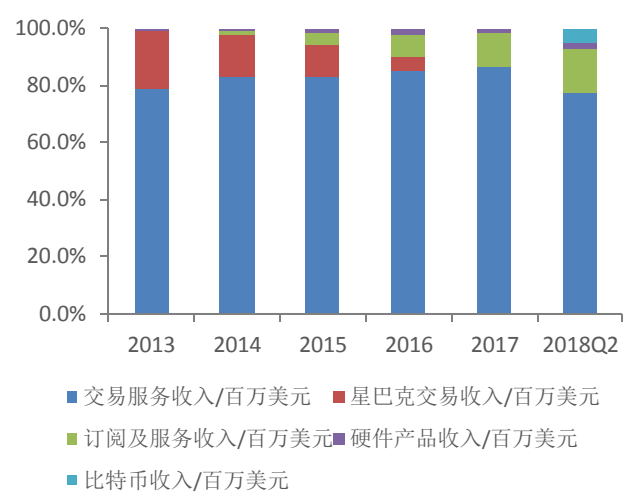
图表 12 公司归母净利润及同比情况


资料来源: Wind, 华创证券

公司主要收入来自交易服务, 近年来订阅及服务收入快速增长。2013 年以来, 该部分业务收入占据总收入比例为 75%~95%, 2018 年上半年, 交易服务收入达到 11.48 亿美元, 占总收入比例为 77.4%, 2017 年, 交易服务收入为 19.20 亿美元, 占总收入比例为 86.7%。订阅及服务收入增长迅速, 占总营收比例逐年提高, 2018 年上半年, 公司订阅及服务收入达到 2.31 亿美元, 占总营收比例达到 15.6%, 2017 年, 订阅及服务收入为 2.53 亿美元, 占总营收比例为 11.4%。

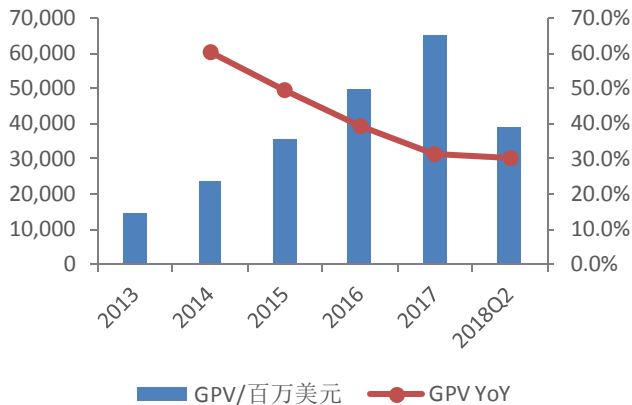
图表 13 公司主营产品收入情况


资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 公司主营产品构成情况


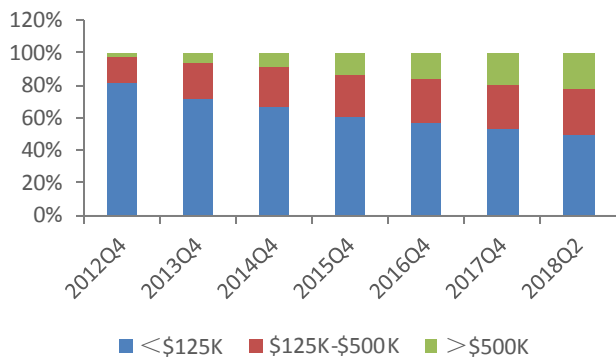
资料来源: Wind, 华创证券

公司 GPV 处于高速增长状态, take rate 基本稳定在 2.93%。公司交易服务收入即佣金收入, 等于当年的 GPV 乘以 take rate, 公司 GPV 尽管增速放缓, 但仍处于高速增长状态, 2018 年上半年, 公司 GPV 达到 392.0 亿美元, 同比增长 30.5%, 2017 年, 公司 GPV 为 653.4 亿美元, 同比增长 31.5%。此外, 近年来公司的 take rate 基本稳定在 2.93% 左右。

图表 15 公司 GPV 及增速情况


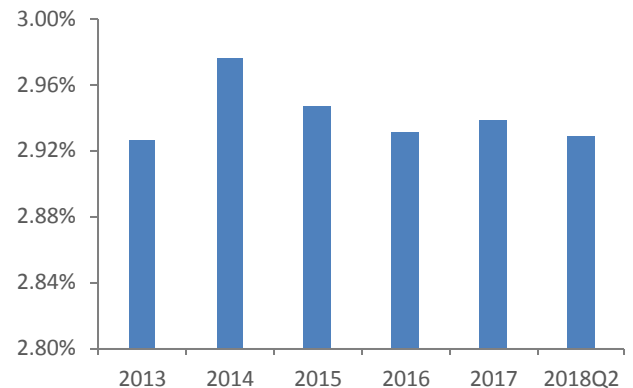
资料来源: Wind, 华创证券

商户主要来自于服务、餐饮和零售行业，商户来自各行各业，包括零售业、服务业和食品相关行业，分地点分布包括美国、加拿大、日本、澳大利亚和英国。商户结构方面，Square 越来越多地服务于大规模商户，2017 年，年交易额小于 12.5 万美元的商户占比下降到 53%，大规模商户占比不断提高。

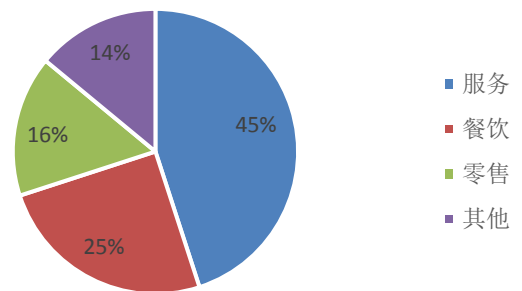
图表 17 公司 GPV 结构情况 (按商户规模)


资料来源: 公司公告, 华创证券

从收入的区域构成来看，公司的营收以内销为主，外销收入近年来呈上升趋势。公司营业收入中绝大部分来自于美国国内，2013 年来自美国国内客户的销售收入占比达到 99%，该比例随着公司国际化战略的稳步推进而逐渐有所下降。随着公司不断拓展境外市场，扩大客户范围和市场空间，境外销量增加，使得境外收入的增速超过了境内的增速，且占比不断提升。

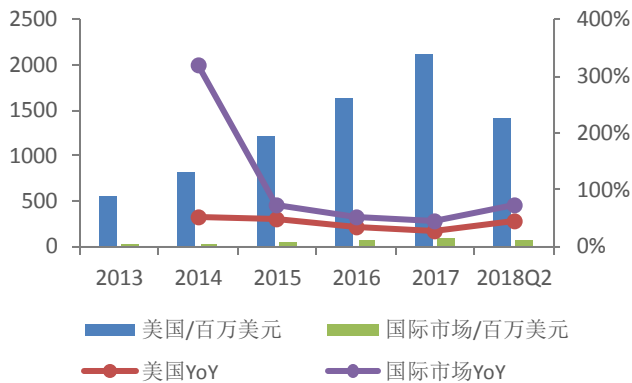
图表 16 公司近五年 Take rate 基本保持稳定


资料来源: Wind, 华创证券

图表 18 公司 GPV 结构情况 (分行业)


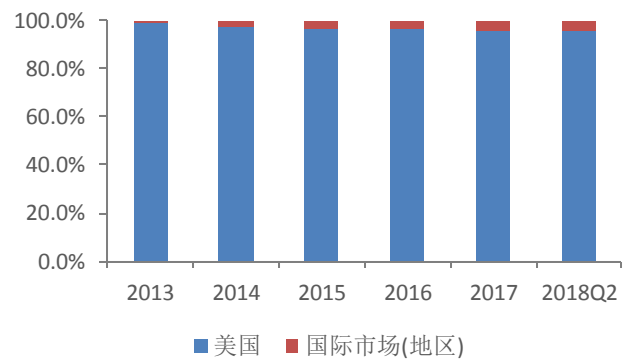
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 19 公司的内外销售收入及其增速情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 公司外销收入占比不断上升

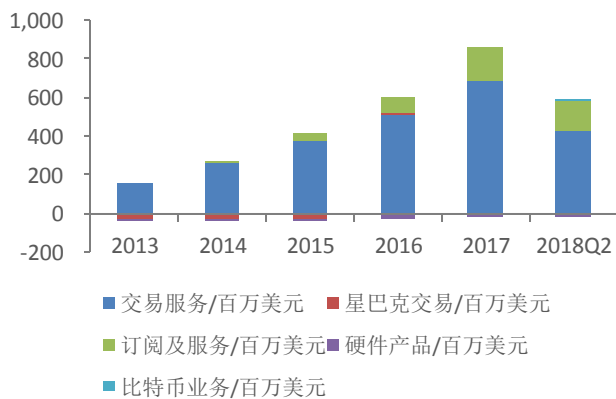


资料来源: Wind, 华创证券

2、交易服务业务贡献主要毛利，订阅及服务业务逐渐发力

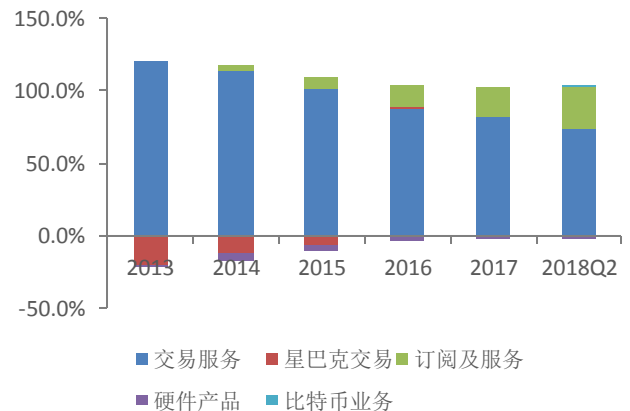
公司毛利主要来源于交易服务业务，订阅及服务业务对毛利贡献逐渐增大。公司毛利主要来自交易服务，2018年上半年，交易服务的毛利达到 4.25 亿美元，占总收入比例为 74.0%，2017 年，交易服务收入为 6.90 亿美元，占总毛利比例为 81.6%。订阅及服务对总毛利的贡献逐年增大，2018 年上半年，公司订阅及服务的毛利达到 1.61 亿美元，占总毛利比例达到 28.1%，2017 年，订阅及服务的毛利为 1.77 亿美元，占总营收比例为 20.9%。

图表 21 公司毛利结构情况



资料来源: Wind, 华创证券

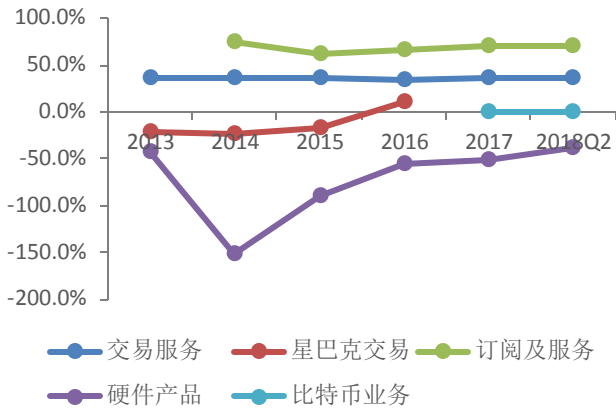
图表 22 公司毛利占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

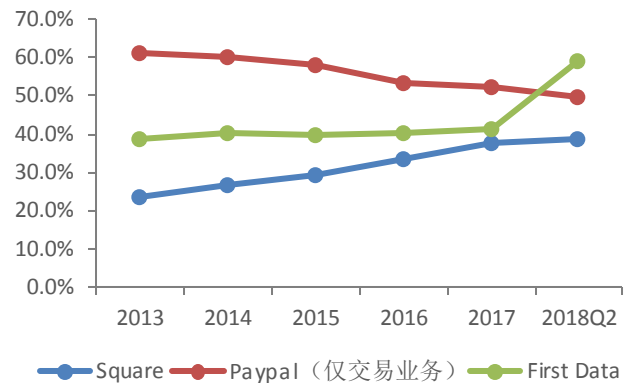
公司整体毛利率偏低，订阅及服务业务毛利率维持高位。相比于同行业公司，公司的毛利率偏低，2018 年上半年，公司毛利率为 38.5%，2017 年，公司毛利率为 37.9%，均低于同行业公司。细分到业务方面，主要是交易服务和订阅及服务两种业务毛利率常年维持正值，其中，订阅及服务业务的毛利率较高，基本维持在 70% 左右，是公司未来发力点。

图表 23 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 公司毛利率同行业比较情况

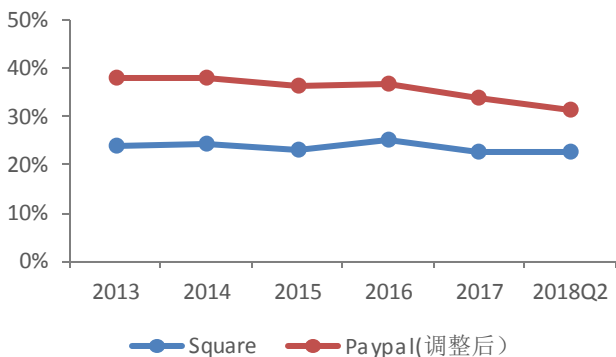


资料来源: Wind, 华创证券

3、销售、行政及一般费用率维持稳定低于竞争对手，净利率低于行业平均水平

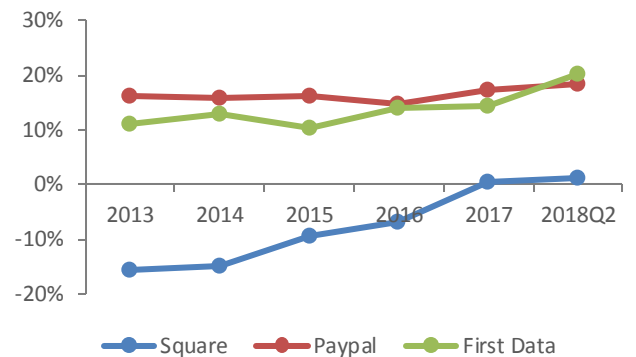
销售、行政及一般费用率维持稳定低于竞争对手，净利率低于行业平均水平。公司销售、行政及一般费用率低于竞争对手 Paypal，2018 年上半年，公司销售、行政及一般费用率为 22.56%，低于 Paypal 9.0 个百分点。净利率方面，近年来公司净利率稳步提升，2017 年实现正值，2018 年上半年，公司净利率为 1.10%，但仍低于行业平均水平。

图表 25 公司销售、行政及一般费用率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 公司净利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

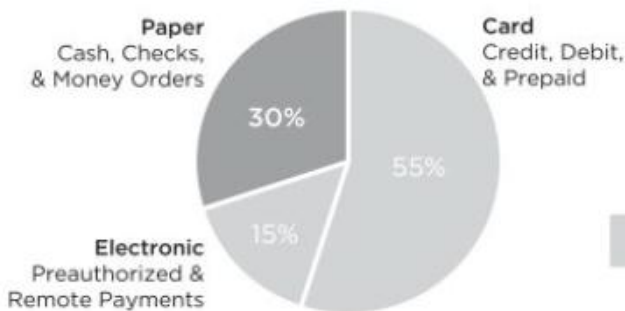
二、美国支付产业变局与技术创新为 Square 崛起带来绝佳时机

美国传统金融机构发展良好，在用户体验和感知上占据优势，信用卡网络尤为发达。大多数消费者偏好用信用卡进行网购。移动支付增长有限，近场支付（NFC）成为推动移动支付发展的最大动力。小微商户发展迅速，但多数受阻于信用卡刷卡的高昂设备成本，无法承担信用卡支付业务，为 Square 带来了巨大的市场契机。

（一）信用卡网络高度发达，近场支付（NFC）成为推动移动支付发展的最大动力

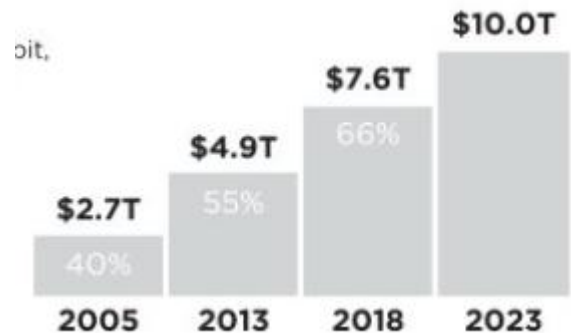
美国传统金融机构发展良好，在用户体验和感知上占据优势，信用卡网络尤为发达，大多数消费者偏好用信用卡进行网购。根据《纽约时报》的报道，2015 年美国移动支付的交易额仅占传统零售消费的 0.2%。除了完善和相对安全的信用卡金融体系之外，银行还常常为刷卡人提供各种奖励和优惠活动，鼓励人们刷卡消费。2013 年，美国消费者支出总额为 8.9 万亿美元，根据尼尔森的数据，其中 55%(4.9 万亿美元)通过支付卡支付，17%(1.6 万亿美元)通过现金支付，12%(1.0 万亿美元)通过支票支付。到 2018 年，消费者交易额将达到 11.4 万亿美元，其中支付卡占比增长到 66%(7.6 万亿美元)，2023 年，消费者通过支付卡进行的交易额将达到 10.0 万亿美元。根据尼尔森的数据，全球通过支付卡进行的交易额预计将从 2013 年的 16 万亿美元增加到 2023 年的 49 万亿美元(复合年增长率 12%)。

图表 27 2013 年美国仅 30%通过现金支票支付



资料来源: Square 招股说明书, 华创证券

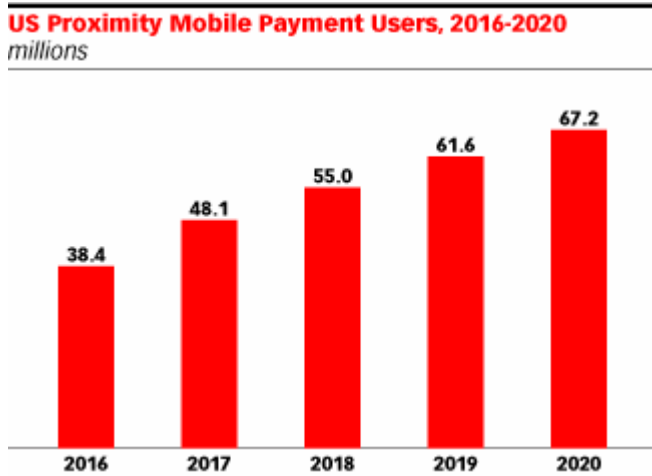
图表 28 美国使用支付卡的交易额增长迅速



资料来源: Square 招股说明书, 华创证券

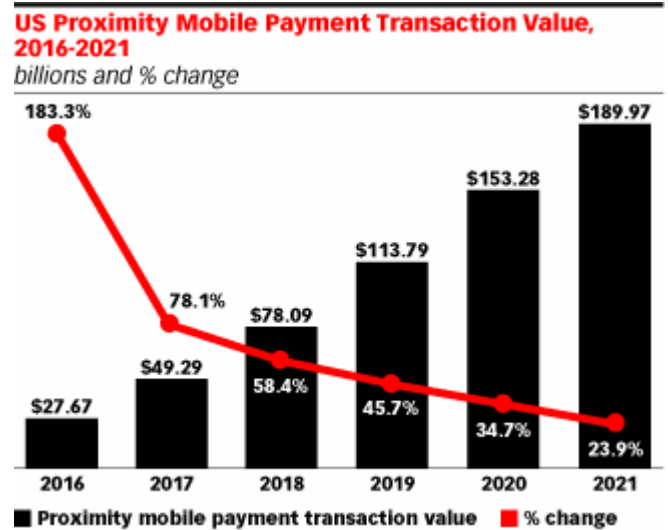
移动支付增长有限，近场支付（NFC）成为推动移动支付发展的最大动力。移动设备和相关应用商店的快速成长为卖家和买家提供了便利，2013 年，美国有 4.38 亿移动设备接入互联网，预计到 2018 年，这一数字将增加到 6.9 亿台。根据全球研究机构 Forrester Research 的数据，2016 年，美国移动支付规模增长了 39%，达到 1120 亿美元，其中，苹果、Google、三星和 PayPal 等公司共同瓜分了市场。跟中国庞大的体量相比，美国的移动支付市场规模显得单薄许多。甚至在增长方面，中国也完胜美国。分析机构预计，到 2019 年，美国的移动支付总额将是 2015 年的 2.6 倍；而相比之下，中国的移动支付份额同期将增长 7.4 倍。对于美国来说，在实体零售店进行近场支付(NFC)将成为推动移动支付发展的最大动力。利用移动设备上的 NFC 功能，只要把手机在芯片读取器上刷一下就可以付款了，比扫二维码更方便。2017 年，美国近场支付交易总额达到 492.9 亿美元，增幅 78.1%，但预计后续增速逐渐降低。2017 年，4810 万美国人在过去六个月使用过近场支付，占智能手机用户的 1/4 (23.0%)。2020 年，预计近场支付用户增长至 67.2 万，增速有限。据 Forrester 统计，截至 2016 年底，大概有一半的美国零售商计划安装、或者已经安装了支持 NFC 的终端设备。但他们同时也指出，旧习惯很难改掉，从各方面来看，（美国）消费者在付款时仍然更习惯刷卡而非拿出手机。

图表 29 美国使用近场支付的用户数量



资料来源: eMarket, 华创证券

图表 30 美国近场支付交易额



资料来源: eMarket, 华创证券

(二) 小微商户支付及 SaaS 服务存在旺盛需求

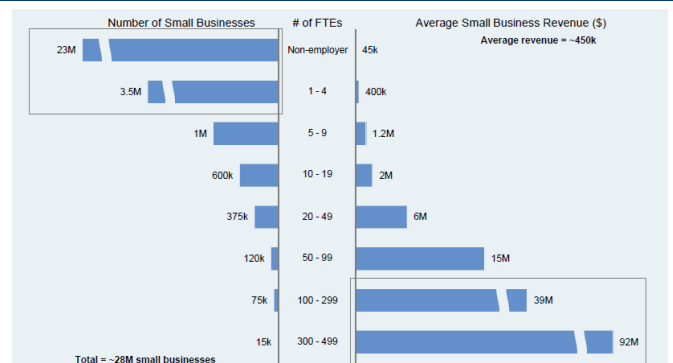
美国小型商户发展迅速, 但多数缺乏支付设备不接受信用卡支付。根据美国人口普查局(U.S. Census Bureau)和美国小商户管理局(U.S. Small Business Administration)的数据, 2010 年, 美国约有 3000 万家小型商户创造了 46% 的私营部门产出, 但超 2000 万家小型商户不接受信用卡支付。考夫曼指数报告中提出, 2014 年, 每月平均有 53 万名新商户家创业。根据 Oliver Wyman research and analysis 数据, 2015 年, 美国约有 2300 万无雇员的私营商户, 年销售额平均为 4.5 万美元, 以及 390 万 1~4 名雇员的小型商户, 年销售额平均为 40 万美元, 因此单小型商户就带来了 2.6 万亿美元的 GPV。然而在美国, POS 机主要面向大中型企业, 小型企业很难申请, 此外, POS 机的硬件成本和支付过程中的收费高, 比如 Verifone 一个信用卡终端(类似 POS 机)需要 900 美元, 此外, 银行通常是按月结算, 小型企业通常需要较短的结算时间, 因此小型企业对于便捷、灵活且高性价比的支付服务需求不断增加。

图表 31 超 2 千万家小型商户不接受信用卡支付



资料来源: Square 招股说明书, 华创证券

图表 32 美国商户结构情况



资料来源: Oliver Wyman research and analysis, 华创证券

大数据等技术的兴起带动了小型商户对增值服务的需求,如商户的账户一键式管理、会员管理、客户营销、数据分析等服务可以帮助小型企业节约运营资本及提高效率。根据尼尔森的报告, 2014 年美国小型商户在 SaaS 产品上花费约 110 亿美元, 2018 年这一数字预计增长到 170 亿美元。此外, 在美国, 小型商户贷款市场规模庞大, 但由于投资方不中意小型商户、承销过程耗时且昂贵、且小型商户可靠信用数据较少, 因此小型商户融资困难的困境, 对相关金融服务的需求旺盛。根据奥纬咨询公司(Oliver Wyman) 2013 年的一份报告, 小型商户的贷款需求为 800 亿

美元。

（三）传统 pos 机的线上终结者，踏浪移动互联网风潮，压过互联网巨头 Paypal。

美国支付行业中，除了传统金融企业，如 Visa，万事达、富国银行、美国合众银行、摩根大通等外，Square 的竞争对手主要有 Paypal，Stripe，Worldpay，Firstdata，Paychex，Global Payment、完全服务系统等，其中，Paypal，Stripe 主要专注于线上支付领域，2012 年，Paypal 曾推出过 Paypal Here 的读卡器，直接和 Square 竞争线下支付，但后续未像 Square 一样开发智能 POS 机、收银台等产品。Worldpay，Firstdata，Paychex，Global Payment、完全服务系统等均侧重于在线下 TO B 业务方面发力。

图表 33 美股中 Square 主要竞争对手

代码	证券简称	总市值 (十亿美元)	PE (TTM)	PB (MRQ)	企业价值 (亿美元)	企业价值 /收入(倍)	企业价值 /EBITDA(倍)
JPM.N	摩根大通(JPMORGAN CHASE)	370.72	13.31	1.60	2703.72	26.59	
WFC.N	富国银行(WELLS FARGO)	252.21	12.17	1.44	1765.99	21.01	
USB.N	美国合众银行(US BANCORP)	84.97	12.84	1.91	478.49	22.71	
V.N	VISA	294.52	28.59	10.32	302.99	14.70	15.41
MA.N	万事达卡(MASTERCARD)	215.07	41.46	37.24	214.56	14.84	26.57
PYPL.O	PAYPAL	103.97	49.67	6.88	95.82	6.40	31.27
WP.N	WORLDPAY	29.35	-431.02	2.79	37.12	9.38	42.65
FDC.N	FIRST DATA	18.36	10.25	4.52	35.51	3.46	12.74
SQ.N	SQUARE	34.19	-1319.55	30.47	34.49	11.57	688.63
FISV.O	费哲金融服务(FISERV)	32.01	22.05	11.23	368.20	6.37	18.66
PAYX.O	沛齐公司(PAYCHEX)	24.59	25.43	10.30	24.21	7.01	17.89
GPN.N	环汇(GLOBAL PAYMENTS)	18.20	29.41	4.58	22.70	6.41	21.51
TSS.N	完全系统服务	16.96	24.85	6.42	20.37	4.76	17.79

资料来源：Wind，华创证券

图表 34 非传统金融机构中 Square 主要竞争对手情况

公司名称	成立时间	总市值(估值) /十亿美元	基本情况
PAYPAL	1998	103.97	Paypal 是最大的线上支付平台，运营全球在线支付系统，专注在线供应商领域，拍卖网站和其他商业用户的支付处理器运营。
STRIPE	2010	20	Stripe 提供运营在线支付系统所需的技术，防欺诈和银行基础设施，允许个人和企业通过互联网接收付款。
WORLDPAY	1989	29.35	Worldpay 是全球领先的收单机构，2017 年处理超过 400 亿笔交易，主要经营商业服务和金融机构服务两块业务，商业服务方面，Worldpay 向商户提供全通道的支付环境，并向商户提供附加价值服务。金融机构服务方面，Worldpay 向其提供支付服务，如发卡程序，支付网络的处理，预付费程序管理和网络网关服务等。
FIRST DATA	1971	18.36	First Data 提供电子商务技术全流程的服务，包括商户收单，发卡和网络解决方案。服务超过 600 万家商店以及 4000 家金融机构，是全球 500 强企业之一。其 STAR 网络为超过 200 万个零售 POS，ATM 和在线网点提供服务，处理所有美国信用卡和借记卡交易的 45%，2017 年处理大约 930 亿笔交易，合计 2.1 万亿美元。

公司名称	成立时间	总市值(估值) /十亿美元	基本情况
FISERV	1984	32.01	Fiserv 是美国的金融服务技术供应商, 从事电子, 移动, 互联网和卡片领域的账户处理系统, 支付处理产品和服务, 以及支票处理和风险管理工具。公司共拥有约 24,000 名员工, 客户遍布 80 多个国家共 12,000 多名。
PAYCHEX	1971	24.59	Paychex 是薪酬, 人力资源和福利外包行业公认的领导者, 为中小型企业提供薪资, 人力资源、员工福利保险和财务支付等服务。Paychex 现在拥有超过 12000 名员工, 为 50 多万家中小型企业提供服务, 其中约有 4.1 万名客户使用人力资源服务, 并为大约 60.5 万名工资客户提供服务。
GLOBAL PAYMENTS	2000	18.20	Global Payments 是全球最大的支付处理公司之一, 为商家提供支付处理服务及一系列 SaaS 增值服务, 拥有约 11,000 名员工, 每年处理超过 110 亿笔交易, 服务 250 万家企业客户。
TOTAL SYSTEM SERVICES	1983	16.96	Total System Services 是美国信用卡处理商, 商家收单机构和银行信用卡发卡机构。拥有 1 万名员工和约 65 万名商户客户, 年交易量超过 1 万亿美元, 仅次于 First Data。

资料来源: Wind, 华创证券

相比于传统银行的 POS 机服务者, 如 Visa、Master Card 等, Square 具备以下优势: 1) 按天进行结算, 而银行通常是按月结算; 2) 硬件成本低。Verifone 一个信用卡终端 (类似 POS 机) 需要 900 美元, 而 Square 仅需一个 iOS 或 Android 终端 (Square 读卡器仅售数十美元的); 3) 读卡器体积小, 可随身携带; 4) 极其简单的支付流程; 5) 手续费低廉; 6) 账单支付由电子邮件寄送, 并会附上 GPS 定位的位置; 7) 可帮助商家存储和分析用户消费信息。麦肯锡预测软件 POS 解决方案像 Square 这样的提供商 (目前占 26% 的份额) 从 2013 年开始将以 8.9% 的年复合增长率增长 2018 年, 传统供应商 (目前占 74% 的市场份额) 预计将减少同期的年复合增长率为 2.5%。**相比于 PayPal、Stripe 传统互联网端的服务商**, Square 的移动端具备诸多特性 (如地理位置定位、身份识别、语音功能、通信功能等), 传统互联网端的服务并不完全适应移动端的发展, Square 和 Paypal 可以说是移动互联网和传统互联网领域典型的支付企业, 对比两者会发现, 他们的支付过程和服务方式有很大区别:

图表 35 Square 和 PayPal 支付对比

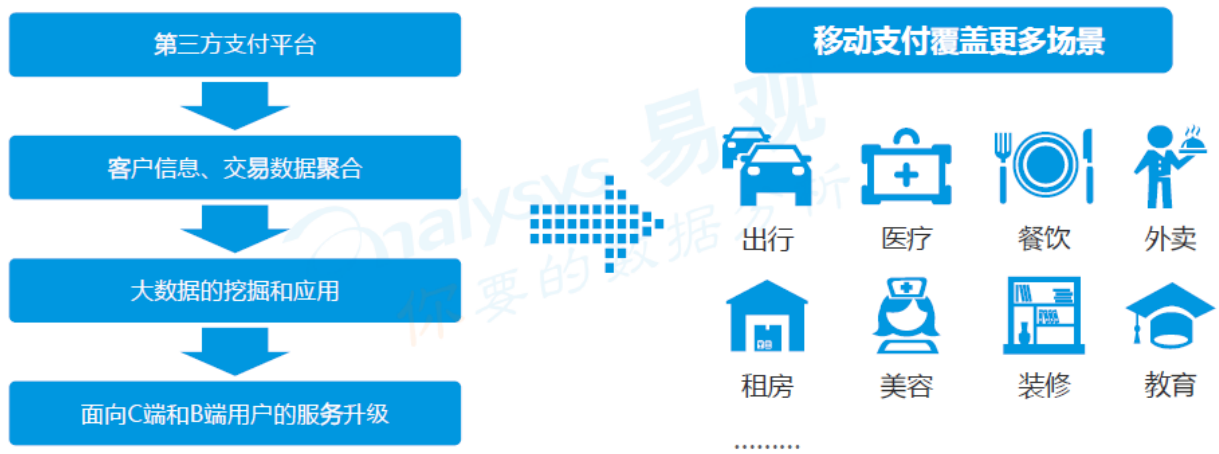


资料来源: 艾媒咨询, 华创证券

在线下服务领域中, Square 打开庞大的移动支付市场。 Square 作为新进入者, 定位中小微商户, Square 让任何拥有移动设备的卖家都能接受基于信用卡的支付, 类似于十几年前 PayPal 开发了网上支付市场, Square 打开庞大的移动支付市场。凭借移动支付构建的用户基础, Square 大力发展 TOB 服务增加客户粘性。Square 的 SaaS 服务满足了商户的账户一键式管理、会员管理、客户营销、数据分析等多方面需求, 对公司长期增长至关重要。此外, 在美国, 小型企业贷款市场规模庞大, 但由于投资方不中意小型企业、承销过程耗时且昂贵、小型企业可靠信用数据较少而融资困难, Square Capital 解决了许多小额借款人的痛点, 主动向有资格的卖家提供现金预付款。目前, 移动支付正演变为商业基础设施, 覆盖更多场景, 包括教育、政府和医疗等行业, 将会不断产生新的服务, 而这些服务带

来的高粘性客户则是公司的核心价值。

图表 36 移动支付正演变为商业基础设施，覆盖更多场景



资料来源：易观国际，华创证券

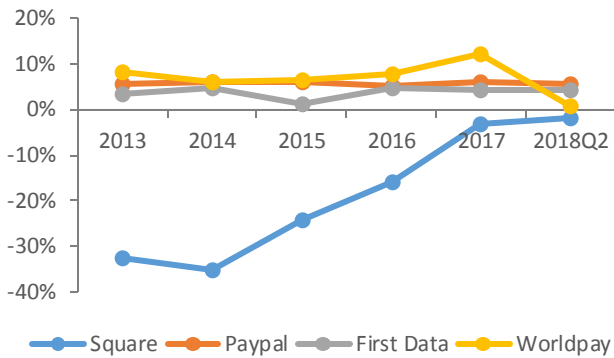
此外，Square 具备简单、快速、高效基因，产品创新及时，把握时机迅速占领市场份额。创始人 Jack Dorsey 是一个极简主义者，也非常重视设计。产品方面，从想法到实践仅几个月的时间，从商户和个人申请 Square 刷卡器到投入使用仅几天的时间，从用户进入商户区域到完成购买仅几分钟的时间，从刷卡到支付完成仅几十秒的时间。交易佣金也不同于其他公司分层结构，大多为 2.75%，收费方式简单。公司产品创新及时，迅速占领市场份额。2015 年，美国信用卡行业逐渐向 EMV（国际三大银行卡组织--Europay、MasterCard 和 Visa）支付标准转变，当时绝大多数都是小型企业还没有升级到新的芯片标准，此外，商家升级支付系统时倾向于会添加 NFC 技术，Square 及时更新产品，新一代的产品支持 EMC 支付和 NFC 支付，使其产品保持旺盛需求。Square 的业务迅速发展成规模，2015 年 Square 的年化信用卡交易额达到 350 亿美元，成为美国第 15 大收单机构，打破了正常的发展路径。

三、基本运营与财务状况

(一) 盈利能力不断改善，但受到 Saas 业务前期投入拖累。

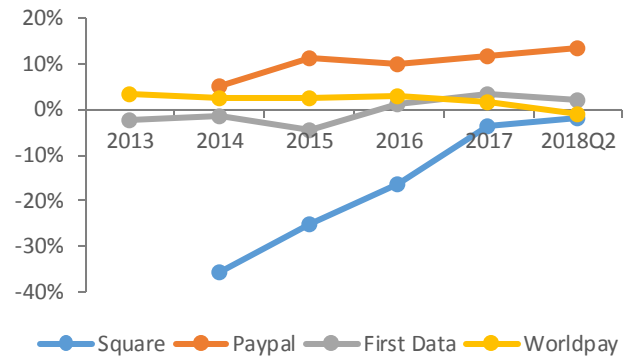
公司的总资产报酬率和总资产净利率与可比公司中均较低，公司的盈利能力不断改善。公司的总资产报酬率从 2013 年的-32.66% 增长到 2018 年上半年的-1.65%，公司的总资产净利率从 2014 年的-35.83% 增长到 2018 年上半年的-2.08%，虽然公司的投入产出的水平较低，资产的获利能力相对可比公司较差，但盈利能力不断改善。

图表 37 公司的总资产报酬率情况



资料来源: Wind, 华创证券

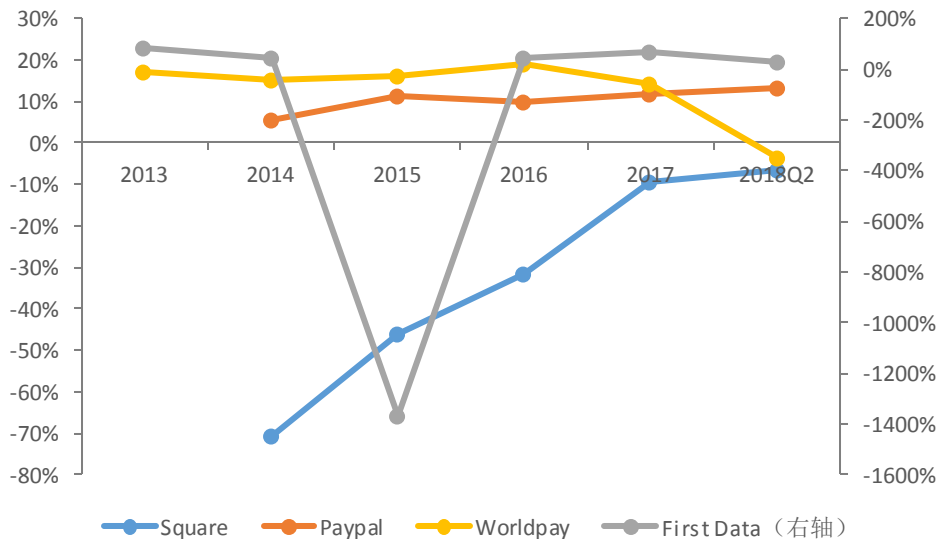
图表 38 公司的总资产净利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

公司的净资产收益率在可比公司中较低，盈利面临压力。2013 年以来公司的净资产收益率不断增加，从 2014 年的-70.69% 增长到 2018 年上半年的-6.40%，在可比公司中较低，盈利面临压力。

图表 39 公司的净资产收益率情况



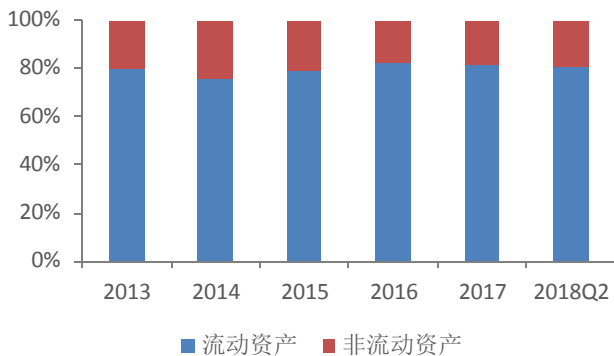
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 资本结构健康，流动性较好，偿债能力处于行业较高水平

流动资产在总资产中占比 8 成左右。随着公司经营规模的不断扩大，整体资产规模快速增长。从总资产结构看，2013 年以来公司流动资产在总资产中占比保持在 80% 左右。流动资产结构相对稳定，主要包括现金及现金等价物、应收款项、其他短期投资和存货，其中现金和现金等价物和应收款项二者合计占流动资产的 95% 左右，2016 年以后

该占比下降为 80% 左右。

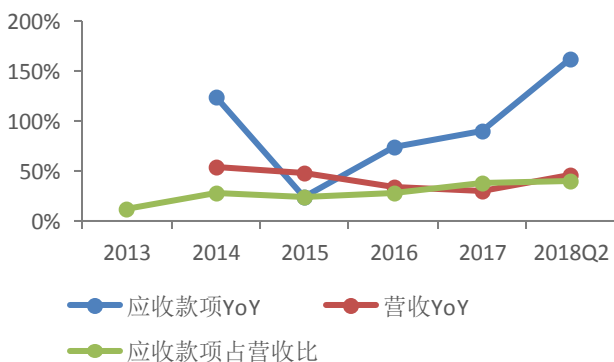
图表 40 公司流动资产及非流动资产占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

应收款项占营收之比呈上升趋势, 存货增长较快。公司应收账款增速高于营收增速, 应收账款占营业收入之比呈上升趋势。公司存货主要是硬件产品, 随着公司经营规模扩大, 公司存货呈现稳定增长态势。

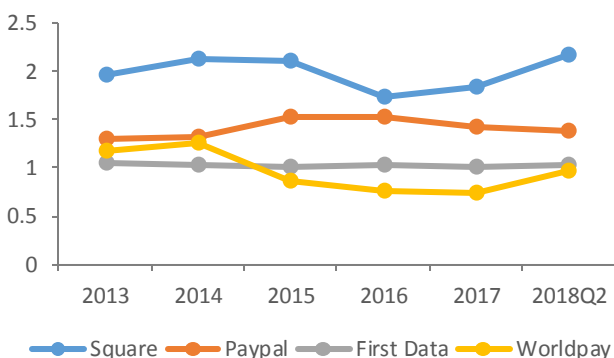
图表 42 公司应收款项情况



资料来源: Wind, 华创证券

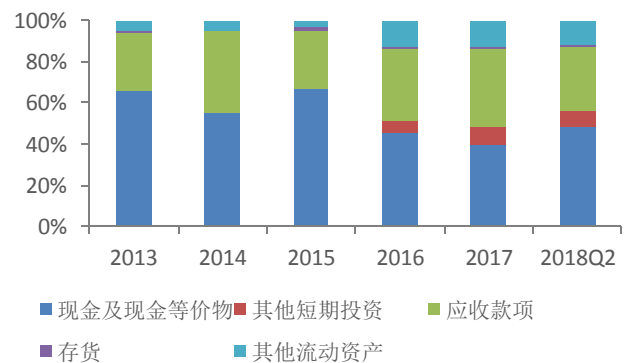
公司流动比率和保守速动比率领先于同类公司, 短期偿债能力较强, 处于行业较高水平。公司的流动比率和保守速动比率均处于行业较高水平, 短期偿债能力不存在问题, 具有较强的应付账款偿付能力。

图表 44 公司流动比率情况



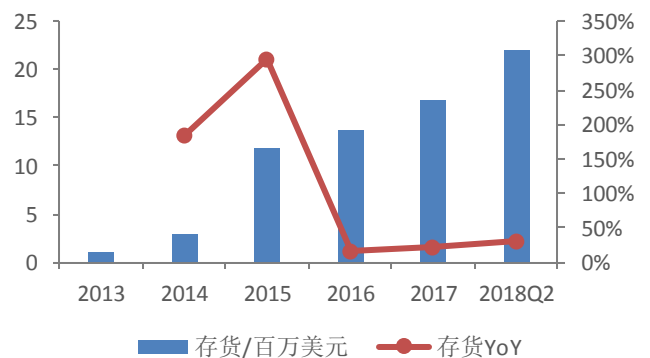
资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 公司流动资产结构情况



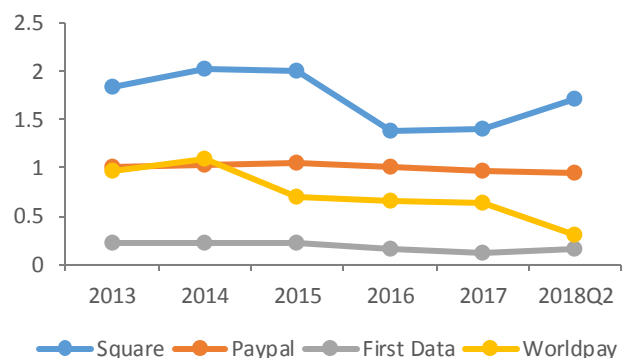
资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 公司存货情况



资料来源: Wind, 华创证券

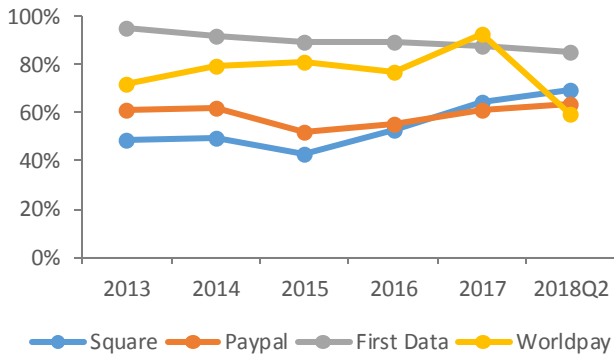
图表 45 公司的保守速动比率情况



资料来源: Wind, 华创证券

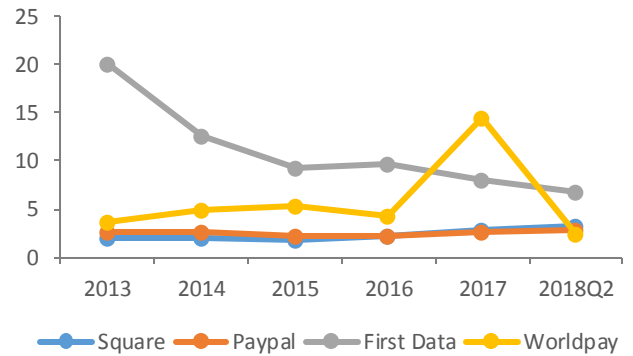
公司资产负债率和权益乘数呈上升趋势，处于行业平均水平。2016年以前，公司资产负债率和权益乘数低于同类公司，2016年以来，公司资产负债率提升，目前处于行业平均水平。公司资产负债结构合理稳定，表明公司在业务扩张的基础上有效地控制了资产负债率水平和财务风险。

图表 46 公司的资产负债率情况



资料来源: Wind, 华创证券

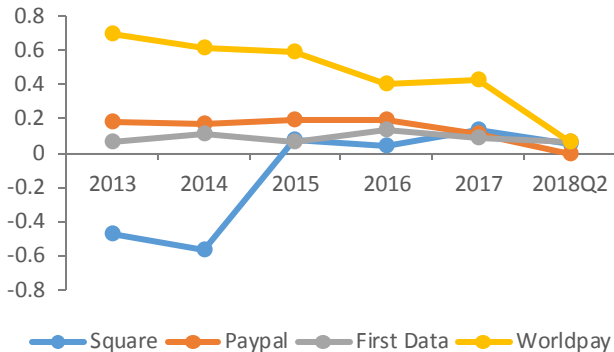
图表 47 公司权益乘数情况



资料来源: Wind, 华创证券

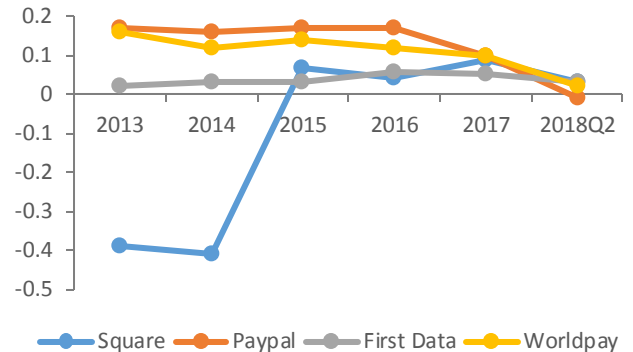
公司经营活动净现金流量较小，导致现金流负债比和现金债务总额比在同行业可比公司中均较低，公司盈利能力落后于同类公司，经营活动产生的净现金流量较小，现金流负债比和现金债务总额比在同行业可比公司中均较低。

图表 48 公司现金流负债比情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 公司现金债务总额比情况

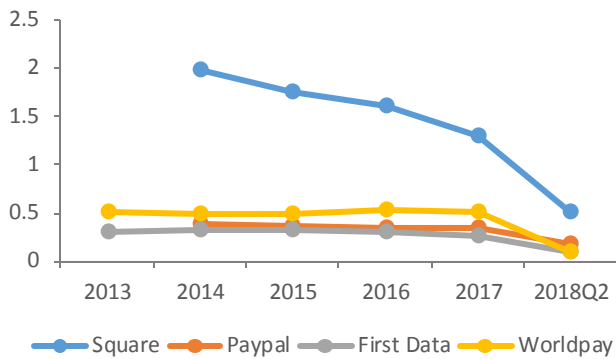


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 营运能力分析: 资产周转率领先，营运能力较好

公司资产周转率领先于同类公司。公司总资产周转率呈现下降趋势，但依旧领先于同类公司。流动资产周转率处于行业上游水平。

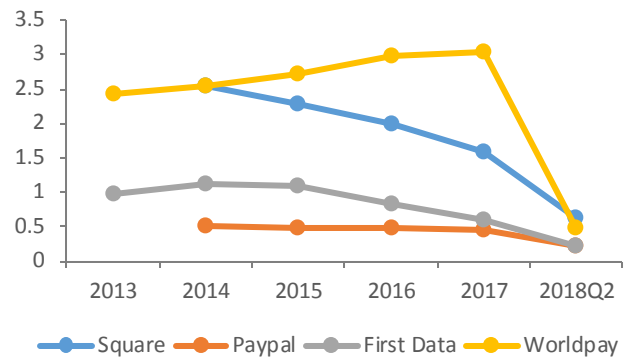
图表 50 公司总资产周转率情况



资料来源: Wind, 华创证券

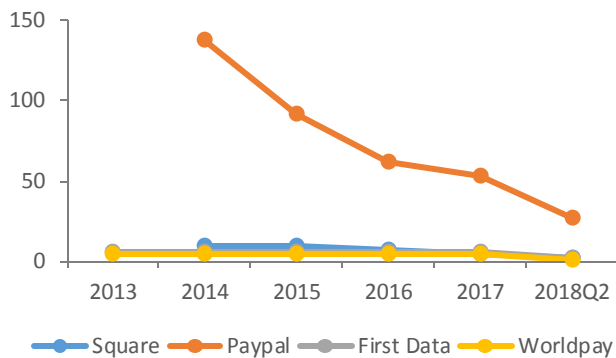
公司应收账款周转率处于行业平均水平, 整体呈下降趋势。公司应收账款周转率整体呈下降趋势, 应收账款平均周转时间约为 3-6 个月, 表明公司应收账款回收情况良好。公司的存货周转率较高, 近年来呈现下降趋势。存货公司存货主要是硬件产品, 随着公司经营规模的不断扩大, 存货周转率呈现下降趋势, 2018 年上半年, 存货周转率达到 47.02。

图表 51 公司流动资产周转率情况



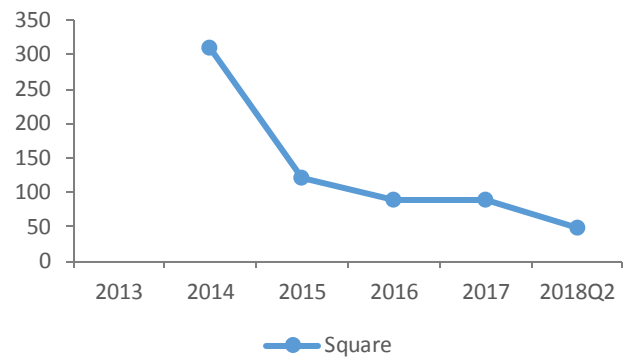
资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 公司应收账款周转率情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 53 公司存货周转率情况

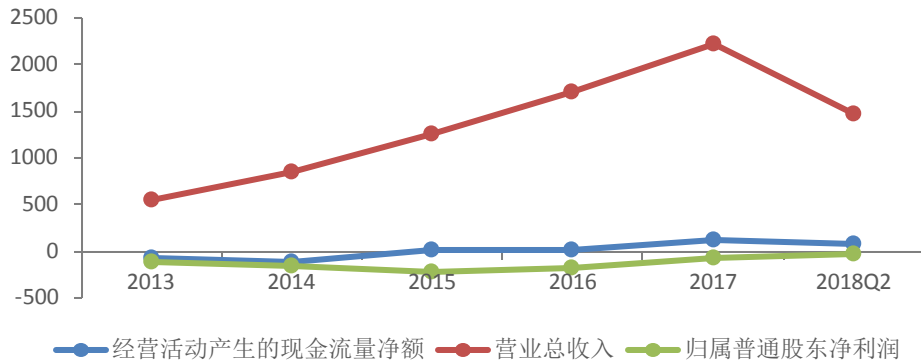


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 现金流分析: 经营活动现金流量净额持续上升, 现金销售比和全部资产现金回收率不断改善

公司经营活动现金流量净额持续上升, 高于同期净利润。2014 年来公司经营活动现金净额与营收的变动趋势基本一致, 呈现持续上升的趋势, 公司经营活动现金流量净额持续增长原因在于随着营业收入的大幅增长, 销售商品、提供服务收到的现金相应增长。

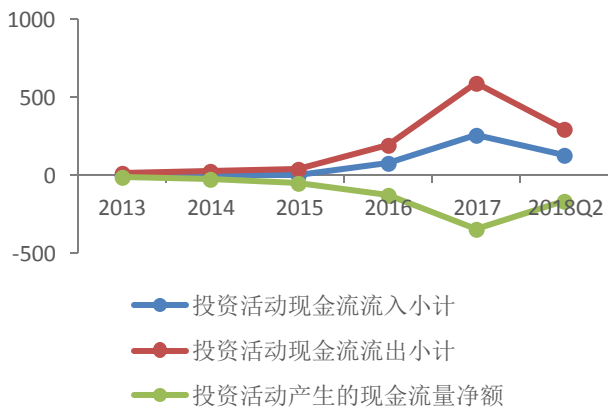
图表 54 公司经营性活动现金流情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华创证券

公司投资活动现金流量净额均为负, 为公司后续发展提供了坚实基础。2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为-3.41 亿美元, 同比减小-198%, 为公司后续发展提供坚实基础。公司筹资活动产生的现金流量净额 2016 年来持续上升。公司筹资活动产生的现金流量净额的变动主要来自于债务增加。

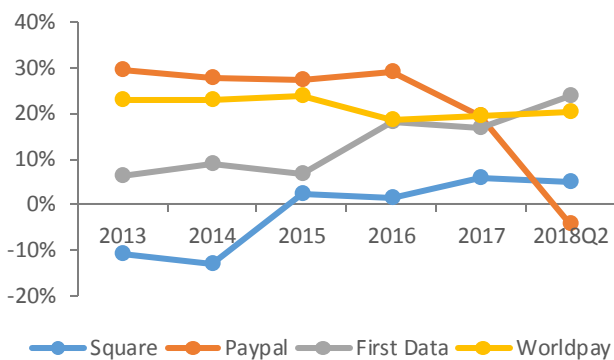
图表 55 公司投资活动现金流情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华创证券

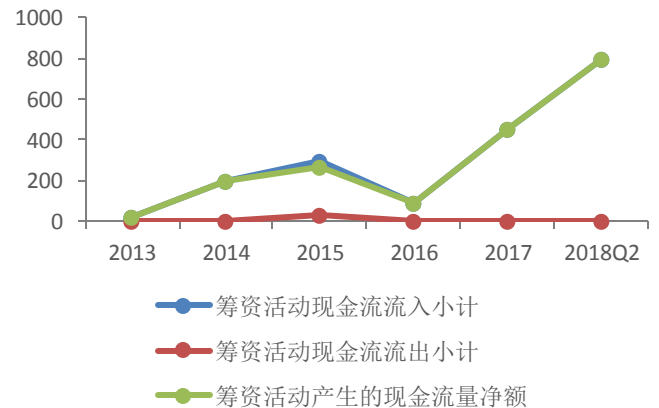
公司现金销售比和全部资产现金回收率持续上升, 但均处于行业较低水平。

图表 57 公司现金销售比率情况



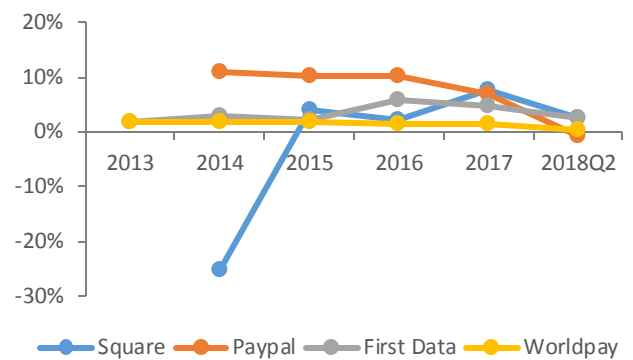
资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 公司筹资活动现金流情况 (百万美元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 58 公司资产现金回收率情况



资料来源: Wind, 华创证券

四、中国以支付为入口的 B 端布局陷入巨头争夺阶段，Copy Square 路径的美团有望在强敌环伺中杀出血路

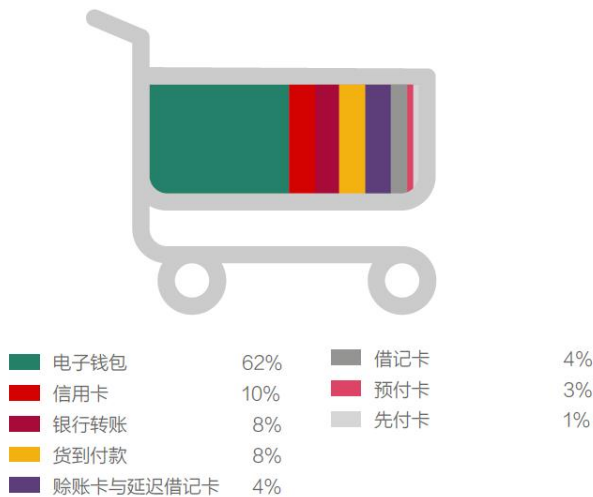
凭借支付业务，Square 解决了中小商家的难题，迅速获得了用户基础并切入市场，之后大力发展 TO B 服务，包括 SaaS 服务、订餐服务及小额贷款服务等，为其增加客户粘性。本质上讲，支付业务只是公司切入市场的措施，TO B 业务才是公司真正的核心业务，凭借着用户基础和 TO B 业务的快速发展，Square 创造了股价三年十倍增长的奇迹。

中国移动支付市场发达，场景丰富，C 端市场成熟，但大量中小 B 端商户高度分散且缺乏一致的基础设施，B 端服务需求紧迫。而支付入口基本掌握在巨头手中。本地生活服务的两大巨头美团与阿里巴巴纷纷发力布局。围绕支付、ERP 与供应链对 B 端商户展开争夺。从战略来看，美团借鉴 Square 的布局，以线下收单和 ERP 切入，进而布局餐饮 SaaS，在餐饮行业独占优势，而阿里以支付宝为核心，全面出击零售、生鲜等行业，在全面战场取得正面优势。随着腾讯借助财付通的进一步入局，以移动支付为入口的 B 端服务将会进入全面的争夺阶段。

(一) 中国第三方支付应用场景不断增多，聚合支付顺势兴起

中国第三方支付的扩张程度远超美国，聚合支付顺势兴起。中国是全球最大的电子商务市场，支付宝、财付通和微信支付目前是电子钱包支付的领头羊。由于传统金融机构长期忽视用户体验，不重视普通用户的金融需求，这些因素都给了中国第三方支付独立发展壮大机会。中国第三方支付机构能够以支付功能作为突破口，在用户体验和感知上超过传统金融机构并能够在支付功能的基础上衍生出更多的增值业务。而移动支付市场的迅速发展，带动了海量的用户需求，但随之而来的是支付碎片化现象越发严重，商户需要服务机构能够满足支付聚合、账户一键式管理、会员管理、客户营销、数据分析等店铺升级后的多方面需求，聚合支付顺势崛起。

图表 59 中国 2016 年不同支付方式占比



资料来源: Worldpay, 华创证券

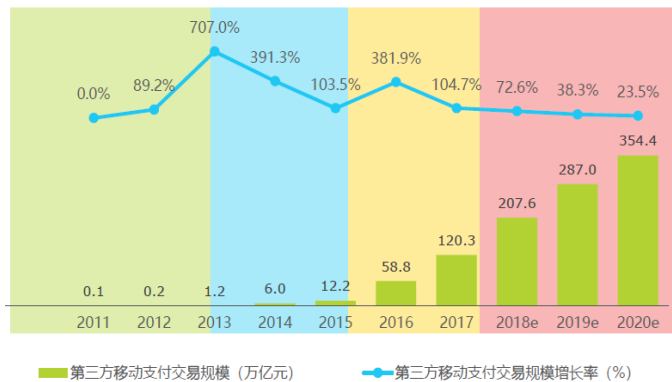
图表 60 美国 2016 年不同支付方式占比



资料来源: Worldpay, 华创证券

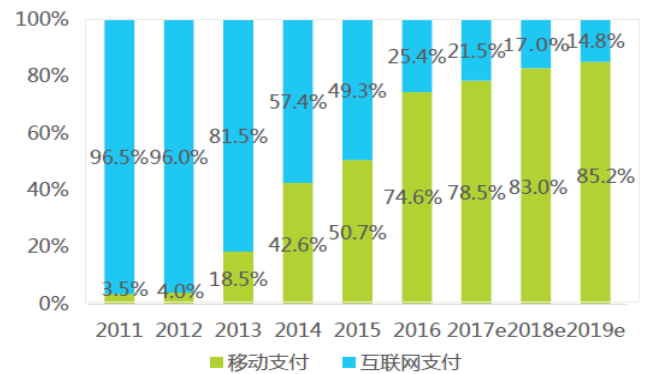
中国第三方支付市场行业规模持续增长，线下扫码支付行业进入加速发展期，应用场景不断增多。根据艾瑞数据显示，中国第三方移动支付交易规模持续增长，2016 年移动支付交易规模约为 58.8 万亿元人民币，较去年同比增长 381.9%。**线下扫码支付行业进入加速发展期，应用场景不断增多。**随着线下扫码支付覆盖的场景不断增多，同行业解决方案也丰富。一面简单快捷为用户带来了便捷的消费体验，另一方面接入线下扫码支付商家也享受到数字化营销与经所收益增加。与商家双赢的局面极大促进了线下扫码支付快速拓展。线下扫码支付业务主要价值在于垂直行业的增值服务

图表 61 中国第三方移动支付交易规模



资料来源: 艾瑞咨询, 华创证券

图表 62 中国移动支付与互联网支付规模占比

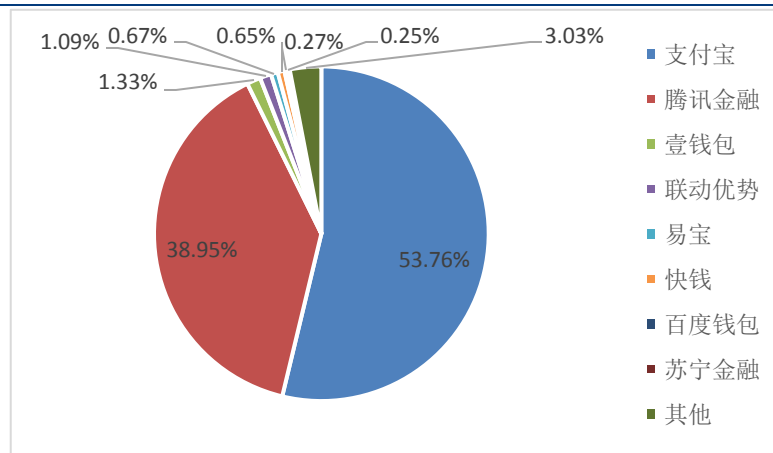


资料来源: 艾瑞咨询, 华创证券

(二) 中国移动支付领域 C 端双寡头争相开始布局 B 端

中国第三方支付市场中, 微信和支付宝这 2 家公司占 90% 的市场份额, 为了扩展市场, 这两家公司对于他们的渠道商给的结算费率非常低(费率 (0.38%) - 返利 (0.19%) - 成本 (约 0.19%)), 作为巨头流量获取的一个必要板块, 支付宝和微信支付并不承担盈利压力。

图表 63 2018 年 Q1 中国第三方支付移动支付市场交易份额



资料来源: Analysys, 华创证券

“电商一把手”阿里巴巴围绕着电商业务进行布局。对一切流量入口都是势在必得的态度。“流量生产机”腾讯围绕着微信业务布局。腾讯则把所有赛道视为工具, 然后搬回家补齐自家生态。但归到核心问题上, 阿里要把支付宝推向全民, 手握微信支付的腾讯要通过电商场景获取用户信用数据。两家争夺的核心还是支付工具覆盖的广度和质量。

图表 64 阿里巴巴以电商业务为核心的 B 端业务布局



资料来源：搜狐科技，华创证券

图表 65 腾讯以微信为核心的 B 端业务的布局



资料来源：腾讯官方资料

（三）美团 Copy Square 路径，围绕中小餐饮商户切入收单、ERP 等餐饮 SaaS，有望在双巨头中杀出血路

美团作为聚合支付服务商，交易业务基本无盈利空间，主要价值在于垂直行业的增值服务。

平台优势无与伦比，为线下商户提供基于生态、全链条的整体解决方案。 美团一直专注于平台生态建设，在**外卖、团购、支付**等环节覆盖有大规模的消费者和商家，形成了庞大的餐饮数据池，是实现餐饮 B2B 服务平台化的主要力量。美团点评餐饮开放平台与餐饮服务商无缝连接，将沉淀的业务能力开放给 SaaS 服务商，帮助商家实现**外卖自动接单同步后厨、团购秒速验券、评价实时管理、预定、智能支付、门店信息线上化、全渠道会员**等功能，实现平台、服务商与商户的高效闭环连接，打造线上线下一体化，帮助餐厅在线，让商家使用的收银产品不再是数据“孤岛”。此外，美团全渠道会员体系进一步提高营销活动的精准触达能力和响应率，为餐饮业带来新动能。美团平台将部分大数据向商家开放，线上线下全渠道数据互通。商家可以对会员全生命周期的行为轨迹进行完整记录，强化商家与顾客连接，为餐企创造新价值。构建全渠道会员体系，需要足够深足够广的数据池才能发挥价值，美团凭借其餐饮行业的绝对领先地位，在助力商家营销方面拥有绝对优势。

图表 66 美团点评平台优势明显



资料来源：美团点评

美团拥有强大的地推能力。餐饮业由于中小商户较多，软件推广需要大量的销售团队及后续服务团队，对大部分创业公司来说，都是难以突破的困难。美团的地推团队从团购时期就已经在业界树立起了一定威望，曾助美团在2013年千团大战中一举夺得60%的市场份额。目前，美团共拥有4.6万名员工，其中地推人员约2.5万人，在大规模地推团队的管理上，美团具有丰富的经验，可以使其迅速抢占市场份额，不断兼并整合，未来有望实现数家独大甚至一家独大。

竞争环境优越，餐饮 SaaS 赛道内美团一家独大，相比阿里占据先发优势。 Square 竞争对手除有 Paypal、First Data 等优秀的第三方支付公司，还有如 Visa、MasterCard 等强大的传统支付机构。而美团当前一家独大，竞争环境优越，布局线下支付及餐饮 SaaS 正当时。支付宝和微信尽管占据 90% 以上的第三方支付市场份额，但支付宝全力构建其金融体系，微信偏重于社交，在聚合支付方面二者均未发力。当前餐饮 SaaS 技术服务商主要有传统 ERP 服务厂商及第三代 SaaS 服务商，其体量均不能和美团同日而语。另外，尽管阿里收购了饿了么，布局外卖业务，未来也可能进入餐饮 SaaS 市场，但餐饮行业是双边市场，一方面 to C，一方面 to B，要两方面相互协调，相比滴滴、ofo 等业务模式更加复杂，且更依赖 BD 团队，商户对互联网的接受程度还比较低，IT 化过程中需要和商户做一步步匹配。相比刚接触餐饮行业的阿里，美团占据先发优势。

五、风险提示

中小微商家利润贡献小；政策因素；新业务发展不及预期。

通信组团队介绍

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：蒋颖

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500