

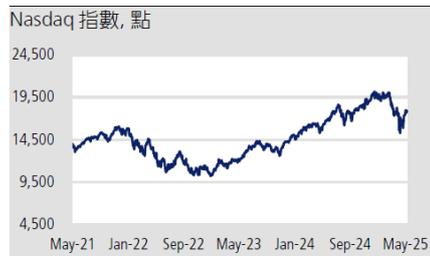
## 金融科技與支付產業：1Q25 財報通讀

### 4 月消費維持穩健，支付解決方案赋能 Agentic Commerce

#### 焦點內容

1. V/MA：季內數據及財測顯示消費穩健，赋能 AI Agents 提供無縫的購物體驗。
2. PYPL：重申 2025 財測不變，推出 MCP 切入代理式商務機會。
3. XYZ：2025 Rule of x 財測下修，Cash App 新用戶成長停滯。

#### Nasdaq 指數



#### ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G	
Visa	V US	53	44	74	37
MasterCard	MA US	78	78	73	82
PayPal	PYPL US	78	68	82	80
Block	XYZ US	44	70	38	31

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

美國金融科技與支付領導業者 Visa(美, V US)、MasterCard(美, MA US)、Block(美, XYZ US)、PayPal(美, PYPL US)公佈 C1Q25 財報。

#### 評論及分析

**V/MA：季內數據及財測顯示消費穩健，赋能 AI Agents 提供無縫的購物體驗。** V 2Q FY25(財年止於 9 月)淨營收大致符合市場預期，調整後每股盈餘優於預期 3%。FY25 淨營收財測年增低雙位數不變。MA 1Q25 淨營收及調整後每股盈餘優於預期 2/4%。2025 淨營收財測年增 12%(vs. 先前低雙位數，2H25 總經具不定性)。管理層假設 2025 消費者支出保持健康。V 指出月刷卡量波動係因閏年、齋月和復活節基期影響，排除後旅遊(尤其美加邊境)及娛樂相對成長趨緩。雖四月上旬有些微購買潮(尤其電子產品)但 4 月整體而言沒有顯著差異。MA 季內數據(截至 4/28)亦顯示美國/其他地區年增 8/15% 較 1Q25 略加速 1/1ppts。跨境電商和旅遊年增 20/14%略加速 1/2ppts。近期，V 推出 Intelligent Commerce 與 OpenAI, Anthropic, Perplexity 等 AI 公司合作，在用戶授權及規劃的預算下搜尋商品並自動完成交易。MA 則推出 Agent Pay 與 Microsoft, IBM 等企業合作，將無縫的支付體驗整合至對話式平台或 AI Agent 當中，將加速 Agent Commerce 發展。

**PYPL：重申 2025 財測不變，推出 MCP 切入代理式商務機會。** PYPL 1Q25 營收劣於預期 1%，每股盈餘優於預期 10%，月活躍用戶季增 200 萬優於預期的季持平，TPV 年增 4%(FXN)劣於預期 1%，品牌結帳(線上)排除閏年影響後年增 6%，較 4Q24/1Q24 之 6/5%持平/微幅加速成長表現尚可，白牌結帳 PSP 則年增 2%相對疲弱，維持 2025 交易毛利年增中位數 4.5%及 non-GAAP EPS 年增中位數 8%之財測。美國 45% Checkout 流量導入新設計帶來轉換率提升將拓展至德/英國。近期公司也推出 Agent Toolkit 透過 MCP 讓 AI Agent 可以導入 PayPal 服務處理整個商務流程，包含付款、開立發票、物流追蹤等功能，內建身份驗證確保安全性。

**XYZ：2025 Rule of x 財測下修，Cash App 新用戶成長停滯。** XYZ 1Q25 毛利低於預期 1%，調整後營業利益低於預期 9%，Rule of x (GP 成長 + adj.OPI/GP)29%低於上季之 31%，其中 Cash App 毛利年增 10%較上季減速 6ppts 相對疲軟，係因 MTA 年持平持續減速，資金流入亦劣於預期。管理層指出 Rule of x 指標於 2H25 加速，但下修 2025 全年目標至 31%(12%+19% vs. 先前 15%+21%)，並重申 2026 目標，驅動力將放在 Cash App Borrow 擴張及 Square 簽訂大型商戶/多渠道經營的合作夥伴。

#### 投資建議

凱基金融科技類股排序調整為 V/MA > PYPL > XYZ，並調降 XYZ 投資評等至「持有」，係考量該司市佔率取得落後同業，2H25 成長動能著重於借貸及線下餐飲 POS 擴張為總經敏感及依賴降息循環啟動。

#### 投資風險

消費動能趨緩；競爭導致抽成率下降幅度大於預期；監管議題升溫。

圖 1: 凱基財測及目標價調整

	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
<b>Visa</b>													
Gross revenue (US\$m)	55,294	61,209	0	(0)									
Net revenue (US\$m)	39,534	43,594	(0)	(0)									
Operating profit (US\$m)	26,677	29,710	(1)	(0)	OP	351	658	405	15	405	0	FY26 31x PE 5yr +0.5std.	
EBITDA (US\$m)	27,578	30,855	(1)	(0)								FY26 31x PE	
Net profit (US\$m)	22,207	24,416	(0)	(0)									
EPS (US\$)	11.31	12.72	0	(0)									
<b>MasterCard</b>													
Gross revenue (US\$m)	51,853	58,196	1	0									
Net revenue (US\$m)	31,821	35,651	1	0									
Operating profit (US\$m)	18,480	21,072	1	(0)	OP	567	515	650	15	650	0	FY26 36x PE 5yr +0.5std.	
EBITDA (US\$m)	19,566	22,230	1	0								FY26 36x PE	
Net profit (US\$m)	14,477	16,540	0	(0)									
EPS (US\$)	15.90	18.60	0	(1)									
<b>PayPal</b>													
Revenue (US\$m)	32,783	34,703	(1)	(1)									
Gross profit (US\$m)	15,296	15,991	0	(0)									
Operating profit (US\$m)	6,230	6,674	(1)	(1)	OP	70	69	85	21	95	(11)	FY26 16x PE 2yr +1std.	
EBITDA (US\$m)	6,961	7,368	(2)	(3)								FY25 20x PE	
Net income (US\$m)	4,961	5,184	1	(1)									
EPS (US\$)	5.07	5.62	1	0									
<b>Block</b>													
Revenue (US\$m)	24,423	27,479	(8)	(7)									
Gross profit (US\$m)	9,990	11,347	(2)	(4)									
Operating profit (US\$m)	1,648	2,384	(23)	(20)	DG to N	50	31	55	10	105	(48)	FY26 8x EV/EBITDA 2yr -1.5std.	
EBITDA (US\$m)	3,285	3,990	(14)	(17)								FY26 15x EV/EBITDA	
Net income (US\$m)	1,952	2,566	(37)	(31)									
EPS (US\$)	2.87	3.73	(39)	(35)									

資料來源: Bloomberg; 凱基

備註: Visa 2025/26 係指 FY25/26 (財年止於 9 月)

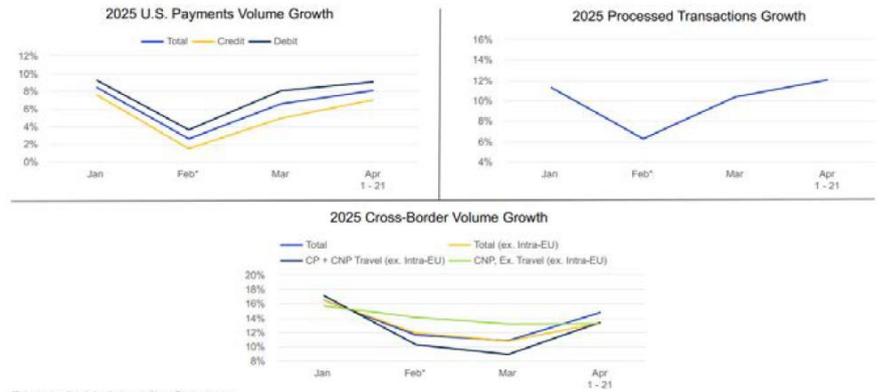
圖 2: Fintech 業者在 Agentic AI 功能發展

公司	Visa (VISA US)	Mastercard (MA US)	PayPal (PYPL US)	Block (XYZ US)
產品/服務	Visa Intelligent Commerce	Mastercard Agent Pay	PayPal Agent Toolkit	Goose
發布時間	2025 年 4 月 30 日 — Visa 全球產品發表	2025 年 4 月 29 日 — 全球新聞稿發行	2025 年 4 月 14 及 29 日 — PayPal 開發者	2025 年 1 月 28 日 — 官方聲明稿發行
主打標語	賦能 AI 代理人規模提供個性化且安全的購物體驗	為代理式商務打造全新的支付基礎設施 —— 由自主 AI 助理代表使用者執行	讓任何 AI 代理人能直接導入 PayPal, 處理整個商務流程 —— 付款、發貨、發票、爭議	打造開放、模組化的 AI 代理人框架
應用場景	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 預訂航班/酒店 (設置消費限額)</li> <li>- 自動訂購每週雜貨</li> <li>- 預訂難預訂的餐廳並在暴露卡片資料的情況下付款</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 生日派對購物</li> <li>- 為中小企業設計的代理人, 能夠從海外採購並使用虛擬公司卡完成結算</li> <li>- 零售商聊天機器人 - 最佳支付方式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 支付購買並結算發票</li> <li>- 實時追蹤貨物運送</li> <li>- 自動管理訂閱 / 庫存</li> <li>- 提出或解決爭議</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 協助工程師自動化開發流程 (程式碼撰寫、測試、自動化部署)</li> <li>- 可擴展至創作、採購、商務流程等 (未來潛力)</li> </ul>
技術架構 / 支付軌道	透過 Visa 支付通行密鑰創建的代幣化 AI 就緒卡: 5 個 API 涵蓋授權、代幣化、支出規則、風險信號	Mastercard 代幣與通行密鑰技術堆疊上的新型代理代幣: 支援可程式化規則	現有的 PayPal 開放平台 API + 新的模型上下文協議 (MCP) 和「代理對代理」工作流程端點	採用 MCP (Model Context- 支援多種 LLM 引擎; 可串接 Block 生態系如 Square / Cash App 支付工具 (未來潛力))
主要合作夥伴	Anthropic, OpenAI, Microsoft, Samsung, Stripe, Mistral AI, Perplexity	Microsoft, IBM watsonx, Braintree, Checkout.com	AWS, Google Cloud (Gemini), Microsoft Azure, Anthropic	Anthropic (共同開發 MCP 協定), 可整合 OpenAI、Mistral 等模型平台
功能與控管機制	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 使用者定義的支出限制、MCC 類別篩選、即時批准提示</li> <li>- Visa AI 詐欺引擎 (2024 年阻止 US\$40bn)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 註冊與驗證「受信任代理」</li> <li>- 設備上生物識別技術用於強大認證</li> <li>- 使用者設定的購買許可權</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 一次性密碼身份驗證</li> <li>- PayPal 詐欺情報</li> <li>- 嵌入式商家驗證</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- YAML 定義 workflow, 自訂流程執行</li> <li>- CLI 與桌面 UI 介面</li> <li>- 使用者可選擇模型與執行權限層級</li> </ul>
時程	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 試驗性 API 已上線</li> <li>- 2025 年進行受控試驗</li> <li>- 目標 2026 年全球全面推廣</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 合作夥伴整合於 2025 年 4 月開始</li> <li>- 更廣泛的商家推廣「下一階段」(尚未確定日期)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- API 現已上線</li> <li>- 公開展示中的商家</li> <li>- 早期開發項目正在進行</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2024 年底推出開源版本</li> <li>- 2025 年初正式公開並擴大社群合作</li> </ul>
共通特性	代幣化、支出規則、廣泛的合作夥伴	代幣化 + 使用者控制	代幣化憑證, 代理友好的 API	支援多 LLM 模型、Agent API 框架、可連接第三方工具與資料源
差異化優勢	最細緻的支出 / 商戶類別 (MCC) 限制, 並可即時在全球使用	首個正式建立「可信代理人」註冊機制與強制生物辨識驗證的平台	最完整的付款後功能 (開立發票、爭議處理、物流追蹤)	完全開源、模組化, 支援本地端部署 針對開發者社群設計, 非單一平台服務 領先責任開放式代理架構

資料來源: Panagiotis' Fintech; 凱基

圖 3: Visa 季內刷卡數據顯示 4 月消費維持穩健

Operational Performance Metrics through April 21, 2025



\*February growth includes the impact of Leap Day in prior year.  
 Notes:  
 1) All figures shown on a constant dollar basis and growth rates are calculated over the comparable prior year period. Refer to Operational Performance Data Footnote for further information on these metrics.  
 2) CP+CNP Travel (ex. Intra-EU) and CNP, Ex. Travel (ex. Intra-EU) are calculated as a percentage of total cross-border volume.  
 VISA Fiscal Second Quarter 2025 Financial Results ©2025 Visa. All rights reserved. 3

資料來源：Visa；凱基

圖 4: MasterCard 季內刷卡數據顯示 4 月消費維持穩健

Business Update Through April 28<sup>th</sup>

	Year-over-year growth %					
	2024	2025				
	Q4	Jan	Feb	Mar	Q1	Apr 28 MTD
<b>Switched volume<sup>1</sup></b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>
United States	9%	11%	4%	7%	7%	8%
Worldwide less U.S.	16%	16%	12%	13%	14%	15%
<b>Switched transactions</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>7%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>
<b>Cross-border volume<sup>1</sup></b>	<b>20%</b>	<b>18%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>
Intra-Europe	20%	16%	13%	15%	15%	19%
Other Cross-border	20%	19%	14%	13%	16%	15%
XB CNP ex travel	21%	20%	18%	20%	19%	20%
XB Travel (CP + CNP travel)	18%	16%	11%	10%	12%	14%

1. Mastercard-branded programs only; on a local currency basis. May 1, 2025

資料來源：MasterCard；凱基

## Visa (V US)

**圖 5：Visa – ESG 整體分數**

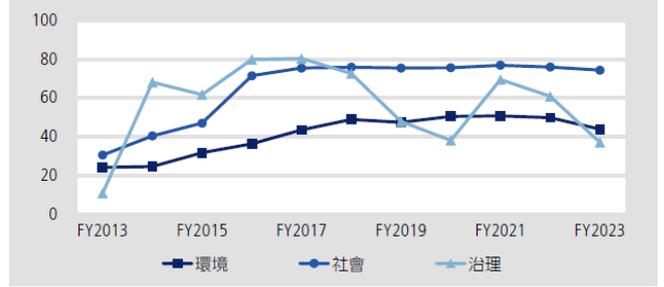
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 6：Visa – ESG 各項分數**

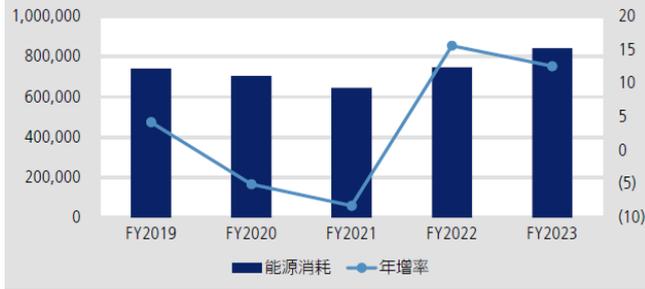
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 7：Visa – 能源消耗**

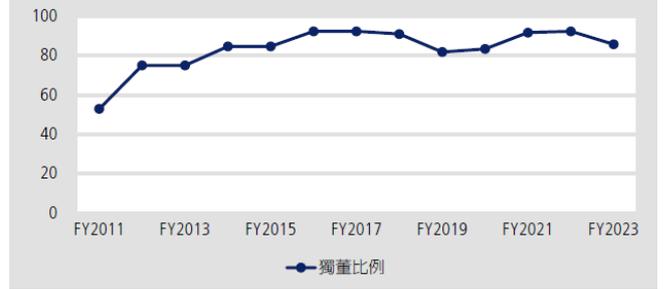
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 8：Visa – 獨立董事**

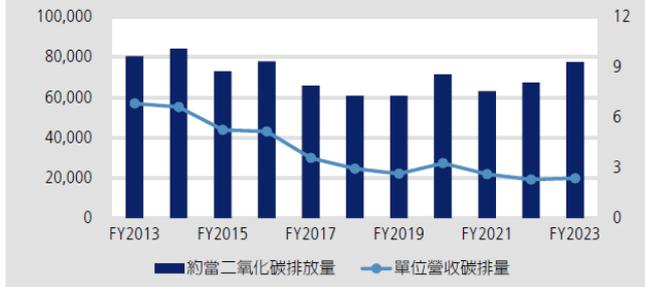
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 9：Visa – 碳排放量**

約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 10：Visa – 廢棄物總量**

廢棄物回收比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 11：Visa – 耗水量**

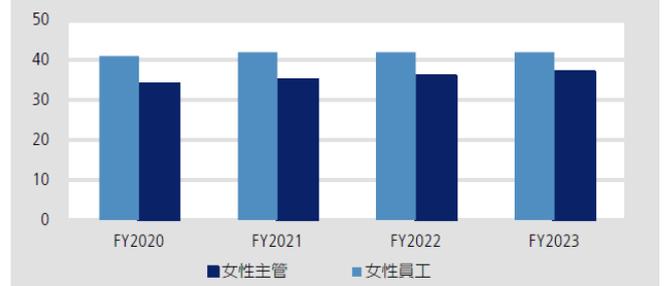
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 12：Visa – 性別多樣性**

女性主管及員工比例，百分比

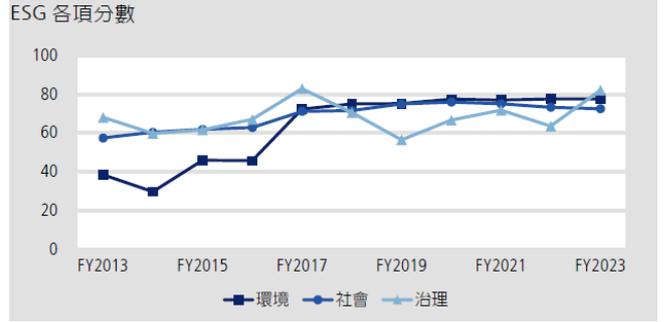


資料來源：Refinitiv、公司資料

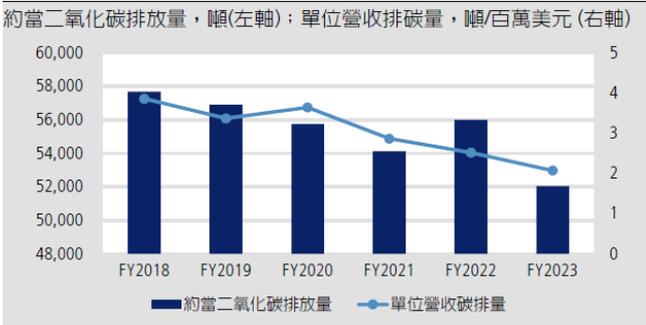
## MasterCard (MA US)

**圖 13 : MasterCard – ESG 整體分數**

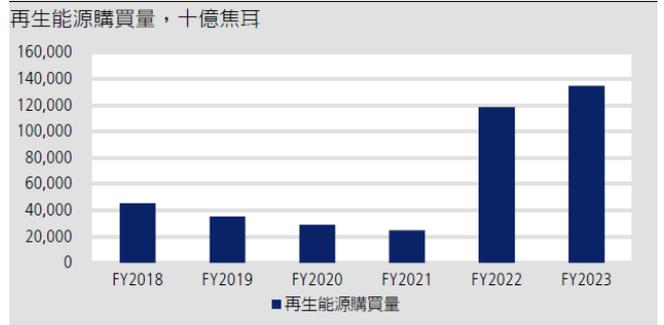

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 14 : MasterCard – ESG 各項分數**


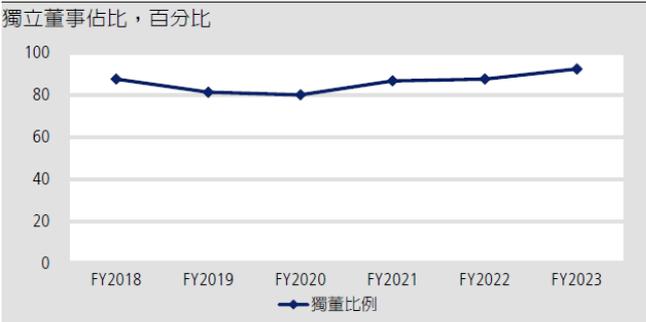
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 15 : MasterCard – 碳排量**


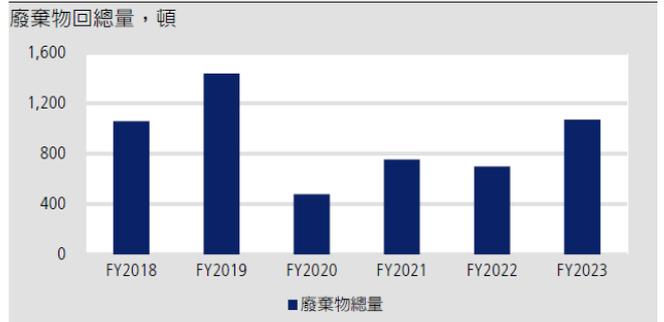
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16 : MasterCard – 再生能源購買量**


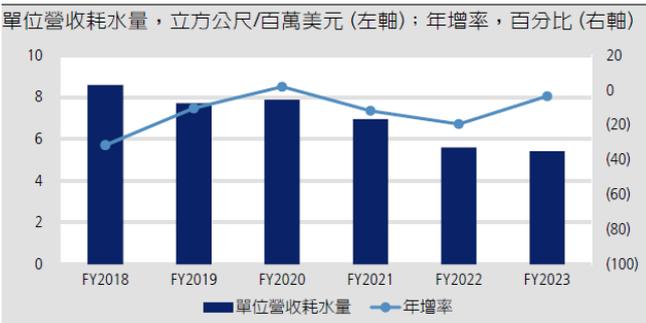
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17 : MasterCard – 獨立董事**


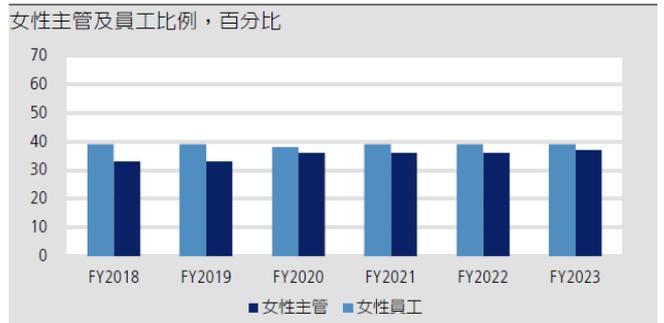
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18 : MasterCard – 廢棄物總量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19 : MasterCard – 耗水量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20 : MasterCard – 性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

## PayPal (PYPL US)

**圖 21 : PayPal – ESG 整體分數**

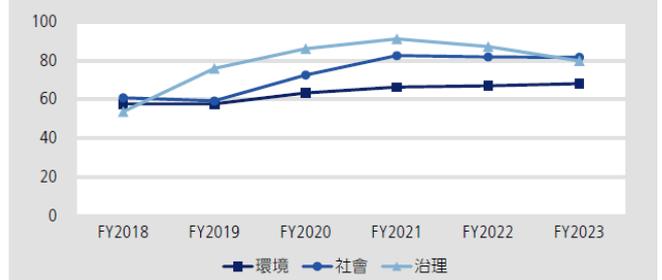
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 22 : PayPal – ESG 各項分數**

ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 23 : PayPal – 能源消耗**

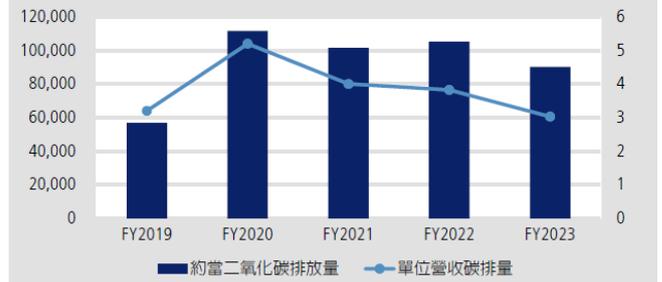
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 24 : PayPal – 再生能源使用**

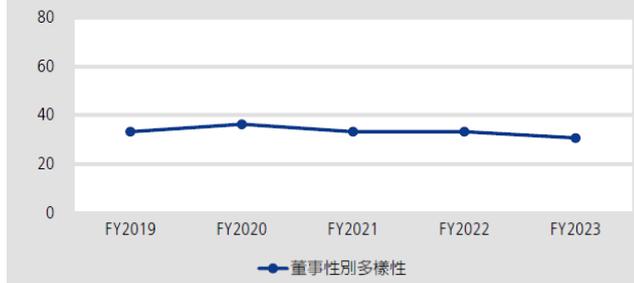
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 25 : PayPal – 董事性別多樣性**

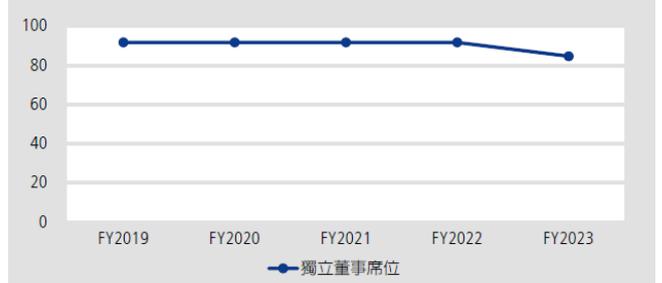
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 26 : PayPal – 獨立董事**

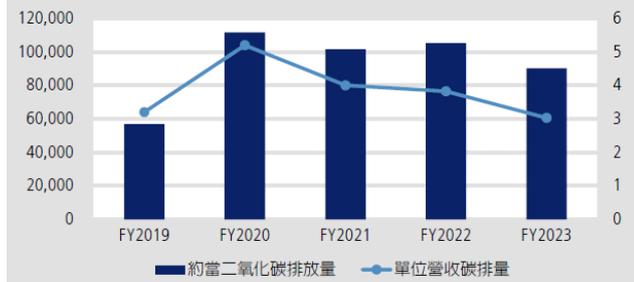
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 27 : PayPal – 碳排放量**

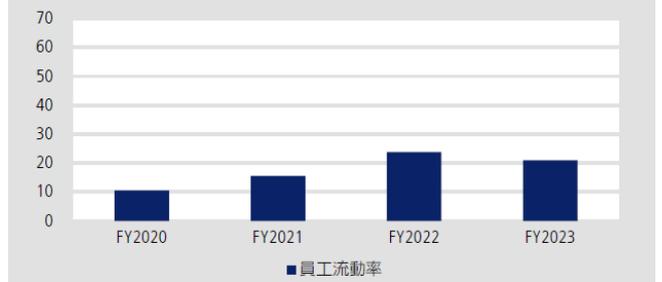
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

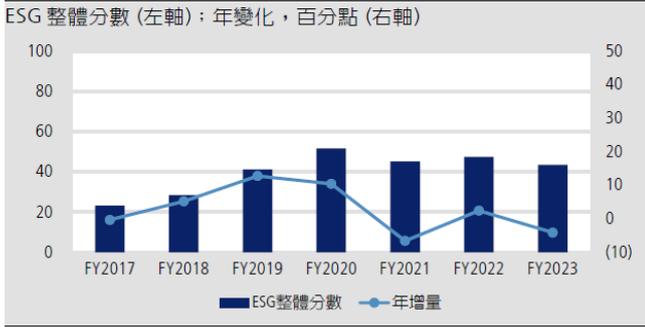
**圖 28 : PayPal – 員工流動率**

員工流動率，百分比

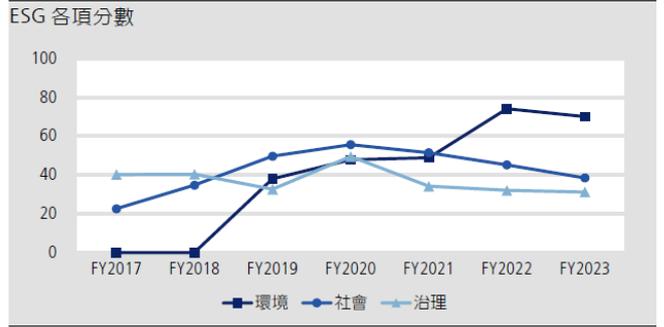


資料來源：Refinitiv、公司資料

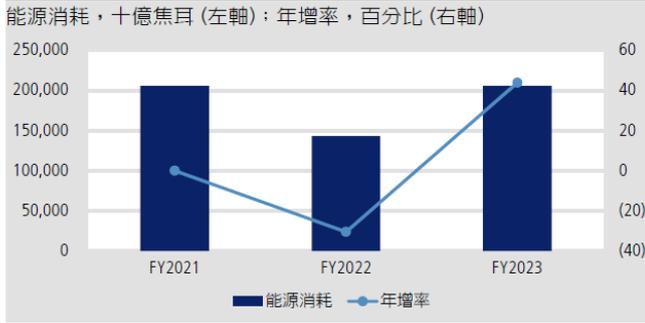
## Block (XYZ US)

**圖 29 : Block – ESG 整體分數**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 30 : Block – ESG 各項分數**


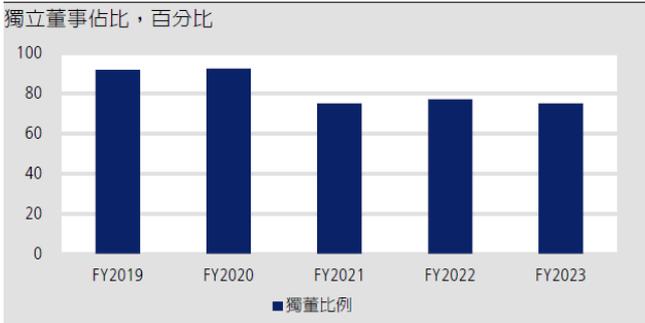
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 31 : Block – 能源消耗**


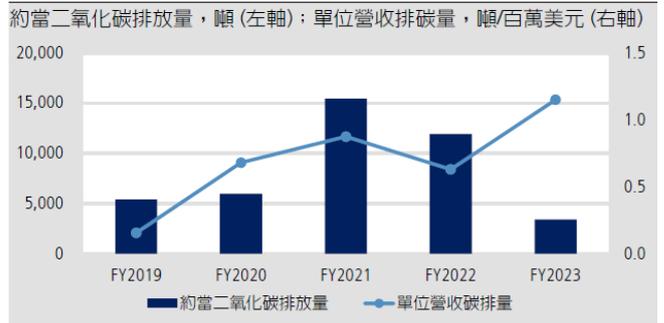
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 32 : Block – 董事性別多樣性**

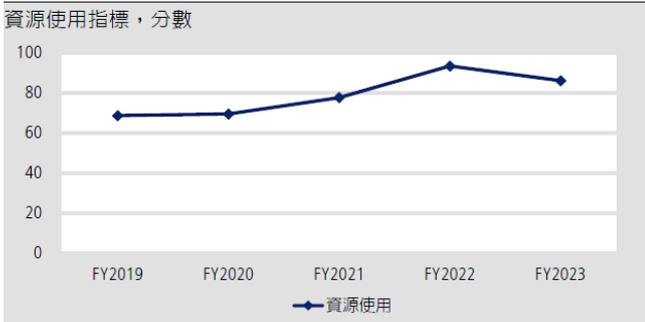

資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 33 : Block – 獨立董事**


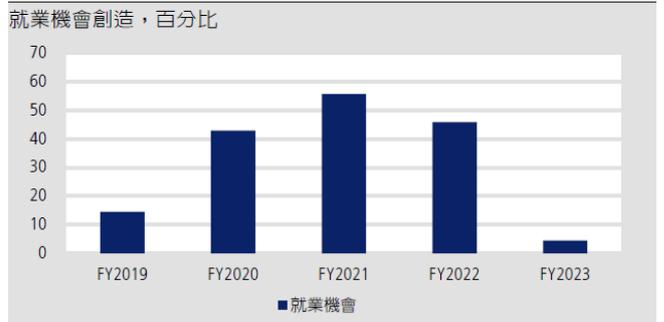
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 34 : Block – 碳排量**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 35 : Block – 資源使用**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 36 : Block – 就業機會**


資料來源: Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人, 隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動, 其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份, 發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見, 凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改, 本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱, 并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下, 擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及之任何證券持倉。