

金融科技與支付產業：2Q25財報

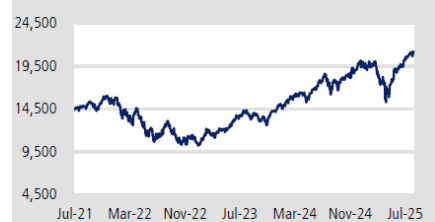
營運基本面未有顯著變化，政策催化劑左右股價動能

焦點內容

1. V/MA：季內數據及財測顯示消費具韌性，穩定幣亦有佈局和應用。
2. PYPL：微幅上調 2025 財測但核心業務放緩，穩定幣、代理商務和跨境應用多策略並進。
3. XYZ：2025 Rule of x 財測上修，惟 Cash App 新用戶成長依然停滯。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

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

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 C2Q25 財報。

評論及分析

V/MA：季內數據及財測顯示消費具韌性，穩定幣亦有佈局和應用。 V 2Q FY25(財年止於 9 月)淨營收及調整後每股盈餘優於預期 3/5%，FY25 淨營收財測年增低雙位數不變；MA 2Q25 淨營收及調整後每股盈餘優於預期 2/3%，2025 GAAP 淨營收財測上調至 mid-teens 上緣 (vs. 先前 low-teens，排除匯率、併購等影響後約上修 1%)，管理層表示企業支出健康、消費動能未大幅惡化。V 指出刷卡量排除基期影響後旅遊(尤其美加邊境)及娛樂相對成長趨緩，MA 季內數據(截至 7 月 28 號)顯示美國/其他地區年增 8/13%(vs. 1Q25 之 7/14%大致持平)，跨境電商和旅遊年增 21/10% (vs. 1Q25 之 20/12%電商略增但旅遊略減)。因應穩定幣發展，V 推進 Visa Tokenized Asset Platform 協助銀行與 FinTech 發行自家穩定幣，拓展至新興市場匯款與 B2B 清算等應用。MA 推出整合 One Credential、穩定幣與 Agentic Commerce 的交易模型，若 AI Agent 成未來交易主體，則扮演可信任的中介平台，並強調穩定幣為新型結算工具非顛覆者，攜手裝置、DeFi 夥伴推動合規、安全、可拓展的應用場景。

PYPL：微幅上調 2025 財測但核心業務放緩，穩定幣、代理商務和跨境應用多策略並進。 PYPL 2Q25 營收優於預期 2%，每股盈餘優於預期 8%，月活躍用戶季增 200 萬優於預期的季持平，TPV 年增 5%(FXN)優於預期 2%，品牌結帳(線上 branded-checkout)排除閏年影響後年增 5% (vs. 1Q25 之 6%放緩，此為市場最關注的指標之一)。PYPL 小幅上調 2025 交易毛利及 non-GAAP EPS 1/4%。近期公司多策略並進(1)與 Perplexity、Salesforce 等 AI 平台建立合作關係；(2)推出「Pay with Crypto」功能，而 PYUSD 已整合至 Venmo 與 PayPal；(3)推出 PayPal World 串聯跨國數位支付生態系。

XYZ：2025 Rule of x 財測上修，惟 Cash App 新用戶成長依然停滯。 XYZ 2Q25 Rule of x (GP 成長 + adj.OPI/GP)36%高於上季及財測之 29/28%，上修 2025 Rule of x 至 34%(vs. 先前 31%)，係因行銷活東成果顯現、AI 加速產品開發與設計流程，2H25 主要加速成長動能在於 Borrow 用戶數擴大、BNPL 與 Cash App Pay 使用者快速成長、Proto 礦機業務開始貢獻毛利及 Square 業務加速。惟 2Q25 Cash App MTU 及 Inflow 年增率依然停滯，我們認為差強人意且 Rule of x 財測波動性大。

投資建議

凱基金融科技類股偏好依政策催化劑分為：(1)穩定幣/天才法案相關 V/MA > PYPL 基於支付滲透率為緩慢進展過程；(2)RWA/清晰法案相關關注 COIN、HOOD；(3)BTC 及 ETH 儲備相關關注 XYZ。目標價及財測調整見圖 1。

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。

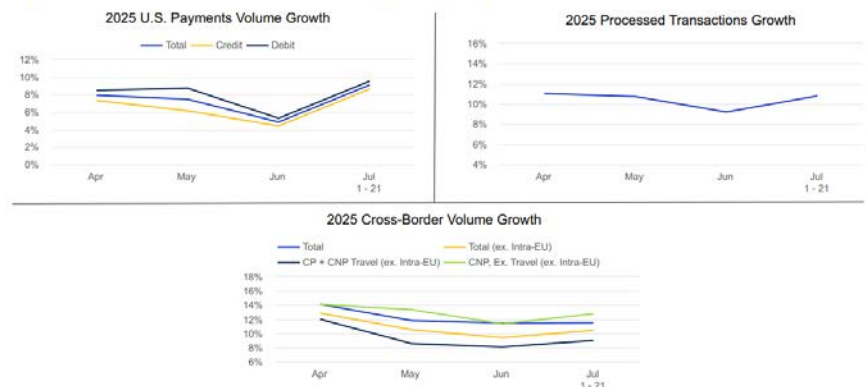
圖 1: 凱基財測及目標價調整

	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
Visa (FY ends Sep.)	FY25	FY26											
Gross revenue (US\$mnn)	55,593	61,859	1	1									
Net revenue (US\$mnn)	39,827	44,133	1	1									
Operating profit (US\$mnn)	26,896	30,083	1	1	OP	332	640	405	22	405	0	FY26 31x PE	FY26 31x PE
EBITDA (US\$mnn)	27,668	31,235	0	1								5yr +0.5std.	5yr +0.5std.
Net profit (US\$mnn)	22,342	24,557	1	1									
EPS (US\$)	11.41	12.86	1	1									
MasterCard													
Gross revenue (US\$mnn)	52,507	59,104	1	2									
Net revenue (US\$mnn)	32,362	36,332	2	2									
Operating profit (US\$mnn)	18,907	21,501	2	2	OP	561	507	670	19	650	3	FY26 36x PE	FY26 36x PE
EBITDA (US\$mnn)	20,122	22,722	3	2								5yr +0.5std.	5yr +0.5std.
Net profit (US\$mnn)	14,849	16,839	3	2									
EPS (US\$)	16.27	18.94	2	2									
PayPal													
Revenue (US\$mnn)	33,049	35,023	1	1									
Gross profit (US\$mnn)	15,410	16,115	1	1									
Operating profit (US\$mnn)	6,287	6,732	1	1	OP	68	65	85	25	85	0	FY26 16x PE	FY26 16x PE
EBITDA (US\$mnn)	6,939	7,341	(0)	(0)								2yr +1std	2yr +1std
Net income (US\$mnn)	5,093	5,326	3	3									
EPS (US\$)	5.21	5.76	3	3									
Block													
Revenue (US\$mnn)	24,846	27,788	2	1									
Gross profit (US\$mnn)	10,149	11,441	2	1									
Operating profit (US\$mnn)	2,033	2,862	4	20	N	77	47	90	17	55	64	FY26 12x	FY26 8x
EBITDA (US\$mnn)	3,416	4,244	4	6								EV/EBITDA	EV/EBITDA
Net income (US\$mnn)	1,739	2,539	(11)	7								2yr avg.	2yr -1.5std
EPS (US\$)	2.71	3.94	(6)	6									

資料來源：Bloomberg：凱基

圖 2: Visa 季內刷卡數據顯示 7 月消費維持穩健

Operational Performance Metrics through July 21, 2025



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: gross Card Present and CNP: gross Card Not Present.

VISA

First Three Quarters 2025 Financial Results

©2025 Visa. All rights reserved. 3

資料來源：Visa：凱基

圖 3: MasterCard 季內刷卡數據顯示 4 月消費維持穩健

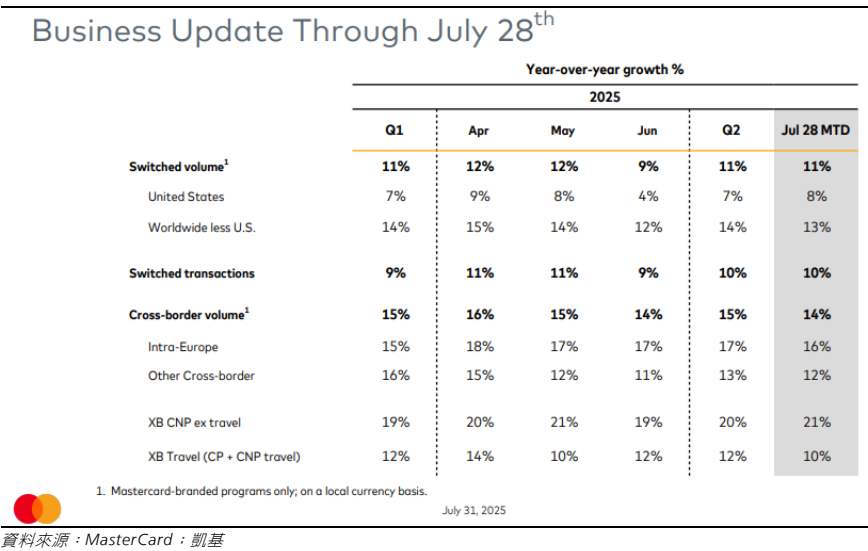
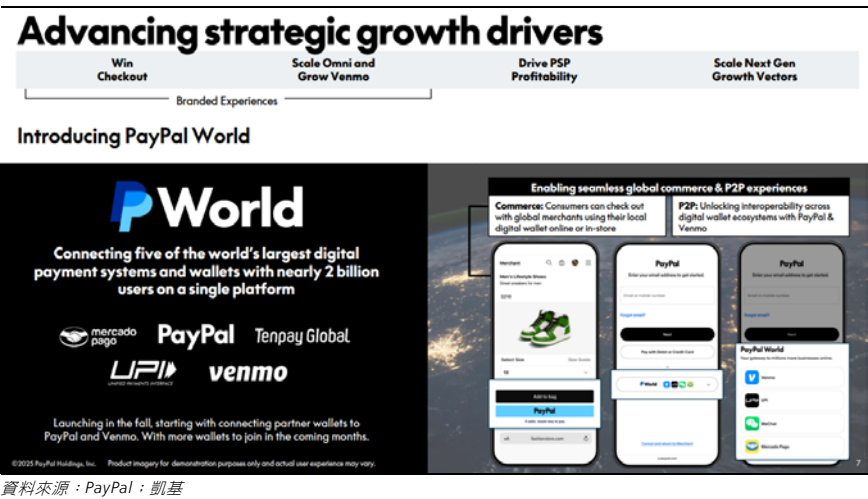


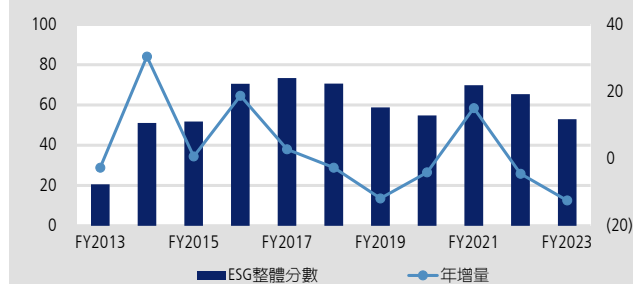
圖 4: PayPal World 串聯跨國數位支付生態系



Visa (V US)

圖 5：Visa – ESG 整體分數

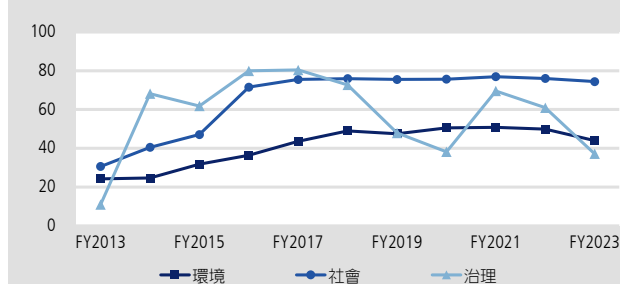
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 6：Visa – ESG 各項分數

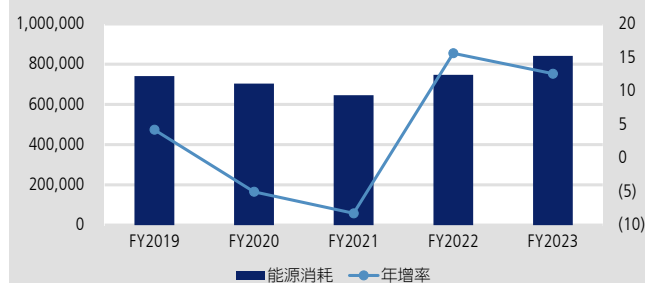
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Visa – 能源消耗

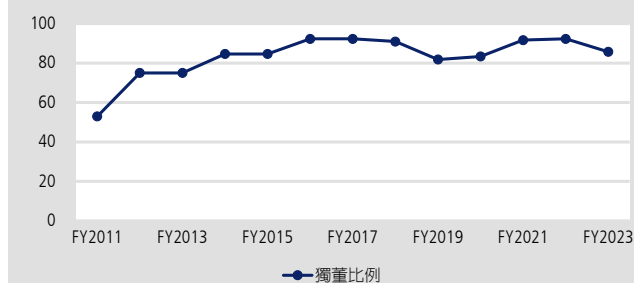
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Visa – 獨立董事

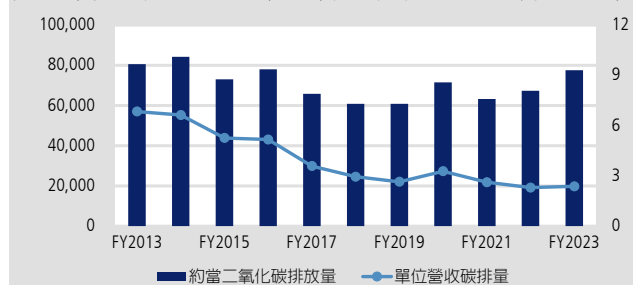
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Visa – 碳排量

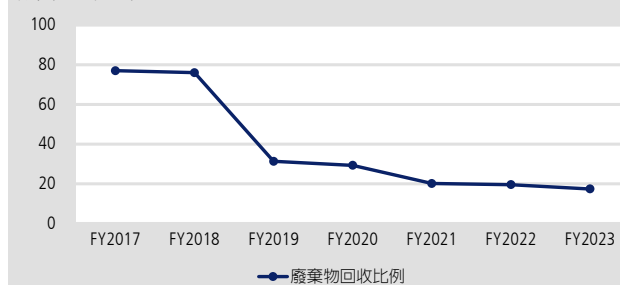
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Visa – 廢棄物總量

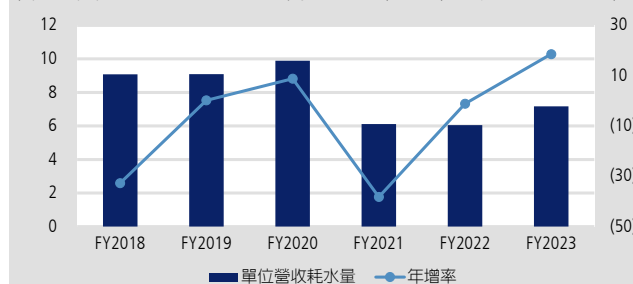
廢棄物回收比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Visa – 耗水量

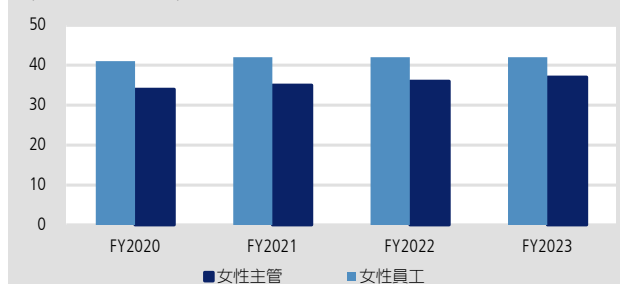
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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

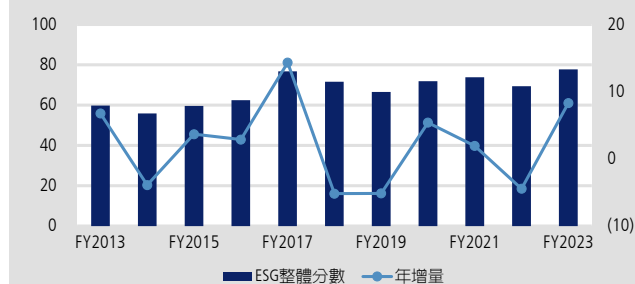


資料來源：Refinitiv、公司資料

MasterCard (MA US)

圖 13：MasterCard – ESG 整體分數

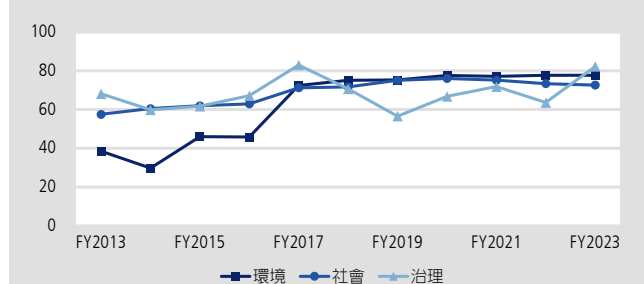
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：MasterCard – ESG 各項分數

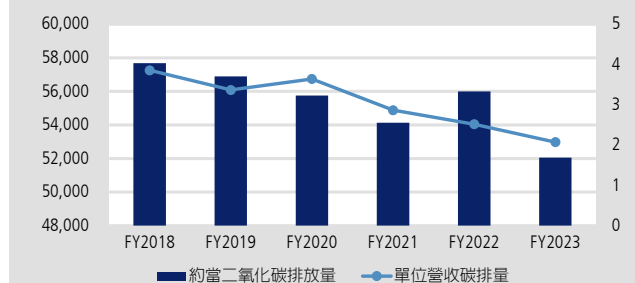
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：MasterCard – 碳排量

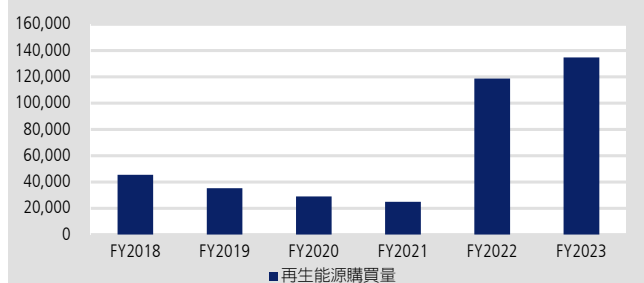
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：MasterCard – 再生能源購買量

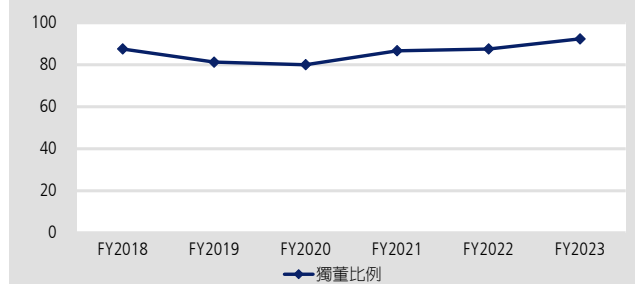
再生能源購買量，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：MasterCard – 獨立董事

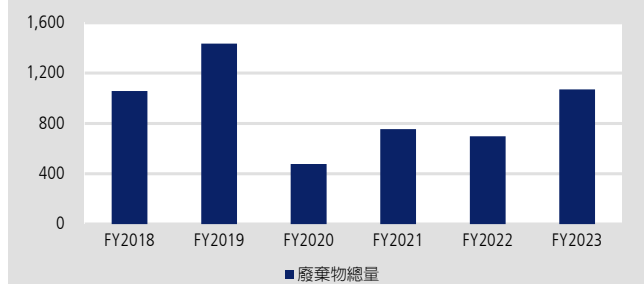
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：MasterCard – 廢棄物總量

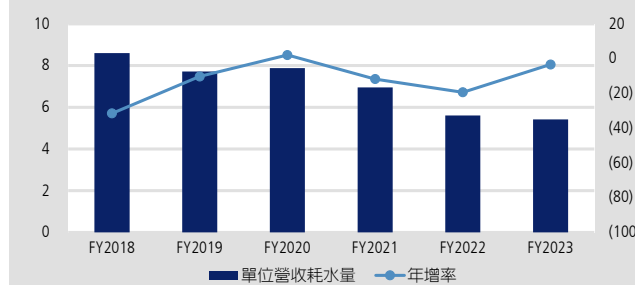
廢棄物回總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：MasterCard – 耗水量

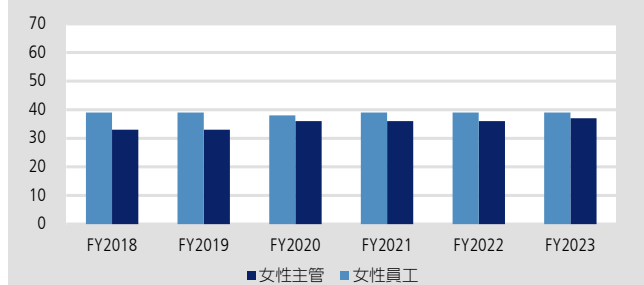
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：MasterCard – 性別多樣性

女性主管及員工比例，百分比

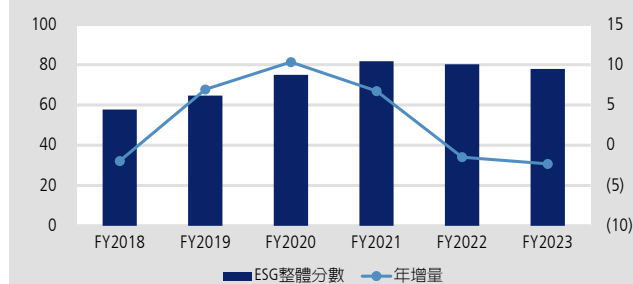


資料來源：Refinitiv、公司資料

PayPal (PYPL US)

圖 21：PayPal – ESG 整體分數

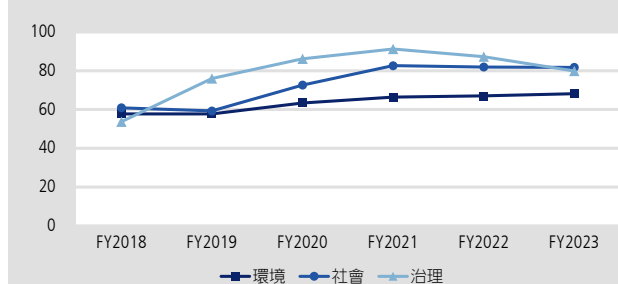
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：PayPal – ESG 各項分數

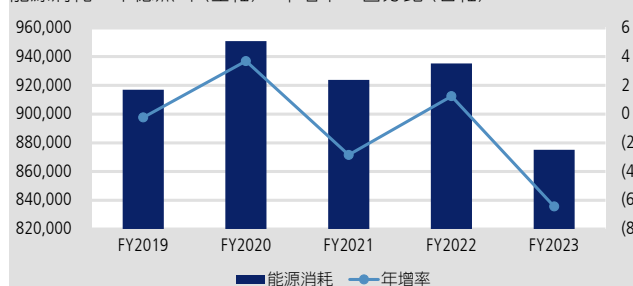
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：PayPal – 能源消耗

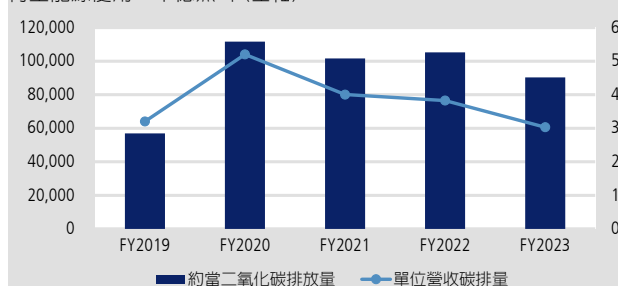
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：PayPal – 再生能源使用

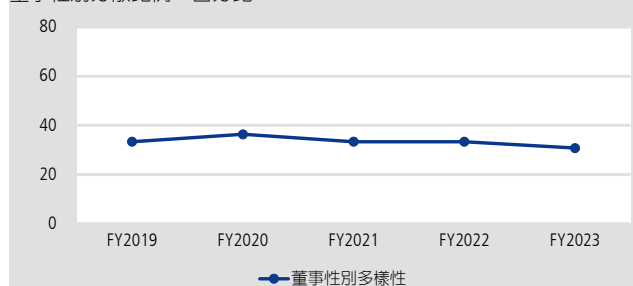
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：PayPal – 董事性別多樣性

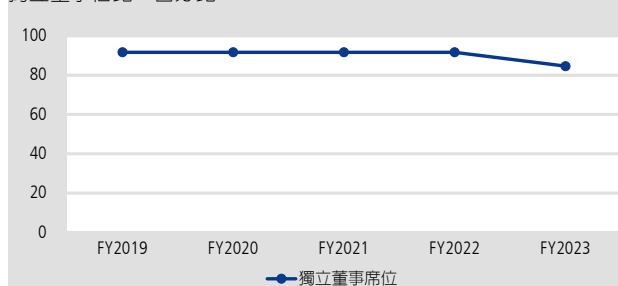
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：PayPal – 獨立董事

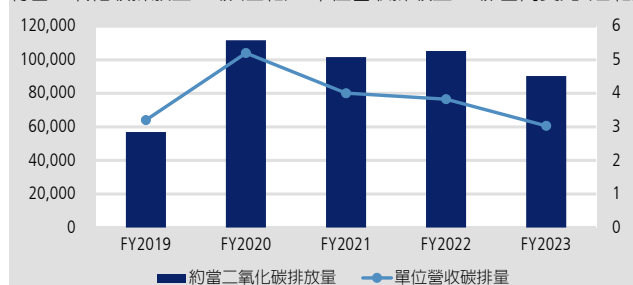
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 27：PayPal – 碳排量

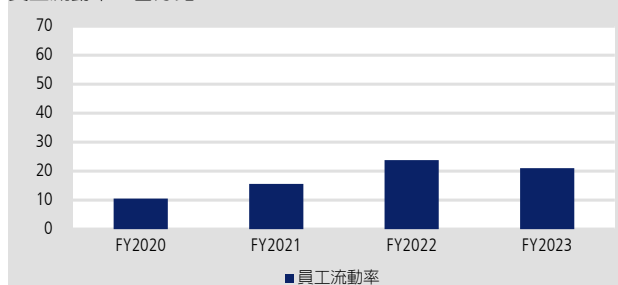
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 28：PayPal – 員工流動率

員工流動率，百分比

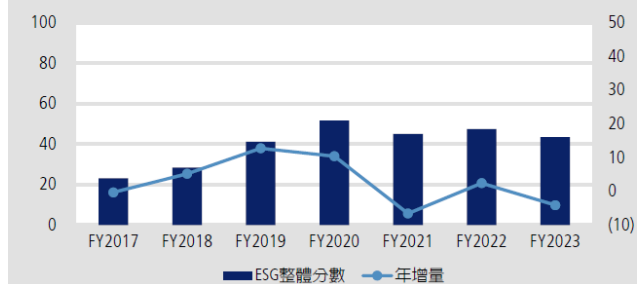


資料來源：Refinitiv、公司資料

Block (XYZ US)

圖 29：Block – ESG 整體分數

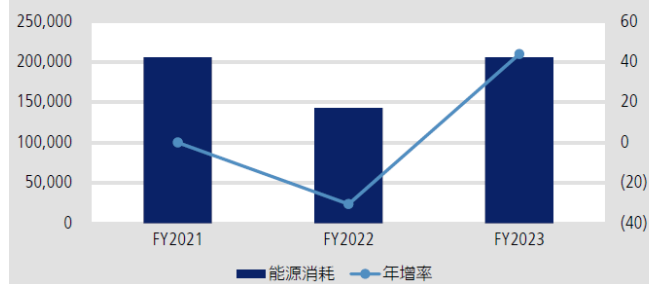
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 31：Block – 能源消耗

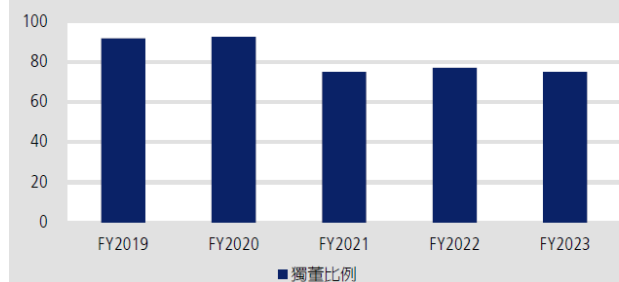
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 33：Block – 獨立董事

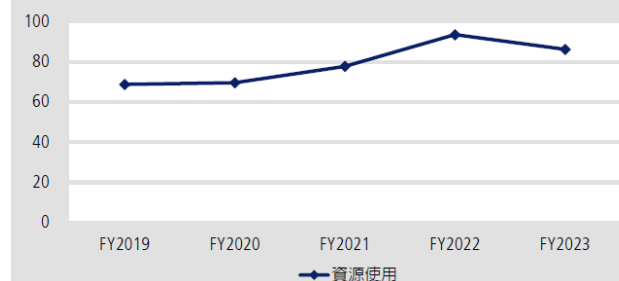
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 35：Block – 資源使用

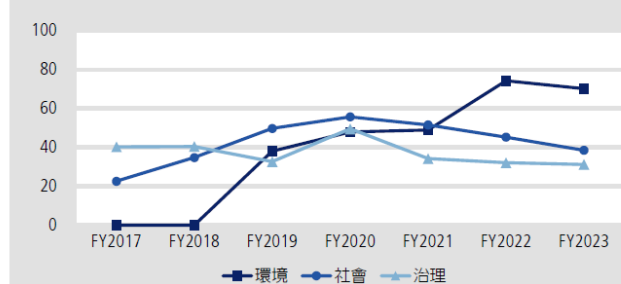
資源使用指標，分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 30：Block – ESG 各項分數

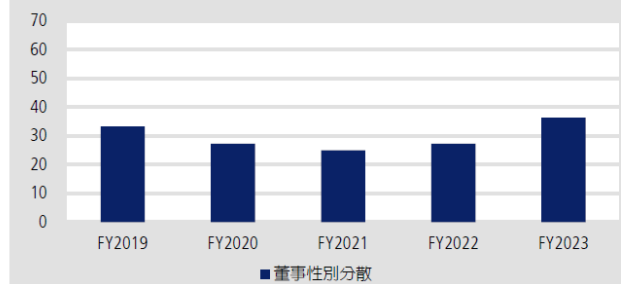
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 32：Block – 董事性別多樣性

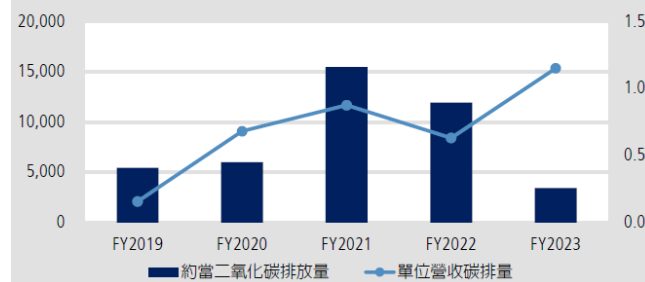
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 34：Block – 碳排放量

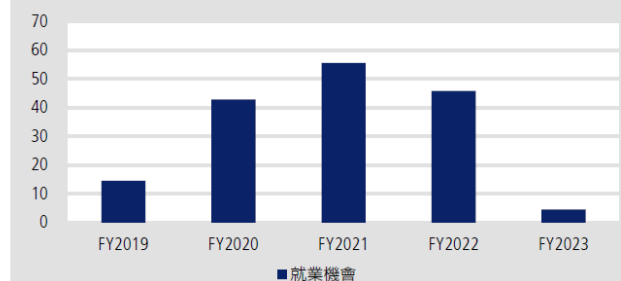
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 36：Block – 就業機會

就業機會創造，百分比



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 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，並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的任何證券持倉。