

軟體產業：金融科技與支付

逐漸成為 AI-ready 公司，惟核心指標尚未顯示結構性好轉

焦點內容

1. V/MA：季內數據及財測顯示消費具韌性，持續佈局 AI 代理商務和穩定幣。
2. PYPL：OpenAI 首個合作電子錢包，惟品牌結帳未見加速成長。
3. XYZ：2025 Rule of x 財測再度上修，惟核心營運指標分歧。

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 C3Q25 財報。

評論及分析

V/MA：季內數據及財測顯示消費具韌性，持續佈局 AI 代理商務和穩定幣。 V 4Q FY25(財年止於 9 月)淨營收及調整後每股盈餘大致符合市場預期，FY26 財測營收、費用年增低雙位數；MA 3Q25 淨營收及調整後每股盈餘大致符合預期，4Q25 淨營收財測 high-teens 成長。通讀焦點：(1)V/MA 管理層皆表示企業支出健康、消費動能未大幅惡化，MA 季內數據(截至 10 月 30 號)顯示美國/其他地區年增 5/12%(vs. 3Q25 之 8/13%略降，反應客戶遷移，非經濟惡化)，跨境電商和旅遊年增 21/11% (vs. 3Q25 持平)；(2)穩定幣：V 推進 Visa Tokenized Asset Platform，拓展至新興市場匯款與 B2B 清算等應用，穩定幣卡消費金額較去年同期成長 4 倍；MA 將穩定幣整合進 Mastercard Move 平台，在高通膨市場的結算應用已有實際案例；(3)AI 代理商務：V 推出 Intelligent Commerce(VIC)、標準協定 VTAP，2026 奧運及世界杯將深化 AI 行銷應用。MA 推出 Agent Pay 框架，並已於 3Q25 完成首筆代理支付，其餘發卡行於 11 月陸續開放。

PYPL：OpenAI 首個合作電子錢包，惟品牌結帳未見加速成長。 PYPL 3Q25 營收/每股盈餘優於預期 2/11%，take-rate 1.64%年減 0.4ppts，TPV 年增 8%(FXN)優於預期 2%，品牌體驗(線上+線下)/品牌結帳(線上)年增 8/5% (vs. 2Q25 之 8/5%持平，此為市場最關注的指標之一)。PYPL 小幅上調 2025 non-GAAP EPS 財測 2%，並將於 1Q26 首度發放現金股利。近期公司多策略並進(1) 與 OpenAI 等 AI 平台建立合作關係，預計代理式商務於 2026 至 2027 放量變現；(2) 推出統一帳戶介面，整合 PayPal, Venmo 主 App 生態，提升使用頻率；(3) PayPal World 串聯跨國數位支付生態系，年底前上線印度、拉美、東南亞。

XYZ：2025 Rule of x 財測再度上修，惟核心營運指標分歧。 XYZ 3Q25 Rule of x (GP 成長 + Adj.OPI/GP)36%高於上季及財測之 36/33%，上修 2025 Rule of x 至 36%(vs. 先前 34%)，AI 工具 Goose 加速產品開發與設計流程，Cash App AI 客服代理 CashBot、虛擬 CFO、Square AI 商務夥伴、虛擬 COO 等功能陸續上線，惟受交易處理及硬體成本上升，Square GP 年增 9%較上季 11%減速，管理層預期負面影響延續至 2Q26。

投資建議

凱基金融科技類股偏好排序維持為 V/MA > PYPL > XYZ，雖公司積極開發區塊鏈及代理式商務功能，惟核心營運數據需同時結構性好轉，方能消除市場長期以來的質疑聲浪。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。

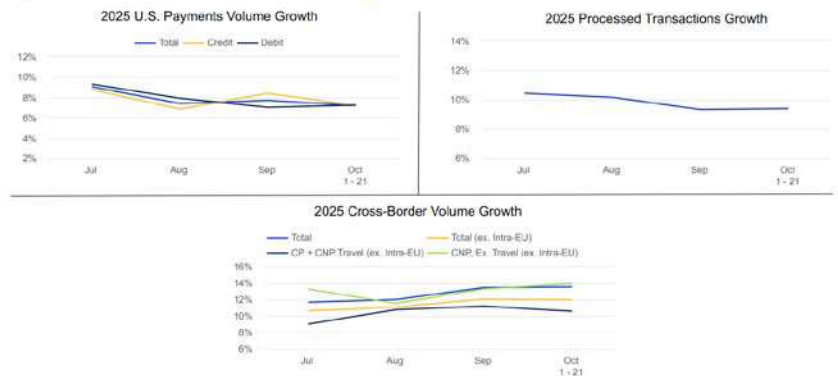
圖 1: 凱基財測及目標價調整

	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)	55,751	62,184	0	1									
Net revenue (US\$mnn)	40,000	44,330	0	0									
Operating profit (US\$mnn)	27,094	30,076	1	(0)	OP	336	643	405	21	405	0	FY26 31x PE	FY26 31x PE
EBITDA (US\$mnn)	28,314	31,176	2	(0)								5yr +0.5std.	5yr +0.5std.
Net profit (US\$mnn)	22,542	24,482	1	(0)									
EPS (US\$)	11.47	12.78	1	(1)									
MasterCard													
Gross revenue (US\$mnn)	52,977	59,755	1	1									
Net revenue (US\$mnn)	32,691	36,765	1	1									
Operating profit (US\$mnn)	19,173	21,750	1	1	OP	552	496	670	21	670	0	FY26 36x PE	FY26 36x PE
EBITDA (US\$mnn)	20,370	23,041	1	1								5yr +0.5std.	5yr +0.5std.
Net profit (US\$mnn)	14,934	16,971	1	1									
EPS (US\$)	16.44	19.10	1	1									
PayPal													
Revenue (US\$mnn)	33,298	35,324	1	1									
Gross profit (US\$mnn)	15,493	16,205	1	1									
Operating profit (US\$mnn)	6,409	6,794	2	1	OP	66	62	80	21	85	(6)	FY26 14x PE	FY26 16x PE
EBITDA (US\$mnn)	7,225	7,576	4	3								2yr avg.	2yr +1std.
Net income (US\$mnn)	5,201	5,361	2	1									
EPS (US\$)	5.34	5.85	3	2									
Block													
Revenue (US\$mnn)	24,399	26,846	(2)	(3)									
Gross profit (US\$mnn)	10,197	11,665	0	2									
Operating profit (US\$mnn)	1,990	2,910	(2)	2								FY26 10x	FY26 12x
EBITDA (US\$mnn)	3,459	4,334	1	2	N	65	40	73	12	90	(19)	EW/EBITDA	EV/EBITDA
Net income (US\$mnn)	1,600	2,237	(8)	(12)								2yr -1std.	2yr avg.
EPS (US\$)	2.53	3.64	(7)	(8)									

資料來源：Bloomberg：凱基

圖 2: Visa 季內刷卡數據顯示 10 月消費維持穩健

Operational Performance Metrics through October 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 Footnotes for further information on these metrics.
 (2) CP denotes Card Present and CNP denotes Card Not Present.
 (3) CP + CNP Travel ex. Intra-EU and CNP Ex. Travel ex. Intra-EU.

© 2025 Visa. All rights reserved.

資料來源：Visa：凱基

圖 3: MasterCard 季內刷卡數據顯示 10 月受 Capital One 客戶遷移，非經濟惡化

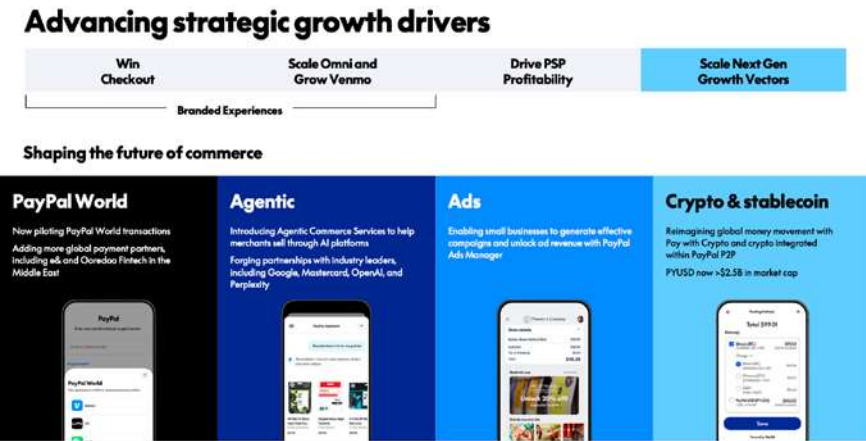
	Year-over-year growth %					
	2025					
	Q2	Jul	Aug	Sep	Q3	Oct 28 MTD
Switched volume ¹	11%	11%	10%	11%	11%	9%
United States	7%	9%	7%	7%	8%	5%
Worldwide less U.S.	14%	13%	13%	13%	13%	12%
Switched transactions	10%	10%	11%	10%	10%	10%
Cross-border volume ¹	15%	14%	14%	16%	15%	15%
Intra-Europe	17%	16%	16%	17%	16%	16%
Other Cross-border	13%	12%	12%	14%	13%	13%
XB CNP ex travel	20%	21%	21%	22%	21%	21%
XB Travel (CNP + CNP travel)	12%	10%	11%	11%	11%	11%

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

October 30, 2025

資料來源：MasterCard；凱基

圖 4: PayPal 推四大策略布局未來商務市場

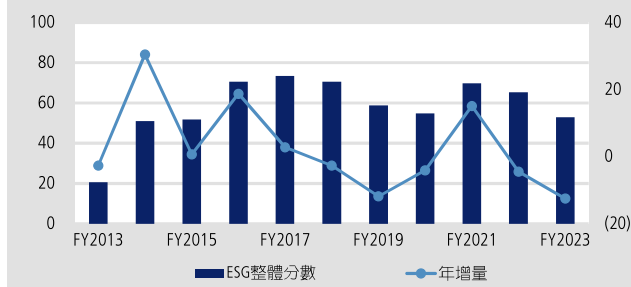


資料來源：PayPal；凱基

Visa (V US)

圖 5：Visa – ESG 整體分數

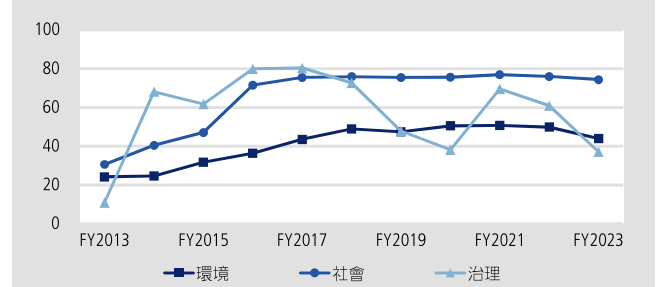
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 6：Visa – ESG 各項分數

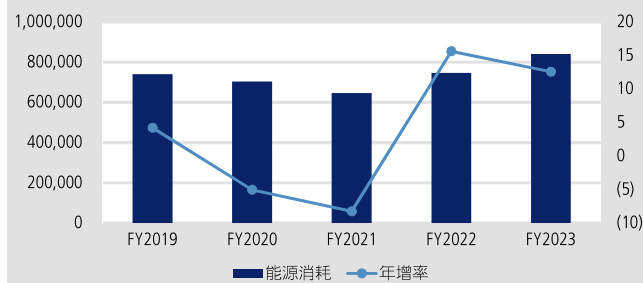
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 7：Visa – 能源消耗

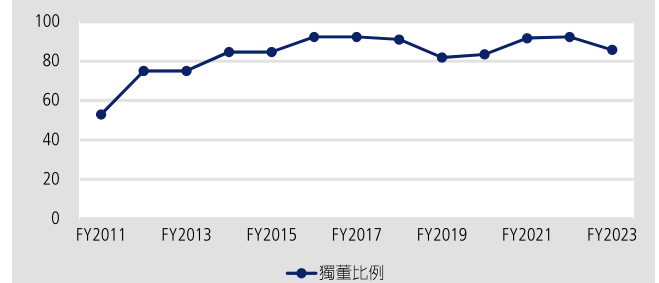
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：Visa – 獨立董事

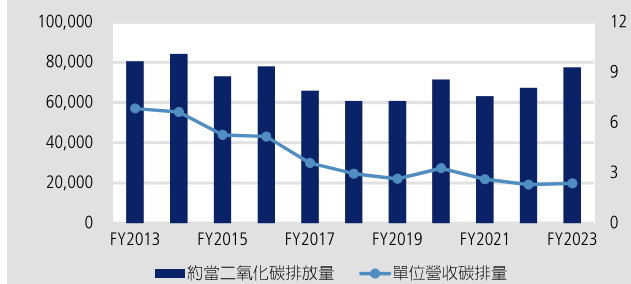
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：Visa – 碳排放量

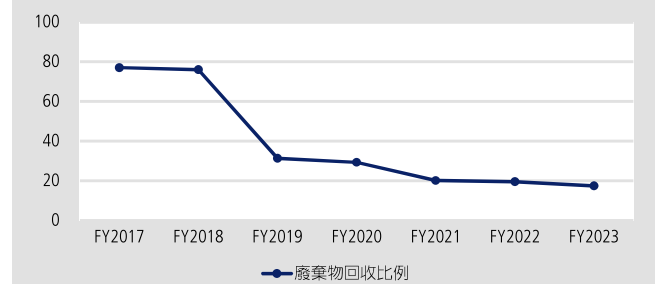
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Visa – 廢棄物總量

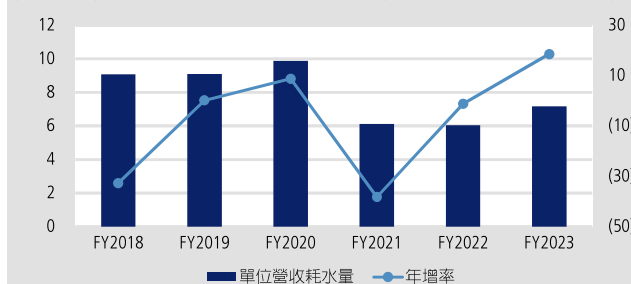
廢棄物回收比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Visa – 耗水量

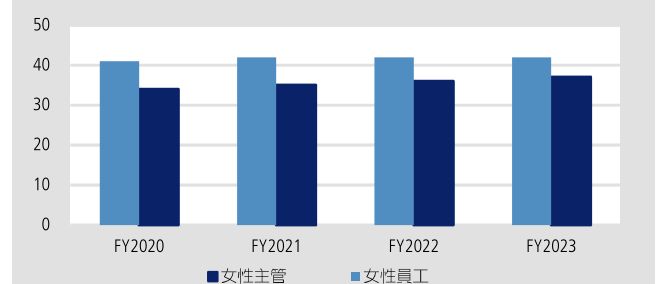
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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

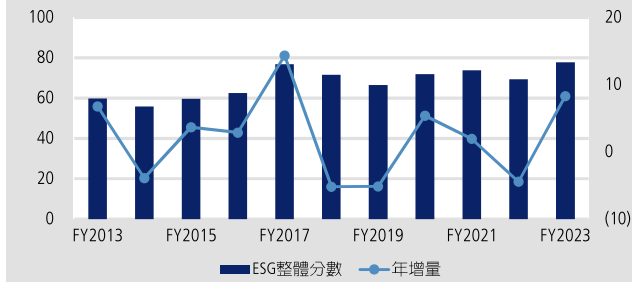


資料來源：Refinitiv、公司資料

MasterCard (MA US)

圖 13：MasterCard – ESG 整體分數

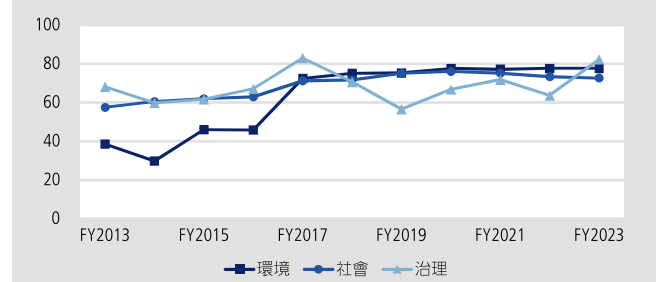
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：MasterCard – ESG 各項分數

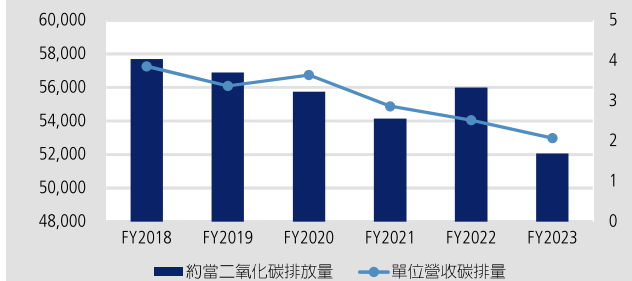
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：MasterCard – 碳排量

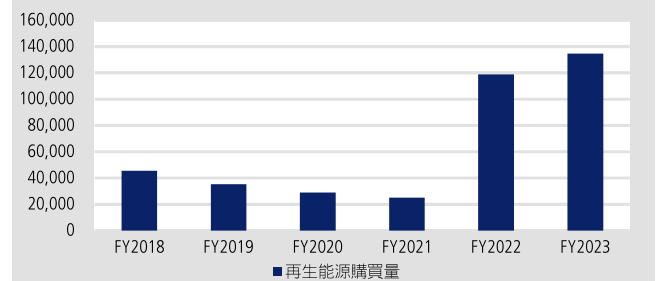
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：MasterCard – 再生能源購買量

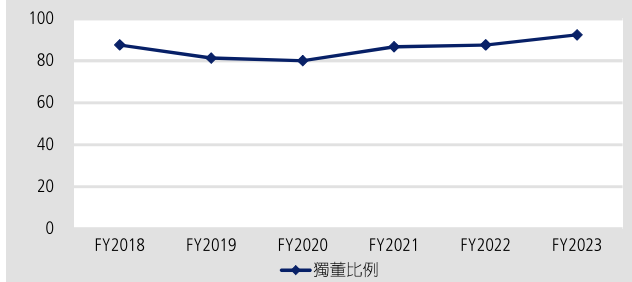
再生能源購買量，十億焦耳



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：MasterCard – 獨立董事

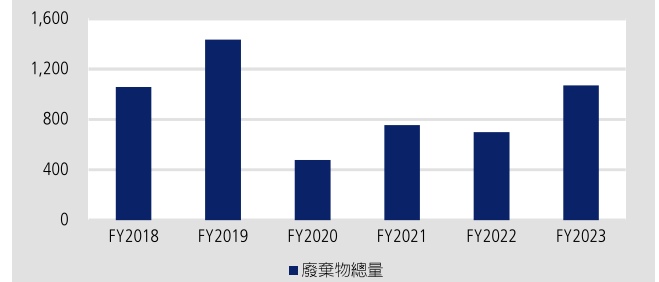
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：MasterCard – 廢棄物總量

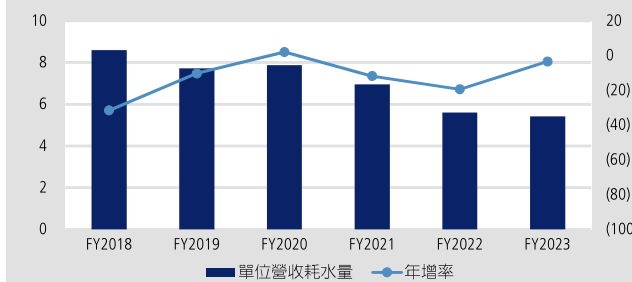
廢棄物回總量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：MasterCard – 耗水量

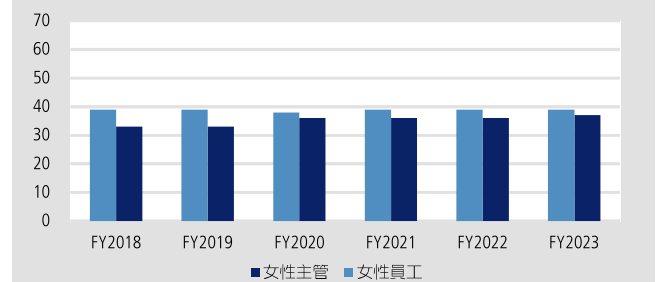
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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

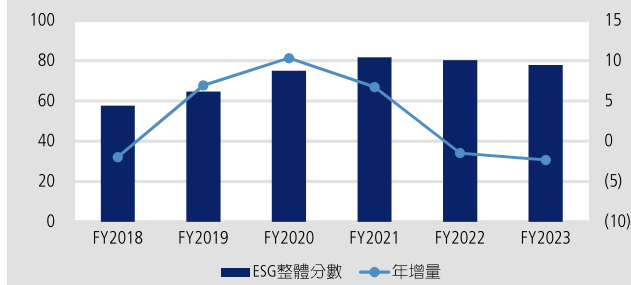


資料來源：Refinitiv、公司資料

PayPal (PYPL US)

圖 21：PayPal – ESG 整體分數

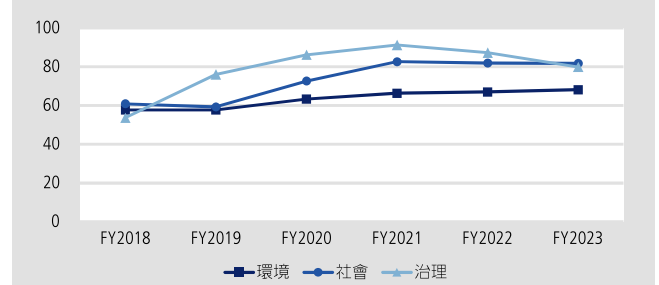
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：PayPal – ESG 各項分數

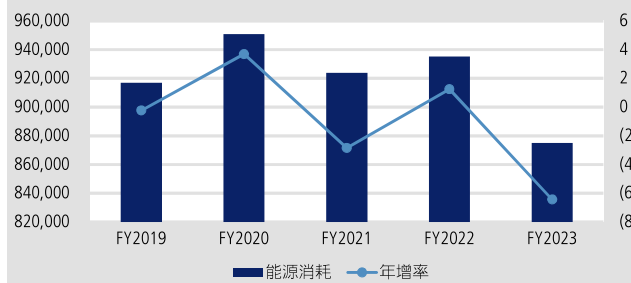
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：PayPal – 能源消耗

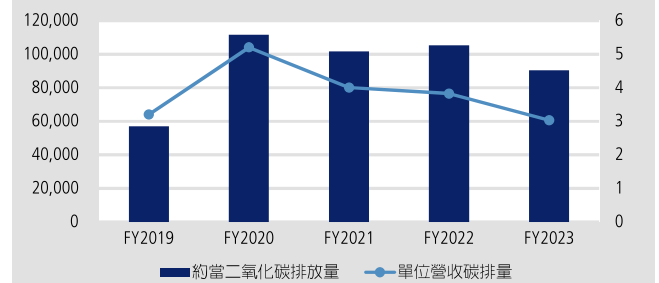
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：PayPal – 再生能源使用

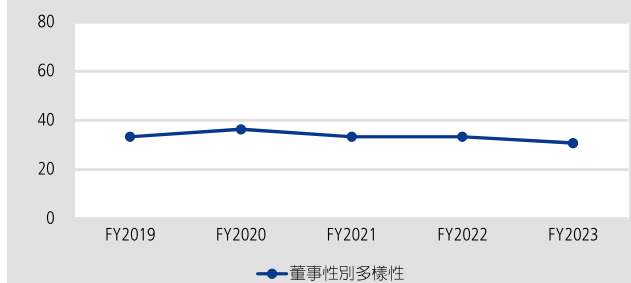
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：PayPal – 董事性別多樣性

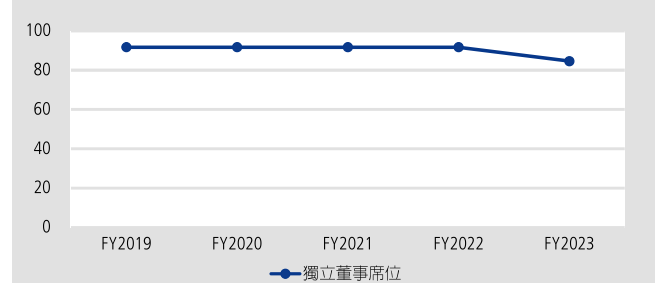
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：PayPal – 獨立董事

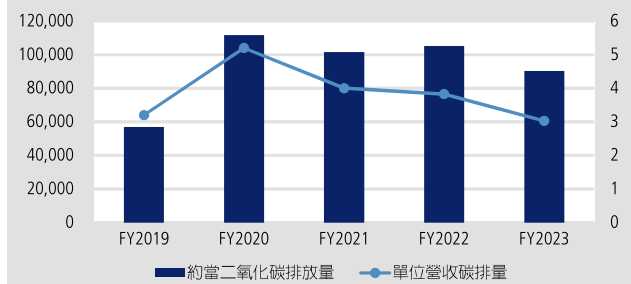
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 27：PayPal – 碳排量

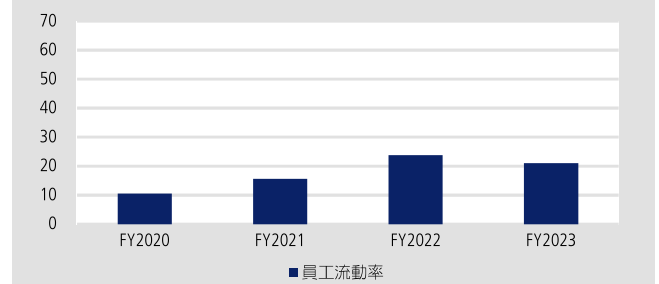
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



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

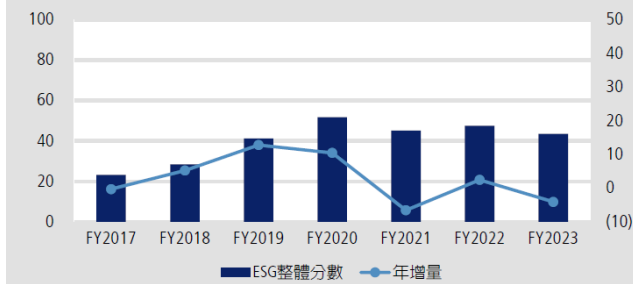


資料來源：Refinitiv、公司資料

Block (XYZ US)

圖 29：Block – ESG 整體分數

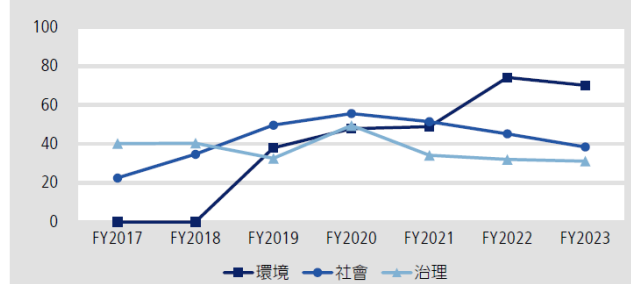
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 30：Block – ESG 各項分數

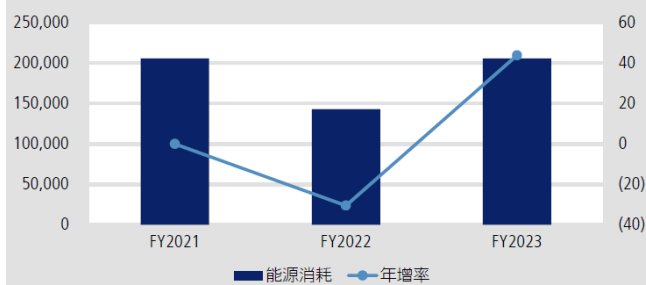
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 31：Block – 能源消耗

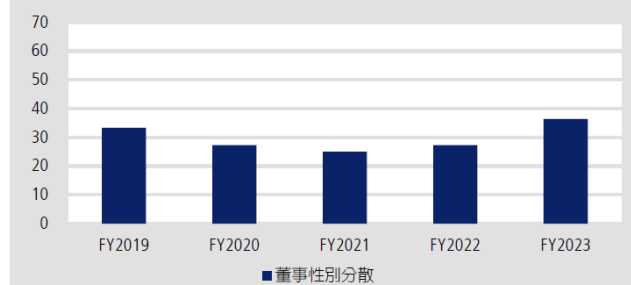
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 32：Block – 董事性別多樣性

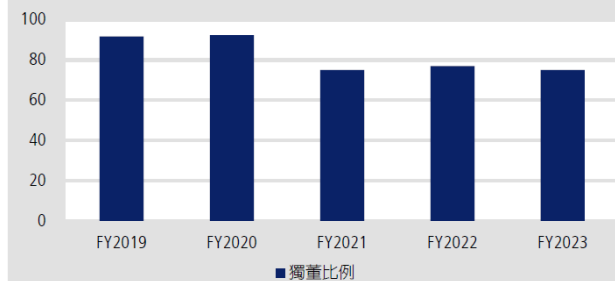
董事性別分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 33：Block – 獨立董事

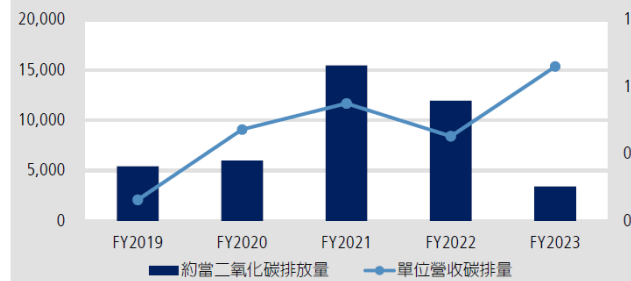
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 34：Block – 碳排放量

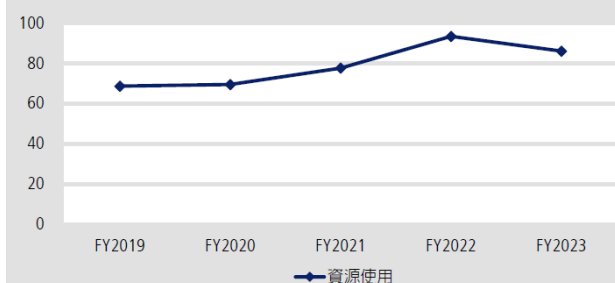
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 35：Block – 資源使用

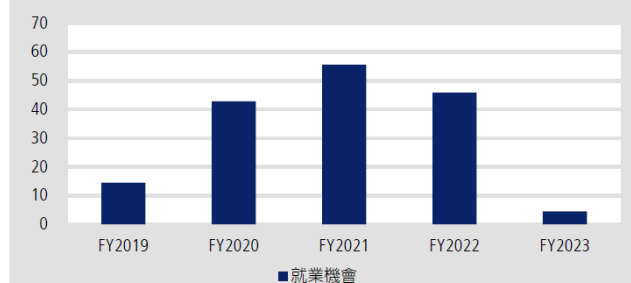
資源使用指標，分數



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，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的任何證券持倉。