仅供内部参考，请勿外传！

证券研究报告

浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

Agentic Payment

智能体经济的支付新范式

行业评级：看好

2026年7月6日

分析师	孙嘉赓	分析师	王子钦
证书编号	S1230525010004	证书编号	S1230526060001
邮箱	sunjiageng@stocke.com.cn	邮箱	wangziqin@stocke.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

摘要

核心命题：Agentic Payment 并非传统支付体验的简单升级，而是 AI Agent 成为独立经济参与者后，整个经济系统闭环的必然基础设施。当 Agent 自主完成搜索、议价、交付、收款的全流程时，支付环节必须同步实现“去人类实时审批”，这是从人点击购买到机器自主交换的范式跃迁。**(注：本篇报告主要聚焦在对目前海外布局进度的梳理，以及对技术路线的整理与讨论，并对后续海外发展路径和竞争格局进行适度推演。)**

1、Agent 经济宏观框架：四层架构，当前存在结构型瓶颈

- 从宏观架构来看，Agent 经济可划分为基础设施层、智能能力与工具层、协议与交易层、应用与服务层四个层次。当前 Agent 智能水平正在快速提升，其经济权利却接近为零，这一落差构成了从技术原型到经济范式的核心障碍。具体而言，传统基础设施对非人类主体存在四重结构性排斥：身份与准入层面 Agent 无法独立获得金融身份；资产确权层面 Agent 难以确定资产归属与界定；结算层面单笔成本高、确认慢；信任层面无法支撑陌生 Agent 之间的高频微支付。

2、Web3 是底层土壤：解决“可行性”问题

- Web3 正是破解上述瓶颈的底层土壤。Web3 通过“生成钱包即获得金融身份”实现了准入解耦；Web3 能够将算力、模型、Agents、数据上链进行确权并获取收益，构建分布式的生产要素市场；Web3 原子化结算叠加智能合约可将单笔支付成本压至 $0.0001 以下，并通过 ERC-8183 等标准实现“零信任启动”。与此同时，哈希链、Merkle 树与共识机制层层加固存储层，ZKML 补足链下数据真实性，FHE 全同态加密解决数据隐私，支撑起“人人都是 Token 工厂”的微观经济基础。

3、金融市场解决“效率”问题：五大功能映射

- Web3 回答了 Agent 经济“可不可行”的问题，而金融市场则回答“如何做好”的问题，两者的叠加才能构成完整的 Agent 经济系统。资金融通功能体现为算力收益权的代币化，价格发现功能体现为算力转向现货市场竞价，风险管理功能体现为算力成本和 Token 消耗变成可对冲的期货标的，流动性提供功能体现为长周期资产获得随时变现退出的二级市场，信息传递功能则体现为价格信号被 Agent 更彻底地读取和响应。这五大功能在 Agent 经济中被机器化、高频化和自动化地重写，从而构成 Agent 经济的循环。

4、Agentic Payment：Agent 经济的血脉

- Agentic Payment 对于 Agent 经济是不可或缺的，它是资产流转的结算枢纽、是 Agent 永续运行的经济前提、也是 A2A 协作网络的信任基础。Coinbase、Circle 和 Stripe 三家代表性企业分别在协议路由层、货币结算层、商户受理层形成垂直错位，短期内共生而非正面竞争，Coinbase 通过 x402 协议和 Agentic Wallets 搭建底层账户基座，Circle 通过 USDC、Arc 链和 Agent Stack 构建原生货币层，Stripe 通过 MPP 协议和 Tempo 链覆盖卡轨与链上双轨。当前市场仍处于早期铺设阶段，竞争实质是网络效应卡位赛而非技术优劣赛。

5、投资建议

- 当前 Agentic Payment 仍处于早期的主题投资阶段，建议关注 Coinbase、Circle 等精准卡位标的，同时也可关注有融合场景的标的连连数字。

风险提示：监管风险、技术风险、市场风险、竞争风险

仅供内部参考，请勿外传！

目录

CONTENTS

引言：从AI工具到Agent经济

01 智能体经济的宏观框架

02 Web3是智能体经济的底层土壤

03 金融市场打开Agent经济规模化

04 Agentic Payment是血脉

05 投资建议

仅供内部参考，请勿外传！

引言：Agent 经济正从概念验证进入规模化早期

- 据Keyrock报告，2025年5月-2026年4月期间，AI Agent累计完成约1.76亿笔链上支付，结算总额约7300万美元。其中76%的单笔交易金额低于Visa信用卡的最低费用门槛（$0.30），98.6%以USDC结算。
- 2026年4月底，Stripe联合创始人John Collison在Sessions大会展示一笔交易：Agent自动检索数据源，通过MPP自主完成支付($0.04)，自主下载数据后完成分析报告，随后Agent作为卖方发布并出售报告；交易支付过程无人类干预、无结账页。MPP由Stripe与Tempo联合推出，上线首周即吸引894个Agent接入，覆盖60余种服务，完成3.1万笔交易。
- 截至2026年4月，通过Coinbase的x402协议，6.9万个活跃的AI Agents已处理超过1.65亿笔交易，总交易额达5000万美元。

累计链上支付

1.76 亿笔

结算总额约 $7,300 万

2025.5–2026.4期间

单笔金额低于 $0.30

76%

低于 Visa 最低手续费门槛

98.6% 以 USDC 结算

x402 协议累计

1.65 亿笔

总交易额 $5,000万

笔均约 $0.30

MPP 上线首周

894 个

Agent 接入，覆盖 60+ 服务

完成 3.1 万笔交易

这些结构化数据特征指向同一事实：Agent经济正从概念验证进入规模化早期。

其他数据佐证

Stripe 平台 AI 原生公司

年内增长 **575%**；AI 重度用户月均支出 **$371**

活跃 AI Agent

2026Q1全球已注册超 **10.4 万个**

数据来源：Stripe，Keyrock，Midas，a16z，Global Chat，ME News，浙商证券研究所。注：Stripe平台上AI原生公司年内增长575%是截至Sessions大会当天。

名词解释：x402 是基于 HTTP 402 状态码的开放支付协议，使 AI Agent 能够按次为 API、内容或数字服务自动付款； MPP 是面向 AI Agent 和机器账户的会话式微支付协议，通过授权、记账和批量结算，降低高频小额支付成本。

仅供内部参考，请勿外传！

引言：Agent 经济核心变化是从“只有人”到“人 + 机器”

传统经济体系的隐含前提

参与者是“人”——自然人或由自然人组成的法人

基础设施	以“人”为中心的设计逻辑
身份体系	基于姓名、身份证号、护照、SSN、工商注册号
账户体系	银行账户绑定自然人/法人，KYC 以人为对象
信用体系	依赖个人信用历史、社会关系网络、资产抵押
支付系统	假设付款方为人，通过签名/密码/生物识别授权
法律框架	合同法/侵权法以法律人格为前提——能起诉与被诉

Agent 经济的结构性突破

突破“人类唯一经济主体”的默认前提

① 决策权从人向机器部分转移

Agent 在预设预算与规则内自主执行“需求发现→服务匹配→价值交换→履约”闭环

人类转为“参数设定+例外管理”角色

② 交易形态从低频大额转向高频微额

7×24 连续、$3.30 可由数千笔微支付组成、每笔支付金额约 **$0.0033**

传统体系（$0.30 最低手续费）在此特征下不具经济可行性

③ 交易主体不具备法律人格

Agent 既非法人亦非自然人，无法通过 KYC 开户、不能起诉或被诉、

无法签署法律合同——传统金融中的“不可见参与者”

核心变化：当 AI Agent 具备自主决策、交易、盈利能力时，“经济主体是人”的隐含前提被突破。

Agent 经济的实质是经济主体范畴的结构性扩容——从“只有人”到“人 + 机器”。

数据来源：Midas，Stripe，浙商证券研究所。注：传统体系参考国际一般标准。

仅供内部参考，请勿外传！

核心论点

01

论点一 · 实质是经济主体的范式扩容，而非 AI 技术的线性升级

经济参与者的边界从“只有人”扩展到“人 + 机器”。当经济主体改变，基础设施的适配性是首要的问题。首先看现有的基础设施是否能满足新变化，如果不满足，则需要重新构建适配的基础设施。

02

论点二 · Web3 是 Agent 经济的必要基础设施，而非可选方案

传统金融基础设施对非人类主体的排斥是结构性的：KYC 以人为前提、对Agent经济下的产权难以确认、最低手续费 $0.30 对于Agent不经济。而身份、产权、结算三项需求在 Web3 框架下是系统默认属性。

03

论点三 · Agentic Payment 是贯穿各层的结算枢纽

算力、模型、数据三大要素需被重构为可交易资产，而资产化的前提是一套贯通各层的结算体系。Agentic Payment 连接各层级，没有它Agent经济的价值流转无法闭环，因此不可或缺。

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

01 Agent经济宏观框架

仅供内部参考，请勿外传！

01 Agent 经济：AI Agent 作为独立经济参与者的全新形态

定义

Agent 经济是由 **AI Agent 作为独立经济参与者**，通过链上基础设施进行机器间价值交换的全新经济形态。Agent 经济中，交易的发起方和接收方都是AI Agent，不需要人类实时干预。

出现契机：AI 实现从被动工具到主动行动者的跃迁，已具备自主行动能力。

过去 · 生成式 AI

LLM 带来认知革命

局限：本质仍为「被动响应」，需人类逐步指令驱动。

现在 · AI Agent

感知 → 规划 → 行动 → 反思

局限：缺独立的身份 / 资产，无法完成商业活动闭环。

未来 · DAE

独立经济参与者

需要 Web3 基础设施赋予“数字躯体”。

AI 能力跃迁带来质变：Agent 不再只是思考与表达，而已具备独立完成商业活动的能力基础。

数据来源：数经科技，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

01 Agent 经济四层架构：竞争焦点在 L3 协作层

L4 应用与服务层

生活服务
Meituan, Trip.com, Uber, DoorDash, Shopify

企业服务
Salesforce, ServiceNow, Microsoft 365 Copilot, Slack, SAP

内容生产
Adobe, Canva, Runway, Midjourney, TikTok

金融服务
Stripe, Visa, Mastercard, Coinbase, Robinhood

以MCP或Skills形式暴露能力给Agents调用

L3 协作与交易层

Agent 发现 / 身份 / 声誉
Agent Card, Marketplace, Registry, ERC-8004 / KYA

通信与协作协议
A2A, ACP, MCP Bridge

支付协议
x402, MPP, Visa TAP, Mastercard Agent Pay

交易结算
报价, 撮合, 托管, 验证, Facilitator, 结算路由

Agent 决策 → 服务发现 → 协议交互 → 支付触发

L2 智能能力与工具层

Agent 框架
LangChain, CrewAI, AutoGen, OpenAI Agents SDK

大模型
GPT-5 / GPT, Claude, Gemini, DeepSeek, Llama

Agents
Claude Code, Codex, OpenClaw, Hermes

L1 基础设施与资产融资层

算力 / 云
集中式：NVIDIA, AMD, AWS, Azure, Google Cloud
分布式：io.net, Akash, Render, Aethir

存储
集中式：AWS S3, Google Cloud Storage, Azure Blob, Cloudflare R2
分布式：Filecoin, Arweave, IPFS, Storj

资产融资 / 发行市场
Robinhood, Kraken, Ondo, Backed, BitMine, SharpLink

代币化股票　链上 IPO

算力收益权代币化　模型 / Agent 收益权融资

结算基础设施
Ethereum, Solana, Base, Arbitrum, Optimism, Tempo, Arc

在链上进行交易记账与结算

仅供内部参考，请勿外传！

01 Agent 经济参与者：供给侧、需求侧、交易执行层

- Agent 在三类角色存在动态重叠，同一 Agent 可在服务场景中分别扮演生产者、消费者、交易执行者，从而催生强网络效应。

供给侧 · 生产者

提供三大生产要素

算力

io.net **13.9万GPU**，
配备 NVIDIA 和 AMD MI300X 集群

模型/Agent 能力

Token 计费为Agent按需调用提供了经济基础

数据

Ocean 将数据封装为 DataToken，
所有权与使用权分离

交易执行层 · Agent

在Agent 经济中担任经济主体

1. **持有资金（独立人类资金账户）**
   已解决（Agent Wallet 已商用）
2. **发起支付**
   正在解决（x402/MPP）
3. **获取收入**
   仍处早期（Marketplace 未规模化）

当前多数 Agent 收入仍由人类以充值方式提供（API Key 模式），闭环尚未成型。

需求侧 · 消费者

三个增长方向

① 企业自动化

Gartner 预计 2026 年 40% 企业应用集成 Agent；
2028 年 90% B2B 采购由AI Agent中介 规模超 **$15 万亿**

② 消费者委托

Morgan Stanley预计，Agent 商务服务在美国电子商务中的支出可能达到 1900 亿美元至3850 亿美元

③ Agent 间原生需求

最具增量；ERC-8004 生态系统上 Agent数量从337个增长到超过 18 万个

Agent 可兼具消费者、交易执行者、生产者三重身份（产销合一），使 Agent 经济的网络效应可能强于传统双边市场。

数据来源：Blockeden.xyz，Ocean，Gartner，Morgan Stanley，Nevermined，浙商证券研究所。
名词解释：ERC-8004 是面向 AI Agent 的链上身份与信任协议，通过 Identity / Reputation / Validation 三类注册表，为 Agent 提供可发现、可评价、可验证的信任基础。

仅供内部参考，请勿外传！

01 标准 A2A 场景：人定规则，Agent 自主支付与交换服务

- 以一份能源市场研究报告的生产与交易为例，研究员设 $10 预算，Agent 间 5 次支付可完成从生产到出售的闭环。

第一层 · 规则制定者（人类） 07:00 设定触发规则 + 预算上限

关键词命中即生成能源市场分析报告，授权模式下 Agents 自主决策 / 自主支付 / 无需逐笔审批

预算上限 **$10** USDC

授权

第二层 · Agent 交换网络 中央编排 Agent 协调子 Agent，向外部提供方付费换取数据 / 算力 / 审核 / 销售

金橙 = 支出 绿色 = 收入

Data Scout Agent
数据侦察
→ EnergyData Inc.（EIA 数据集）
↑ 数据提供方获得收益 **$0.40**

x402

QA Agent
独立质量审核
→ Evaluator 验证通过
↑ 审核服务方获得收益 **$0.05**

ERC-8183

Orchestrator
编排 Agent

Analysis Agent
分析建模 · 租算力
→ io.net（2×H100 · 1 小时）
↑ 算力提供方获得收益 **$5.21**

io.net MCP · MPP

50 USDC

ACP · MPP

Publisher Agent
报告挂牌出售
→ Buyer Agent
↑ 自主发现 · 评估 · 购买 **+$8.50**

$5.66	$8.50	$2.84	5 次	0 次
总成本	总收入	净利润	Agent 间支付	人类介入（仅设规则）

单笔最小 **$0.05**，低于传统支付 **$0.30** 底线

身份 **ERC-8004** 通信 **A2A + MCP** 结算 **x402 / MPP**

数据来源：io.net，浙商证券研究所。注：该场景仅为假设，旨在直观说明 A2A 的支付流程。

仅供内部参考，请勿外传！

01 2030 年 Tokens 消耗预计进入 Exa 级

- Agent 会从少数人使用的工具型产品，快速扩散为企业软件、个人助理、交易执行、客服、数据处理、开发等传统场景中的标准数字身份，我们预计到 2030 年活跃 AI Agent 的数量将会增长 70 倍至约 20.02 亿。
- 随着大模型能力和 Agent 治理框架的迭代，我们认为 Agent 每天处理的任务数将显著增加，预计到 2030 年每个 Agent 平均每天执行约 100 次任务，即年执行任务总数将达到 73.07 万亿。
- 相较于简单的问答互动，Agent 任务的 Token 消耗量明显更高，且大模型 / Agent 能力的提升和任务边界的扩展，单任务的复杂度也有显著增加，我们预计到 2030 年单任务 Token 消耗量将增长 90909 倍至约 100 万 Tokens / 任务。

年 Tokens 消耗预测框架

指标	2025	2030E	增幅
活跃 AI Agents 数量	约2860万	约20.02亿	**约70倍**
单 Agent 每天任务执行数	约4.21个	约100个	**约24倍**
年任务执行数（以365天计）	约440亿个	约73.07万亿个	**约1661倍**
单任务 Tokens 消耗	约11 Tokens	约100万 Tokens	**约90909倍**
年 Tokens 消耗	约0.5 Tera	约73.07 Exa Tokens	**约1.46亿倍**

数据来源：IDC，浙商证券研究所。注：Tera为10^12，Peta为10^15，Exa为10^18。

仅供内部参考，请勿外传！

01 敏感性测试：以 20% 为单跨度

年任务执行数敏感性测试（单位：万亿个）

单Agent任务执行数（个/天） \ 活跃Agent（亿个）	-40%	-20%	0%（基准情形：20.02亿）	20%	40%
-40%	26.31	35.08	43.84	52.61	61.38
-20%	35.08	46.77	58.46	70.15	81.84
0%（基准情形：100个/天）	**43.84**	**58.46**	**73.07**	**87.69**	**102.30**
20%	52.61	70.15	87.69	105.23	122.76
40%	61.38	81.84	102.30	122.76	143.22

年 Tokens 消耗量敏感性测试（单位：Exa）

单任务Token消耗 \ 年任务执行数（万亿个）	43.84	58.46	73.07	87.69	102.30
-40%	26.31	35.08	43.84	52.61	61.38
-20%	35.08	46.77	58.46	70.15	81.84
0%（基准情形：10万 Tokens）	**43.84**	**58.46**	**73.07**	**87.69**	**102.30**
20%	52.61	70.15	87.69	105.23	122.76
40%	61.38	81.84	102.30	122.76	143.22

数据来源：IDC，浙商证券研究所。注：年任务执行数中取一年365天进行计算，下方图表年任务执行数一栏取单Agent任务执行数基准情形下的年任务执行数。

仅供内部参考，请勿外传！

01 敏感性测试：以 30% 为单跨度

年任务执行数敏感性测试（单位：万亿）

单Agent任务执行数（个/天） \ 活跃Agent（亿个）	-60%	-30%	0%（基准情形：20.02亿）	30%	60%
-60%	11.69	20.46	29.23	38.00	46.77
-30%	20.46	35.81	51.15	66.50	81.84
0%（基准情形：100个/天）	**29.23**	**51.15**	**73.07**	**94.99**	**116.92**
30%	38.00	66.50	94.99	123.49	151.99
60%	46.77	81.84	116.92	151.99	187.07

年 Tokens 消耗量敏感性测试（单位：Exa）

单任务Token消耗 \ 年任务执行数（万亿个）	29.23	51.15	73.07	94.99	116.92
-60%	11.69	20.46	29.23	38.00	46.77
-30%	20.46	35.81	51.15	66.50	81.84
0%（基准情形：10万 Tokens）	**29.23**	**51.15**	**73.07**	**94.99**	**116.92**
30%	38.00	66.50	94.99	123.49	151.99
60%	46.77	81.84	116.92	151.99	187.07

数据来源：IDC，浙商证券研究所。注：年任务执行数中取一年365天进行计算，下方图表年任务执行数一栏取单Agent任务执行数基准情形下的年任务执行数。

仅供内部参考，请勿外传！

01 从现有瓶颈视角看，传统基础设施并不能适配 Agent 经济

- Agent 智能水平快速提升，但经济权利仍接近为零。以下四类瓶颈构成从技术原型到经济范式的关键障碍。

瓶颈一 身份与准入

Agent 在传统金融体系中不可见

不具法律人格，无法通过 KYC、不能开立银行账户。

当前以人类代持API Key 方式绕过，违背自主运行前提

→ Part 2 公私钥体系

瓶颈二 确权与定价

生产要素缺乏标准化产权机制

算力切片标准化不足；模型以成本定价而非价值定价；数据贡献度难以精确计算。

三大要素产权界定与定价机制极度粗颗粒。

→ Part 2 链上资产化

瓶颈三 结算与信任

高频微额跨主体交易缺乏适配基础设施

信用卡 $0.30 底线使微支付不可行；ACH T+2 无法匹配秒级节奏；陌生 Agent 无信任基础。

→ Part 2 原子化结算

瓶颈四 永续运行

Agent 缺乏自主的收支闭环

当前是人类充值 → Agent 消费单向流动，不具经济独立性，无法永续运行。

永续条件：
自主收入 ≥ 自主支出
需收入/成本/不破产约束。

→ Part 4 收支闭环

这四项瓶颈不是 AI 技术本身能解决的问题，而是需要一套新的基础设施来解决，现有技术中Web3能提供完整的金融基础设施。

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 Web3 是底层土壤

仅供内部参考，请勿外传！

02 传统经济体系对非人类主体的排斥是结构性的

传统经济制度设计层面对 Agent 具有结构性排斥

身份与准入

金融准入以“法律人格”为前提，而 Agent 不具备法律人格

确权与定价

Agent 产出无对应权利界定，Agent 无法提交资产登记申请

结算与信任

无法满足 Agent 支付全时、高频、小额的需求，Agent 交互时无法通过现实法律合同进行约束

Web3 的三项能力恰好对应 Agent 经济的三项基础需求

公私钥地址

→ 身份：无需 KYC，
不区分人与机器

链上资产化

→ 产权：要素被重构为链上可交易资产
链上注册即公示，无需集中化机构审批

智能合约 + 原子化结算

→ 结算：7×24 原子化清算，支持微支付
智能合约事前锁定代替事后追索，“零知识启动”

Web3 在 Agent 经济中的角色是不可替代的基础设施，是 Agent 经济的底层土壤。

直观来说，Web3解决了确权的完整要素，主体界定、客体界定、权利内容、价值流转、保护救济。

数据来源：Keyrock，Stripe，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 身份与准入的解耦：生成钱包即获得金融身份

传统体系 · 以人为中心的 KYC

身份（你是谁）是准入（能否开户）的**前提**，两者绑定

自然人：身份证号 + 生物特征

法人：工商注册号 + 营业执照

Agent 在传统金融意义上不存在，不能持有资产、发起交易

解耦

Web3 · 以地址为中心的公私钥体系

持有私钥即拥有账户，准入**不依赖身份验证**

一个公私钥对 = 全球通用金融地址，不区分人与机器

对 Agent：生成钱包即获得金融身份，无需 KYC / 法律人格

Coinbase Agentic Wallets：Agent 自主支出/收入/交易，无需逐笔签名

ERC-8004标准：Agent 身份与声誉协议

注册 Agent 数（至 2026.5）

18 万+

年初仅约 337

覆盖 EVM 兼容链

18+ 条

BNB Chain 占 44.5%（约 8.9 万）

三个注册表构成去中心化信用档案

① 身份注册表（ERC-721 链上简历）
② 声誉注册表（标准化反馈信号）
③ 验证注册表（zkML 证明 / TEE 认证 / 乐观验证）

链上声誉仍处早期，但可查到对方处理过多少笔、平均结算速度、是否违约等信用信息。

数据来源：BNB，Agentlux，浙商证券研究所。注：BNB Chain占比口径为截至2026年5月21日数据。
名词解释：EVM 兼容链是指与以太坊智能合约运行环境兼容的区块链，开发者可以用类似以太坊的工具、钱包和合约标准，在这些链上部署和运行应用。

仅供内部参考，请勿外传！

02 确权与资产化：算力、模型、Agent、数据的链上重构

- 当前 Web2 是集中化格局，算力由少数云服务商提供，模型和 Agent 由少数 AI 公司提供，数据被平台捕获。
- 而 Agent 经济需要分布式的生产要素市场，算力可以被切片（按秒出租），模型 / Agent 可以被代币化（按次调用分红），数据可以被加密计算（按访问付费），这恰好落在 Web3 核心能力域内。

算力 · 收益权代币化

DePIN 按秒出租

全球分散 GPU 聚合为可按需调用、按量计费的资产池。

使用者按秒进行租用，降低运行成本；
提供方将未来现金流进行折算，获得扩大再生产的资本；
投资者进行购买，分享算力出租的现金流。

资产属性类比：现金流收入
GPU 从 沉没成本 → 固定资产

模型 · 推理分红代币化

调用即分红

将模型封装为链上可交易资产，持有者共享收入。

传统模式是中心化公司独占收益，而代币化则允许开发者将模型的未来推理收益转化为链上债券资产。
投资者获得类固收的数字资产，也参与了AI智能的红利分配。

金融属性类比：类固收资产
分红自动执行、高频

Agent · 所有权/治理权代币化

投资数字劳工

AI Agent不仅是工具，更是能够自主参与经济活动的数字实体。

将AI Agent的“产权”或“经营决策权”上链，使其成为可被投资、可被交易的链上资产，如同投资初创企业一样投资数字劳工。

金融属性类比：权益资产
享有所有权/治理权

数据 · 使用权代币化

产权分离

所有权与使用权分离，Agent 付费获取使用权，贡献者按次获益。

将数据进行上链，Agent 通过支付Data Token获取数据访问权。
同时Agent可以通过让渡自身产生的数据使用权，来产生收益。

金融属性类比：无形资产
低频但持续，估值不确定性较大

四大要素分别对应固定资产、固收资产、权益资产、无形资产四类资产属性。

数据来源：数经科技，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 结算与信任：原子化结算 + 智能合约，实现“零信任启动”

- **Web3中微支付具备可行性。**在x402协议中，Agent在2秒内通过HTTP 402状态码完成USDC支付；在Stripe MPP协议中，Agent在Session内连续完成多次微支付，结束时仅做一次链上批量结算。这些协议机制可将单笔支付成本从$0.30降至$0.0001甚至$0.000001级别，使A2A服务链在经济可行性上得以成立。时效上，区块链出块不受作息和时区影响，Agent可以在任何时间点发起支付并获得结算确认。
- **智能合约可实现“零信任启动”。**ERC-8183 标准是当前 Agent 间交易的标准化框架之一，将交易分为四阶段：

① Open
需求方 Agent 发布任务，
定义规格、预算与评价标准

→

② Funded
需求方将款项**托管至智能合约**，
资金锁定（事前托管）

→

③ Submitted
供给方 Agent 完成任务
并提交交付物

→

④ Terminal
Evaluator（评价者 Agent）验证
交付物，决定资金**释放或退回**

三个方面直接回应 Agent 经济的特殊需求

三方信任架构

除需求方与供给方，引入独立验证 Agent。交付是否合格由第三方可验证逻辑决定，不依赖任何一方自我声明。

资金的事前托管

供给方接受任务时可验证：需求方资金是否已足额托管。消除完成任务后对方不付款的风险，以事前锁定替代事后追索或诉讼。

与 ERC-8004 互操作

Agent 链上身份与声誉可被 ERC-8183 任务系统直接调用，形成**“身份 - 声誉 - 交易”闭环**，声誉信号降低未来交易的信任成本。

智能合约提供强履约保证，不依赖事后追索，而是进行事前锁定，可为陌生 Agent 首次交易提供信任基础。

数据来源：Cobo，Circle，BlockEden.xyz，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 Web3解决 Agent 经济成立的问题，必要性在于打通“0-1”

✓ Web3解决：身份、产权、结算

瓶颈	Web3 方案 / 核心机制	当前状态
身份与准入	公私钥地址 + ERC-8004 链上声誉 生成钱包即获金融准入	截至 2026 年 5 月18 万+ Agent 已注册 ERC-8004
确权与定价	生产要素链上资产化 算力切片/模型代币化/数据 DataToken	算力切片：io.net Agent Cloud 允许 Agent 通过 MCP 自主发现/租用/结算/释放闲置 GPU Virtuals Protocol：每次调用费用经智能合约自动分配给持有者，实现调用即分红。 Ocean Protocol：将数据封装为Data Token，Agent通过支付Data Token获取数据访问权。
结算与信任	原子化结算 + 智能合约 ERC-8183 三方架构 / x402 / MPP	x402、MPP协议使得 Agent 微支付具备可行性。 智能合约可实现“零信任启动”。

⚠ 还需解决：经济系统的定焦、流通和循环

① 成本和风险要可控

经济系统的成本端要可控，对比现实经济系统，石油、煤炭等作为经济系统的成本项，价格的大幅波动会造成较大经济冲击

② 要有计价基础和货币流通

经济系统需要有价值基础，需要有货币来对经济中的资产进行计价；经济系统中的价值流转来需要有货币作为载体。

③ 资产要有流动性

经济系统要有资产交易的场所，并要具有较好的流动性，即尽可能小的交易摩擦，从而更好的完成经济循环。

Web3 为 Agent 经济提供了产权登记系统，解决了 Agent 经济基础设施的问题。但 Agent 经济系统还需要金融市场来进行定价、流通和循环。

数据来源：BNB，io.net，Virtuals，Ocean，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 存储层三层机制使篡改在经济上不可行

- 哈希函数 → 哈希链 + Merkle 树 → 共识机制层层加固，使得Web3下链上数据几乎无法被篡改。

1 哈希函数
篡改的警报器

SHA-256 三大属性

· **确定性**：相同输入永远同一输出
· **单向性**：反推原文计算上不可行
· **雪崩效应**：改 1 比特，哈希全变

```
原文 "...paid $0.05"
→ a7f3c2b...
篡改 "...paid $500"
→ 9e2d1f8... (完全不同)
```

篡改即产生不匹配哈希——**立刻可检测**
但只检测、不阻止，需第二层。

成本 O(1)

2 哈希链 + Merkle 树
使篡改需要“连坐“

哈希链：链式回指

每个区块含上一区块哈希。篡改区块 #100 → 之后**所有区块需全部重算**。

Merkle 树：高效验证

Merkle 根 = 对全部交易的承诺；
任一笔被改，根改变、链断裂。

SPV 轻节点：仅需 $\log_2(n)$ 个哈希即可验证交易，无需下载整链

成本仍可能，需第三层。

成本 O(n)

3 共识机制
使篡改需征服整个网络

PoW

最长合法链 = 投入最多算力的链；
篡改需控制全网 **> 50% 算力**。

PoS

验证者质押代币，恶意行为被罚没；
篡改需控制 **> 2/3 质押**。

以太坊质押约 **3,400 万 ETH**
控制 2/3 的成本是天文数字

即使重算整链，仍需说服全网接受。

经济上不可行

三层保障：检测 → 提高成本 [O(1)→O(n)] → 经济不可行

单一实体无法篡改已写入的数据——从 [Don‘t be evil] 到 [Can’t be evil] 。

数据来源：《适用于区块链的分布式密码技术综述》，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 零知识机器学习补足数据真实性

- 区块链是封闭确定系统，只解决存储层可能会产生不可篡改的假数据；而ZKML的出现很大程度上可以补齐底层数据的真实性问题。

预言机问题
智能合约只能处理链上已有数据，无法自主判断“GPU 真的在运行吗？Agent 真的完成任务了吗？”等问题，需要外部路径将链下真实性带上链。

路径	验证对象	信任根	成熟度
预言机网络 Chainlink	链下数据真实性 N 个独立节点采集，聚合取中位数排除造假	多个独立节点的多数共识	已商用
ZKML 零知识机器学习	**计算是否被正确执行** “计算即证明”，消除中心化数据源造假	**密码学数学假设，无需信任任何人**	早期
TEE 可信执行环境	硬件身份 + 代码完整性 远程证明：真硬件 + 确实运行了此代码	厂商（Intel / AMD）	接近生产
Gensyn Verde 去中心化训练验证	训练过程每一步正确性 定位首个分歧步，仅重算一步 O(n)→O(1)	争议仲裁 + 重算验证	早期
链下法律双轨 链上代码 + 链下法律	资产归属 + 收益分配合法性 SPV 破产隔离 + 收益转移 + 审计 + 合规	司法管辖区法律体系	已有框架

端到端真实性保障栈：三层缺一不可

输入层 · 数据源真实
预言机/ZKML/TEE/Gensyn/法律
▶
存储层 · 不可篡改
哈希链 / Merkle / 共识
▶
执行层 · 自动权利转移
智能合约消除违约

数据来源：《适用于区块链的分布式密码技术综述》，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 FHE：数据“可用但不可见”的数学保证，解决数据隐私问题

- 区块链是封闭确定系统，只解决存储层可能会产生不可篡改的假数据；而ZKML的出现很大程度上可以补齐底层数据的真实性问题。

传统路径 vs FHE 路径

维度	传统路径	FHE 路径
数据状态	计算时必须解密 → 明文暴露	**全程加密** → 明文从未出现
隐私保障	依赖「承诺不偷看」 人为信任	**数学保证** 根本无法偷看
信任模型	“我相信你不会偷看”	**“你根本看不到数据”**
典型场景	脱敏后交 AI 公司训练	**直接在密文上训练，解密结果**

破解“数据裸奔”的零和矛盾

数据既可在链上流通，又可加密态被计算，原始内容始终不可见

示例：FHE 个性化保险

① 个人用 FHE 加密自己的医疗数据，铸为 Token

② 授权保险公司 AI 模型在**密态下精算**

③ AI 在密文上运行 → 得到加密结果

④ 仅个人能解密 → 得到精确年保费

全程保险公司**从未看到原始数据**，个人获精准定价、隐私零泄露，Token 链上可追溯可审计

技术后果：回归单一公链

FHE 之前：公链透明 → 隐私场景需联盟链 / 私有链

FHE 之后：**公链 + FHE = 透明性 + 隐私性兼得**

→ 联盟链 / 私有链存在理由消失，**回归单一公有链**

数据来源：百度开发者中心，Hashkey，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

02 FHE 的出现或可使“人人都是 Token 工厂”

- 在智能体经济中，所有数据拥有者（无论机构或个人）都可成为价值创造的基本单元，即人人都是“Token 工厂”。

1 数据有价值
但曾被隐私担忧锁死

数据是资产，却被锁在孤岛中：
拿出来用 → 隐私泄露；
不拿出来 → 价值为零。

2 FHE 打破瓶颈
破解零和矛盾

FHE 让数据在**加密状态下被计算**，
被“用”而无需被“看”——
数据可用但不可见。

3 人人可 Token 化
主动创收资产

每个人 / 机构都可把自己的数据
加密后转化为**可交易链上资产**，
从被动保护对象 → 主动创收资产。

“工厂”的准确含义

人人都可将自己拥有的数据转化为可交易的链上数据资产——
原材料是自己的数据，产品是 FHE 加密后的数据 Token，交易市场是区块链网络。

医院
病历数据 Token 化
供保险公司精算

企业
运营数据 Token 化
供 AI 模型训练

个人
消费 / 健康数据加密
换取个性化服务

数据来源：Hashkey，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 金融市场打开规模化

仅供内部参考，请勿外传！

03 Web3 解决“可行性问题”，金融市场解决“效率问题”

- Web3 回答了 Agent 经济“可不可行”的问题，而金融市场在于回答“如何做好”的问题。Web3 和金融市场的叠加才构成完整的 Agent 经济系统。

金融市场的五项功能

一 资金融通	二 价格发现	三 流动性提供	四 风险管理	五 信息传递

三层框架

L3 **金融市场** 定价 · 资本 · 流动性 · 风控 · 激励
【1 → 100】解决效率问题
本部分焦点

L2 **Web3 + ZKML + FHE** 身份 · 产权 · 结算 · 数据真实性 · 数据隐私
【0 → 1】 解决可行性问题

L1 **生产要素** 算力 · 模型 · Agent · 数据
映射：固定资产、固收资产、权益资产、无形资产

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 资金融通：算力收益权代币化

传统定义

把储蓄者的闲置资金引向缺资本的生产方，本质是用**今天的资本**交换**未来的现金流**。

聚焦：算力的代币化预售

痛点 · 时间错配

研发与基建是长周期、重资产的沉没成本，变现却高度滞后。VC 短视对赌、银行要重资产抵押，均难以满足。

解法 · 剥离未来现金流单独发行

把一个已签长租约的 GPU 集群，未来 1–5 年的算力净现金流做成链上Tokens向全球发行，算力方提前拿到扩大再生产的资本。

资本引擎升级

从“债务与股权驱动”→“**资产现金流驱动**”。资本不再困在公司边界外受股票市场市盈率扭曲，而是穿透边界直接给“智能流”贴现。

现实映射 · REITs / ABS

把一栋楼或一条收费公路的未来现金流装入破产隔离 SPV、切成份额发行。

算力收益权代币化 = ABS/REITs 的链上重演。

现实进展

- 代币化市场约 **$300 亿**、两年增 **4 倍**
- Huma 累计交易 **$146 亿**、**零违约**，以“未来收入流”抵押融资
- DePIN 硬件融资把基建资本开支前置化

总结

金融市场可把融资标的从“公司”细化到“单个算力资产的未来现金流”

映射：通过 REITs 直接买楼的租金，而不必买地产公司的股票。

数据来源：a16z，HumaFinance，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 价格发现：算力从“云厂商标价单”变成“现货市场竞价”

传统定义

通过买卖博弈把分散的私有判断汇聚成公开均衡价——价格不是被“**制定**”的，而是被市场“**发现**”的。

聚焦：算力从标价走向竞价出清

旧范式 · 中心化标价单

AWS、Azure 给一张 H100 标一个价，客户只能接受。
价格不反映实时供需，各家之间也无法直接比较。

新范式 · 反向拍卖 + 机器竞价

租户提需求，GPU 提供方相互压价争单，市场撮合出动态出清价。竞价主体与频率都被机器化，网络每秒处理**数千次**自动竞价，Agent 直读 bid/lease 选最优。

定价节奏的"高频交易化"

从“人类按月签合同”跃升到“机器按秒撮合”。同一标准品（H100 时租）链上公开报价、可直接比价，价差收窄，逼近“**一价定律**”。

现实映射 · 电力现货市场

发电方按边际成本竞价，电网按需求由低到高排序、统一出清，形成实时电价。没有人"规定"电价，它是竞价的结果。算力反向拍卖与之同构——标准化要素按边际成本竞价出清。

现实进展 2025–2026

- Akash H100 时租约 **$2.09**，AWS p5 约 **$6.88**，便宜逾 **60%**
- **“算力是新石油”**成行业共识；多家机构编制 GPU 租赁价格指数（如 Silicon Data），为统一定价提供基准

总结

金融市场可使算力从“云厂商标价单”变成“现货市场竞价”

映射：原油从石油公司内部定价，变成布伦特、WTI 的公开期货曲线。

数据来源：Akash，Silicon Data，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 风险管理：把算力成本变成可对冲的期货标的

传统定义

把价格波动、违约等风险转移给愿承担者。精髓是**让生产者锁定确定性、让投机者承担波动**。

聚焦：算力成本的期货对冲

痛点 · GPU 时租剧烈波动

受硬件供给、电价、训练潮汐多重影响，Akash 单租均价一年涨 **123%**（$11.23→$25.03）。对 7×24 运行的 Agent，成本端波动直接威胁商业模式可持续性。

解法 · 算力期货 / 远期合约

Agent 运营方今天就以约定价锁定未来 3–12 个月算力成本，把涨价风险转移给投机者。

算力之于 Agent，就是燃油之于航空公司

航司买航油期货锁定 6–12 个月燃料成本、稳定经营—Agent 锁定推理成本同理。

现实映射 · 航油期货套保

航空、航运、制造企业用期货锁定燃料、金属、农产品成本，是传统的风险管理。算力期货与之同构，把标准化、波动大的核心投入品，做成可对冲的期货合约。

现实进展（发展极快）

- **CME × Silicon Data 计划推出算力期货**，“像对冲石油一样对冲算力”，成全球首个 AI 算力期货合约
- 国内正研发 AI token / 算力期货

总结

如同航空公司用航油期货锁定燃料成本，金融市场可让 Agent 运营方用算力期货锁定推理成本

映射：CME×Silicon Data 的算力期货，拟推进到交易所挂牌。

数据来源：Akash，CME，Silicon Data，证券时报，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 流动性提供：为长周期资产提供随时变现退出的二级市场

传统定义

资产能在不显著影响价格下随时变现的能力。其价值在于**投资者知道随时能退出，才更愿意在早期投入**。

聚焦：用退出路径破解“锁定难题”

痛点 · 资产被锁定，资本不敢进

算力收益权、Agent 份额等天然长周期、非标。若买入后只能持有到期、中途无法转手。

解法 · 建立连续运转的二级市场

- **二级交易**——头寸随时可按市价转手给下一个买家
- **AMM 做市**——算法池充当永远在场的对手方
- **份额拆分**——千万级资产拆到几美元，买家更多

流动性与资金融通，是同一枚硬币的两面

正因为有“随时能退出”的二级市场，投资者才敢在一级市场提供长期资本。退出路径反过来降低融资成本，是吸引长线资金的前提。

现实映射 · 交易所 + 做市商

无交易所的年代，投资公司意味着资金被无限期套牢。**正是二级市场的存在，才让一级 IPO 融资成为可能**，能退出才愿认购。私募股权流动性差、要高溢价，正因缺退出市场。链上二级交易，是给“数字私募资产”补上这一环。

现实进展

- DEX 深度达**数千亿美元级**（如 Hyperliquid），大额进出不冲击价格
- 代币可作抵押、可二级转让，把锁定到期的非标债权变成可随时退出的流动资产
- 拆分 + 7×24 交易，扩大买方基础

总结

金融市场为长周期算力 / Agent 资产建立“随时变现退出”的二级市场

正如交易所让股权随时可卖、从而让 IPO 融资成为可能，链上二级市场让长期资本敢于进场。

数据来源：Liquidview，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 信息传递：价格即信息，Agent 更彻底地按信号行动

传统定义

金融市场通过价格机制和竞争机制将资源引导到最需要的地方去，实现资源的优化配置。

聚焦：价格信号自动调度算力

为何更纯粹 · Agent 是程序

人类面对价格会犹豫、有信息滞后；Agent 毫秒级读取
链上价格并立即行动。哈耶克描述的机制以前所未有的速度运转。

机制 · 利润信号调度供给

价格上升→自动吸引供给方进入，把闲置消费级 GPU
动员进网络；价格下跌→低效供给自动退出。
无中央调度者，纯由价格驱动。

两层可信支撑

链上透明——供需信号全市场可观测；
可验证——ERC-8004 声誉登记、TEE 验证让“质量”成为不可造假的信号。

现实映射 · 股价"远程治理"

CEO 不受日常监督，但股价构成强约束——下跌→融资成本升、管理层被替换。Agent Token 价格就是运营者的“成绩单”：质量降→持有者卖→价格跌→被迫改进或淘汰。而 Agent 响应比人类管理层更快、更彻底。

现实进展

- 链上数据让真实营收、供需失衡公开可审计
- 预言机把算力价格喂上链，为自动定价与对冲提供基准

总结

价格作为去中心化配置资源的信号，而 Agent 作为程序，比人类更快、更彻底地按信号行动

在Agent经济中的金融市场下，哈耶克的设想或可以前所未有的纯粹度运转。

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

03 总览：机器化、高频化、自动化的金融市场

- 五大功能在 Agent 经济中被机器化重写。Agent 是“读信号、按信号行动”的程序，对价格的依赖或比人类更彻底。

功能	标志性作用	现实世界映射
资金融通	代币化 / 借贷池 / DePIN 硬件融资	REITs / ABS / 供应链金融
价格发现	Akash 反向拍卖 / 每秒数千次机器竞价	电力现货市场 / 高频交易撮合
风险管理	永续合约月成交 $1.2 万亿 / AI 算力 抵押 / 收益权预售转移风险	航油期货 / CCP 逐日盯市 / 产量分成
流动性	为长周期算力/Agent 资产建二级退出市场 / AMM 做市 / 份额拆分	证券交易所 + 做市商
信息信号	利润信号激活闲置 4090 / 链上买卖比 5:1 / ERC-8004 声誉	哈耶克价格信号 / 股价“远程治理”

双向赋能

AI 的真实现金流为 Web3 提供价值锚，Web3 的金融市场为 AI 提供高效的资本配置网络，两者互为地基。

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 Agentic Payment

仅供内部参考，请勿外传！

04 Agentic Payment：Agent 自主决策的自动化价值交换

定义

AI Agent 在**无需人类实时干预**的前提下，基于自主决策，通过区块链网络与智能合约，与其他 Agent 进行的自动化价值交换与结算行为。区别于“AI 辅助支付”（AI 建议、人类决策）。

M2M 原生

MACHINE-TO-MACHINE NATIVE 01

交易发起方与接收方均为代码实体，不要求任意一方具有法律人格或人类身份。

区分标准：决策树中是否含人类实时签名/审批

微支付与流支付

MICRO / NANO / 流式支付 02

支付粒度可达亚美分级（**$0.000001**），频次可达每秒数百次。

使 A2A 服务链的中间环节支付在经济上可持续

条件触发与自执行

CONDITIONAL & SELF-EXECUTING 03

支付逻辑与数字事件验证结果在代码层绑定，无需人工判责。

ERC-8183 的 Evaluator 承担“条件是否满足”验证

跨层贯通性 ★

CROSS-LAYER SETTLEMENT 04

结算 Token/算力费用、结算模型调用费用支付、执行租金/分红/版税自动分配。

三层资产经同一套支付轨道完成

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 与卡网络 / ACH 、现有加密钱包的区别

- 关键区别：交易决策树中是否包含人类的实时签名或审批。Agentic Payment 可在护栏内完全去除人类决策节点。

维度	传统支付 卡网络 / ACH	加密支付 现有钱包	本报告主题 Agentic Payment Agent 自主
支付主体	人类（自然人/法人）	人类控制私钥	**Agent 自主决策**
人类参与	全程必需（审批/签名）	每次交易需签名	**可完全去除（护栏内）**
支付粒度	卡组织：固定费率+固定费用 收单平台：2.9% + $ 0.30	$ 0.0015 – $ 0.02	**$0.000001 (Nanopayment)**
结算周期	T+1 - T+3	秒级 – 分钟级	**秒级**
可编程性	无	智能合约	**智能合约 + 条件触发**

数据来源：Visa，Stripe，arxiv，Circle，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 Agentic Payment 整体架构:L1 – L4 为核心竞争地带

L5 合规风控

- **KYA身份核验**：VISA、MasterCard、experian
- **实时风控/欺诈检测**：VISA、MasterCard
- **争议/退款处理**：VISA、MasterCard
- **ZK批量结算/Gas优化**：Polygon

L4 身份/钱包/托管

- **开发者托管钱包API**：Coinbase CDP、crossmint
- **自托管/MPC钱包**：MetaMask、Cobo
- **企业级KYA钱包**：Coinbase CDP、crossmint

L3 协议标准

- **AP2 解决预授权与代表凭证**：Google、fido ALLIANCE
- **ACP 标准化电商购物结账**：OpenAI、stripe
- **x402 按次微支付**：Coinbase、CLOUDFLARE
- **MPP 流式session计费**：stripe、TEMPO
- **卡组织协议(潜在进入)**：VISA、MasterCard

L2 结算层

- **通用EVM兼容链**：Ethereum、Polygon
- **高吞吐链**：Solana
- **支付专用链**：base、TEMPO、Arc
- **许可链(潜在进入)**：kinexys by J.P.Morgan

L1 货币发行

- **美元StableCoin**：Tether(USDT)、Circle(USDC)、PayPal (PYUSD)
- **非美元StableCoin**：Circle (EURC)、HSBC、Standard Chartered 渣打銀行

L0 出入金与流通

- **交易所**：Coinbase、Binance、HASHKEY
- **其他兑换通道**：PayPal、Robinhood、WISE
- **机构做市**：Jump TRADING、WINTERMUTE、CUMBERLAND A DRW COMPANY

仅供内部参考，请勿外传！

04 不可或缺性：三个相互独立的逻辑线索

- Agentic Payment 并非支付体验的改进，而是 Agent 经济闭环的必要前提。

① 三层资产流转的结算枢纽

贯通Agent经济的 L1 / L2 / L3 / L4

L1→L2→L3→L4 收益转化链路

支付算力成本 → 模型 / Agent 执行任务 → 产出数据/服务 → 其他Agent调用，任一结算环节断裂则闭环无法成立。

L1→L3 成本传导链路

Token 期货价格信号需传递到 Agent 服务定价决策，否则缺失价格机制。

跨主体收益自动分配

一笔推理同时涉及算力提供者、模型持有者、数据贡献者三方，合约自动多方结算——传统金融无法实现此分配粒度。

② Agent 永续运行的经济前提

自主收入 ≥ 自主支出

收入端

Virtuals Revenue Network 月分发最高 $100 万；Circle Agent Marketplace

支出端

io.net Agent Cloud 按秒租 GPU；Circle Nanopayments 单次推理 $0.0001

账户端

Coinbase / Circle Agent Wallets 提供独立账户。

③ A2A 协作网络的信任基础

零信任启动

两个 Agent 首次交互时，无交易历史、无声誉、无抵押、无法签法律合同。

交易达成依赖一个前提：**支付资金在交割前已进入不可单方撤回的托管。**

ERC-8183 协议可实现这一前提。

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 USDC：事实上的 Agent 经济 M0/M1

StableCoin在 Agent 经济中的三种货币功能

交易媒介

Agent 主要以 USDC 向其他 Agent（A2A）和基础设施（A2I）支付。

计价单位

Agent 服务报价、Marketplace 价格、Token 成本核算均可以 USDC 计价。

Agent经济核算脱离对法币汇率的依赖

价值储存

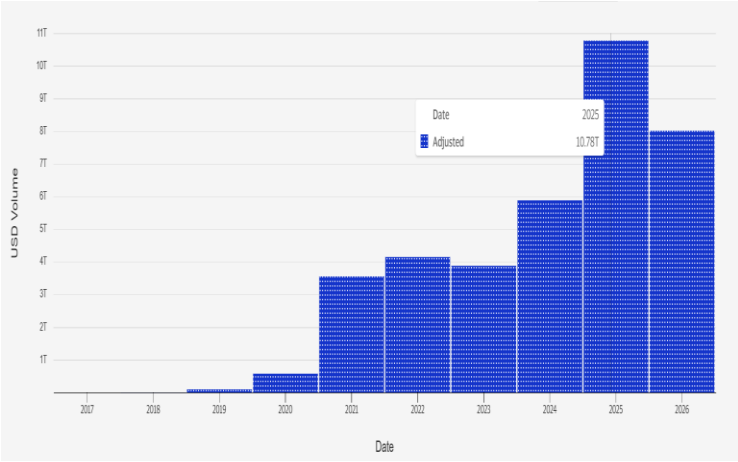
Agent Wallet 中资金以 USDC 持有，交易间隙保值。

市场数据：规模与集中度

2025 全年StableCoin交易量（调整后）

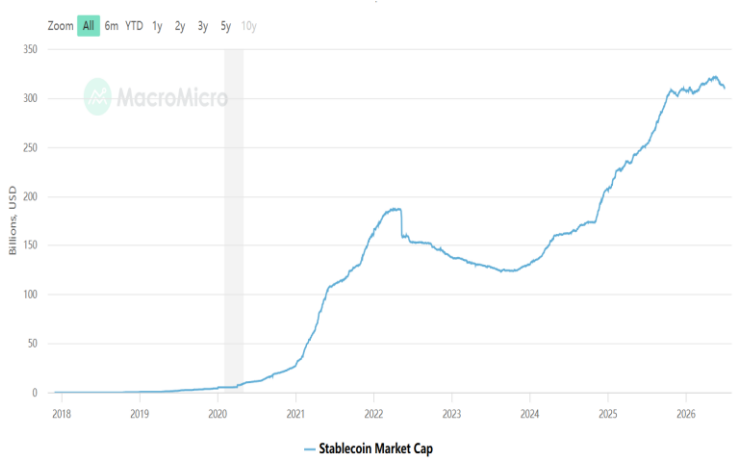
$11 万亿 YOY + 83%

> Mastercard 交易金额 $10.6万亿



总市值（2026年7月2日）

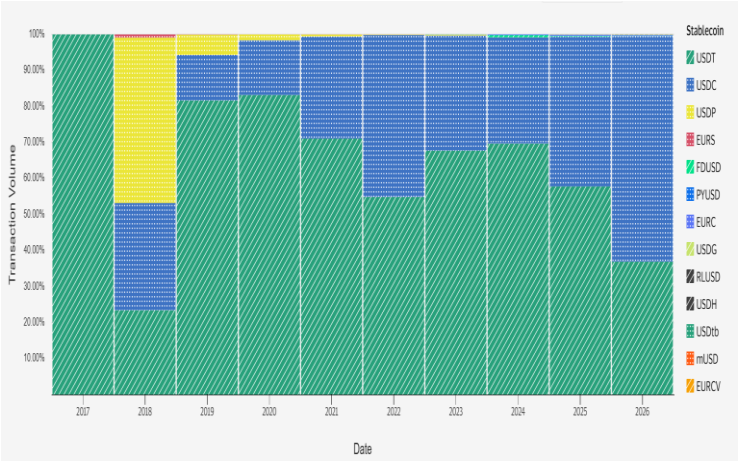
$3,097 亿



集中度（TOP2）

99.3%

> USDT 57.8% + USDC 41.5%



数据来源：Visa，Mastercard，Allium，MacroMicro，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例一：Coinbase 搭建底层账户基座 + 开放支付协议

Agentic Wallets ｜ 账户层

MPC 安全
多方计算保护私钥，Agent 无需直接持私钥即可签名

会话额度
可编程上限：单笔 $10 / 日累计 $100 / 限特定商户类别

Gas-free 结算
基于 Base 链，Gas 费用由 Coinbase 吸收

x402 原生支持
钱包原生支持 HTTP 402 支付标准

x402 协议 ｜ 支付协议层

累计交易量	累计结算金额
1.65 亿笔+	$5,000 万+
活跃交易 Agent	笔均交易金额
约 48 万+	$0.20–0.31

x402 基金会（Linux 基金会托管）22+ 创始成员
Visa · Mastercard · Stripe · Google · AWS · Cloudflare · Shopify · Circle · Solana
交易份额：Solana 约 65% / Base 约 35%；facilitator 收费 $0.001/笔

卡位本质：做 Agent 支付的“高速公路”。

制定支付标准，把 x402 捐给 Linux 基金会，成为遵循的底层协议。

即便不在每笔交易中抽成，也能凭 facilitator 地位与 Base 链结算份额获益，赚取基建的钱。

数据来源：Coinbase，Linux基金会，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例二：Circle 把 USDC 变成 Agent 经济的原生货币层

Agent Stack 五大组件

Agent Wallets
无需许可、策略控制的
自主钱包 + 可编程限额

Agent Marketplace
Agent 程序化发现
客户和服务的市场

Circle CLI
命令行管理工具

Nanopayments
免 Gas 的 USDC 微支付
最小 $0.000001

Circle Skills
Agent 集成 SDK，与
LangChain 等框架兼容

Nanopayments 技术架构：边际 Gas 成本归零（Circle 在批量结算层吸收）

① 存入资金
Agent → Gateway

② 签名授权
签名消息授权支付

③ 即时验证
商户链下毫秒级验证

④ 批量上链结算
定期聚合，Circle 吸收 Gas

Arc 链 | Agent 专用
EVM 兼容 · USDC 作原生 Gas · 亚秒级最终确认 · 不承载 DeFi/NFT，专为 Agent 交易优化

融资 $2.22 亿
a16z 领投，估值 $30 亿

卡位本质：做 Agent 经济的“货币当局”，抢货币发行权的上游。

不制定支付标准协议，用 USDC 原生能力把握支付货币层。

货币发行 + 结算网络 + 专用链三层，赚取铸币与储备收益。

数据来源：Circle，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例三：Stripe 同时覆盖卡轨与链上轨

- 2026.5 Sessions 中推出 MPP，联合 Tempo 链，成为整个领域最完整的垂直整合方案。

传统卡轨

- AI Agents SDK（整合 LangChain / CrewAI / Vercel）
- ACP（Agentic Commerce Protocol）
- 受限 API 密钥 / 一次性虚拟卡

→ 覆盖 Visa / Mastercard 商户网络

链上轨

- Metronome（实时计费）+ Tempo（支付专用 L1）
- Privy（钱包分发）+ Bridge（跨境）
- Pay As Token Burns：Token 消耗 → 实时结算

→ Agent 原生支付栈

Tempo 链技术参数（Stripe + Paradigm 孵化，2026.3.18 上线）

最终确认时间	设计容量	Gas 代币 / 合规	MPP 上线首周
约 0.6 秒	百万级 TPS	USDC/USDT · ISO 20022	894 Agent · 3.1 万笔

卡位本质：Stripe 通过收购 + 技术合作完成垂直整合。

发行 → 托管 → 结算 → 受理，本质是构建“AI 时代的资金操作系统”。

合作伙伴包括 Anthropic、OpenAI、Mastercard、Visa、Shopify、DoorDash、Standard Chartered 等。

数据来源：Stripe，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例三：MPP 核心机制Sessions，聚合多笔小额支付

- MPP Sessions 将数千次小额支付聚合为两笔链上交易，是 Agent 微支付最具创新性的设计。

Open

Agent 将资金存入
链上托管合约

链上交易 ×1

Stream

每次微支付签署链下凭证，
按 Token / 字节 / 流计费

链上交易 ×0（10–10,000 次微支付）

Settle

服务方提交最新凭证上链，
剩余资金退回 Agent

链上交易 ×1

结果：无论 Session 内发生 10 次还是 10,000 次微支付，只需要 2 笔链上交易。

每笔微支付的边际成本为零，凭证验证仅需微秒级签名校验。

为什么这是关键创新

传统链上微支付的瓶颈是 Gas 成本，因为每笔都要上链。Sessions 把高频小额聚合，使 A2A 服务链的中间环节支付在经济上得以成立。

与 ERC-8183 / Circle Nanopayments 的共性

三者都采用“链下高频 + 链上批量结算”思路：
将微支付成本从 $0.30 降至 $0.000001 级别，
是微支付经济可行性的共同技术基础。

数据来源：Stripe，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例四：Visa 在既有卡网络上叠加 Agent 信任

Intelligent Commerce ｜ Agent 购物计划

2025 年推出 · 2026-04 升级为跨卡组织的 Intelligent Commerce Connect

在授权下让 AI 平台 Agent 调用已绑定 Visa 账户完成购物；官方合作方含 OpenAI、Anthropic、Microsoft、Perplexity、Mistral、IBM、Samsung、Stripe；Connect 将该能力扩展至非 Visa 卡组织场景。

Trusted Agent Protocol（TAP） ｜ Agent 信任标记

2025-10 推出 · 与 Cloudflare 联合发布 · 首批超 10 家合作方

为 Visa 网络新增一层 Agent 信任标记，帮助商户识别、验证访问流量是否来自经过认证的 AI Agent；
首批合作方含 Coinbase、Stripe、Shopify、Microsoft 等。

VTAP 资产代币化平台

2024-10 推出 · 早期客户 BBVA

面向银行/机构的资产代币化基础设施，代币可在多条公链流通，Visa 本身不自建链；
与 Agent 支付场景存在交叉，但设计初衷并非专为 Agent 服务。

布局战略以协议叠加为主，通过 Intelligent Commerce Connect 主动向跨网络 Agent 支付基础设施延伸，兼具防御性布局与平台化倾向。

数据来源：APNews，Businesswire，Visa，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例五：Mastercard 注重协议防御与多链生态嵌入并举

Agent Pay → Agent Pay for Machines（AP4M）

2026-06

用于Agent 交易的识别与验证；AP4M 合作方含 **Coinbase、Solana 、Ripple、Tempo、Polygon** 等加密原生机构。

Agentic Tokens

既有技术延伸

将 Mastercard 既有的卡号 Token 化技术（原用于替代真实卡号、降低泄露风险）延伸到 Agent 发起的交易场景。

Ethoca 欺诈数据网络

2019 收购

跨机构欺诈情报共享网络；**可扩展至直接用于 Agent 交易实时风控。**

Crypto Credential / Multi-Token Network（MTN）

2023-04 / 2023-06

跨链互操作基础设施；MTN 已支持 **USDG、PYUSD、USDC、FIUSD** 等多币种结算。

布局战略与Visa类似，但经 AP4M / MTN 主动嵌入多链结算生态，布局深度上较 Visa 更深。

数据来源：Mastercard，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 案例六：PayPal 具备结账场景与出入金双栖优势

PYUSD

Paxos 发行与托管 · PayPal 为品牌方与分销方

由 **Paxos Trust Company 发行与托管**，PayPal 为品牌方与分销方，并非直接发行方；
PayPal 借道持牌信托机构发币，而非自行申请发币牌照。

App 内加密货币买卖与持有

个人账户 2020 年上线 · 企业账户 2024 年扩展

个人账户自 2020 年起支持 **BTC / ETH / LTC / BCH** 的买卖与持有，
2024 年该功能扩展至企业账户，并将 PYUSD 纳入支持范围，相当于自带法币出入金通道。

与 Mastercard 的 Agentic commerce 合作

2025-10-27 联合公告

联合宣布 **Accelerate Secure Global Agentic Commerce** 合作，是其 Agent 结账最明确的官方动作；
PayPal 在该领域选择协作路径，而非独立构建体系。

布局战略在于兼顾传统结账场景覆盖和出入金能力，两栖优势通过与卡组织的直接合作逐步制度化。

数据来源：PayPal，Mastercard，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 对比：三家加密数字平台在垂直栈上错位卡位，短期共生

- MPP Sessions 将数千次小额支付聚合为两笔链上交易，是 Agent 微支付最具创新性的设计。

Coinbase

协议路由层 · “道路”

抢协议标准的中立卡位

TCP/IP 式卡位，让自己成
为所有人都要遵循的底层协议。

盈利逻辑

赚基建的钱

Circle

货币结算层 · “货币”

抢货币发行权的上游卡位

链上货币当局 + 自建 Arc 链

盈利逻辑

赚铸币与储备收益

Stripe

服务受理层 · “商铺”

抢商户关系的下游卡位

让服务不离开 Stripe 操作系统
即可接收 Agent 支付。

盈利逻辑

赚商户服务与交易处理的钱

Coinbase 卡“道路”，Circle 卡“货币”，Stripe 卡“商铺”。

三者在垂直栈上错位，可组合为：x402 协议路由 → 流动 Circle 的 USDC → 经 Stripe 触达商户。

数据来源：Coinbase，Circle，Stripe，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 加密数字平台竞争格局

覆盖层级	Coinbase x402 + Base 加密原生·开放协议	Stripe MPP + Tempo 支付巨头·双轨	Circle Circle Agent Stack StableCoin·原生货币层
L4 身份/钱包/托管	✓✓ 开发者托管钱包 + 企业级KYA钱包	× 无核心钱包/托管服务	✓ 开发者托管钱包
L3 支付协议	✓✓ 制定 x402 支付标准	✓✓✓ 联合Tempo 推出 MPP 流式计费协议	× 暂未推出 Agent 支付协议
L2 链上/卡轨结算	✓ USDC on Base	✓✓ 传统卡轨 + Tempo 链(USDC/USDT)	✓✓✓ Arc 链(Agent 支付专用) + Nanopayments
L1 币种发行	× 无币种发行	× 暂无币种发行 但深度参与 Open USD项目	✓ USDC 原生

全面覆盖 L1 – L4 的全链路方案目前不存在。Coinbase 依托自身合规交易所优势，专注 L2 – L4 层级；Circle 跨度最广，但未推出支付协议；Stripe L2/L3 最完整但 L1/L4 布局较少。

数据来源：Coinbase，Circle，Stripe，浙商证券研究所。注：层级为Agentic Payment架构，纵轴为支付层级，✓ 标识覆盖程度，颜色区分参与者类型。

仅供内部参考，请勿外传！

04 竞争格局矩阵全景

- **三方组织均依靠自身能力进行探索布局，差异主要在于是否掌握Agent支付底层资金交易轨道（包括基础设施和支付协议）。**传统卡组织优势在于商户网络覆盖和在合规风控上的深厚积累，PayPal的优势在于结算场景叠加出入金的两栖优势，加密平台的优势则在于基建的技术优势和自主可控。
- **目前三方以合作为主，但基建成熟后可能带来层级延伸的竞争。**在当前Agentic Payment初建阶段，卡组织更多是用自身网络优势去嵌入协议生态中，而在基建完善后，卡组织可能会向L3协议层进行布局延伸，进行支付协议的标准制定。另外作为Agentic Payment的基础货币，当前USDC只由Circle独家发行，而Stripe主导的Open USD项目落地后，亦可能会推动多货币竞争的格局。

对比维度	传统卡组织 Visa · Mastercard	收单支付平台 PayPal	加密数字原生平台 Coinbase · Circle · Stripe
是否发行币种	否 (参与Open USD项目，卡位币种分发)	是 (PYUSD，经 Paxos 发行托管)	是 (Circle 发行 USDC，Coinbase 分销)
是否自建公链	否 (通过AP4M / Connect 参与多链)	否 (做链上适配)	是 (Base、Arc、Tempo)
是否有钱包托管	否	部分 (面向自家 C 端用户)	是 (开发者 / 企业 / Agent)
核心竞争资源	商户网络覆盖率 + 跨机构欺诈数据	结账场景覆盖率 + 出入金	结算效率 + 全栈技术自主可控
布局逻辑	协议叠加为主，做生态嵌入	充分利用两栖优势，结账场景 + 出入金	基础设施自建，掌握核心要件和协议
主要劣势	或被压缩为身份信任层级机构	维护两套体系，合规复杂度较高	商户信任 / 跨境合规积累时间有限

数据来源：Coinbase，Circle，Stripe，Visa，Mastercard，PayPal，PANews，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 竞争格局走向：多协议共存，网络效应是竞争实质

2025–2026 出现 10 种以上互不兼容的协议，包括执行层、授权层等

x402 (Coinbase) | MPP (Stripe) | AP2 (Google) | Visa TAP+ICC | Mastercard Agent Pay | OpenAI ACP | Skyfire / Alipay / L402

特征一 · 所有主要参与方都同时押注多个协议

Stripe 既是 MPP 联合设计方，又是 x402 基金会创始成员；Visa 同时运行 TAP/ICC，并支持 MPP 和 x402；Google 同时是 x402 成员和 AP2 主导方。

→ 终局不是单一协议垄断，而是多协议共存，各自适配不同场景与监管要求。

特征二 · 竞争实质是“谁的网络效应更强”

Visa / Mastercard 拥有大量商户与数十亿持卡人，在场景上具天然网络效应优势；加密原生协议（x402/MPP）优势在低费用与高频微支付。

→ 加密原生的竞争壁垒不是现有网络效应，而是对 Agent 特有交易特征的适配能力。

特征三 · 监管压力正成为影响竞争格局的关键变量

EU AI Act 第 26 条将于 **2026.8.2** 生效，要求 Agent 支付系统具备人类监督、审计日志和可追溯性。

→ 有利于传统合规基础设施，同时为 KYA 类身份验证创造需求。

数据来源：Coinbase，Circle，Stripe，Visa，Mastercard，OpenAI，Skyfire，Alipay，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 发展路径：短期铺设 → 中期网络效应 → 长期金融自主

短期 · 2026–2027

基础设施铺设与协议标准化

协议标准化

x402/MPP 等协议经历市场筛选

Agent 钱包成标配

每个 Agent 都有一个链上钱包

监管框架初步建立

EU AI Act §26 / MiCA / GENIUS Act

首批规模化场景

算力租用、数据购买最可能率先达到规模化

供需两侧均具 Agent 原生特征

中期 · 2028–2029

网络效应形成与 Token 期货启动

A2A 商业网络

Agent 发包→竞标→签约→交付→结算全自动化；人类角色进一步后移

Token 期货市场

Token 期货达到足够流动性支持企业套保，从而有效管理价格波动风险

支付规模百亿美元级

预计 Agent 支付 2028 进入百亿量级

前提：渗透率 2–3 年达行业级、钱包广泛部署、协议主流化、企业采购系统 Agent 接口接入

长期 · 2030+

Agent 经济的金融自主

人类角色转变

从操作者 → 资产提供者与规则制定者，仅定义预算约束

成并列支付基础设施

与卡网络、ACH 并列

Agent 经济的央行

数十亿 Agent 用 USDC 高频微支付时，Circle 实质成“货币当局”

长期建立多元化结算资产体系（多币种、CBDC、代币化法币）

数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

04 市场空间测算：只考虑增量，基准情境下市场空间将达千亿级

- 当前旗舰模型输出价格平均在 $19.73 / Mtok，我们认为 2030 年大规模 Agent 调用大概率会走模型路由，简单任务用低价模型，复杂任务才调用旗舰模型，叠加算力瓶颈的缓解，我们预计基础输出价格在 $5 / Mtok。
- 相较传统银行卡支付约 2%-3% 的综合费率，Agentic Payment 更接近高频、自动化、低风险的数字原生结算网络。考虑钱包托管、身份认证、合规筛查、链上/链下清结算、路由及风控等基础设施成本，我们假设长期综合费率为 0.05%-0.2%，基准情形取 0.1%。
- 基准情境下，我们预计 Agentic Payment 带来的增量空间为 3654 亿美元。我们假设 Agentic Payment 收入池主要由上述六家公司共同分享，其中 Circle / Coinbase / Stripe / Visa / Mastercard / PayPal 分别占 30% / 25% / 20% / 10% / 10% / 5%，则年增量价值分别为1096.10、913.41、730.73、36.54、365.37、182.68亿美元。

国内外主流模型API价格统计

生态	模型层级	代表模型	输出价格(每百万Tokens)
闭源	旗舰模型	Claude Fable 5	$50
		Claude Opus 4.8	$25
		GPT-5.5	$30 / $45
	主力高性能	Claude Sonnet 5	$10
		GPT-5.4	$15
	主力性价比	Claude Haiku 4.5	$5
		GPT-5.4 mini	$4.5
开源	旗舰模型	GLM-5.2	¥28
		Kimi K2.7 Code	¥27
		Qwen3.7-Max	¥36
	主力高性能	DeepSeek-V4-Pro	¥6
		MiniMax-M3	¥8.4 / ¥16.8
	主力性价比	DeepSeek-V4-Flash	¥2
		MiniMax-M2.7	¥8.4

GPV敏感性测试（单位：$万亿）

输出价($/Mtok) \ 年Tokens消耗量(Exa)	4.38	5.85	7.31	8.77	10.23
2.00	87.69	116.92	146.15	175.38	204.60
5.00	219.22	292.29	365.37	438.44	511.51
10.00	438.44	584.58	730.73	876.88	1023.02

TAM敏感性测试（单位：$百亿）

综合费率 \ GPV($万亿)	219.22	292.29	365.37	438.44	511.51
0.05%	10.96	14.61	18.27	21.92	25.58
0.10%	21.92	29.23	36.54	43.84	51.15
0.20%	43.84	58.46	73.07	87.69	102.30

数据来源：OpenAI，Anthropic，GLM，Kimi，Qwen，Minimax，DeepSeek，浙商证券研究所。注：以前述单步20%的年Tokens消耗量的基准情形进行测算。

仅供内部参考，请勿外传！

04 市场空间测算：考虑替代效应，市场空间有望进一步扩大

- 据McKinsey，2025年全球支付行业处理的资金总额达2000万亿美元，以2025年全球GDP增速3.3%做线性外推，2030年全球支付行业处理的资金总额预计达到2352.51万亿美元。
- 考虑 Agentic Payment 可替代线上消费、数字服务和自动化企业支付，我们假定基准情境下有10%的支付会被替代，并以4%为步长进行敏感性测试。
- 基准情境下，预计 Agentic Payment 替代效应的空间为2352亿美元。我们假设 Agentic Payment 收入池主要由上述六家公司共同分享，其中 Circle / Coinbase / Stripe / Visa / Mastercard / PayPal 分别占 30% / 25% / 20% / 10% / 10% / 5%，则替代效应增加的价值分别为705.75、588.13、470.50、235.25、235.25、117.63亿美元。

替代效应下TAM敏感性测试（单位：$百亿）

综合费率 \ 替代支付比例	2%	6%	10%	14%	18%
0.05%	2.35	7.06	11.76	16.47	21.17
0.10%	4.71	14.12	23.53	32.94	42.35
0.20%	9.41	28.23	47.05	65.87	84.69

数据来源：McKinsey，中国人民外交学会，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

05 投资建议

仅供内部参考，请勿外传！

05 投资图谱与催化剂节奏

产业链环节（沿资金流向）

① 账户与钱包层 → ② 支付协议层 → ③ 结算链层 → ④ 资产发行交易层 → ⑤ 商户受理层 → 价值捕获

投资属性：①③ 偏基础设施（高投入强壁垒）｜② 偏标准（网络效应）｜④ 偏应用（高风险高回报）｜⑤ 偏渠道（增量稳定）

Agentic Payment 时间表

2025.7 — GENIUS Act 生效
7.18，GENIUS Act 成为法律，美国StableCoin监管框架确立

2026.8 — EU AI Act §26
8.2 生效；EU AI Act 使用方义务进入适用窗口；Agent 合规提升

2026 Q3末 — CLARITY Act
CLARITY Act 参议院推进窗口，数字资产市场结构立法待落地。

2027E — 协议互操作标准化
x402 / MPP / AP2 等协议互操作推进，支付标准进入筛选期

2028E — 规模达到 $ 百亿
收入池达到百亿美元级，板块从主题投资转向基本面定价

投资节奏框架（三阶段）

阶段一 · 主题布局期
当前至 2026 年底

营收贡献极微，估值中 Agent 支付属“免费期权”。布局卡位最完整
标的（COIN、CRCL），等催化剂兑现

阶段二 · 基本面验证期
2027–2028

观测指标从协议上线转为支付流水增速、Agent 收入财报占比。
等待数据验证

阶段三 · 范式兑现期
2029+

价值捕获分化：结算层、受理层确定性高于协议层。
转向精选择优

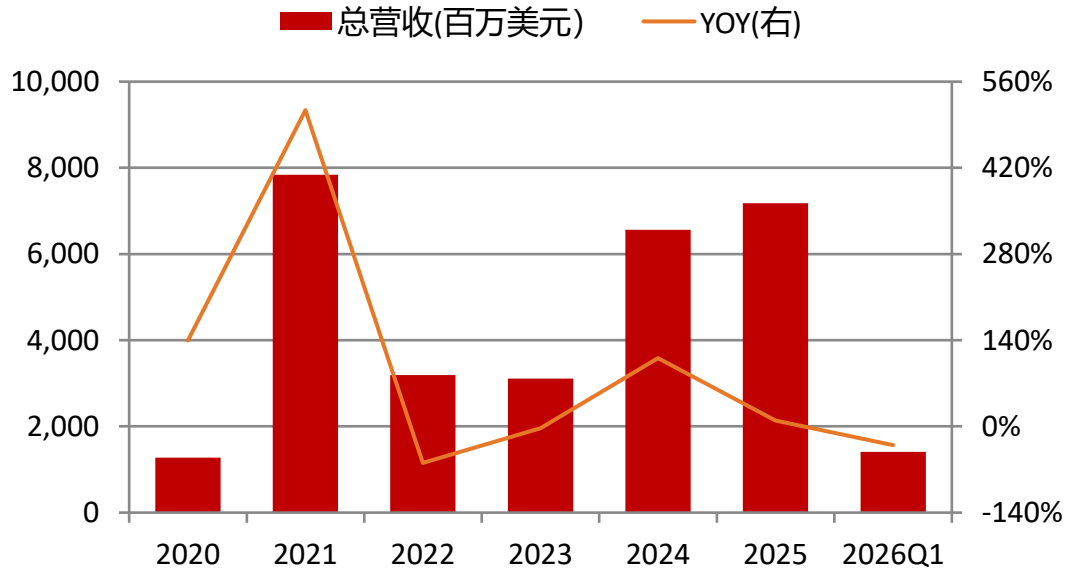
数据来源：浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

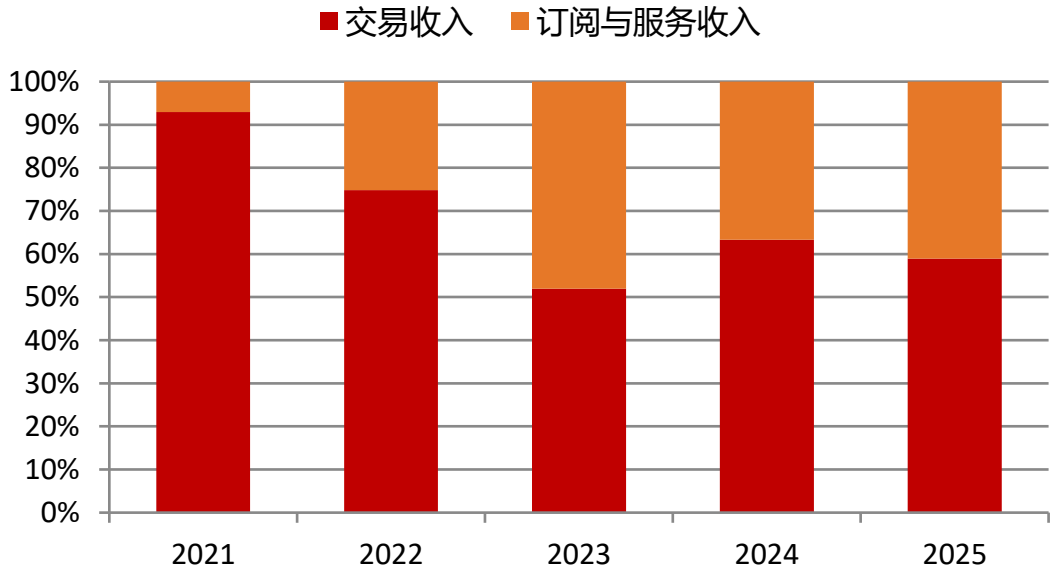
05 Coinbase：向数字资产金融基础设施转型

- Coinbase 是美国最大的合规加密资产交易平台，收入主要来源于两大板块：1）交易收入，向零售和机构用户收取加密买卖手续费，高度依赖行情与交易量。2）订阅与服务收入，包括 USDC 分成、质押、托管、 Base链 + x402协议生态。一季度受加密货币价格大幅回调影响，公司营收同比-30.54%至14.13亿美元。
- 公司战略主线为“去交易费化”，用订阅与服务收入的扩张对冲交易费的周期波动，推动公司从“周期券商”向“金融基础设施平台”转型。我们认为在 Agentic payment 推动下，公司估值有望从周期股到成长股进行切换。

受加密货币价格影响营收波动较大



交易收入占比趋势性下降



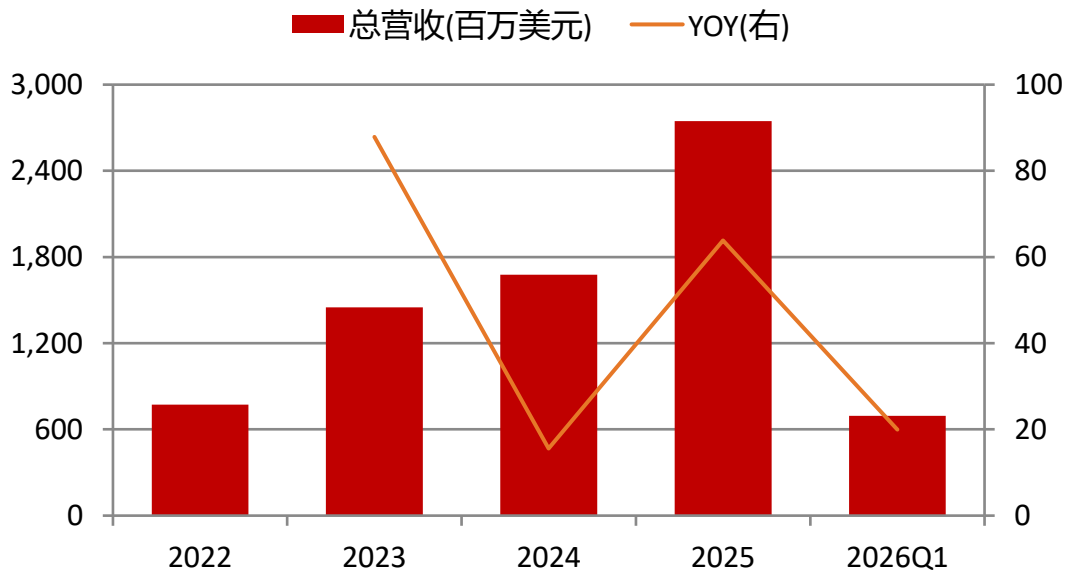
数据来源：Wind，公司财报，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

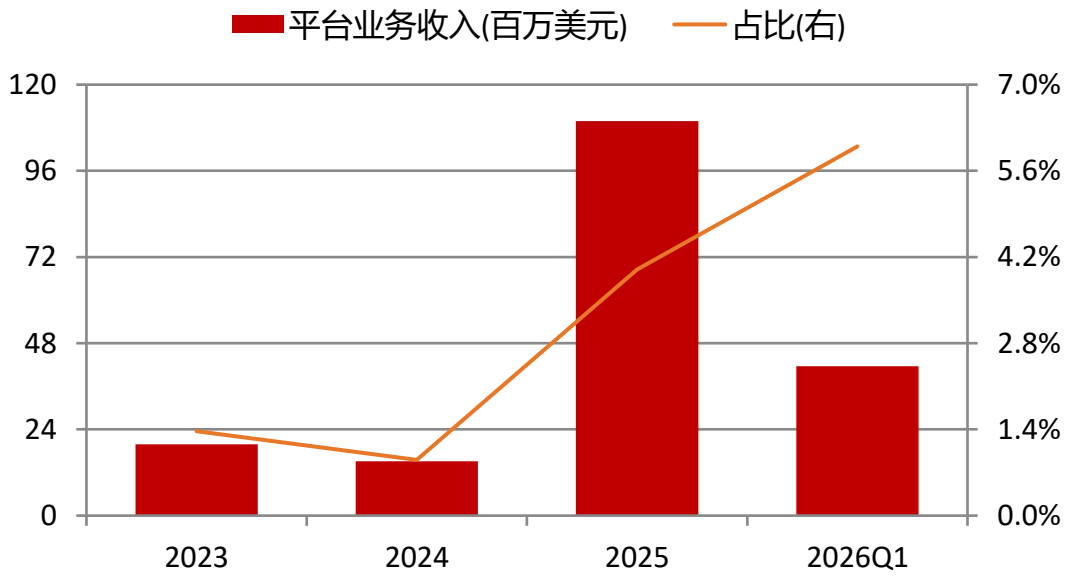
05 Circle：定位合规StableCoin发行龙头

- Circle 是全球第二大美元StableCoin USDC 的发行方，主要收入来源为储备金收益，即通过美元储备赚美债利息，实现美债利息套利，其收入受 USDC 与美债短端利率的双重影响。最大成本为分销成本，Coinbase 作为 USDC 最大分销渠道，按平台上托管/持有的 USDC 份额，分走对应储备金收益。
- 公司平台业务加速拓展，自建 Arc 链，并于5月发布 Agent Stack，拓展 Agent 支付场景。我们认为随着 Agentic payment 的迅速发展，一方面公司直接受益于 USDC 流通量的扩张，另一方面平台业务占比也将实现快速提升。

公司营收受USDC流通量和短端利率影响



平台业务拓展迅速



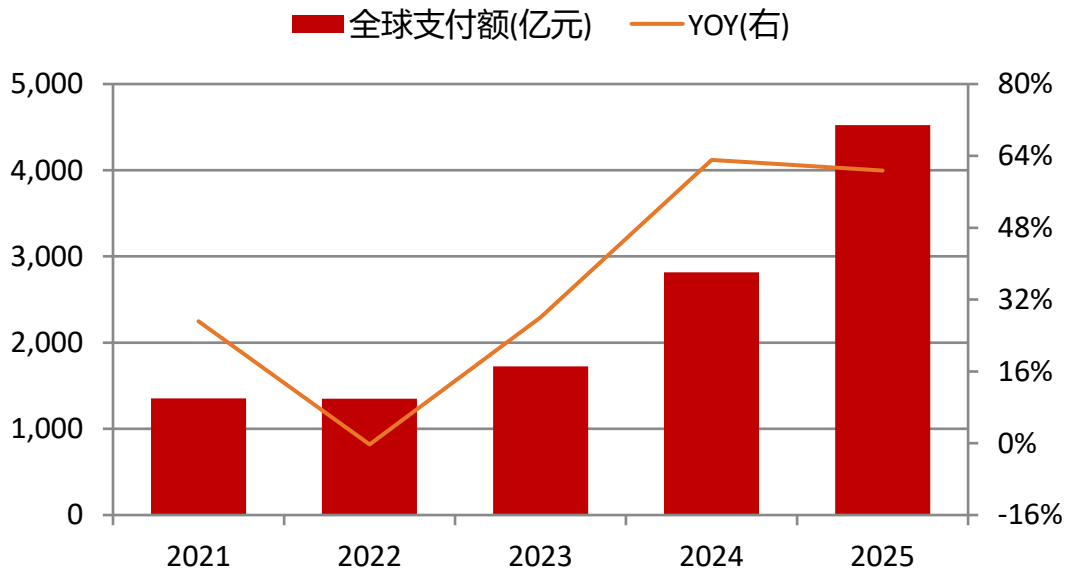
数据来源：Wind，公司财报，浙商证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传！

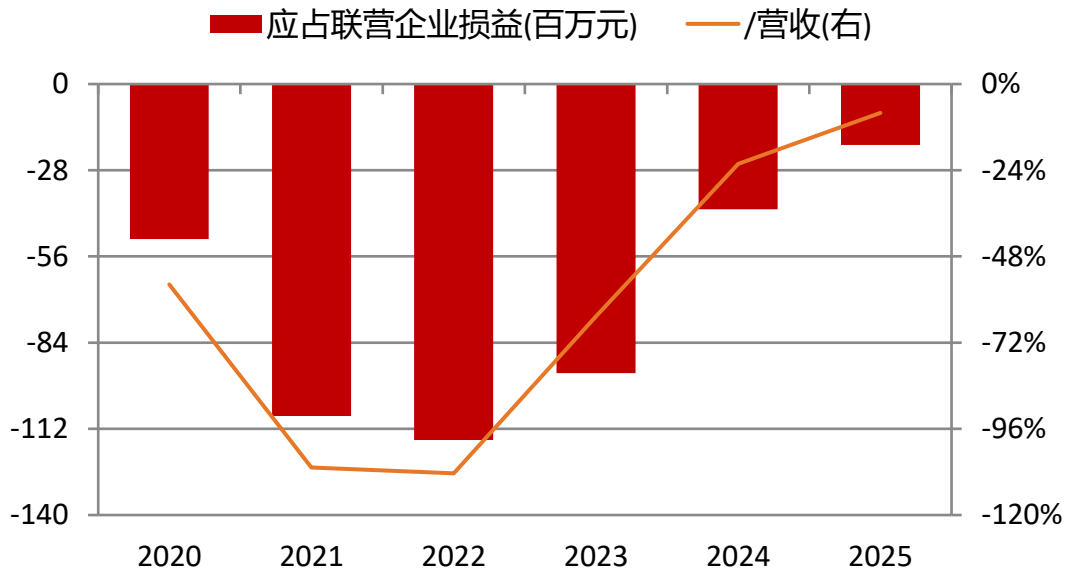
05 连连数字：核心业务强劲，场景融合可期

- 连连数字是国内独立第三方跨境支付服务商的代表，为跨境电商卖家、出海商户提供跨境收款、付款、外汇兑换、全球账户等数字支付服务，按交易流水收取费率并在此基础上叠加增值服务。
- 2025年，公司全球支付TPV同比+60.7%至4524亿元，显示出公司在跨境电商和企业出海浪潮中强大的市场拓展能力。2025年，公司对连通的持股比例从45.2%大幅降至17.63%，报告期内应占联营公司亏损大幅收窄至1.39亿元，未来公司盈利拖累项将显著减弱。
- 公司通过香港VATP牌照率先布局数字资产业务，并拥有66项全球支付牌照，在Web3和数字资产支付等前沿领域具备合规优势与场景优势。

核心主业全球支付表现强劲



公司盈利拖累因素大幅减弱



数据来源：Wind，公司财报，浙商证券研究所。注：2026年为Q1数据。

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

1、监管风险

- 当前没有任何司法管辖区明确界定了 Agent 的法律地位，若监管明确禁止 Agent 在无人类审批的情况下发起支付，Agentic Payment 的核心定义则遭受挑战。

2、技术风险

- 如果未来3-5年内无法建立协议间的桥接机制，市场将碎片化为多个互不连通的 Agent 经济体，经济体的网络效应将被大幅削弱。

3、市场风险

- 如果 Agentic Payment的采用速度显著低于预期，则相关标的的估值将面临重定价。

4、竞争风险

- 目前x402、MPP等主要协议正在争夺 Agentic Payment 的协议标准地位，如果最终胜出的标准与当前投资标的无关，则投注在 x402 或 MPP 生态上的估值将面临下调。

仅供内部参考，请勿外传！

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

仅供内部参考，请勿外传！

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

仅供内部参考，请勿外传！

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn