

Agent 的闸门在商家的「同意权」

Agent 的闸门在商家的「同意权」—— Amazon 关门、Shopify 开门，被搬走的是注意力租金

个人 Agent 第一次带着价格证据出现：Meta Muse 9 月 8 日上线、9 月 18 日登顶美区免费榜，Amazon 9 月 20 日以服务条款拦截，Shopify 次日把 Shop Pay 向 Muse 全量开放。支付不是卡点——协议全部开源、零附加费；模型也不是卡点——三家大厂都有。真正的闸门是「货架所有者是否同意被 Agent 访问」，而开门还是关门可以用一个比值预测：注意力租金占利润的比重。Amazon 二季度广告收入 198 亿美元，是其零售两大分部经营利润合计 108 亿美元的 1.83 倍，Agent 不看赞助位，关门是理性防守；Shopify 七成七收入来自按交易计费的商户解决方案，Agent 带来的是成交量，开门同样理性。法律上，第九巡回法院 8 月 4 日裁定「在用户本地浏览器里执行的 Agent 不构成制造商的访问」，却明确保留服务条款路径并未裁决服务器端执行的情形——Muse 恰恰运行在 Meta 提供的专属虚拟机上，因此 Amazon 对 Muse 的拒绝权比对 Perplexity 更硬。被冲击组一周跌 3%—9%，但至今没有一条收入端证据；可交易的不是「Agent 利空谁」，而是按租金类型切：注意力租金与惰性租金被压缩，履约与交易租金随成交量放大。

Amazon 关门、Shopify 开门，被搬走的是注意力租金

涌现资本产业研究部 · 2026-09-28 · 「第二波：Agent 经济」系列

30秒结论卡

项	内容
一句话判断	个人 Agent 的闸门既不在支付也不在模型，而在 货架所有者的同意权 ；谁开门、谁关门，由「注意力租金占利润的比重」决定——Amazon 广告收入是零售分部经营利润的 1.83 倍，所以关门；Shopify 77.6% 收入按交易计费，所以开门。
机会状态	🟡 观察 —— 事件锚与价格证据已齐，但三方（Amazon、Shopify、Meta）都还没有一条 Agent 渠道的收入披露；第一个可检验读数在 10 月下旬至 11 月初的三季报。
市场忽略了 什么	把「Agent 利空中介」当成单一因子一刀切。被冲击组里至少混着三种租金：注意力租金（广告、赞助位、比价排序）、惰性租金（闲置现金利差、续费惯性）、履约与交易租金（支付、配送、商户记录方）。前两种被压缩，第三种随成交量放大——同一件事对 Shopify 是利好、对 Expedia 是利空。
重点标的 (状态判定，非买卖建议)	🟢 SHOP \$142.25（开门方·交易租金·建议观察入池）· 🟢 V \$367.38 / MA \$567.65（Agent 身份与令牌登记层）· 🟡 AMZN \$249.67（关门方·防守注意力租金·同意权尚未变现）· 🟡 META \$751.66（Agent 持有方·服务器端执行在法律上最弱·抽佣费率未披露）· 🔴 EXPE \$264.17（发现租金被 Agent 直接替代）
最大反证	Amazon 三季度广告收入增速若维持在 20% 以上、且公司宣布「授权 Agent」合作并收费，则同意权被定价而非被绕开——关门变成收费站，注意力租金并未搬走。

一、投资要点

框架一句话：Agent 不浏览、不看赞助位，所以它威胁的是「人在浏览」这一前提上的租金；拥有货架的一方握有拒绝权，而它用不用这把权，取决于它的利润里有多少是注意力租金。

#	核心观点	方向
1	支付层不是卡点：UCP 以 Apache 2.0 开源，Shopify 对 Muse 直接结账不收处理费之外的任何费用，商户仍是记录方	● 协议层
2	Amazon 二季度广告收入 198.09 亿美元（+26%），相当于北美与国际两个零售分部经营利润合计 108 亿美元的 1.83 倍——关门是理性防守	● 注意力租金
3	Amazon 一边拒绝外部 Agent，一边在自家 Agent 里卖赞助位（Rufus 内的 Sponsored Prompts，2026 年一季度起）：它要的不是「没有 Agent」，而是「Agent 在墙内」	● AMZN
4	第九巡回法院只裁定了「本地浏览器执行」的情形，明确保留服务条款路径；Muse 运行在专属虚拟机上，正是被保留的那一格——Amazon 对 Muse 的拒绝权更硬	● 服务器端 Agent
5	开门方的收益取决于它收的是哪种租金：Shopify（交易租金）开门后一周 +10.7%，Expedia（发现租金）接入 Muse 次日 -7.7%	● SHOP / ● EXPE
6	财富管理组单日 -4% 至 -7%，但 8 月核心净新增资产 648 亿美元、同比 +46%，扫存现金同比 +19%：跌的是倍数，不是收入	● 惰性租金·未兑现
7	Agent 的身份认证正在成为同意权的技术执行层：签名 Agent（Web Bot Auth）、Visa 受信 Agent 协议、万事达 Agent 令牌——无论谁开门谁关门，验证都要经过这一层	● V / MA / NET
8	发现方直接在对话里收结账佣金的路径已经走过一次弯路（ChatGPT 站内结账 2026 年 3 月收缩为跳转零售商），Meta「向商户收小额交易费」的模式尚无费率	● META 变现

二、时间线与钱流：一周之内，三方各自表态

2.1 时间线

日期	事件	作用于哪一层
2025-09 ~ 12	Amazon robots.txt 陆续加入 Google、OpenAI、Perplexity、Anthropic 等 AI 代理；当前文件含 101 组 user-agent 规则	技术闸门
2026-01-11	Google 与 Shopify 发布 UCP（统一商务协议），Apache 2.0 开源	开放协议
2026-08-04	第九巡回法院撤销 Amazon 对 Perplexity 的初步禁令：本地浏览器 Agent 不构成制造商「访问」；脚注 5 保留服务条款路径	法律闸门
2026-09-08	Meta 发布 Muse，运行于专属虚拟机，内置 Stripe Link 结账	Agent 入口
2026-09-18	Muse 登顶美区 App Store 免费榜	用户侧
2026-09-20（美东周日夜）	Amazon 弹窗拦截 Muse：「未经授权的 AI Agent 继续访问违反 Amazon 使用条件」	关门
2026-09-21	Shopify 宣布 Shop Pay 对 Muse 全量开放；Meta 当日 +11.4%	开门
2026-09-22 ~ 23	财富管理组、在线旅游组连续两日重挫；Expedia 09-22 宣布接入 Muse	被冲击组

2.2 钱流：被重新分配的是哪一笔钱

租金类型	依赖的前提	代表口径	Agent 的作用
注意力租金	人在浏览、会看排序与赞助位	Amazon 广告 2025 全年 686.35 亿美元；美国零售媒体 2026E 710.9 亿美元，其中 Amazon 567.1 亿美元	🔴 绕开
惰性租金	人不去比较、不去搬家	Schwab 交易型扫存现金 4,833 亿美元；客户现金占资产 8.8%	🔴 可被自动化比价侵蚀
发现租金	平台替人挑选并按成交抽佣	在线旅游佣金与站内广告	🔴 被 Agent 直接替代
履约与交易租金	有人下单、有货要送、有钱要清算	Shopify 商户解决方案二季度 27.81 亿美元（+37%）；卡组织按笔清算	🟢 随成交量放大

这张表是全篇的骨架：**Agent 不减少交易，它减少的是交易之前的浏览。**凡是租金挂在「浏览」上的，Agent 是替代者；挂在「成交」上的，Agent 是放大器。

三、价值链五层：闸门装在哪一格



判别要点：同一个动作（开放 Agent 访问）对两类货架所有者的含义相反。商户自有店面的平台，本身不卖排序，Agent 带来的每一单都是它的交易费；封闭型市场卖的就是排序，Agent 跳过排序等于跳过它的广告库存。

四、卡点：同意权——为什么它比支付和模型更硬

4.1 开门还是关门，可以用一个比值预测

货架所有者	注意力租金的体量	对照口径	比值	实际动作
Amazon	二季度广告收入 198.09 亿美元	北美 + 国际分部经营利润 108 亿美元	1.83 倍	🔴 关门（09-20）
Shopify	未单独披露广告业务	商户解决方案占收入 77.6%	交易主导	🟢 开门（09-21）
Walmart	美国零售媒体 2026E 59.9 亿美元	远小于其零售利润	交易主导	🟢 开门（UCP 共同开发方、Muse 合作方）
eBay	以促销刊登为主要广告形态	封闭型市场	排序主导	🔴 关门（2026-02 改用户协议）

比值的读法：Amazon 零售两大分部的全部经营利润，还不到它一个季度广告收入的六成。只要 Agent 绕开赞助位，零售分部的利润结构就要重写——这不是一个愿不愿意合作的问题，而是一个付不付得起的问题。

4.2 法律上的拒绝权：取决于 Agent 在哪里执行

第九巡回法院 8 月 4 日的判决把问题切得很细：Perplexity 的助手在**用户本地浏览器**里运行，Perplexity 的服务器只接收截图、回传指令，「从不直接访问 Amazon 的服务器」；因此是用户在访问，Agent 「是工具，不是法律意义上的人」。判决同时写明两点保留：其一，不讨论在不同事实下制造商是否通过控制 Agent 取得访问；其二（脚注 5），判决不影响 Amazon 通过用户服务条款管理访问。9 月 10 日全席重审申请被驳回。

Muse 的架构恰好落在被保留的那一格：它运行在 Meta 提供的专属虚拟机上，Agent 与用户数据同在一台机器里，由这台机器去访问商家网站；Amazon 在拦截前还要求过 Meta 把 Amazon 排除在外、被拒——这与法院区分开的「收到停止通知后继续访问」的旧判例事实结构更接近。

Agent 执行位置	代表	谁在「访问」	货架所有者的拒绝工具	拒绝权硬度
用户本地浏览器	Perplexity Comet	用户	只剩对用户的服务条款	● 弱（对 Agent 方）
Agent 方服务器 / 云端虚拟机	Meta Muse	尚无定论，事实更接近制造商	服务条款 + 反爬技术 + 可能的计算机欺诈诉由	● 强
授权协议接入	UCP / Shop Pay / 零售商自有连接器	经商户同意	无需拒绝	—（已定价）

推论：未经授权的「截屏代点」路径会越来越窄，Agent 只剩两条出路——退回用户本地执行（法律上更安全，但丢掉云端算力与后台常驻能力），或走授权协议（向货架所有者低头）。两条路都让同意权更值钱。

4.3 卡点 6 指标：同意权 vs 支付协议 vs 模型

指标	货架所有者的同意权	支付协议层	Agent / 模型层
短缺强度	高：Agent 无货架即无成交	低：UCP、AP2、ACP 多套并存	低：Meta、Google、OpenAI、Amazon 均自有
替代难度	高：头部市场的商品与评价数据不可复制	低：开源、可互换	中：体验差距以月计
认证周期	中：授权协议逐家谈	低	低
集中度	高：头部市场一家即可关掉最大一块货架	低	中
定价权	● 潜在：已能说「不」，尚未开价	● 已被设计掉（零附加费）	● Meta 拟向商户收「小额交易费」，无费率
可投性	● AMZN（期权未行权） / ● SHOP（开门方直接受益）	● V / MA（经身份令牌层间接收租）	● META / GOOGL（与自身广告租金互相抵消）

四象限归位：同意权 = 真卡点，但尚未收费（只在「能拒绝」这一条上满足定价权，还没在「涨价兑现到毛利」上满足）；支付协议 = 假卡点、很热，回避纯协议叙事；Agent 身份与令牌层 = 非独占但必经，属于低估的现金流型受益。

五、市场怎么定价：按租金类型，不按「是否被 Agent 冲击」

5.1 一周截面（09-18 → 09-25 复权收盘，本部自算）

组别	标的	周涨跌	租金类型
Agent 持有方	META	+13.0%	注意力（自有）+ 潜在交易费
开门方	SHOP	+10.7%	交易
身份执行层	NET	+7.9%	访问控制
关门方 / 双重身份	AMZN / GOOGL	-1.6% / -1.6%	注意力 + 履约 / 注意力 + 协议共同作者
惰性租金	AMP / SCHW / LPLA / RJF	-9.4% / -5.9% / -4.2% / -3.0%	惰性（扫存现金、顾问费）
发现与排序租金	ETSY / EXPE / ABNB / EBAY / BKNG	-5.7% / -5.4% / -5.3% / -3.5% / -2.4%	发现与排序
基准	SPY / QQQ / XLF / KBE	+1.3% / +3.3% / -1.5% / -1.3%	—

5.2 两个单日切片说明了市场在按什么定价

- **09-22（惰性租金日）**：SCHW -6.1%、LPLA -7.5%、AMP -4.4%、RJF -3.5%，同日 KBE 仅 -1.3%、SPY 基本持平。同日另有一家财富科技公司发布理财规划 Agent，叠加收益率曲线走平（2s10s 约 18bp）；但券商与顾问平台相对银行多跌的 3-6 个百分点，只能归于「Agent 自动搬运闲置现金」的叙事。
- **09-23（发现租金日）**：Expedia 前一日宣布接入 Muse，次日 EXPE -7.7%、ABNB -7.6%、BKNG -5.1%。**开门没有救 Expedia**——它开放的是自己的库存，交出去的是「替人挑选」这一层；这与 Shopify 开门后上涨正好相反，差别只在租金类型。

5.3 被冲击组至今没有一条收入端证据

公司	最近一期可观测口径	读数
Schwab	8 月核心净新增资产	648 亿美元，同比 +46%，8 月同期新高
Schwab	8 月交易型扫存现金	4,833 亿美元，环比 +1%、同比 +19%
Schwab	客户现金占总资产	8.8%，同比 -70bp（下行早于 Muse 上线）
Booking	二季度大模型导流	低于间夜量的 1%，连续数季持平
Expedia / DoorDash	二季度电话会	Agent 流量「仍很小」「相当低」

结论：惰性租金组跌的是倍数、不是收入；发现租金组的收入同样尚未受损，但它的受损路径（Agent 直接完成挑选）比惰性租金（需要用户授权搬钱）短得多。两组今天被同一个因子一起卖，未来会在收入端分叉。

六、受益链与公司卡

6.1 大公司受益链（以 Meta Muse 为需求源）

- **需求源**：Muse（2.3—4.3 百万下载，三家第三方追踪口径不一）、ChatGPT、Gemini、Alexa for Shopping。
- **直接受益**：开门的货架——Shopify（Shop Pay 全量接入）、Walmart、Best Buy、Sephora 等 Muse 合作方。
- **二阶受益**：Agent 身份与令牌层（V、MA）、签名与访问控制（NET、AKAM）、Stripe Link（未上市）。
- **隐形受益**：Agent 云端常驻带来的 CPU 与内存需求（Muse 每用户一台虚拟机；Meta 与 AWS 已签数千万核 Graviton 合约），与 09-26 期限曲线篇的「Agent CPU 采购线」同向。
- **伪受益（排除）**：纯支付协议叙事、以「接入 Agent」为唯一卖点的中介平台。
- **不可投但监控**：OpenAI、Stripe、Anthropic 的商务 Agent 进展。

6.2 受益标的表

#	标的	现价	PE(TTM)	市值(十亿美元)	卡点角色	状态
1	SHOP	\$142.25	未入池	未入池	开门方·交易租金随 Agent 成交放大	● 建议观察· 提请入池
2	V	\$367.38	28.66	609.74	受信 Agent 协议·身份登记层	●
3	MA	\$567.65	28.24	497.85	Agent 令牌·按笔清算不受谁开门影响	●
4	NET	\$349.02	亏损	123.88	签名 Agent 与按次付费抓取·同意权的执行工具	●
5	AMZN	\$249.67	31.66	2685.73	关门方·同意权期权未行权	●
6	GOOGL	\$343.92	26.32	2017.83	搜索广告租金持有方 + UCP 共同作者·内部对冲	●
7	META	\$751.66	未入池	未入池	Agent 持有方·服务器端执行·抽佣未定价	●
8	EXPE / ABNB	\$264.17 / \$157.47	未入池	未入池	发现租金被直接替代	●

惰性租金组 (SCHW \$99.03、AMP \$493.00) 不列入受益表：它们的租金受 Agent 侵蚀的路径需要用户逐笔授权搬钱，时间常数远长于发现租金；在收入端出现证据之前，本部视其为「倍数先行、收入未动」的观察对象，而非做空对象。

6.3 七行公司卡（择要三家）

SHOP · Shopify

项	内容
位置	商户自有店面联邦的操作系统；Agent 通过 Shop Pay 直接结账，商户仍是记录方
为什么重要	它是唯一「开门就直接收费」的货架所有者：每一笔 Agent 成交都走商户解决方案（二季度 27.81 亿美元、+37%）
为什么被低估	市场把它当作 Muse 的交易标的，一日涨一日跌；但它不依赖任何一家 Agent 胜出——UCP 已接入 Google AI Mode、Gemini、Copilot
证据	二季度 GMV 1,155.67 亿美元（+32%）、收入 35.83 亿美元（+34%）、经营利润 4.88 亿美元（+68%）；电话会称 AI 导流订单同比约三倍
估值状态	前瞻市盈率 90 倍以上，已计入高增长；不在 universe
催化	11 月初三季报是否首次单列 Agent 渠道 GMV 或订单占比
反证	Agent 渠道占比仍「很小」且三季报不披露；或 Meta 向商户收取的交易费挤占 Shopify 的支付费率

AMZN · Amazon

项	内容
位置	美国最大的封闭型货架；零售媒体市场约八成份额（2026E）
为什么重要	它一家就能决定 Agent 能否接触最大一块商品供给；拒绝权已在技术、合同、诉讼三条线上同时使用
为什么被低估	市场把关门读成防守；但同意权本身是一张未行权的期权——管理层 2025 年三季度已表示「随时间推移会与第三方 Agent 合作」，一旦以授权协议收费，注意力租金就从「被绕开」变成「被收过路费」
证据	二季度广告收入 198.09 亿美元（+26%，剔汇率 +26%）；Alexa for Shopping 活跃用户接近翻倍、交互量同比 5 倍以上；Rufus 内已售赞助位
估值状态	PE(TTM) 31.66，市值 2.69 万亿美元
催化	10 月下旬三季报广告增速；任何「授权 Agent 计划」或对 Meta 的合同诉讼
反证	广告增速在 Agent 渗透后跌破 20%，且 Muse 等外部 Agent 通过本地执行绕开拦截

META · Meta Platforms

项	内容
位置	用户侧最大的新 Agent 入口；每用户一台专属虚拟机
为什么重要	它第一次让「个人 Agent 代购」在消费端跑出量级（上线 10 天登顶、日活约 56 万）
为什么被低估/高估	9 月至今 +31%，已定价「入口」；未定价的是 变现路径的法律与商务摩擦 ——服务器端执行正是拒绝权最硬的一格，且 Muse 数据不进入 Meta 广告系统，变现只能靠订阅与交易费
证据	二季度收入 608.01 亿美元（+28%），广告 593.63 亿美元；2026 年资本开支指引 1,300—1,450 亿美元
估值状态	不在 universe
催化	交易费率与首批收费商户披露；Shop Pay 正式上线；是否推出本地执行版本
反证	若 Amazon 与 Meta 达成授权协议，服务器端执行的法律劣势消失

七、上期预判回看：6 月 18 日《AI 自主支付：机器付钱时代，收单卡口在哪一段》

当时的预判	本轮读数	打分
支付协议层全部开源、零费，定价权被设计掉	UCP 以 Apache 2.0 开源；Shopify 对 Muse 直接结账不收处理费之外的费用；对话内结账收佣路径于 2026 年 3 月收缩	✅ 命中
真正的卡口在协议之下的清算与发卡轨道	卡组织以受信 Agent 协议与 Agent 令牌成为身份登记层；但本轮最硬的闸门出现在协议之上——货架所有者的同意权	🟡 部分命中：卡口判断方向对，但漏掉了「上方」那一格
叙事远超兑现	三方至今均无 Agent 渠道收入披露；Booking 大模型导流低于间夜量 1%	✅ 仍成立

沉淀：Agent 经济的卡点不是一条轨道上的一个点，而是**两端夹击**——下方是必经的身份与清算，上方是可拒绝的货架。6 月篇只看了下方。

八、情景

情景	核心假设	结果	标的动作
● 熊（封闭固化）	Amazon 维持关门并在合同诉讼中胜出；外部 Agent 只能接入开门的长尾货架	Agent 渗透停留在长尾品类；注意力租金基本保住	AMZN ●、META ●、SHOP ●
● 基准（收费站）	12 个月内出现授权 Agent 协议，货架所有者按成交或按访问收费	同意权被定价；注意力租金一部分转为「Agent 过路费」	AMZN ●、V/MA ●、SHOP ●、META ●
● 牛（绕开）	Agent 转向用户本地执行 + 开门货架份额快速上升，Amazon 被迫无条件开放	注意力租金实质搬走，零售媒体增速下台阶	SHOP ●、META ●、AMZN ●、EXPE ●

本部倾向基准情景：头部封闭货架有足够份额让「拒绝」可信，而 Agent 持有方有足够用户让「谈判」必要；两者的均衡是收费，不是开放也不是封死。

九、风险与反证

#	反证信号	出现即说明	观察时点
1	Amazon 三季度广告收入增速（剔汇率）维持 $\geq 20\%$ 且 Alexa for Shopping 广告库存继续放量	注意力租金尚未搬走，「关门成本」为零	10 月下旬三季报
2	Shopify 三季报首次单列 Agent 渠道 GMV 或订单占比，且占比达到 GMV 的 1% 以上	开门方的交易租金兑现，结论加强	11 月初
3	Schwab 9 月月报客户现金占比加速下行（单月 -30bp 以上）或扫存现金环比转负	惰性租金开始在收入端被搬走，本篇对该组「倍数先行」的判断需上调风险	10 月中旬
4	Meta 披露交易费率，且首批收费商户费率 $\geq 2\%$	Agent 持有方能向货架抽佣，同意权的议价重心向 Agent 一侧移动	不定
5	法院就服务器端执行的 Agent 作出计算机欺诈或合同责任裁决	拒绝权硬度被法律确认或推翻	不定
6	欧盟委员会就 Amazon 拒绝外部 Agent 而自营 Agent 售赞助位启动自我优待审查	关门的法律成本上升，熊情景概率下降	不定

十、行动清单与监控

- 重点观察：SHOP（提请入池，11 月三季报是第一个硬读数）；V / MA 的 Agent 令牌交易量披露。
- 只监控不追：META（入口已定价，变现未定价）；AMZN（等同意权是否开价）。

- **绝不追：**以「接入 Agent」为唯一利好的中介平台——Expedia 的一日走势说明开门不等于受益。
- **下次看的 5 个数据：**①Amazon 三季度广告收入增速；②Shopify Agent 渠道占比；③Schwab 9 月客户现金占比；④Muse 交易费率；⑤Amazon 与任一外部 Agent 的授权协议。
- **重写结论的信号：**Amazon 无条件开放，或 Muse 转为本地执行后拦截失效。

十一、来源置信度、口径、数字三道关与免责

来源置信度表

结论 / 数字	来源	日期	口径	置信度
Amazon 广告收入 FY2025 686.35 亿、Q2 2026 198.09 亿 (+26%)；北美 + 国际分部经营利润 91 亿 + 17 亿	Amazon 8-K 附件 99.1、10-K、10-Q	2026-07-30 / 02-06	季度, 美元	A
Meta Q2 收入 608.01 亿、广告 593.63 亿、资本开支指引 1,300—1,450 亿	Meta 8-K 附件 99.1	2026-07-29	季度 / 全年	A
Shopify Q2 GMV 1,155.67 亿、收入 35.83 亿、商户解决方案 27.81 亿	Shopify 8-K 附件 99.1	2026-08-05	季度	A
第九巡回法院判决要点与脚注 5	判决书 No. 26-1444	2026-08-04	初步禁令阶段	A
Muse 专属虚拟机架构、Stripe Link、Muse 数据不进广告系统	Meta 新闻稿、Stripe 新闻稿	2026-09-08	公司自述	A
Amazon 拦截时间与弹窗措辞、Shopify 开放 Shop Pay	GeekWire、TechCrunch、Axios 等多源	2026-09-21 ~ 23	媒体交叉	B
Schwab 8 月月报数据	Schwab 月度活动报告	2026-09-15	月度	A

结论 / 数字 (续)	来源	日期	口径	置信度
美国零售媒体 2026E 710.9 亿、Amazon 567.1 亿	行业预测机构	2025-12	预测	C
Muse 下载量 2.3—4.3 百万	三家第三方追踪机构	2026-09-25	估算	C
ChatGPT 站内结账收佣 4% 与 3 月收缩	媒体报道	2026-03	二手	C
周涨跌、单日涨跌	EODHD 复权收盘，本部自算	2026-09-25 收盘	复权	A

数据冲突与口径

- **Muse 下载量：**同为 09-25 口径，三家追踪机构给出 2.3、3.4、4.3 百万，相差近一倍；本篇只用区间，不用点估计。
- **拦截日期：**Amazon 拦截始于美东 09-20 周日夜间，多数报道发布于 09-21；本篇时间线按执行日记 09-20。
- **Booking 股价：**2026-04-06 执行 25:1 拆股，本篇所有 BKNG 价格均为拆股后复权口径。

数字三道关自评

- **量级一致性：**Amazon 广告 FY2025 四季度 $139.21 + 156.94 + 177.03 + 213.17 = 686.35$ 亿，与 10-K 全年一致；零售两分部经营利润 $91 + 17 = 108$ 亿，加 AWS 166 亿 = 274 亿，与合并经营利润 275 亿差 1 亿，为四舍五入。Shopify 商户解决方案 $27.81 + \text{订阅 } 8.02 = 35.83$ 亿，与总收入一致。
- **单位显式化：**全文金额统一为美元；「亿」指一亿美元，「十亿美元」仅用于市值列。
- **两源：**三家公司财务数均取自 SEC 附件原件；股价均取自本部付费行情源并按复权收盘自算。

免责声明

本报告由涌现资本产业研究部基于公开信息独立撰写，仅供研究交流，不构成任何投资建议或买卖要约。文中「状态判定」为产业位置的方向性评级，非目标价或仓位建议；涉及未上市公司与第三方估算的数据置信度较低，已在来源表中标注。市场有风险，投资需谨慎。