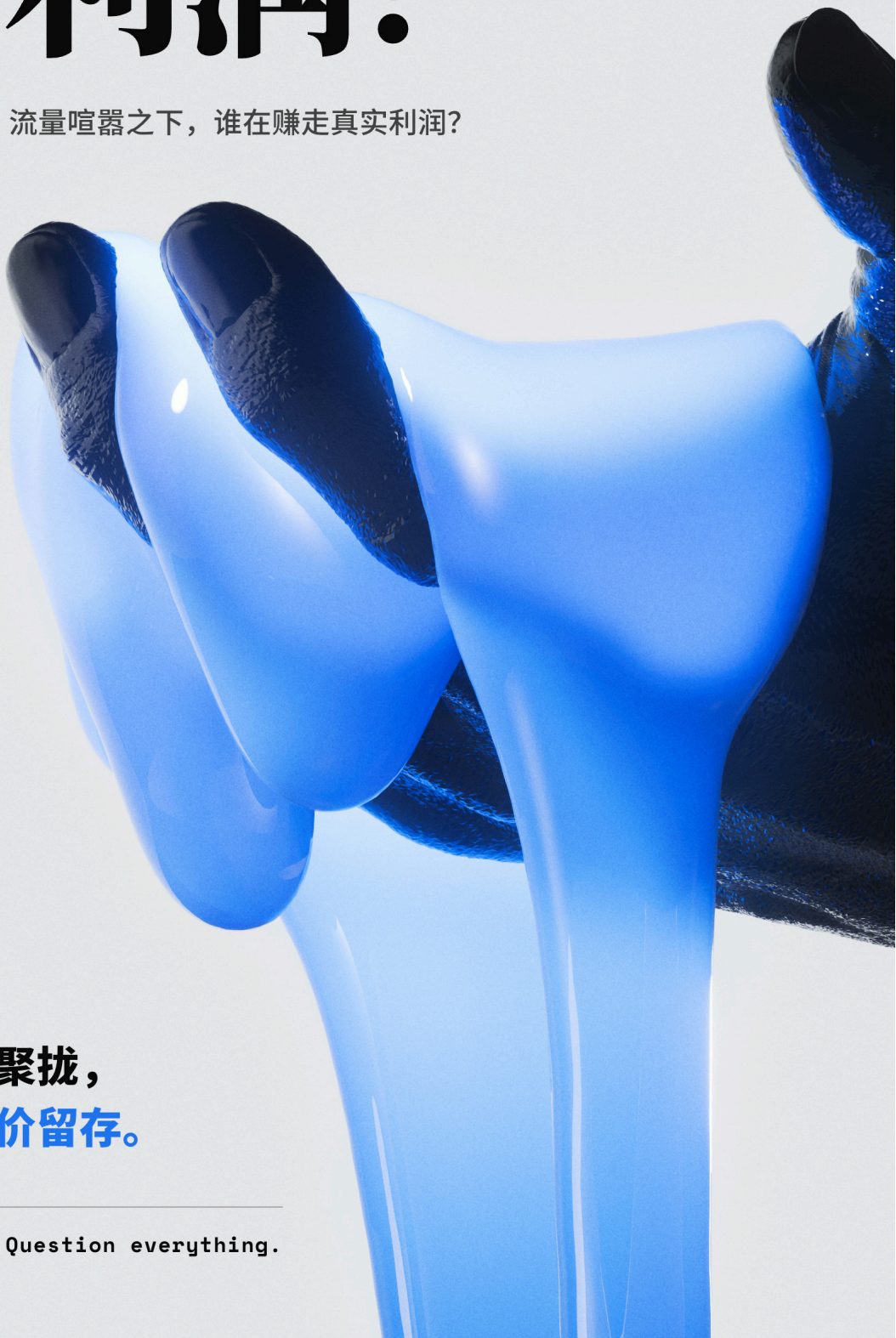
谁在赚走真实利润?

穿透 Social Trading 账本：流量喧嚣之下，谁在赚走真实利润?

从 108 个前端的收入分化，重估跨市场账户、专业执行与清分基础设施



注意力可以被轻易聚拢，
但收费权极难被廉价留存。

研究员 Merida Lee & Lynn Wu

Question everything.

关于 HR · ABOUT

Heretic Research 是专注于 Crypto 与 AI 交叉领域的独立研究机构。我们挖掘人声鼎沸之下的真实数据，并据此深度研究。我们独立于任何市场叙事。所有观点仅代表本机构立场。

Question everything. Alpha hides in doubt

Heretic Research · HR004 · 2026年11月

AT A GLANCE

TL;DR

从 108 个前端的收入分化，重估跨市场账户、专业执行与清分基础设施

- **存量冷市场中交易需求依然存在，增长同时源于散户入金拉新与存量订单的渠道重分配。** Fomo 披露超 6.8 万名用户通过 Apple Pay 完成加密资产首购；同期 Hyperliquid 底层市场总成交量环比微降 3.17%，但第三方接入方贡献的带码成交量逆势增长 18.51%。我们重点看好能够实质性降低入金门槛，或凭借执行优势截留付费订单的交易服务商。

- **第三方前端虽夺取更多成交份额，但行业手续费红利向既有头部高度集中。** 观察期内第三方接入方总收费环比增长 7.4%，但期初有收费记录的 108 个具名产品中仍有 67 个出现收入下滑；按前窗收费锁定的前十个接入方地址收费份额进一步提升至 78.51%。鉴于头部马太效应显著，且有用户将信息浏览与订单执行拆分至不同工具，我们下调对同质化新前端入口的商业化预期。

- **低费率专业执行工具已通过放量验证营收扩张能力，而登记分配影响终端的收费留存。** Hyperdash 在平均单位收费下降 42.98% 的背景下，凭借成交量扩张将总收费规模推高至 2.56 倍；反观 Axiom 原终端（不含独立 Perps）后窗的登记分配占总收费的 53.3%。我们在评估交易标底时，优先选择付费成交量持续放大的专业执行工具，并坚持以扣除渠道分账后的登记留存（Revenue）评估分销业务的收费留存。

- **下一阶段的结构性机会在于跨市场账户扩张与底层交易能力的外部调用。** 头部钱包已从单一资产管理延伸至永续合约与事件预测市场，专业交易终端亦开始向外部 AI Agent 开放 API 接口。我们坚定看好跨市场统一资金账户、可供第三方调用的模块化执行服务，以及随交易分销链条拉长而衍生的底层授权、路由与清分结算基础设施。

账面成交量只是过眼烟云，分配后的登记留存与不可替代的后台组件才是真壁垒。

FOREWORD

在Beta退潮中寻找内生增长：看盘在社交前端，钱流向了谁的口袋?

当市场缺乏单边行情与外部融资驱动时，将社交信号、交易体验与订单执行整合的产品设计，正成为平台争夺交易意愿的核心抓手。即便对于高度敏感于交易滑点与执行质量的专业开发者而言，Fomo 与 Pump 等产品凭借低摩擦的移动端交互、直观的盈亏反馈及排行榜机制，依然展现出极强的交易诱导能力。[1]Social Trading 的商业本质，是将用户的标的发现、外部经验借鉴与自身的成本收益核算压缩进同一产品界面——在降低用户交易决策门槛的同时，提升了平台组织订单撮合的效率。

然而，前端交互活跃度的提升并不直接等同于行业增量价值的创造。评估这一产品路线的商业可行性，必须回答两个关乎财务本质的问题：第一，Social Trading 究竟创造了真实的增量资金与交易需求，还是仅仅引发了存量订单在不同前端渠道间的零和迁移？第二，在账面成交量扩张的背景下，为何具名样本中多数产品未能实现同步的手续费收入增长?

本报告穿透前端交互表象，沿着“用户路径选择 — 订单流向 — 手续费归属”的链条拆解商业模型的盈利边界。在产业演进与高潜标的筛选上，我们重点聚焦掌握跨市场统一账户、专业级订单执行能力，以及底层交易授权与分账基础设施的服务商；同时审慎评估单纯复制行情看板与同质化交易界面的前端入口。散户与专业交易者投入的是真实本金，平台唯有将前端激发的短暂参与热情转化为可持续的执行与清算服务，才能建立长期的收费权。

PART 01

币价涨 43%，现货成交跌 6%：冷市场倒逼前端向真实交易要增长

1.1 价格反弹与成交背离：VC 募资收缩倒逼应用层自己造血

加密资产价格的结构性上涨并未转化为全行业的交易活跃度与资本开支扩张。2026 年第三季度，尽管 BTC 价格环比上涨 43%，但 FalconX 追踪的 12 家核心交易所现货成交额却环比萎缩 6%，Galaxy 统计的加密 VC 投资额亦环比下降 20% 至 45.19 亿美元；与此同时，一级市场约 76% 的资金防御性抱团后期成熟项目，同期完成募资的新加密基金仅余 3 支（详见图 1）。[2]在主流资产升值与经营活动收缩背离的宏观环境下，应用层产品已无法依赖外部输血或市场贝塔实现自然增长，必须通过具体的场景创新直接捕获真实交易需求。



图 1 | 虚假的回暖：2026Q3 币价反弹与现货成交、VC 募资收缩背离

1.2 压缩“发现—入金—执行”漏斗，把链外注意力变成场内订单

传统链上交易流程的高度割裂导致了严重的潜在客户流失。交易者通常需要在 X 或社群中获取标的信号，切换至行情工具核验链上数据，再通过钱包完成跨链资金准备，最后接入交易终端执行下单。高频切换不仅增加了专业用户的操作摩擦，更将大量非专业观望者阻挡在交易门槛之外。

Social Trading 通过前端功能内嵌，将分散的前置决策与后置执行整合为单一商业闭环。用户直接从关键意见领袖（KOL）持仓、社群讨论或交易观点切入产品，在同一界面完成信息核验与订单提交。无论是 Galaxy 强调的“信息发现、链上身份与交易执行整合”，还是 Delphi 提出的“钱包凭借贴近客户与存量资金的优势向下游延伸”，其商业实质均是将原本游离于平台之外的交易前置行为纳入自身的经营半径。[3]打通“机会发现、资金准备与订单执行”全链条的产品架构，不仅降低了前端获客转化成本，更使平台得以围绕单次用户注意力提取多维度的服务费用。

PART 02

跟单只是入口：滑点、跨链摩擦与看盘下单分离决定订单去留

2.1 机械跟单难留存，投研初筛与盈亏管理才是高频刚需

纯粹的跟单刺激难以维持长期留存，用户在实际资金博弈中更依赖社交产品提供信息筛选与交易复盘功能。从一线实盘反馈来看，无论是交易者 Logjam 将 Fomo 作为初级漏斗捕捉标的、再转至 X 平台独立尽调后自主买入，[4]还是受访开发者 yashhsm 在明确感知移动端滑点缺陷的情况下，仍因直观的头寸盈亏看板与排行榜反馈而保持实盘粘性，[1]均印证了社交功能在交易决策链条中承担着“投研信号初筛”与“账户盈亏管理”的双重职能。相比单纯诱导冲动下单的娱乐化界面，能够辅助用户完成基本面交叉验证、清晰核算头寸盈亏并系统性管理交易记录的产品能力，才是建立稳定使用粘性的关键。

2.2 统一余额解决初次转化，滑点、隐私保护与看盘下单分离重塑手续费归属

当用户从信息浏览转向实盘下单时，底层的账户资金便利度、交易滑点控制及隐私保护能力成为决定平台能否留存订单的生死线。交易者 LazyCat988 因多链行情轮动加速、跨链调拨摩擦过高而启用 Fomo 统一余额完成实盘转化，但高频使用后迅速受制于大滑点与高阶功能缺失；[5]cryptoklotz 自述买入后数秒即出现机器人自动跟买。另一位交易者 hamouddi 自述开启隐私模式，并放弃推荐返佣收入。[6]

两位交易者自述了“看盘与下单分离”的路径：0xabooo 用 GMGN 看盘，通过自己的交易插件下单；molusol 用 GMGN 和 Fomo 看数据，通过 Jupiter 兑换。[11]在 Hyperliquid 等开放式底层流动性网络下，外部终端无需自建交易所即可调用底层订单簿，并通过内嵌收款参数（Builder Code）直接切分存量佣金（详见图 2）。[12]这些案例表明，留住用户注意力仍可能失去手续费：跨链资金准备效率、低滑点执行与交易隐私保护权，远比单纯扩大社交曝光更能决定真实手续费的归属。



图 2 | 跟单之后的去留：四类真实交易者路径与看盘下单分流机制

PART 03

成交量不等于收入：法币入金拉新与存量账户跨品类变现的账本分化

Social Trading 驱动的成交额增长并不等同于平台收入的扩张。用户首次购入加密资产、存量资金跨品类交易、或单纯更换下单工具，均能推高账面成交量，但三者对应的收费机制、获客成本与收入持续性存在根本差异。以 Fomo 与头部钱包的账本对比为例，不同扩品路径的财务表现严重分化。

3.1 Fomo 的账本现实：6.8 万人首购拉新，Perps 增量仍难补钱包主业滑坡

将社交信息流与法币快捷支付绑定，能够有效降低非专业投资者的入金门槛，但首购规模并非平台的持续性收入。Fomo 披露截至 2026 年 6 月已有超 6.8 万名用户通过 Apple Pay 完成加密资产首购（累计金额达 2500 万美元），证实了社交交易触达圈外增量人群的能力；[7]然而对比 9 月至 11 月两个连续 28 日窗口的同口径毛手续费账目，尽管其永续合约（Perps）业务环比高增 43.5%，但仅贡献 45.24 万美元绝对增量，仅能填补同期原 Wallet 主业 1723.98 万美元周期性缩水的 2.6%（详见图 3）。[8]新业务虽展现出高成长弹性，但其营收体量尚不足以对冲核心主业的收缩。这确立了评估跨品类扩张的核心财务标准：新业务必须跨越绝对规模门槛，才能对整体营收形成实质性支撑。



图 3 | Fomo 的断层：连续两个 28 日窗口毛手续费对冲与首购背景对比

3.2 复用存量账户：钱包接入外部场所开展衍生品与预测市场业务

在存量资金账户内叠加高粘性交易品类，能够直接提升单客收入贡献，同时规避重复建立前端获客入口的营销成本。头部钱包通过前端功能集成，已将这一交叉销售逻辑转化为百万美元级的月度现金流：在 10 月 7 日至 11 月 3 日的 28 日窗口内，MetaMask 与 Phantom 旗下的永续合约业务分别录得 189.64 万与 137.32 万 USDC 的前端附加费收入。[9]通过将用户熟悉的资金准备与操作界面延伸至衍生品市场，传统钱包已成功切入高频交易抽成业务。

钱包提供前端入口，外部场所承担交易执行，集成的完整成本未核实。以 Phantom 接入合规预测市场 Kalshi 为例，用户直接调用现有账户的 Cash 余额发起预测市场交易，而客户尽调、交易账户与执行均由 Kalshi 负责。[10]此类复用既有账户入口、接入外部成熟交易场所并已跑通独立收费模型的跨品类扩张路径，已在头部钱包集成永续合约的实践中得到充分验证。

PART 04

成交增 18.5%，逾六成具名样本产品却在减收：费率下行与头部虹吸的真相

社交前端缩短了交易转化路径，共享流动性基础设施又免去了自建撮合市场的沉没成本，这在逻辑上极易导出一个乐观推论：随着获客与展业门槛双降，大量新兴前端将普享行业增长红利。

为验证这一假说，我们提取 Hyperliquid 生态内钱包、专业终端等全部第三方接入方（Builders）的链上账本，严格对比 2026 年 9 月 9 日至 10 月 6 日（前窗）、10 月 7 日至 11 月 3 日（后窗）两个完整 28 日窗口的经营数据，穿透拆解成交增量的来源及其对应的手续费分配结构。[12]

4.1 份额扩张但平均附加费下降 9.38%：18.5% 的成交增长仅换来 7.4% 的收入增量

在大盘整体收缩的背景下，第三方接入方依靠渗透率提升实现了逆势增收。观察期内，Hyperliquid 全场所永续合约成交量环比微降 3.17%，但第三方接入方贡献的带码成交量逆势增长 18.51%，承接全场所成交的比例从 5.42% 攀升至 6.64%。然而，按“产品收费＝市场成交量×产品承接比例×实际平均收费率”的三因子模型拆解，[13]承接份额扩张带来的 213.43 万 USDC 算术增收中，平均附加费下降 9.38% 对应的 104.26 万 USDC 减收抵消了约一半，导致 18.51% 的成交量增长最终仅转化为 7.39% 的总收费净增（净增 75.13 万至 1091.17 万 USDC，详见图 4）。第三方交易分销的市场份额确在扩张，但平均附加费有所下降；因此，商业评估必须穿透账面成交量繁荣，严格锚定产品的实际手续费提取能力。



图 4 | 消失的份额红利：Hyperliquid 接入方渗透率扩张与三因子归因瀑布

4.2 期初前十个地址拿走 78.5% 附加费，长尾降费难破局，108 个具名产品中 67 个陷入减收

分销渠道的扩容并未带来普惠式增长，增量收入反而向既有头部平台加速集中。以期初前 28 日窗口的收费规模锁定观察样本：期初排名前十的接入方地址在后一窗口全员稳居前十，合计收费份额进一步升至 78.51%，绝对收入净增 108.27 万 USDC——超过全部接入方 75.13 万 USDC 的净增总额，且该组占后窗全部带码成交额的 61.87%；反观腰部（第 11–30 位）收费大幅萎缩 48.29 万 USDC，收费份额下降 5.69 个百分点至 12.65%，而期初排名第 31 位及以后的长尾群体即便将每万美元平均收费由 2.11 压降至 1.61 USDC，后窗也只占全部带码成交额的 19.97%，收费份额微升 0.43 个百分点至 8.42%，收费净增 10.69 万 USDC。新出现组另增 4.46 万 USDC。具名样本中，期初有收费记录的 108 个具名产品中多达 67 个（62.04%）在后窗出现收入下滑，36 个前窗收费至少 1 万 USDC 的具名产品中亦有 22 个减收（详见图 5）。[14,15] 在缺乏足够规模弹性的情况下，单纯重组公开链上信息、叠加跟单按钮或被动卷入降费竞争的新前端入口，已难以建立持续的商业定价权。



图 5 | 头部的超额虹吸：按期初收费锁定的三梯队份额分化与 108 个产品减收分布

PART 05

穿透收费留存：钱包赚溢价、终端拼放量，Axiom 原终端后窗登记分配占收费过半

既然具名样本中逾六成产品陷入减收、长尾单纯降费亦无法破局，那么在同一底层流动性网络之上，究竟谁在真正赚取增量收入？链上账本显示，前端分销已彻底分化为两条截然不同的突围路线：头部钱包依托存量资金账户维持高单位费率，而专业交易终端则以低费率争取更大成交规模。同时，前端总收费（Fees）、登记分配（Supply-side）和登记留存（Revenue）反映了收费在渠道与平台之间的分配，技术交付则涉及自建与外包的取舍。

5.1 钱包扩品类享受高费率溢价，但存量入口之间已出现显著的订单分化

头部钱包凭借对用户底层资产与入金通道的控制力，在衍生品扩展上展现出极强的定价权与规模优势。在连续两个 28 日窗口内，MetaMask 与 Phantom 的永续合约附加费合计增至 326.96 万 USDC，占全部第三方接入方总收费的比重升至 29.96%，且维持了 5.44–10.00 USDC/万美元的高单位费率溢价。Phantom 允许用户调用钱包内的 Cash、CASH、SOL 或 USDC 开仓并在应用内管理永续头寸，可省去显式预充值。资金仍会转换为 USDC 并桥接至 Hyperliquid，永续余额独立管理。[16,23]

然而，拥有存量钱包入口并非业绩增长的免死金牌。同为头部钱包的 Trust Wallet 虽维持了 9.97 USDC/万美元的高费率，但期内成交额却环比萎缩 15.47%，附加费也下滑约 11.31% 至 141.55 万 USDC（详见图 6）。这表明即便在存量账户入口中，唯有新增交易品类已形成百万美元级收费规模、且订单量维持正增长的头部钱包（如 MetaMask 与 Phantom），才能真正守住跨品类扩张的份额红利。



图 6 | 钱包的费率溢价：三大头部钱包永续合约附加费、单位费率与订单增速分化

5.2 专业执行工具以量补价：平均附加费下降 42.98%、成交增至 4.49 倍，后窗周度收费逐周递增

与钱包的高费率交叉销售模式不同，低费率路线唯有通过非线性放量全面覆盖费率折价，才能实现总收入的净扩张，而专业交易终端 Hyperdash 已验证了这一财务模型。观察期内，Hyperdash 在每万美元平均附加费下降 42.98%（由 2.64 降至 1.51 USDC）的背景下，凭借成交规模激增至 4.49 倍（从 10.15 亿跃升至 45.61 亿美元，占全部 builder 带码名义成交额的份额从 4.21% 大幅扩张至 15.98%），推动总收费规模跃升至期初的 2.56 倍（达 68.72 万 USDC）；且这一增长并非单周异动所致——后窗四周收费逐周递增，依次录得 9.15 万、17.31 万、19.23 万与 23.04 万 USDC，后三周单周收费均突破前窗峰值（详见图 7）。

在后窗占全部 builder 带码名义成交额 15.98% 的同时，Hyperdash 提供面向大额与高频交易的工具，包括时间加权平均价格（TWAP）分批执行、冰山订单（Iceberg Orders）、跟价执行及公开头寸深度分析。Hyperdash 后窗收费逐周递增，“低费率 + 专业执行工具”的路线在存量博弈中展现出夺单突围的能力。[23]



图 7 | 以量补价的突围：Hyperdash 量价乘数跃迁与后窗四周收费逐周递增

5.3 Axiom 原终端后窗登记分配占收费 53.3%，前端平台已有 ToB 基础设施采用案例

评估交易终端的收费留存，需要区分总收费与登记分配。后 28 日窗口内，Axiom 原终端（全追踪链，不含独立 Perps）录得总收费 2146.43 万美元，登记分配 1144.81 万美元（53.3%），登记留存 1001.62 万美元；[17] 同期 GMGN 在 Solana 链总收费下滑近四成（从 658.97 万降至 397.59 万美元）的背景下，其登记的供应侧分配反而逆势升至 146.25 万美元（详见图 8）。登记留存（Revenue）是总收费（Fees）扣除登记分配后的余额，仍需覆盖经营成本。[18,19]



图 8 | 收费如何分配：Axiom 原终端的登记分配与留存，以及 GMGN 收费下行期的登记分配

与此同时，前端平台在核心技术架构上的“自建与外包（Build vs. Buy）”决策，已有具名的上游基础设施采用案例。一方面，Fomo 选择收购 Mobula 的软件与知识产权，并吸纳部分团队成员，以强化对核心链上数据系统的内部控制；[20]另一方面，在底层交易提交与账户安全环节，Fomo 采用 Pimlico 的 Gas 代付与上链提交服务，[21]而专业终端 Defined 亦确认采用 Relay 的跨链路由与 Turnkey 的密钥认证服务。[22]这些案例披露了采用关系和服务任务，合同金额和供应商利润未知。前端平台将研发资源集中于交互与获客、同时将底层资金路由、账户授权与交易上链提交外包，构成了 ToB 交易基础设施赛道的核心产业逻辑。

PART 06

跳出同质化前端内卷：跨市场账户、执行 API 与后台清分的增量机会

跳出当前的存量手续费争夺，两项底层产业变革正在打开下一阶段的增量商业空间：一是存量资金账户接入的外部资产与市场类别持续扩张；二是交易执行能力正从封闭的单一应用内剥离，通过 API 与协议接口向外部产品及 AI Agent 开放调用。

我们预计，未来 6—18 个月内，行业竞争重心将从单纯的前端界面获客，全面转向跨市场资金调度服务，以及可供多渠道调用的模块化执行基础设施。初创企业的破局点不再是重复建设又一个同质化的交易入口，而是切入既有流量入口的底层工作流，提供高转换成本的专业组件。

6.1 跨市场统一账户：打通子账户割裂，承接长尾与预测市场增量

加密市场内部的需求景气度正出现剧烈的结构性分化，产品增长高度依赖于其所覆盖的底层资产类别。2026 年第三季度，在 12 家主流交易所现货成交额环比下跌 6% 的同时，支持免许可部署长尾与多维资产的 Hyperliquid HIP-3 永续合约市场成交额却达到 2610 亿美元，环比逆势大增 27%（详见图 9 左侧）。[24]

头部钱包正通过接入外部专业清算场所，将单一资金账户转化为多市场交易中枢，但这也直接暴露出底层子账户资金割裂的架构痛点。以 Phantom 为例，其于 10 月 28 日向美国合规用户开放 Kalshi 预测市场交易后，用户动用 Phantom Cash 余额下单并在平仓后可直接退回 Cash 余额；但用户平仓永续合约后的 USDC 却滞留于独立的永续合约子账户，仍需手动发起提现操作（详见图 9 右侧）。随着单一前端接入的交易场所成倍增加，能够消除子账户割裂、提供跨市场统一余额调度、保证金互通与全局头寸管理的技术方案，将比单纯增加前端交易按钮具备更高的商业价值。



图 9 | 割裂的子账户：2026Q3 长尾永续高景气与 Phantom 多市场子账户资金流转痛点

6.2 执行即服务（EaaS）：专业终端开放 API，成为外部应用与 Agent 的下单引擎

部分用户已有“看盘与下单分离”的用法，服务商也开始将交易执行能力从自有前端界面中解耦，转化为对外输出的 ToB/ToAgent 基础设施。目前，GMGN 已正式发布面向外部 Agent 的 API 接口，支持代币与持仓查询、Swap 路由寻优、滑点参数配置及订单状态追踪；Robinhood 亦在 9 月公告中确认，允许第三方 Agent 继续通过其 Trading MCP 协议直接接入交易系统。[25]

这一架构演进意味着，核心交易执行能力已不再局限于服务自有 App 内的终端散户。交易指令完全可以从社群聊天窗口、第三方钱包或自动化 AI Agent 发起，而将底层的数据解析、权限校验与低滑点撮合交由外部专业执行引擎完成。以 Hyperdash 及 Borsa（提供阶梯挂单、TWAP 与云端托管执行）为代表的技术型终端，若结合 GMGN 式的 API 开放路径开辟白标执行服务（Execution-as-a-Service），即可将外部流量入口转化为自身的订单分销渠道，彻底突破自有客户端的获客天花板。

6.3 授权、路由与清分结算：分销链条拉长后最难被替代的后台金矿

当单一资金账户连接多个底层市场、单笔交易跨越多个前端入口与 Agent 代理时，交易中后台的工程与财务复杂度将呈指数级上升。一笔跨渠道订单的闭环，必须依次解决跨链资金路由（如 Relay）、外部 Agent 资金权限控制（如 Turnkey）、底层交易上链提交（如 Pimlico）以及多层合作方之间的手续费精准清分四大问题。其中更具长期粘性的金矿隐藏在交易完成后的财务清分与数据归因后台：例如 Goldsky 直接向 Phantom 的企业数据仓库提供底层稳定币 CASH 的铸造、转账与销毁全量账本，用于精确核算各发行合作方的净余额贡献并据此发放月度奖励——数据服务已深度嵌入客户的实际资金结算流程。[26]

Axiom 原终端后 28 日窗口的登记分配为 1144.81 万美元，体现了该终端的清分规模。Phantom 支持多路由比价，Fomo 则通过收购 Mobula 技术强化内部数据能力。高潜力标的的筛选应重点聚焦于深度绑定客户安全授权、底层上链执行以及财务结账清分流程的高转换成本基础设施供应商（详见图 10）。

HERETIC RESEARCH | 《账本》深度研报 高潜标的篇 // $5.3 & $6.2 – $6.3

FIG. 10

三大结构性潜力产业方向

THREE TRACKS · CORE TARGETS

穿透账面成交量喧嚣，行业长期壁垒正从表层跟单界面沉淀至底层金融与技术组件—— 未来 6–18 个月最具结构性潜力的三大产业方向，依次为跨市场统一账户、模块化专业执行引擎，以及授权、路由与清分基础设施。

核心产业方向与定位	关键商业验证与跟踪指标	代表性高潜标的与样本	已观察到的收费表现与采用案例
TRACK 01 账户层 // ACCOUNT LAYER **跨市场账户与交易服务**	新增交易品类形成持续、有规模的独立收费，实质性改变平台营收结构；跨子账户资金打通	Phantom · MetaMask	后 28 日窗口两家合计永续附加费达 326.96 万 USDC（占全部接入方 29.96%），维持 5.44–10.00 USDC/万美元高溢价；Phantom 进一步接入 Kalshi 预测市场
TRACK 02 执行层 // EXECUTION LAYER **可嵌入外部渠道的专业执行 (EaaS)**	外部应用与 AI Agent 渠道带来真实付费订单流，ToB/API 执行服务与算法成交持续放量	GMGN（接口开放参照） · Hyperdash · Borsa（专业执行观察对象）	Hyperdash 提供 TWAP 和冰山订单。同期成交额增至 4.49 倍，总收费增至 2.56 倍（68.72 万 USDC）；GMGN 开放 Agent API、Robinhood 开放 Trading MCP 验证解耦趋势
TRACK 03 中后台 // INFRA LAYER **授权、路由与分账清分基础设施**	跟踪客户追加采用的模块，以及供应商收入是否随客户业务扩张增长	Turnkey · Pimlico · Relay · Goldsky	Fomo 采用 Pimlico 代付 Gas 与上链提交；Defined 采用 Relay 路由和 Turnkey 密钥认证；Goldsky 为 Phantom 提供 CASH 账本，供核算合作方月度奖励。合同金额和供应商利润未知。
RED OCEAN 低壁垒区 // CROWDED & IN-HOUSE **同质化新前端入口与通用型数据比价接口**	跟踪看盘流量转化为执行收费的情况、渠道登记分配比例与数据能力内化	Fomo 收购 Mobula 技术；Phantom 支持多路由比价；108 个前窗有收费的具名产品中减收的 67 个	前窗有收费的 108 个具名产品中 62.04% 减收。Axiom 原终端后窗登记分配 1144.81 万美元，占收费的 53.3%。

BUILD VS. BUY 01 // 路由
Relay：Defined 采用跨链资金路由服务

BUILD VS. BUY 02 // 授权
Turnkey：Defined 采用密钥认证与权限控制

BUILD VS. BUY 03 // 上链
Pimlico：Fomo 采用 Gas 代付与交易上链提交服务

BUILD VS. BUY 04 // 清分
Goldsky：嵌入 Phantom CASH 数据仓库核算合作方月度奖励

SOURCE & NOTES Hyperliquid builder fee 链上数据；DefiLlama；Phantom；Hyperdash；GMGN；Robinhood；Fomo；Pimlico；Defined；Turnkey；Goldsky

© 2026 HERETIC RESEARCH · HR004

图 10 / 10

图 10 | 三大结构性潜力产业方向：核心产业赛道、关键验证指标与代表性高潜标的图谱

总结而言，在本轮 Social Trading 的产业演进中，最具结构性成长潜力的三大核心赛道依次为：跨市场统一资金账户（代表标的 Phantom、MetaMask）、可对外输出的模块化专业执行引擎（代表与观察标的 GMGN、Hyperdash、Borsa），以及深度嵌入客户经营结算流程的授权、路由与清分基础设施（代表标的 Turnkey、Pimlico、Relay、Goldsky）。头部钱包已录得衍生品附加费，技术供应商则已有具名采用案例；下一阶段的产业红利，将持续向能够承接多市场资产扩张、赋能全渠道订单分发并解决复杂财务清分痛点的底层服务商集中。

PART 07 · CONCLUSION

穿越流量喧嚣：唯有持续降低交易摩擦与执行成本的平台方能沉淀长期收费权

散户或许会因社交信号与游戏化交互而完成初次入金，但在真金白银的持续博弈中，最终决定其去留的依然是交易费率、执行滑点与实际的账户盈亏。综合具名样本的收费表现与上述个案，Social Trading 最残酷的真相莫过于：**注意力可以被轻易聚拢，但收费权极难被廉价留存**。 有用户将看盘与下单分开，Axiom 原终端后窗的登记分配也超过总收费的一半。在这些情况下，单纯靠重组链上信息流与跟单按钮堆砌出的“成交量繁荣”，终究只是替底层流动性网络与推荐渠道打工的过眼云烟。

从首购入金到跨品类变现，从费率内卷到登记留存，行业的收费机会正从表层交互界面向底层金融与工程组件转移。未来 6—18 个月，真正具备长期定价权的赢家，必然诞生于能够打通子账户割裂的跨市场统一账户、向全渠道与 AI Agent 开放调用的专业执行引擎，以及深度嵌入客户结算流程的授权、路由与清分基础设施。

叙事永远偏爱前端的喧嚣，但复利只留给不可替代的后台管道。面对这三大结构性产业方向的演进与标的分化，**Heretic Research** 将持续穿透账面流水，以登记留存收入与真实工程壁垒为唯一标尺，追踪下一代交易基础设施的商业兑现。本篇为 **HR** 深度研究系列的第四期（HR004），我们始终站在被市场情绪掩盖的真实账本一侧。

SOURCES

参考来源

1 yashhsm 的 X 原帖

2 FalconX，3Q26 市场回顾；Galaxy，2026 年第三季度加密与区块链风险投资

3 Galaxy《Social Trading》；Delphi Digital《Fat Wallet》

4 Fomo，Logjam 访谈

5 LazyCat988 的 X 原帖

6 cryptoklotz 的 X 原帖；cryptoklotz 的补充回复；hamouddi 的 X 回复

7 Fomo，Series B 公告

8 DefiLlama Fomo Wallet 与 Perps 日频收费数据，HR 整理

9 Hyperliquid 具名 builder 地址的链上附加费数据，HR 整理

10 Phantom，Kalshi 集成公告

11 0xabooo 的 X 原帖；molusol 的 X 原帖

12 Hyperliquid，Builder codes；Hyperliquid builder fee 链上数据，HR 整理

13 Hyperliquid builder fee 链上数据，HR 三因素分解

14 Hyperliquid builder fee 链上数据，HR 期初地址固定分组

15 Hyperliquid builder fee 链上数据，HR 具名产品样本整理

16 Hyperliquid MetaMask、Phantom 与 Trust Wallet 指定地址链上数据，HR 整理

17 DefiLlama Axiom 原终端全追踪链的日频 Fees、Supply-side 与 Revenue，HR 整理

18 DefiLlama GMGN Solana 日频 Fees、Supply-side 与 Revenue，HR 整理

19 DefiLlama 日频业务数据（Fees、Supply-side、Revenue）

20 Fomo 收购 Mobula 技术公告

21 Pimlico，Fomo 客户案例

22 Defined 官方文档；Turnkey，Defined 客户案例

23 Phantom，永续交易说明；Hyperdash，产品与执行工具说明；Hyperliquid Hyperdash 指定地址链上数据，HR 整理

24 FalconX，3Q26 市场回顾（现货及 HIP-3 成交章节）

25 GMGN Agent API；Robinhood，HOOD Summit 2026

26 Goldsky，Phantom CASH 案例