



证券研究报告·行业动态报告

跨境电商物流系列研究（四）

——从SHEIN和燕文招股书看跨境电商物流本地化的趋势

分析师：梁骁

liangxiaobj@csc.com.cn

SAC 编号：S1440524050005

分析师：韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号：S1440519110001

SFC 编号：BRP908

发布日期：2026年8月6日

背景

- 2023年7月、2024年4月、2025年5月，我们连续三年发布《跨境电商物流系列研究》，前瞻性的判断了跨境电商物流的结构性机会、半托管模式兴起背后亚马逊与中国跨境电商平台的博弈、全新贸易背景形势下的跨境电商及物流运营调整以及发展方向。
- ✓ 《跨境电商物流行业研究：跨境电商平台全托管模式大潮下的物流投资机会》
- ✓ 《跨境电商物流系列研究（二）：剖析亚马逊的战略变革及对跨境电商物流的影响》
- ✓ 《跨境电商物流系列研究（三）：剖析美国关税政策调整对跨境电商物流的影响》
- 近期，中国跨境电商“四小龙”之一的SHEIN以及中国跨境电商物流第二大玩家燕文物流，均公布了招股说明书，计划在港股市场上市。作为跨境电商产业链的主要参与方，两家企业的招股文件中折射千万跨境电商卖家的生存现状，当然也从文字中展示出跨境电商物流行业的发展趋势。
- 叠加美国的新301关税、欧盟跨境小包税收新政落地，目前市场较为关注“海外仓与直邮谁是未来跨境电商物流的主流”“SHEIN的全链路履约成本是否仍有优化空间”“为何平台和物流公司都在加速布局美国尾程配送市场”三大问题。
- 所以，我们撰写本篇报告《跨境电商物流系列研究（四）》，希望能够从SHEIN和燕文物流的招股书中，找寻回答这些问题的有力证据，并挖掘跨境电商物流未来几年的发展趋势和投资重点。

内容摘要

核心观点

- 跨境电商物流正经历从“跨境”到“本地化”的深刻转变。海外仓模式预计在2026年首次反超直邮，成为主流，其驱动力主要来自欧美关税新政（美国取消800美元免税、欧盟取消150欧元免税）对直邮性价比的冲击，倒逼平台和卖家采用本地化履约。SHEIN单票履约成本（约18美元）远高于燕文单票价格（约6美元），核心差异在于服务范围（全链路vs分段）、关税承担、包裹属性及大客户议价能力。此外，美国尾程配送因传统巨头（UPS/FedEx/USPS）战略性撤退而出现结构性缺口，已成为跨境电商物流的核心竞争壁垒。未来，单一环节的物流商将面临压力，具备“中国段直邮+海外仓+本土末端”全链条能力的端到端整合者将最终胜出。

1、海外仓模式将取代直邮成为主流

(1) 过去五年，中国跨境电商物流行业CAGR为11.9%，而SHEIN GMV增速高达43.3%，体现了结构性红利。根据弗若斯特沙利文数据，海外仓模式未来5年预期CAGR（12.0%）已反超直邮模式（10.7%），预计2026年市场规模将首次超越直邮，占比达50.6%。

(2) 直邮模式的核心竞争力在于“小包免税+零库存”，但欧美关税新政（美国2025年5月取消de minimis，欧盟2026年7月取消150欧元豁免并加征定额关税）直接冲击了其性价比。直邮模式同时面临三大软肋：毛利率低（约7%）、大客户依赖度高（燕文2023年最大客户占比51.9%）、空运成本波动大。

(3) 为应对挑战，跨境电商平台正推进三重调整：本地化履约、多品牌分层及供应链前移，这直接拉升了海外仓需求。2025年海外仓发货占比已达88%，海外仓数量增速在关税影响下提升至40%。SHEIN的收入结构变化也印证了这一点，半托管和POP模式占比持续提升，公司正大力发展美国和欧洲的本地仓。

内容摘要

2、SHEIN单票履约成本远高于燕文单票价格的原因

2025年，SHEIN单票履约成本为18.3美元，而燕文单票价格仅为6.2美元，差距约12美元。原因归为四点：

- (1) 服务范围不同，SHEIN覆盖全链路（从工厂到消费者），而燕文主要承接跨境干线+清关段，该段成本仅占全链路成本的35-40%。
- (2) 包裹属性差异，SHEIN包裹更重（多件拼单），且目的地覆盖160个市场，包括大量高成本的拉美、中东线路，而燕文90%业务集中在北美和欧洲成熟航线。
- (3) 议价地位不同，燕文为获取大客户订单（如TEMU）提供极低价格，导致大客户毛利率仅3%，远低于中小客户，2024年大客户撤出后其整体毛利率反而提升。
- (4) 关税承担不同，SHEIN将关税计入履约成本，估算2025年单票关税影响约0.2美元，未来欧盟新政将增加约1美元，而燕文仅提供清关服务，不承担关税。定量归因显示，服务范围差异贡献了45-70%的差距。

3、行业加速布局美国尾程配送

- (1) 中国跨境电商物流市场极度分散（CR5仅8.1%），根因在于多数企业只做“外包”的一段。全链条中，干线运输、海外仓和尾程配送是核心价值环节，而尾程配送因落地属性强、海外公司不愿做，成为中国企业的竞争焦点。
- (2) 美国尾程市场正经历“三十年一遇”的结构性换挡：一方面，SHEIN、TEMU等平台带来了海量低单值小包（日均约300万件），对尾程配送成本要求极高（3-5美元/件）；另一方面，传统三巨头UPS/FedEx/USPS因低利润、工会成本等因素战略性撤退，USPS更面临巨额亏损，导致市场出现结构性“供不应求”。新势力（如GoFo、UniUni、燕文等）通过“自营分拣+众包运力”的轻资产模式已验证了可复制性，以比USPS更低的价格切入。行业竞争维度正从“价格”转向“尾程控制”能力。

目录

1 海外仓与直邮谁是未来跨境电商物流的主流？

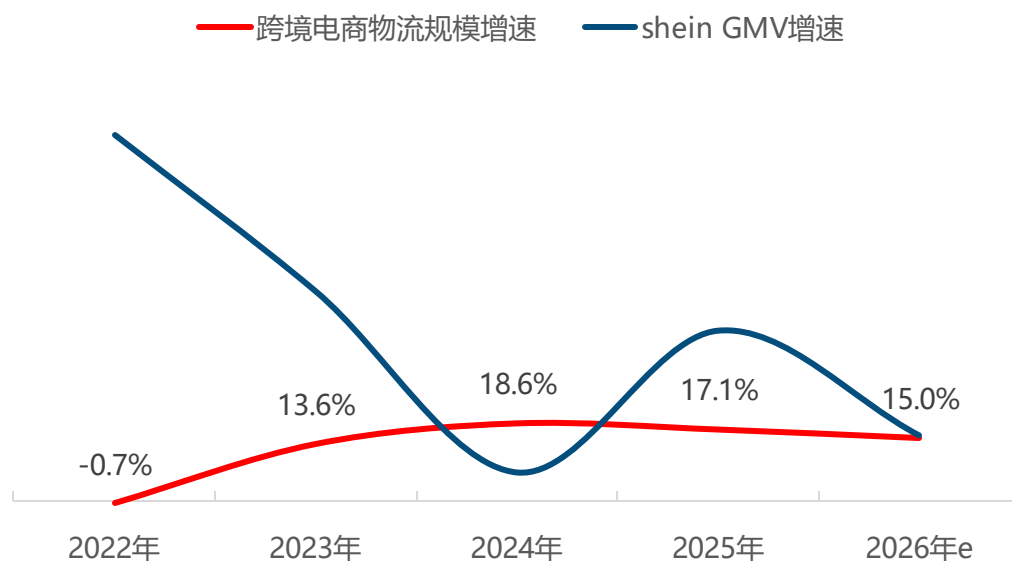
2 SHEIN单票履约成本远远大于燕文单票价格？

3 为何跨境行业都在加速布局美国的尾程配送？

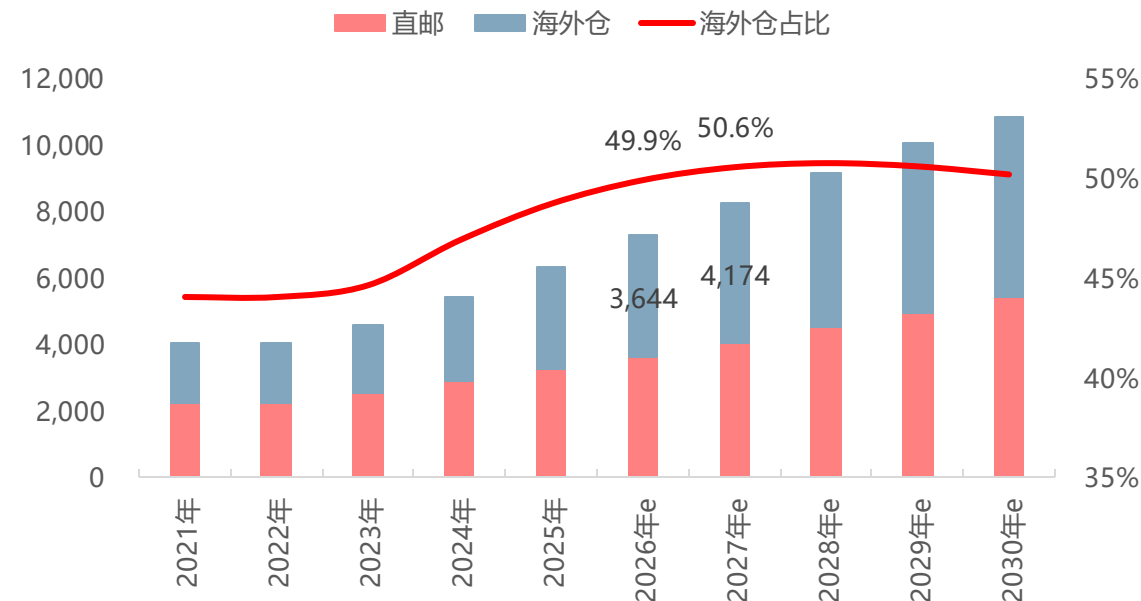
中国跨境电商物流海外仓模式预计在今年首次反超直邮模式

- 过去五年，中国跨境电商物流行业整体**CAGR为11.9%**，但SHEIN过去五年的GMV的复合增长**高达43.3%**，是跨境电商物流行业增速的近4倍。这就是所谓的结构性赛道红利——跨境电商物流的“水涨船高”是被平台型大客户推着走的。
- 根据弗若斯特沙利文数据，跨境电商物流的海外仓模式未来5年预期的**CAGR (12.0%)** 已反超直邮模式 (10.7%)。预计2026年，海外仓市场规模将首次反超直邮模式，成为跨境物流的“半壁江山”。而海关总署上半年的数据也印证了这一趋势——“上半年，跨境电商出口**海外仓增长3.3倍**”，这是已经发生的事实。

图表：2022-2026年中国跨境电商物流行业与SHEIN GMV同比增速对比



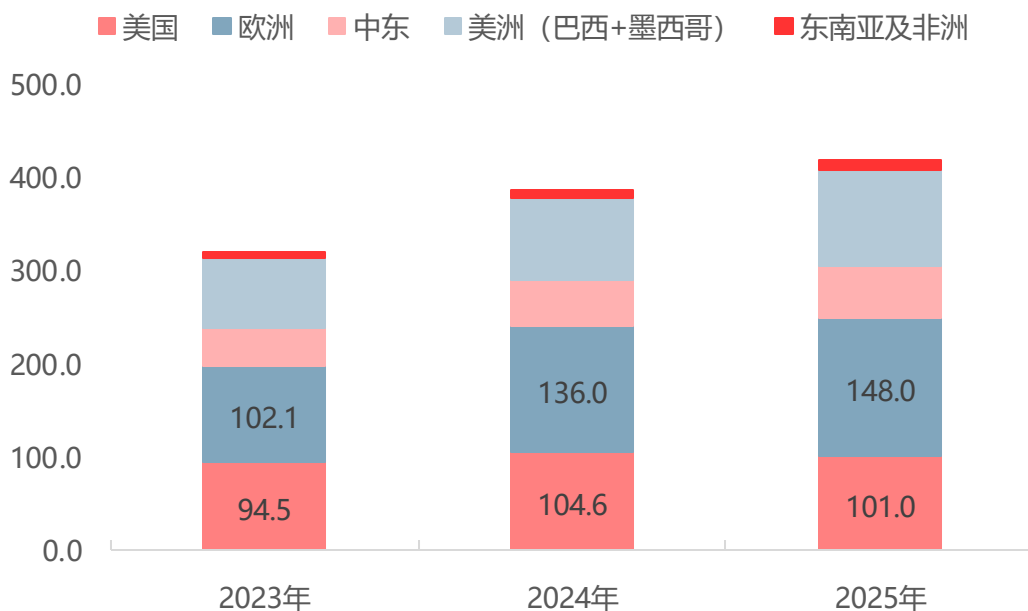
图表：中国B2C跨境电商物流服务市场的市场规模 (按收入计，亿人民币)



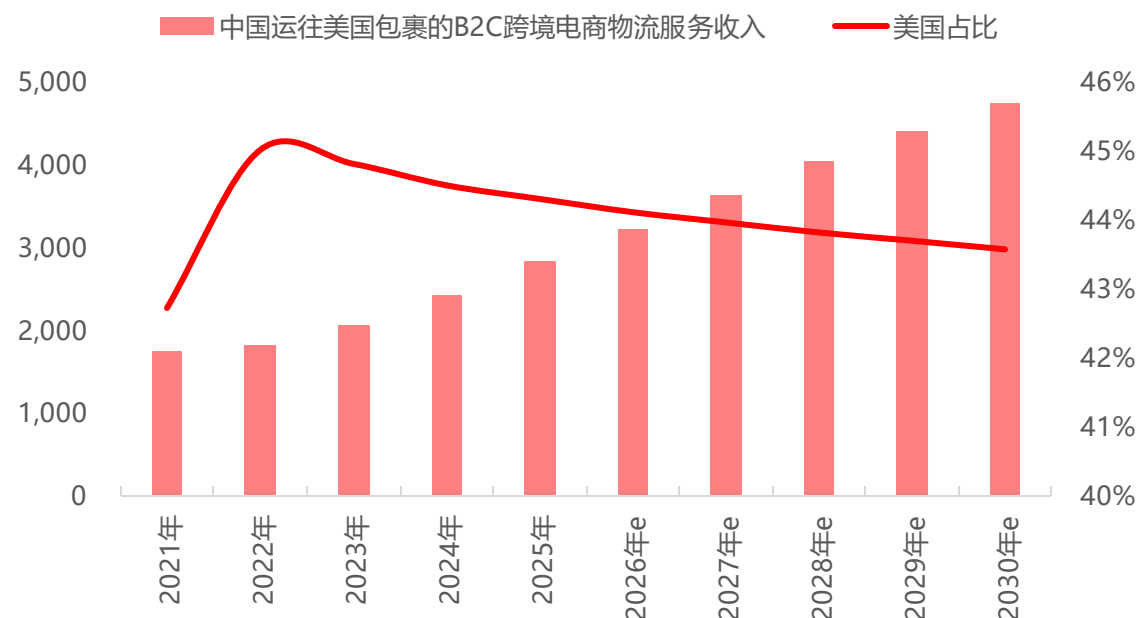
欧美是中国跨境电商产业发展的核心方向

- 中国海关总署的数据“2024年，我国跨境电商主要出口目的国为**美国（36.2%）**、**英国（11.7%）**、**德国（5.7%）**”，同样印证了不仅是B2C市场，整个中国跨境电商出口的主要方向是**欧美地区**。跨境电商平台SHEIN的数据也呈现的同样的结果——2025年，欧洲已经成为SHEIN收入最大的单一区域，收入约148.02亿美元，**占比35.4%**；美国收入约101.01亿美元，**占比24.1%**。
- 美国市场占整个B2C跨境电商物流收入的**~44%**，高于跨境电商出口销售额的美国占比，与中美干线运距较长带来的运费较高有关。同时，过去五年**中美跨境电商物流增速（12.9%）**高于行业整体增速（11.9%），意味着所有跨境物流商的重心要向美国倾斜。

图表：2022-2026年SHEIN营收分地区占比情况（亿美元）



图表：中美B2C跨境电商物流服务的市场规模（按收入计，亿元人民币）



但欧美先后取消低值小包免税，或压制部分跨境电商需求

- 美国小额豁免（de minimis）取消（**800美金以下低值小包免税**）在**2025年5月2日**生效，是上文SHEIN美国市场销售额和份额萎缩的直接原因，其招股书中明确归因于“关税及海关税务政策不断演变”。而在**2026年7月1日**，欧盟生效了“**150欧元豁免取消+每类商品3欧元定额关税**”，中国跨境电商平台一单往往含多件、跨多个品类，定额按类计征对**小单、多品类的跨境电商订单**杀伤力远大于按值征税——这是对跨境电商需求真正的“结构型”冲击。
- 中国跨境电商面对欧美“关税双杀”，一部分需要通过优化自身履约进行对冲，一部分则需要通过涨价向消费者转嫁，有可能会直接压制部分跨境电商需求，这对行业整体发展速度有压制。

图表：美国取消小额豁免（de minimis）历程梳理

时间节点	事件	招股书原文要点
2025-05-02	中国原产进口商品 de minimis (800 美元 Section 321) 终止	"原产于中国的进口商品的小额豁免政策已被终止...从中国发往美国、价值低于800美元的货品不再享受关税豁免"
2025-07-30	扩大行政令	经国际邮政网络寄送的包裹适用特定税费 (54%从价 或 每件100美元定额)
2025-08-29	暂停 所有国家 de minimis (邮政渠道除外)	全球小额包裹免税通道基本关闭
2026-02-20	重申暂停措施有效	美国最高法院关税裁决后确认继续有效

图表：欧盟取消150 欧元关税豁免历程梳理

时间节点	事件	招股书原文要点
2026-02	欧盟正式批准取消小包裹150欧元关税豁免法规	—
2026-07-01	新规生效	对于价值150欧元及以下的包裹，对其中 每类商品初步征收3欧元的定额关税
2026 下半年	额外欧盟全境行政处理费计划生效	一项额外的欧盟全境行政处理费也计划于2026年下半年生效

跨境电商直邮模式的“免税红利”护城河被欧美关税新政“填平”

- 跨境直邮模式是目前跨境电商物流的主流模式，其核心竞争力从来“不是快、不是稳、不是体验好”，而是“**小包裹免税 + 中国供应链零库存前置**”带来的极致性价比，对于**测试款、长尾产品及低客单价产品**而言，直邮是最高效的跨境电商物流解决方案。**直邮模式的三大护城河**：零库存风险（卖家销多少发多少，不压资金）、测试款灵活性（适合SKU快速迭代的快时尚品类）、覆盖广度（200+国家和地区无差别触达）。
- 欧美关税新政则直接冲击了直邮模式的性价比**：**成本端**（附加关税+取消小包免税+从价/量税三连击，单件履约成本上涨明显）+**时效端**（每票都要正式报关，清关从“秒过”变成“按小时/天计”，直邮7-10天的时效进一步拉长）+**合规端**（CBP严查原产地、低报、拆单规避，跨境电商平台合规成本指数级上升）。

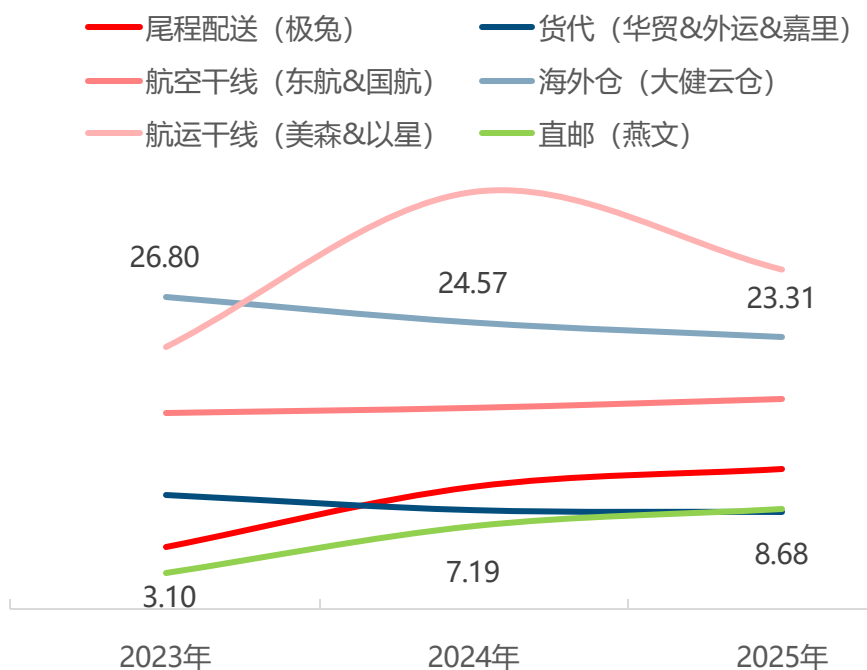
图表：跨境电商物流直邮模式示意图

						单公斤成本-元	全程时效	差异性对比	代表企业
揽收 集货/分拨仓 报关 干线运输 清关 配送									
直邮	邮政	中国 邮政 → 国内 集包 → 简易 报关 → 国际 干线 （空运、海运结合） → 快速 清关 → 海外 邮政				低 (35-40)	10-25天 (平均)	成本较低：万国邮联的费率优惠；通关便捷；各环节追求装载率	中国邮政 各国邮政
	专线	快递 为主 → 国内 分拨仓 → 正常 报关 → 国际 专线 （空运为主/装载率高） → 预先 清关 → 邮政 为主				较高 (65-70)	4-7天 (空运)	较为均衡：通过集货的规模优势保障各环节的装载率，尤其是干线环节降本	云途（纵腾） 燕文、外运、华贸等
	商业快递	快递 为主 → 国内 集包 → 正常 报关 → 国际 专线 （空运为主/装载率低） → 预先 清关 → 海外 快递				高 (120以上)	2-4天 (空运)	牺牲成本：为追求各环节时效最快要求，各环节牺牲装载率	FedEx DHL UPS 顺丰

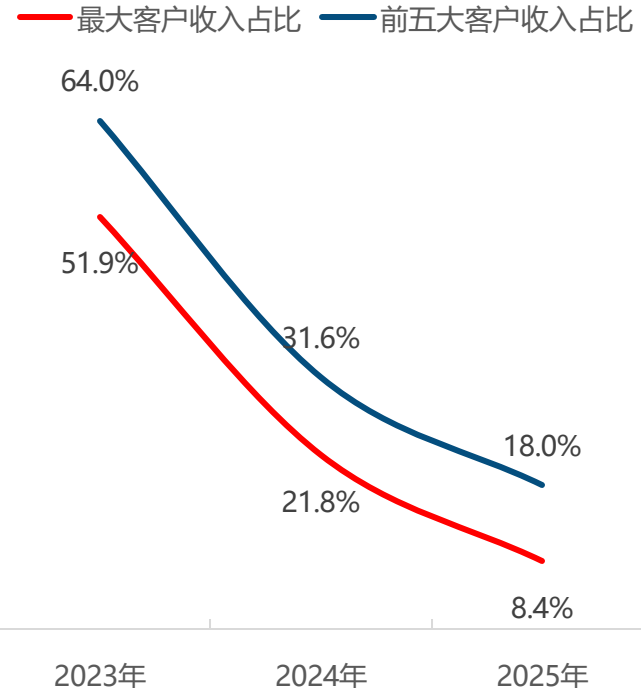
同时，直邮模式“三大软肋”制约其发展的天花板

- **软肋一**：直邮模式（以燕文物流为代表）是不同跨境电商物流模式的**毛利率中最低的**，远低于干线运输和海外仓玩家的**20+%水平**。
- **软肋二**：燕文23年最大客户收入**占比高达51.9%**，虽然到25年降至8.4%（“集中采购→分段采购”的转变——跨境电商平台为加强成本控制，把订单从单一供应商拆给多家），但也意味着未来是“长尾客户”的运营战。
- **软肋三**：直邮模式的核心成本是空运，**空运价格波动**的本质是全球航空货运供需失衡+地缘政治扰动，这个趋势5年内不会逆转。

图表：不同跨境电商物流模式的毛利率（%）对比



图表：燕文物流23-25前五大客户占收比



图表：航空及航运干线运价2018-2026年价格变化



跨境电商平台在业务模式层面推进三重调整，拉升海外仓需求

- 面对欧美关税新政，跨境电商平台不断在业务层面进行调整应对：
 - ✓ 本地化履约：把热销SKU提前备货到美国/欧洲海外仓，这样货物“先落地再销售”，按进口商完税，规避低值小包免税政策取消后的逐票税负与时效损耗。
 - ✓ 多品牌分层：中高价品牌对关税敏感度相对低，但对时效/体验敏感，必须本地化依赖海外仓。
 - ✓ 供应链前移：部分产能绕道第三国/近岸（墨西哥、土耳其），规避“中国/中国香港原产地”针对性关税，用原产地规则降低有效税率。

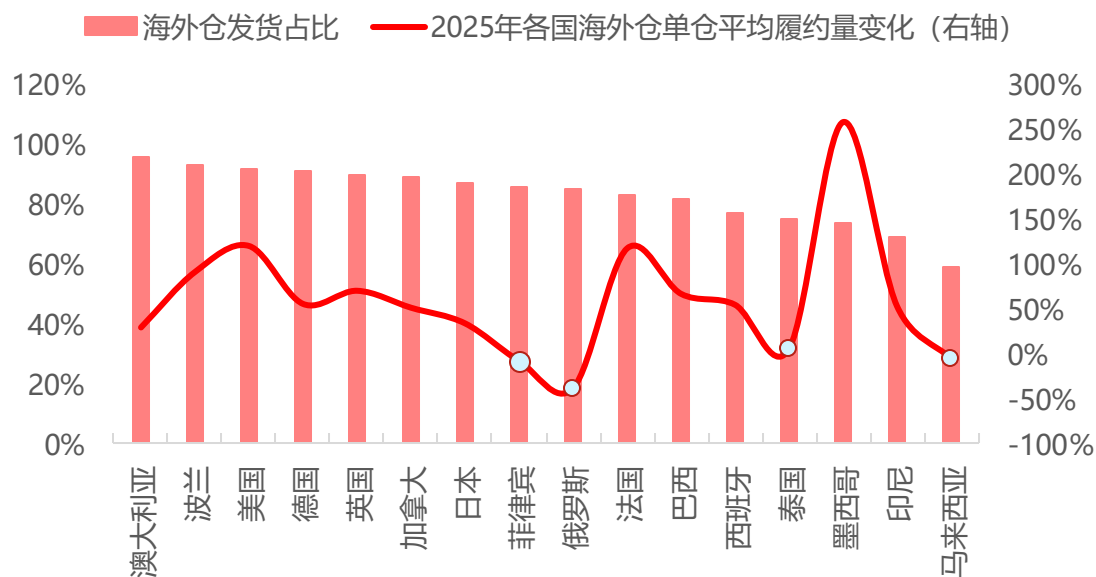
图表：未来跨境电商分品类的履约路径

商品类型	未来主履约方式	理由
高频热销标品(基础款服饰、配饰)	海外仓	销量可预测、可批量备货，关税+时效双优
中高客单价品牌	海外仓	时效敏感、体验敏感，关税占比低但品牌溢价需保障
超长尾/低销量测试款	直邮	无法预测销量，备货海外仓会积压，直邮“零库存”优势仍在
大件/非标品	海外仓/第三方物流	直邮体积重成本不可承受

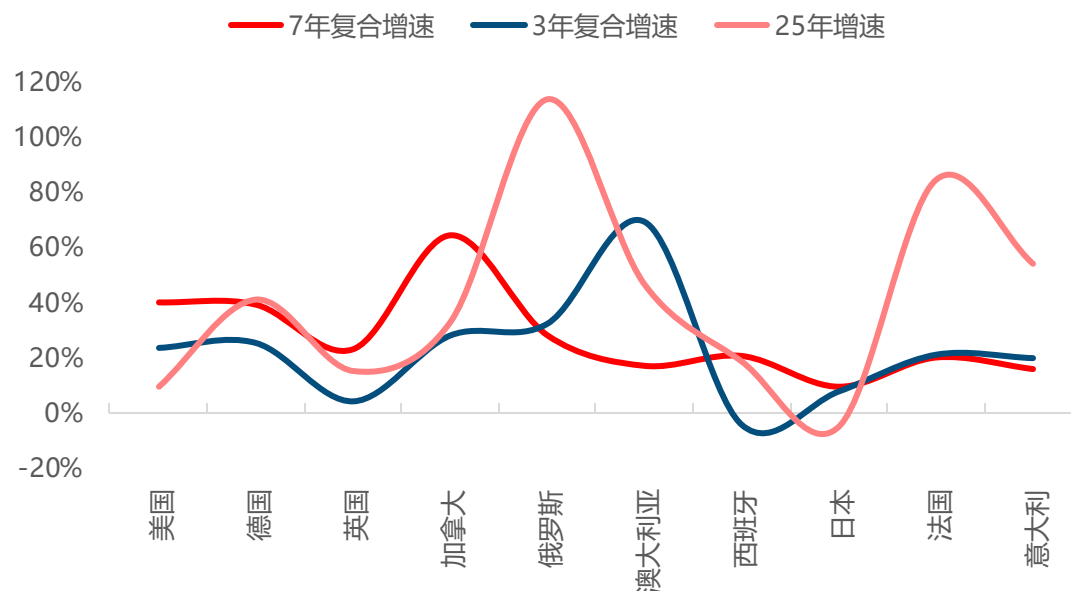
跨境电商卖家加速海外仓发，海外仓经历3年蛰伏后再加速

- 根据《2026海外仓蓝皮书》中基于1793个跨境电商卖家的收发货调查，2025年通过海外仓配送履约的订单**占比达到88%**，同比**提升3个百分点**，美国、德国、英国等成熟市场，由于电商成熟度、物流基础设施和平台生态，仓发渗透率均高于平均线。海外仓数量过去7年复合增速**达30%的高水平**，虽然23年开始在TEMU引领的全托管发展下降速至20%，但25年由于关税影响**再次提速至40%**！
- 直邮小包模式的剩余空间，主要集中在两类市场：一是日本、英国等少数仍**保有一定税收优惠的发达国家市场**；二是东南亚等**与中国距离较近、履约链路较短、监管压力相对较低的市场**。针对部分价格适中的轻货，卖家仍可通过合理规划品类维持直邮的价格竞争力。

图表：2025年不同国家海外仓模式占比及单仓履约量增速



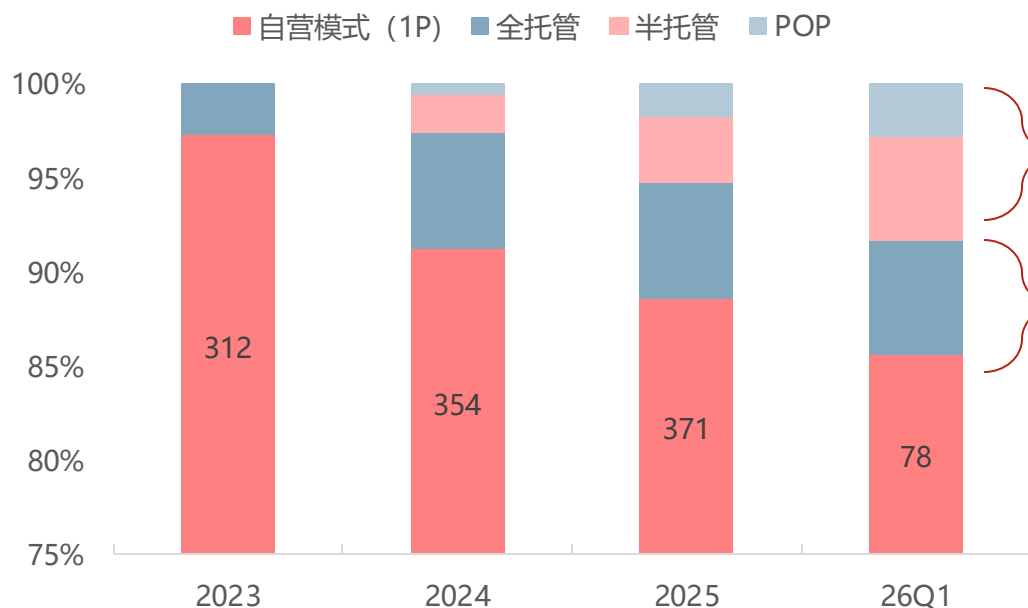
图表：不同国家海外仓数量2019-2025年增长情况



SHEIN调整全站模式占比，扶持全托管转半托管，重点发展POP模式

- 从SHEIN收入模式占比的变化，也印证了“海外仓模式再加速”的事实。
- ✓ SHEIN有意识地扶持半托管商家和POP头部商家——2024年以来，站内平台3P（含全托管、半托管和POP）收入占比一路提升，26Q1已经**提升至14.3%**。
- ✓ 但直邮物流驱动的“全托管模式”占比并未伴随平台3P收入的提升而扩大，而是**一直稳定在~6%**的水平；反观，3P中的半托管占比从24年的2%左右**增加到5%以上**，POP占比也从原先不足1%左右**增至3%**。未来，全托管会有意识地为这两个模式让路。

图表：2023-2026Q1 SHEIN收入构成情况



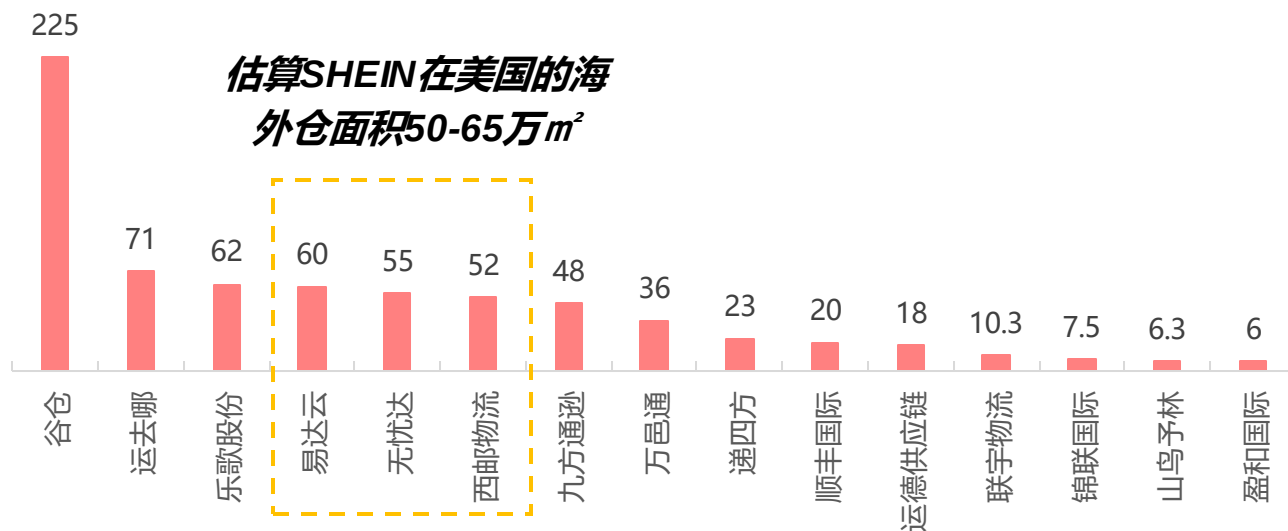
图表：SHEIN不同业务模式的履约时效情况

履约时效	
	- 时效：3~5天（美区） - SHEIN会提升整个本地仓发货的比例。 - 全托管的一部分商家、半托管商家以及POP商家都会向美区的POP模式学习，将货品备到海外仓。
	- 美区从消费者下单到收货时效为7-12天不等。 - 欧洲平均时效在9.8-10天左右。 - 拉美时效为12-15天，约半个月。 - 中东目前约13天。 - 日韩和东南亚配送较快，目前跨境配送可做到5天左右。

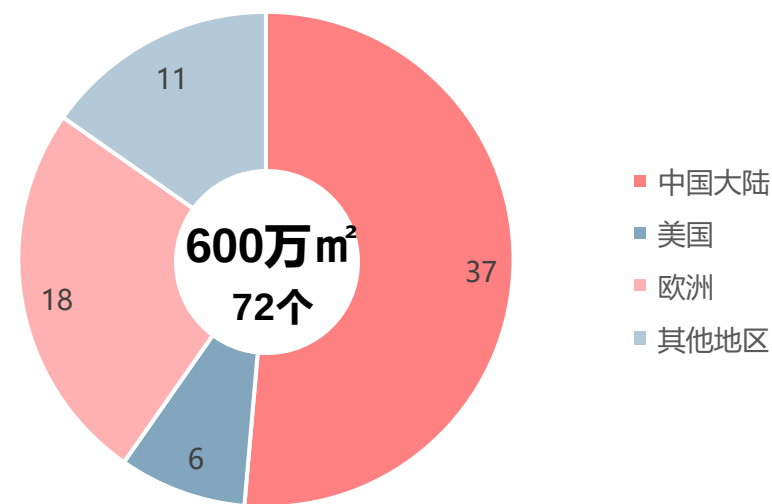
SHEIN以欧美为第一优先级，大力发展POP和半托管的本地仓

- 与上文业务模式调整配套的是，SHEIN大力发展本地仓——**以美国和欧洲作为第一梯队**，重点发展POP和半托管本地仓，提高末端履约效率，避免欧美关税新政对其业务影响。
- ✓ SHEIN目前采用**自营仓+第三方仓并行模式**，允许半托管、POP卖家使用自有海外仓。
- ✓ 自2026年4月底开始，欧盟半托管业务已要求统一使用平台面单及指定物流商，加强平台管理能力。
- SHEIN招股书显示，截至2026年6月30日，其在亚洲、北美、欧洲、中东和南美洲拥有**约600万平方米**的仓库空间。中国大陆的中央仓库2025年存放产品占**净收入90%以上**（仍以中国备货→跨境发运为主模式），同时持续在全球各地新建仓库以近距离服务当地市场。

图表：2025年美国海外仓中国玩家及仓储面积情况（单位：万m²）



图表：SHEIN仓储资产全球分布情况



小结：直邮仍是基本盘，海外仓成为增长引擎，端到端整合者通吃

- 把时间轴拉直、把客户分层拉直、把价值链拉直，直营和海外仓并不是完全的替代关系，而是**不同阶段的“主角轮换”**。
- 欧美关税新政短期看似改写中国跨境电商的增速，但本质上是间接逼迫中国跨境电商产业链构建真正的竞争壁垒——谁能在海外仓网络密度、库存周转效率、近岸供应链同时建立壁垒，谁就能在“跨境电商本地化”大潮里吃下市场份额。未来，跨境电商物流这条赛道的故事，已经从**“帮中国货出海”变成“帮中国货在海外落地”**。

□ 短期（1-2年）——直邮仍是基本盘

- ✓ 5000家直邮商分食3000+亿直邮市场，头部玩家集中度低，但增量主要来自“客户结构优化”（摆脱单一客户依赖）和“成本控制”（毛利率提升），而非规模爆发。
- ✓ 受益方：已有头部规模（云途、递四方、燕文等）+客户结构分散（跨境航空货运代理）的直邮物流商。

□ 中期（3-5年）——海外仓成为增长引擎

- ✓ 海外仓行业规模已经反超直邮模式，未来五年CAGR领先直邮；关税政策形成强制性推动。
- ✓ 已有海外仓布局的跨境电商平台（亚马逊FBA、SHEIN海外仓、阿里/京东海外仓）+ 第三方海外仓服务商（谷仓、万邑通等）。

□ 长期（5年+）——端到端整合者通吃

- “中国段直邮+海外仓+本土末端”全链条能力成为标配，数据+网络+品牌三重壁垒叠加。
- 压力方：单一模式、单一客户的中小直邮商；没有数据能力的传统货代；没有规模效应的海外仓新进入者（资金成本>回报）。

目录

1

海外仓与直邮谁是未来跨境电商物流的主流？

2

SHEIN单票履约成本远远大于燕文单票价格？

3

为何跨境行业都在加速布局美国的尾程配送？

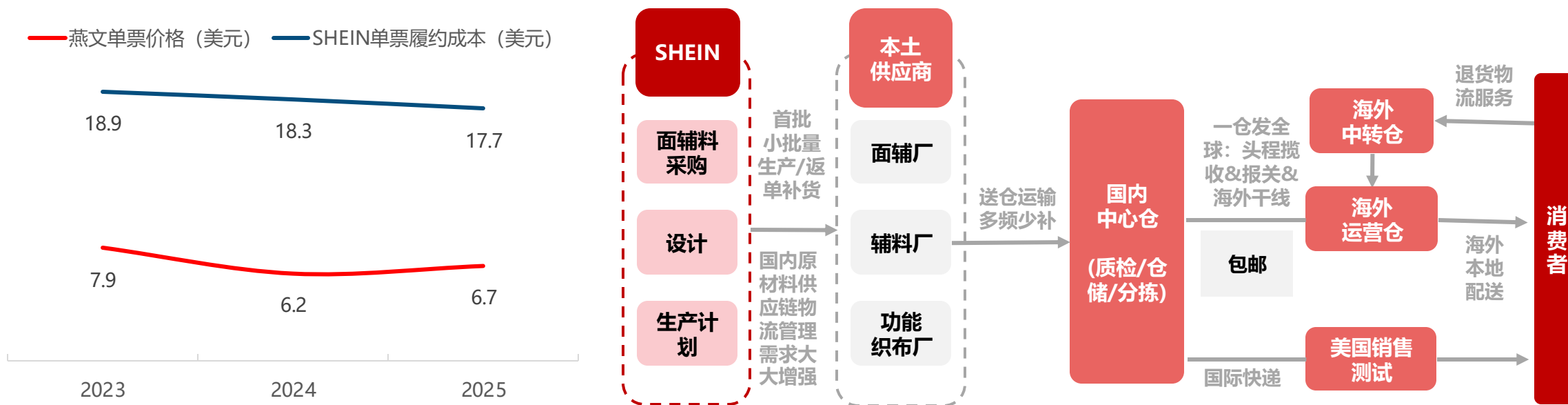


为何SHEIN单票履约成本远远大于燕文单票价格？

- 对比SHEIN单票履约成本和燕文物流单票价格，下左图的很直观的疑惑是 **“竟然相差11美元？”** **“是不是有中间商赚差价？”**。
- ✓ **SHEIN履约费用：**主要包括履约职能的员工工资、奖金和福利、仓库租金费用、运输与处理费用、包装费用以及来自产品采购的成本。
当货物直接从本公司仓库运送至海外客户时，关税及海关税亦被确认为履行费用，因为相关成本是因履行客户订单而产生。
- ✓ **燕文物流收入：**包括跨境电商快递服务部分，包括从头程揽收、分拣、跨境运输、清关及尾程派送。
- 因此，我们将SHEIN和燕文的业务流程拆解出来，希望能还原出这11美元的差距是怎么形成的。

图表：2023-2025年SHEIN和燕文单票数据情况（美元）

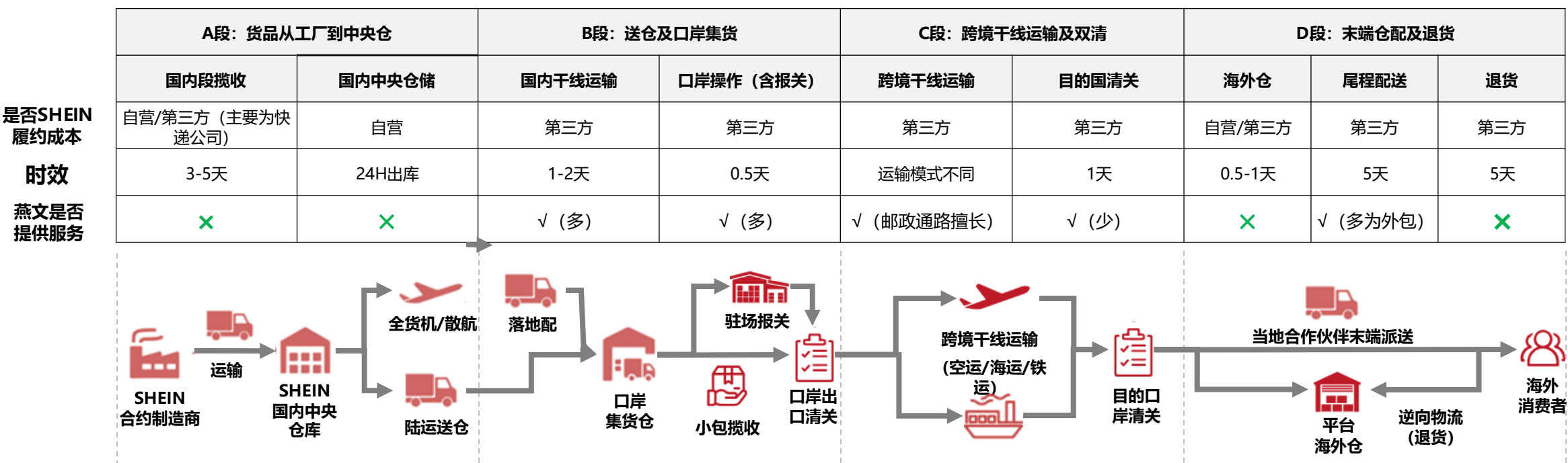
图表：SHEIN仓储资产全球分布情况



归因一：服务范围不同——SHEIN是全链路，燕文是链路中的一段

- 这是最大的单一因素，SHEIN的单票履约成本覆盖的全链路环节，对应的是从工厂到消费者家门口的完整链路。
- SHEIN这类跨境电商平台不再把全链路物流打包给燕文物流这样的第三方物流公司，燕文物流可能只承接集货报关+跨境干线运输+清关+尾程配送（少量），国内段揽收、以及仓储（国内仓+海外仓）由SHEIN自有体系或认证第三方承担。
- 因此，在「分段」的商业模式下，燕文的单票收入只对应燕文全链路成本的35-40%。

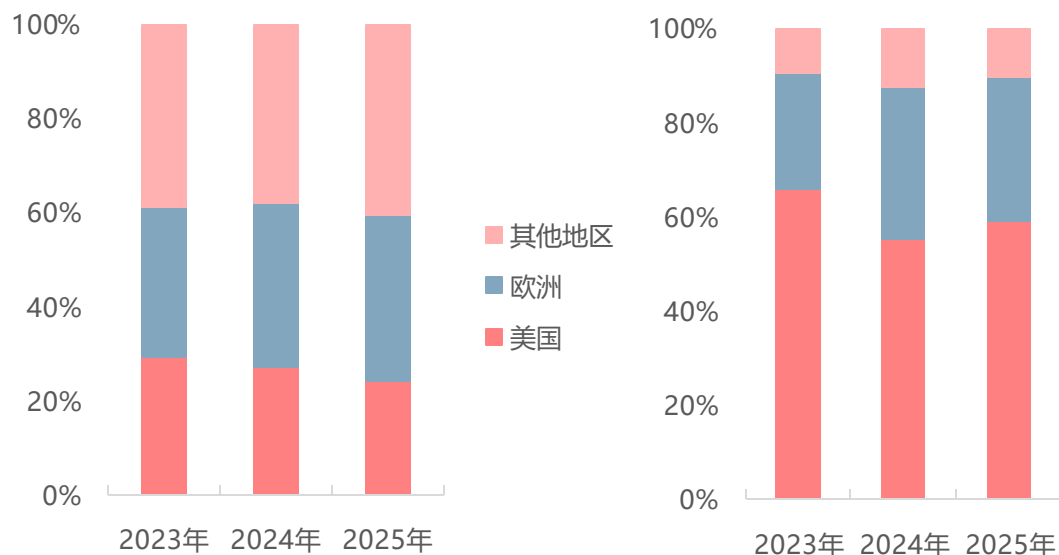
图表：SHEIN供应链物流模式及燕文物流等跨境电商物流公司可以提供的服务环节



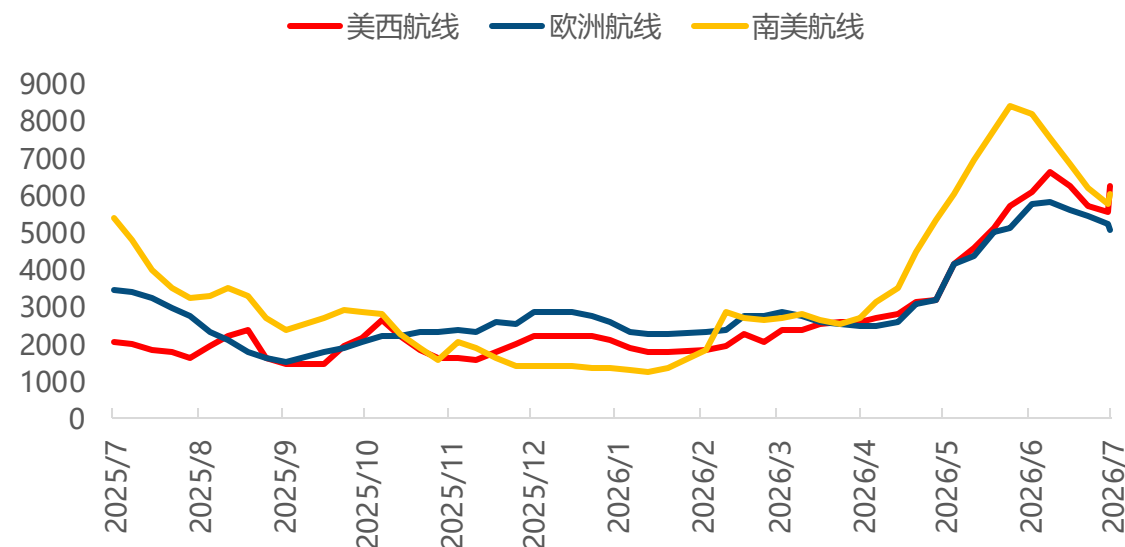
归因二：包裹属性差异——SHEIN包裹更重、更远

- 燕文招股书提及“该等客户（大型平台）过往因**包裹较重**而贡献高于平均水平的收入，因此每件包裹的整体平均收入相应下降”。
- ✓ SHEIN订单包裹较重（服装多件拼单、含鞋履配饰等），但燕文物流服务**SHEIN平台及其商家相对较少**，主要聚焦在TEMU等客单价及货重较轻的客户。因此包裹更轻，拉低了平均单价。
- SHEIN包裹目的地覆盖160个市场，包括大量燕文未覆盖的长尾市场。燕文的专线包裹服务，目的地集中**在北美（~60%）和欧洲（~30%）**，是成熟航线、规模效应最强的线路；SHEIN欧美地区合计**占比~60%**，其余线路包括拉美、中东，末端配送成本不低于欧美，同时拉美航线更长，运价更高。

图表：2023-2025年SHEIN和燕文营收地区分布情况



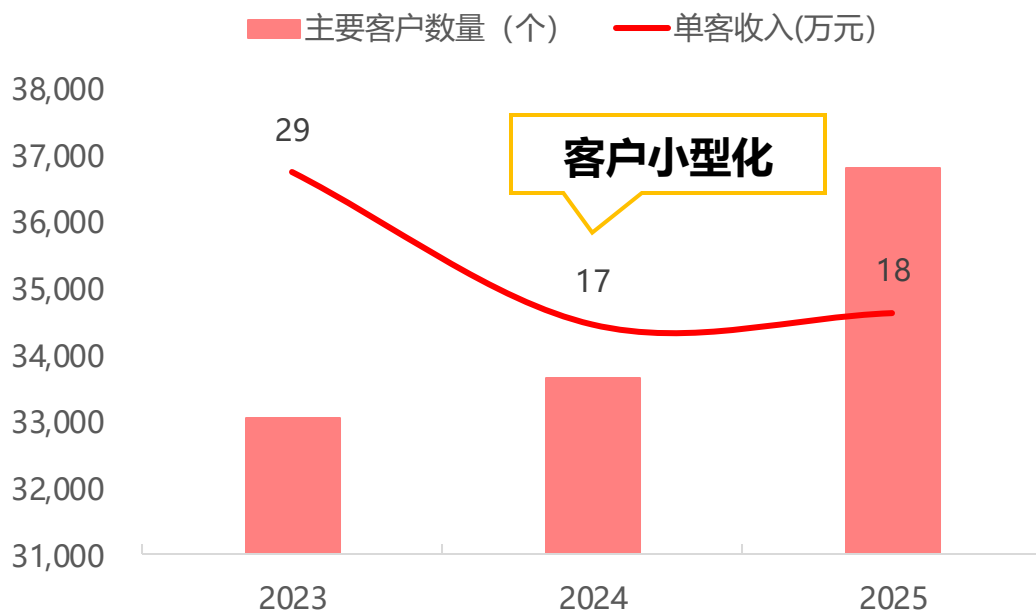
图表：美国、欧洲、南美航线集装箱运价对比



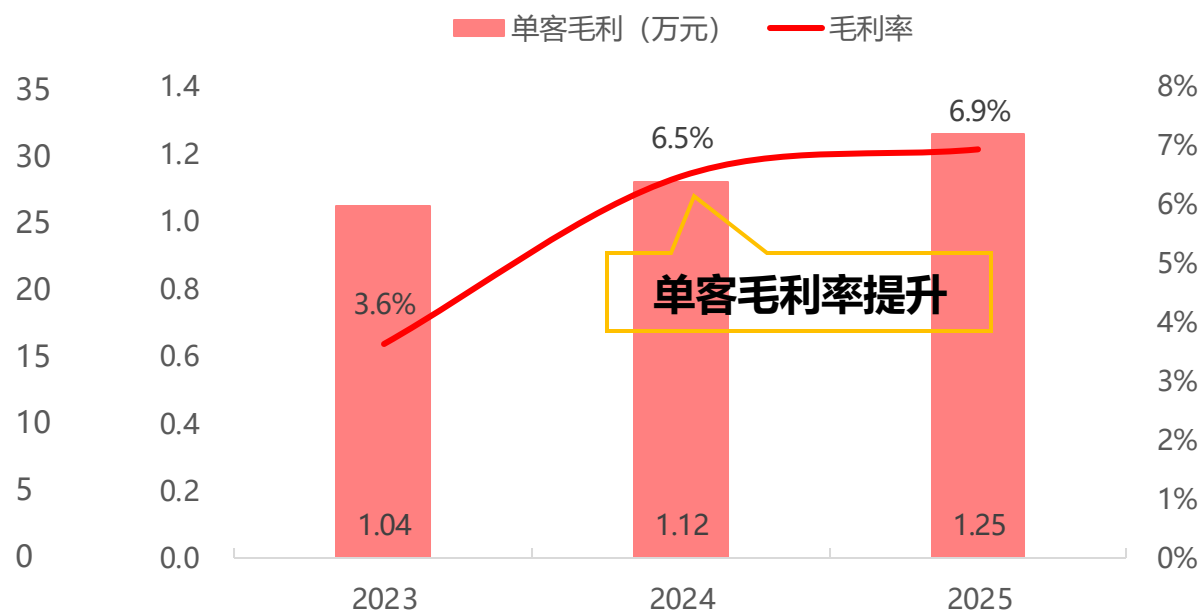
归因三：议价地位与客户集中度——大客户被压价，小客户不被压

- 燕文招股书中在解释毛利率提升原因时提及“年内若干大型跨境电商第三方平台的收入贡献减少，过往该等客户产生的毛利率较低，乃由于我们提供**相对优惠的价格及接受更严格的KPI要求以换取更多包裹量**”。
- ✓ 跨境电商平台大客户议价能力强，燕文为拿量给折扣、接受严苛KPI（时效、丢件赔偿），价格一再让渡给客户。
- ✓ 中小客户单价更高、毛利率更好，2024年大客户撤出后，燕文整体毛利率反而升到7.2%，侧面反映价格压力缓解。

图表：2023-2025年燕文物流主要客户数及单客收入变化



图表：2023-2025年燕文物流单客毛利及毛利率变化

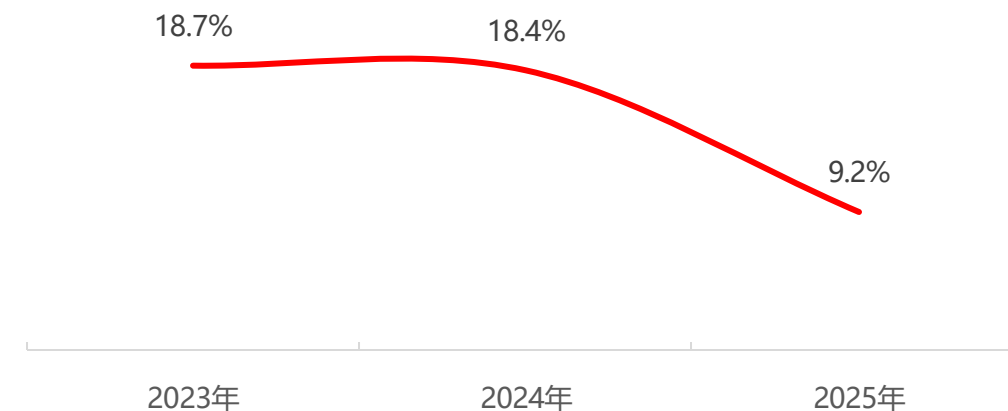
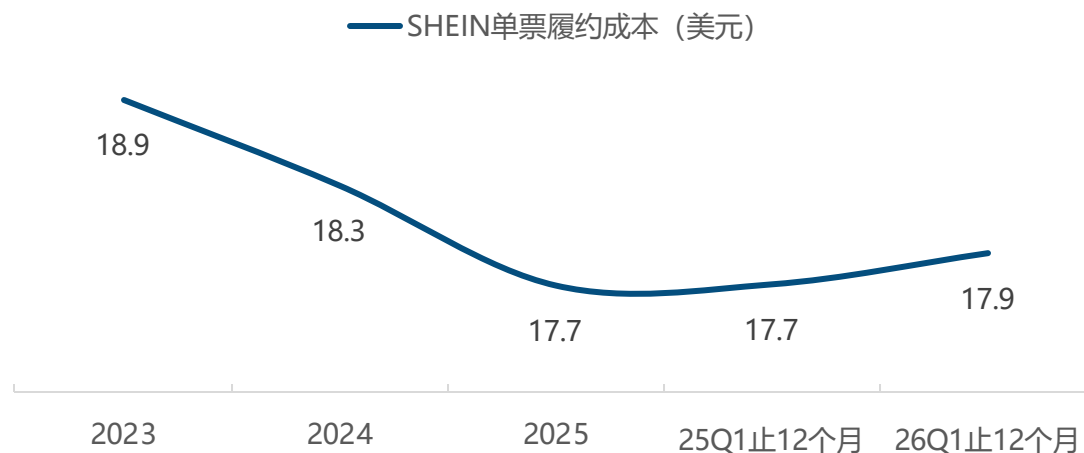


归因四：关税与税费——SHEIN承担，燕文不承担

- SHEIN明确**把关税成本计入履约成本**（因其属于将产品交付客户前的必要成本），并通过动态定价转嫁（招股书原话“将大部分新增成本转嫁至美国消费者”）。而且2026Q1止12个月（2025年4月-2026年3月）的单票履约成本上升，SHEIN明确归因于“关税及海关税务政策不断演变”，正好包含美国de minimis低值小包免税政策取消后的11个月影响、不含欧盟2026年7月生效的豁免取消。
- ✓ 经测算，SHEIN 2026Q1止12个月单票17.9美元的履约成本中，隐含美国关税成本可能**占0.89美元**（美国占比22.5%）。
- 燕文作为跨境电商物流服务商，**关税由货主（SHEIN/其他平台或商家）承担**，燕文物流仅提供“清关服务”并收取服务费。燕文招股书的“其他跨境服务”里包含清关，但清关服务费本身远低于关税金额。
- 由于后续占SHEIN营收更多的欧盟也加收小包关税，这个UE差距会不断扩大。注：欧盟对SHEIN单票履约成本增加预期**1-1.1美元**。

图表：2023-2025年SHEIN和燕文单票数据情况（美元）

图表：2023-2025年燕文物流其他跨境服务占营收比



小结：服务范围+关税确认+包裹属性+客户压价共同导致

定量归因汇总：40%+ 差距的拆解

归因因素	估算贡献	依据
① 服务范围（全链路 vs 分段）	约 45-70%	燕文只做跨境干线+清关段，SHEIN含全链路
② 包裹属性与目的地复杂度	约 15-25%	SHEIN覆盖160个市场，燕文集中北美+欧洲
③ 大客户议价压价	约 10-20%	燕文对大客户毛利率仅3%，低于中小客户的6-10%
④ 关税与税费（SHEIN承担，燕文不承担）	约 5-10%	2025年单票关税影响0.2美元，未来提升至1美元
合计	100%	

目录

1 海外仓与直邮谁是未来跨境电商物流的主流？

2 SHEIN单票履约成本远远大于燕文单票价格？

3 为何跨境行业都在加速布局美国的尾程配送？

中国跨境电商物流市场极度分散的根本原因在于不掌握最核心环节

- 2025年中国B2C跨境电商物流市场**约5000家**服务商在运营，前五大合计市场**份额仅8.1%**。
- 跨境电商物流核心的交付就是“把包裹从A送到B，按时、不丢、便宜”，这件事虽然链条很长但可以通过“外包”方式以极低门槛完成：**头程揽收（中国快递公司最卷）+ 干线运输（买航空/海运仓位即可）+ 清关（有牌照就能做）+ 末端派送（众包司机网络，参考GOFO/UniUni模式）**。结果就是5000家服务商做的都是同一件事，区别**只在“谁更便宜”**。
- 纵观跨境电商物流全价值链分布，最显而易见的结论——**国际干线运输、海外仓、尾程配送**是最核心价值环节。但由于前两者均需要**重资产网络布局**，后发者劣势明显，尾程配送则由于**落地配属性、海外公司不愿意做**，成为中国跨境电商物流企业的核心竞争领域。

图表：2025年中国第三方B2C跨境电商物流服务提供商排名（按收入）

排名	公司	收入（亿元人民币）	市占率
1	云途物流	112	3.4%
2	燕文物流	57	1.8%
3	出口易	43	1.3%
4	急速国际	36	1.1%
5	递四方	17	0.5%
—	CR5合计	265	8.1%

图表：跨境电商物流全链条价值分布及代表公司盈利能力

环节	价值分布		代表公司	毛利率
	直邮模式	海外仓模式		
国内揽收	~15%	~5%	通达系	~8%
仓储（国内+海外）	-	~25%	大健云仓	~25%
国际干线运输	~35%	~10%	美森/东航物流	20-25%
报关清关	~10%	~10%	外运/华贸	8-10%
尾程配送	~40%	~50%	极兔	10-15%

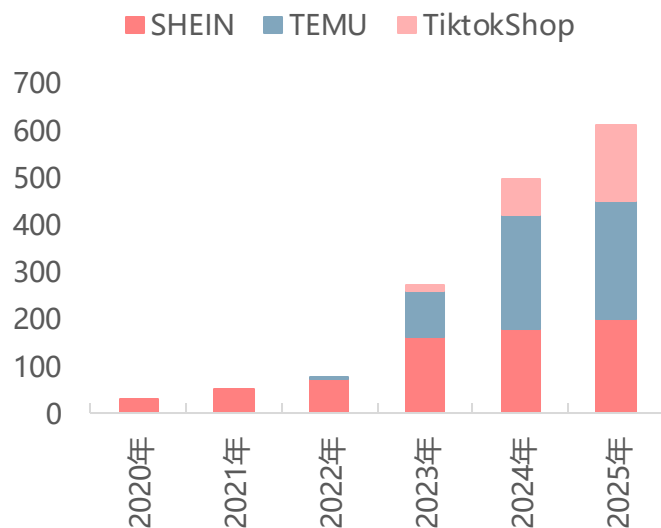


美国尾程配送市场正经历“三十年一遇”的结构性换挡

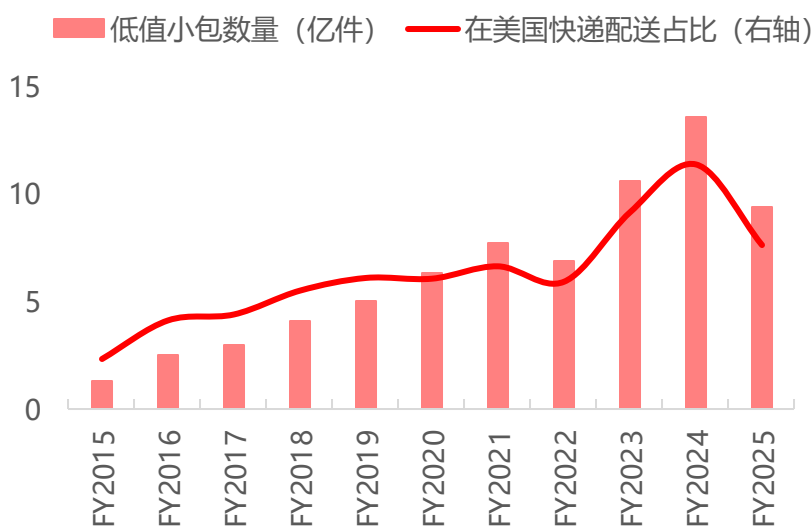
信号1：跨境电商“海量低单值小包”是不可逆的结构性趋势

- 从2020年以来，尤其是2023年开始，中国跨境电商出口至美国呈现爆发式增长，以Temu/TikTok Shop/SHEIN为代表的跨境电商平台的美区GMV以惊人的速度发展，从2020年不足50亿美元GMV到2023年达到近300亿美元，2025年在关税的压力下仍增至~600亿。
- 这些跨境电商平台的核心特征：**包裹量巨大**（根据美国海关官方数据，20年的跨境电商低值小包日均件量仅有174万/占美国快递配送总量仅3.2%，24年高峰值两个数字达到370万/6.1%，25年虽有下降，但日均规模仍保持~300万水平）、**客单价低**（平台客单价20-30美元，票单价~50美元），意味尾程配送环节能承受的票配送成本仅3-5美元/件。
- 这意味着，谁能以3-5美元/件的成本完成美国全境的末端配送，谁就拥有了“海量订单的入口”。**价格不是竞争优势，价格是入场券。**

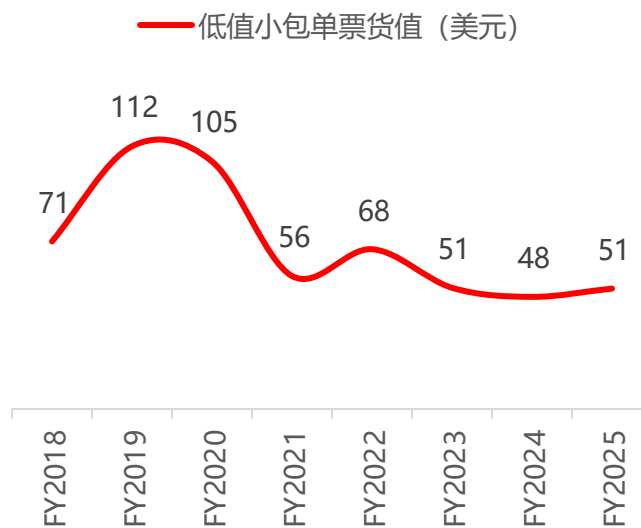
图表：20-25年主要跨境电商平台GMV (美元)



图表：美国低值小包进口数量及在美国快递配送的占比情况



图表：美国低值小包单票货值变化情况

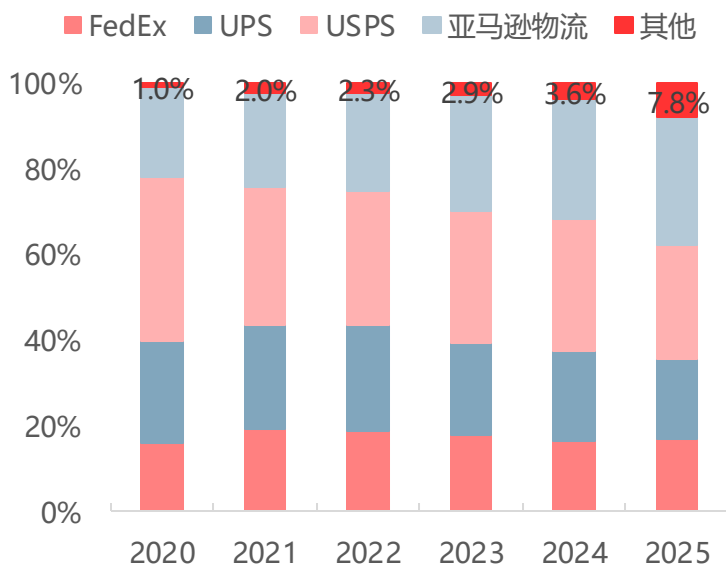


美国尾程配送市场正经历“三十年一遇”的结构性换挡

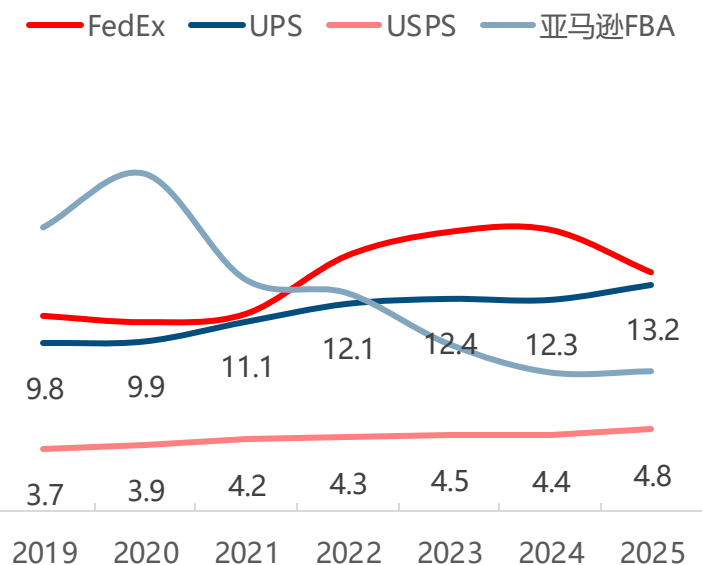
信号2：传统三巨头（UPS/FedEx/USPS）战略性撤退

- 美国快递配送市场的份额结构正经历历史性重构：近年来，一方面电商巨头亚马逊自建物流快速崛起，替代了原有分配给UPS/FedEx/USPS的订单；一方面美国快递市场的“其他”玩家逆势发展（**25年份额~8%**），本已成熟的**3+1**格局出现变化。
- 但这不是竞争加剧，而是巨头撤退，未来三年UPS/FedEx/USPS量增长将持平甚至为负。UPS和FedEx不是打不过新玩家，是不想打，而是**工会员工、自有车队、B2B网络资产**，使他们对低利润电商包裹形成了“结构性厌恶”。例如：UPS包裹的单价是**USPS的2-3倍**。
- 更恐怖的是，唯一有价格优势的美国邮政（USPS）却承受每年**近百亿美元的亏损**，因此**跨境电商包裹出现了结构性“供不应求”**。

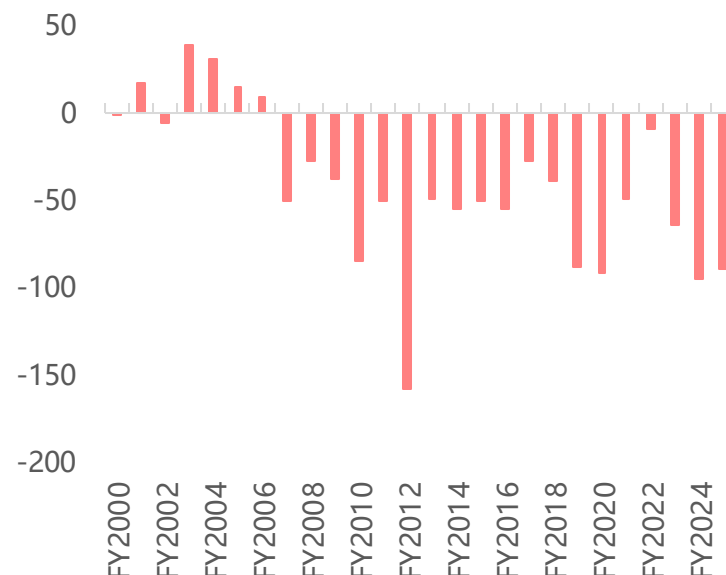
图表：美国快递市场格局变化情况（件量维度）



图表：美国快递单票价格变化情况（单位：美元）



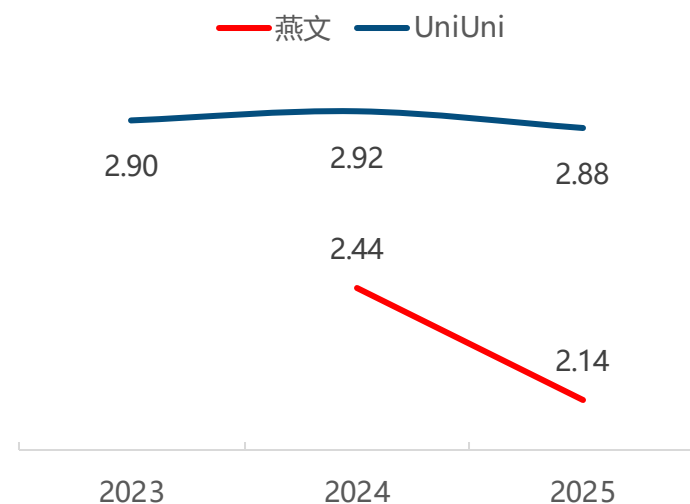
图表：USPS净利润情况（单位：亿美元）



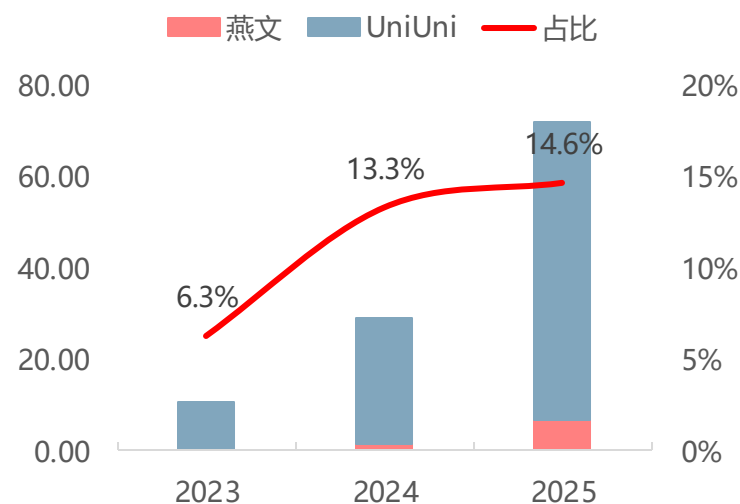
附：“其他”快递玩家的典型代表是区域落地配公司和跨境电商物流

- 美国本土快递市场“其他”玩家的典型代表有两类，它们通过“自营分拣+众包运力”的模式，在价格上追求性价比，目标是用比USPS更低的价格（**2-3美元/件**）、接近商业快递的时效，切入被亚马逊平台自建物流体系排除在外的**独立卖家和跨境电商卖家市场**。
- ✓ 区域性落地配公司：代表企业为GOFO、UniUni、OnTrac、SpeedX等，区域内成本较低、服务相对灵活。
- ✓ 跨境电商物流玩家自建网络：代表企业为燕文物流、云途物流等中国玩家，与跨境业务形成协同、成本结构优化、数字化能力突出。
- 仅以能获取数据的UniUni和燕文来看，近三年件量规模已经达到“其他”玩家的**~15%**，UniUni的25年日均件量已经**达到~65万**。
- 虽然这些玩家都通过“自营分拣+众包运力”的相对轻资产方式构建网络，但初期规模不足的情况下，均有**0.1-0.3美元的单票亏损**。

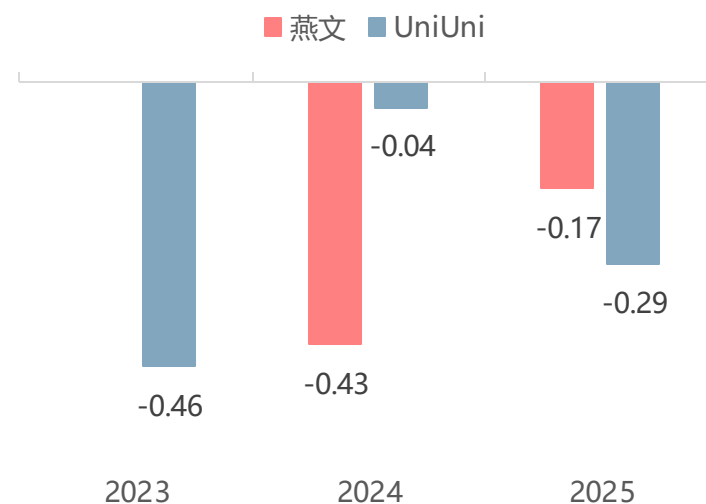
图表：UniUni和燕文单票价格（单位：美元）



图表：UniUni和燕文日均件量和市占率（单位：万）



图表：UniUni和燕文单票利润（单位：美元）



美国尾程配送市场正经历“三十年一遇”的结构性换挡

信号3：新势力已验证“轻资产”DSP模式的可复制性

- 尾程派送是人力密集型的生意，而非资本密集型生意。意味着规模效应来自网络密度（单区域订单密度越高，单票派送成本越低），而非单纯的网络广度。这是燕文及UniUni等后起玩家**选择DSP（Delivery Service Partners）轻资产路径**——把最重的人力环节众包化，把最需要管控质量的分拣环节自营化。
- 目前这个赛道的参与玩家基本都已经跑通了从0到100万件/天的完整路径。这说明“轻资产众包+技术路由+枢纽网络”的模式已经高度可复制，不存在不可逾越的模式壁垒。

图表：GOFO、UniUni、SpeedX、燕文物流对比

维度	GOFO	UniUni	SpeedX	燕文物流
成立时间	2023年8月	2019年	2022年	2024年（开始做美国）
日均单量	80~100万件	60~70万件	~30万件	~10万件
2025年包裹量	~3亿件	2.38亿+件	累计1亿+件	0.3-0.5亿件
覆盖范围	47州	美加48州	12,000+邮编	41州
枢纽数	140+	130+	60+	10+
核心优势	纵腾“亲儿子”+ATLAS系统	SPAC上市10亿美元	AGS收购→端到端	跨境电商全链条能力
融资	~4200万美元	~1.9亿美元	未公开（自筹为主）	Pre-IPO
估值	未公开	~10亿美元	~2亿美元（2024年）	20-30亿元人民币

小结：跨境电商物流的市场竞争维度正在从“价格”转向“尾程控制”

- 中国跨境电商物流市场分散的根因是“要么做外包的简单生意，要么只做了一段”，破局的第一步是把段连起来。
- UniUni、燕文物流、SpeedX等玩家已经验证：竞争已经从“谁便宜”变成“谁能控制尾程配送”，这恰好是海外仓玩家+本土配送商的优势区，也是为什么燕文要在2024年3月启动美国本土最后一公里派送服务的原因。
- 该行业的竞争未来将体现在**网络覆盖、尾程控制能力、服务稳定性、成本利用效率、数字化能力及执行可靠性**等方面，而不只是价格。

投资建议

细分赛道		核心逻辑	主要风险
1	美国尾程自建网络	结构性缺口+高增长+壁垒形成	前期亏损+政策风险
2	专线包裹服务	主流模式+规模效应+持续增长	价格竞争+运力成本波动
3	海外仓运营	高增速+本地化需求+高黏性	重资产+库存风险
4	邮政小包标准服务	全球通达性但增长放缓	利润率低+替代风险
5	国际商业快递代理	高时效但市场规模小	平台替代+利润空间有限

风险分析

1、欧美关税政策持续收紧及“双杀”效应风险

美国已全面取消800美元以下小额豁免，欧盟于2026年7月生效了150欧元豁免取消及按类计征定额关税的新政。未来若美国进一步扩大行政令适用范围或欧盟额外征收行政处理费，将对中国跨境电商直邮模式造成“结构性”冲击。这不仅会直接推高SHEIN等平台的单票履约成本（预计欧盟将增加1-1.1美元/票），导致部分低价商品需求萎缩，还可能迫使更多依赖直邮的中小卖家退出市场。对于以直邮为主要模式的物流商，其客户需求可能因此下滑，导致业绩承压。同时，若关税引发贸易摩擦升级，国际干线运输成本（空运、海运）可能进一步波动，增加行业整体经营的不确定性。

2、航空运力成本波动与直邮模式盈利能力下滑风险

直邮模式的核心成本项为国际空运费，其价格受全球货运供需失衡、地缘政治冲突（如中东局势）、油价及航空公司运力调配等多重因素影响。空运价格波动的趋势在5年内不会逆转，若国际空运价格持续高位运行，将直接侵蚀直邮物流商的毛利率（目前行业毛利率普遍在7%左右，空间极为有限）。尽管可以通过优化客户结构（减少低毛利大客户占比）提升了毛利率，但若运价出现剧烈波动，其成本控制能力将面临严峻考验。此外，若空运价格长期高于预期，可能加速跨境电商平台和卖家转向海运为主的海外仓备货模式。

3、行业竞争加剧、客户集中度高及新业务投资回报风险

中国跨境电商物流市场参与者众多（约5000家），价格战激烈，行业集中度极低。以燕文物流为代表的直邮商，历史上曾高度依赖单一平台客户，尽管目前客户结构已分散，但若未来大客户（如TEMU、SHEIN、TikTok Shop）自建物流体系或进一步压缩供应商利润，将导致订单流失和毛利率持续承压。此外，行业正向“端到端”和“美国尾程网络”转型，但这类重资产投入（如海外仓、分拣枢纽、众包运力）在初期规模不足时普遍存在单票亏损（如UniUni单票亏损约0.4美元），资本开支巨大。若新业务拓展不及预期或行业增速放缓，相关投资可能面临回报率低、资金链紧张的风险。

分析师介绍

梁骁：交运行业分析师，南开大学硕士，先后供职于中集集团物流板块、顺丰控股、京东物流，曾参与撰写《国家多式联运标准修订建议报告》并为交通物流相关十四五规划建言献策，2022年加入中信建投证券研究发展部，覆盖快递快运/仓储运输/供应链物流/跨境物流/铁路货运/航空物流，具有丰富的交运物流行业研究经验以及资源，擅于把握和挖掘公司长期价值，工作地北京。

韩军：全球交通运输及全球能源首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。10 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk