

所属行业

房地产

发布时间

2021年1月29日

## 行业研究

# 长租公寓“暴雷”的核心原因 与未来发展的四个利好

### 核心观点:

分散式公寓暴雷现象频发，但不可否认其具有的优势。但就长远来看，集中式长租公寓的盈利前景、管理效率和服务质量等优于分散式长租公寓。并且未来的政策红利会继续，市场趋势也将有利于集中式长租公寓的发展。

### 一、为什么蛋壳会暴雷？是偶然还是必然？

长租公寓可以分为重资产集中式、轻资产集中式和轻资产分散式三种。不同类型的长租公寓具有不同的优缺点，其中，蛋壳模式的分散式的长租公寓是最容易暴雷的典型。但根本原因在于蛋壳举债经营的同时，高收低租的竞争模式使其一直处于持续亏损状态。

### 二、政策春风、庞大需求协同推动长租公寓发展

居民住房问题、能够带来税收等因素的带动下，政府大力支持长租公寓的发展。一方面鼓励地产企业发展长租公寓业务；另一方面资金端，支持企业专项债券的发行以及鼓励租赁 REITs 的发展。虽然目前长租公寓市场规模不大，但是在巨大需求的支撑下，整个行业具备很大的发展空间。

### 三、四大趋势利好集中式长租公寓

虽然我国长租公寓发展尚处于起步阶段，但是参照国外的发展经验以及行业发展的一般规律，我们总结出行业未来发展的四个趋势。一是长租公寓多元化融资持续放宽，未来几年 REITs 有望试点；二是租赁土地供应增多，竞自持成为房企土拍常态，未来自持土地成为房企需要利用的资产，或委托租赁或自持运营均将利好集中式长租公寓的发展；三是行业整合加快，企业优胜劣汰，叠加疫情影响，加速集中度提升；四是随着行业规模逐步扩大，盈利能力增强，企业成功 IPO 成为可能。

### 相关研究:

上海调控加码，离婚换房票模式终结	20210122
供需两端共同调控，防控风险是终极目标   年度盘点·行业政策	20210121
2020 住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势   年度盘点·住宅市场	20210120
三个维度，七大举措，看房企优化财务结构   年度盘点·房企降负债	20210119

### 研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

徐鹏

17601350466 (微信号)

xupeng@ehconsulting.com.cn

王柳

18321956213 (微信号)

wangliu@ehconsulting.com.cn

## 前言:

距离蛋壳公寓陷入资金链危机已经有一段时间了,但其影响力仍在持续发酵升温。多地政府部门陆续介入,出台管制措施;与蛋壳合作“租金贷”业务的微众银行表示可结清贷款;自如、旭辉领寓等长租公寓企业也纷纷出手援助。而作为危机源头的蛋壳公寓却一直没有给出解决方案。2020年,已有多家长租公寓企业暴雷,疫情作为导火索,租金贷成为众矢之的。但长租公寓频繁爆仓的背后不只是市场低迷,企业经营管理方式不当才是根本原因,过度追求规模,激进的竞争加剧了风险。

就目前来看,爆仓的长租公寓都集中在分散式长租公寓,其形态是否是频繁爆仓的原因之一?集中式长租公寓又存在哪些隐患?市场的发展趋势又是怎样的呢?下面就以长租公寓的形态为切入点,以典型企业为例,探讨不同类型长租公寓的安全性以及长租公寓市场的趋势和出路。

## 目录

一、分散式的管理模式是否是蛋壳暴雷的原因? .....	4
1、三大主流长租公寓各具优势.....	4
2、为什么暴雷的是蛋壳?是偶然还是必然? .....	6
二、政策春风、庞大需求共同推动长租公寓发展.....	7
1、长租公寓是民生,也是经济.....	7
2、存在万亿规模,发展空间巨大.....	9
三、四大趋势利好集中式长租公寓.....	9
1、租赁 REITs 融资可期,将利好重资产集中式模式.....	10
2、租赁供地增多,推动房企发展集中式长租公寓业务.....	10
3、行业整合速度加快,企业优胜劣汰.....	10
4、房企长租公寓板块拆分上市助力集中式规模扩张.....	11

## 一、分散式的管理模式是否是蛋壳暴雷的原因？

长租公寓在资本运作上可以分为重资产和轻资产两种，在管理模式上又可分为集中式管理和分散式管理的长租公寓。也就是说，长租公寓可以分为两个维度，四种模式，即：重资产集中式、重资产分散式、轻资产集中式和轻资产分散式。然而在实际上，几乎不存在重资产分散式的长租公寓。不同类型的长租公寓具有不同的优缺点，而其中，蛋壳模式的分散式的长租公寓是最容易暴雷的典型。

### 1、三大主流长租公寓各具优势

#### (1) 分散式长租公寓：扩张优势抢占市场

分散式长租公寓是指企业从不同的房东获取分散的个人房源，多以民宅为主，并进行二次装修后再对租户出租。从模式上看，其是典型的C2B2C的模式，其中长租公寓运营商一面是寻找零散的房源，另一面通过自身的平台将房源租给C端客户，由于这种模式对应的房源和租户均为C端，盈利模式本质上是赚取租金差价，并有极少部分服务费。因此其优缺点显而易见。

分散式的优点在于，进入门槛相对较低，运营管理模式相对简单，资金成本投入相对较少。正是由于这些优势，分散式的长租公寓在短期内可以快速扩张，目前是市场占比最高的长租公寓形式。市场占有率较高的企业有中介背景的链家自如、我爱我家相寓等，还有专门的长租公寓运营商。

分散式长租公寓的不足在于两个方面，一是分散式的管理模式降低了运营的效率和质量。运营人员需要在多个小区维护房源，并且也难以提供集中化的服务，仅仅只限于居住。二是平台面对零散的C端资源，存在很大的不确定性，合同期较短，到期后可能面临房东的涨租以及租客的退租。

#### (2) 集中式长租公寓：轻重并行，各具特点

而集中式的长租公寓恰恰与分散式的相反，进入门槛相对较高，项目获取难度更大，使其目前规模远不如分散式。但集中式的长租公寓更便于管理，还能通过提供健身房、餐厅等设施服务，构建社群增加顾客粘性，以及提供专业的物业管理服务，赚取其他额外收益。且租金收入稳定，违约现象更少。而集中式的长租公寓又分为轻资产模式和重资产模式，由于资产投入的不同，又将决定了各自的特点。

1)重资产集中式长租公寓是指企业通过独立开发或整栋收购的方式，对项目统一规划、标准化装修，并进行运营管理，类似于传统商业地产的运作模式，本质上是B2B&C的模式。企业是出租物业的持有者，通过将物业出租于租户或者与公司达成战略合作，作为公司的员

工宿舍。

这种模式能够有效利用开发企业土拍过程中获得的自持租赁用地,通过打造长租公寓品牌创造更高的收益。还有一部分项目由于政府限价,审批的预售证价格不及预期,通过打造成长租公寓来赚取租金收益并获得资产价值的增值。

这种模式一般以房地产企业参与为主,例如万科泊寓、龙湖冠寓、旭辉领寓。但面临着成本高、建设周期长、租赁用地不足等问题,长时间的持有更加剧了不稳定性,存在资金难以回收的风险。企业也并不意味着主动去做,因此重资产集中式的长租公寓规模发展相对慢。

2)轻资产集中式长租公寓是指企业通过租赁或接受委管的方式,对项目进行运营管理。相比于分散式和重资产的模式不同,轻资产集中式长租公寓运营模式为 B2B2C&B, 资产持有者一般为企业,并通过平台将公寓租给租户或者企业。主要运营者不仅有大型房企,还有一些中介企业,例如自如并购贝壳,涉足集中式长租公寓领域。

轻资产集中式的长租公寓结合了分散式和重资产的优势,具备进入门槛适中,前期资金投入不大等优势。但是由于长租公寓发展并不成熟,相关的租赁土地并不能完全满足市场的需求,因此轻资产集中式长租公寓规模介于分散式和重资产之间。随着竞自持土地的增多以及竣工,未来轻资产模式的长租公寓或将替代分散式成为主流。

表：三大主流长租公寓运营异同及优缺点

		分散式	集中式	
持有方式		轻资产	轻资产	重资产
运营模式		C2B2C	B2B2B&C	B2B&C
盈利模式		租金差价, 和极少部分的服务费	租金差价、服务收入、委管形式则赚取管理费	租金、服务收入、资产增值
SWOT 分析	S	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 资金投入少</li> <li>✓ 进入门槛低</li> <li>✓ 规模扩张快</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 上下游易于维护, 违约率低</li> <li>✓ 集中管理, 运营效率和质量高</li> <li>✓ 前期资金投入不高</li> <li>✓ 规模扩张速度较快</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 易于管理, 仅服务租户</li> <li>✓ 集中管理, 运营效率和质量高</li> </ul>
	W	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 管理难度大, 效率低</li> <li>✓ 分摊成本高, 利润低</li> <li>✓ 房东端和租客端的不确定性大</li> </ul>	合适的项目资源有限	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 前期投入大、扩张速度慢</li> <li>✓ 长期持有沉淀企业现金流</li> </ul>
	O	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 市场空间足</li> <li>✓ 政策支持度较高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 市场空间足</li> <li>✓ 政策支持度高, 增加租赁用地, 完善融资渠道</li> </ul>	
	T	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 恶意的价格竞争</li> <li>✓ 市场政策的不健全</li> </ul>	REITs 落地的不确定性	

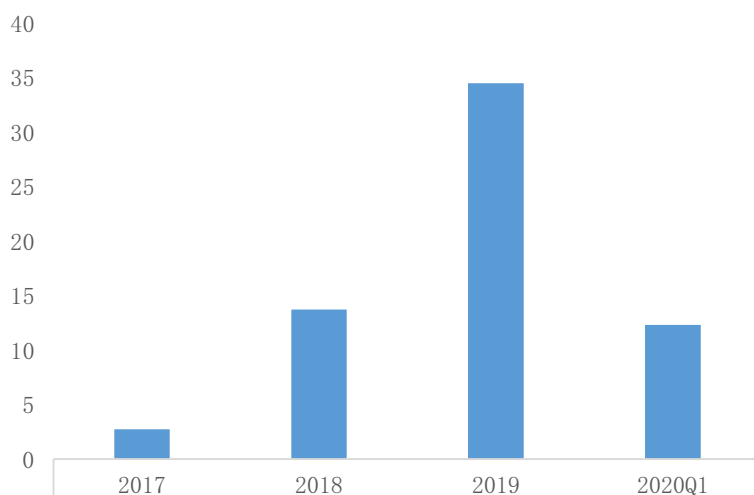
资料来源：亿翰智库

## 2、为什么暴雷的是蛋壳？是偶然还是必然？

分散式长租公寓需要抢两端的C端资源，一端是房源，一端是租客，因此普遍存在高收低租的现象，不论是独立的长租公寓运营商，还是具有中介背景的长租公寓运营商，都无法避免陷入抢占房源的恶性竞争中，蛋壳就是典型的例子。

蛋壳一直以来实行的都是价格竞争策略，不论是上游获取房源，还是下游面向租客时。不同于房企系和中介系的长租公寓，蛋壳作为独立发展起来的长租公寓运营商，手中本身并没有掌握的房源，只能通过高收低租的方式恶性扩大规模，也就是说，蛋壳一直以来的收入难以覆盖成本，扩张的幅度越大，亏损也会随之扩大；并且蛋壳在不能盈利的情况下，只能无限滚雪球，从而陷入无限扩大规模维持经营并入不敷出的绝境中。

图：蛋壳公寓 2017 年-2020 年第一季度亏损情况



资料来源：企业招股书、财报、亿翰智库

实际上，许多行业在发展初期，企业的阶段性战略都是通过价格竞争迅速抢占市场规模，当市占率达到一定程度时，再通过提高市场价格获取盈利，填补以前的缺口。但蛋壳因何暴雷？

根本原因在于蛋壳举债经营的同时，高收低租的竞争模式使其一直处于持续亏损状态。举债经营的前提是有利可图，目的是使得企业效益最大化，而不是急切扩大规模的手段，借新还旧，这只会造成企业财务状况不断的恶化。

并且这一模式并不具备很高的成长空间，资本市场认可度并不高，融资端也难以以为继。

此外叠加 2020 年上半年疫情影响，出租率大幅下行，无疑是雪上加霜，加速蛋壳资金链断裂。

## 二、政策春风、庞大需求共同推动长租公寓发展

虽然目前长租公寓市场规模不大，但是未来在政策的支持下，以及巨大需求的支撑下，整个行业具备一定的发展空间。

### 1、长租公寓是民生，也是经济

长租公寓可以快速解决居民住房问题，尤其是单价较高的一二线城市。我国流动人口规模大，特别在人口净流入大的城市，中低收入和年轻群体的居住需求存在很大缺口，租赁市场的发展能够解决居民的住房问题。

此外还能为房产税的实施做好基础。传统的房东直接面向租客的租赁市场模式下，若采取税收政策，房东会提高房租，将税收转嫁到租客身上，不利于租赁市场的稳定。而当长租公寓达到一定规模之后，长租公寓的价格将由运营商主导，而运营商在经营的过程中已经缴税，因此将会对房产税的转嫁产生抑制作用，从而维护租赁市场的稳定。另一方面，还有利于政府更好的管理租赁市场，促进租赁市场和谐稳定发展。

由于以上原因，政府大力支持长租公寓的发展。2015 年开始，政府陆续出台政策支持地产开发企业发展长租公寓业务。此外在长租公寓资金端，政策也给予充分支持，包括企业专项债券的发行以及鼓励租赁 REITs 的发展。

表：租赁市场相关政策部分信息

时间	主要内容	出台文件
2015 年 1 月 14 日	支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租。支持房地产开发企业改变经营方式，从单一的开发销售向租售并举模式转变	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》
2015 年 11 月 22 日	将长短租公寓纳入服务业，并提出积极发展长短租公寓等细分业态	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》
2016 年 6 月 3 日	实行购租并举，培育和发展住房租赁市场。包括培育市场供应主体，鼓励住房租赁消费，加大政策支持力度，加强住房租赁监管等	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2017 年 7 月 18 日	鼓励机构化、规模化住房租赁企业发展，鼓励房地产开发企业、经纪机构、物业服务企业设立子公司拓展住房租赁业务。鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，多渠道增加新建租赁住房供应	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》



时间	主要内容	出台文件
2018年4月19日	鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化。支持住房租赁企业建设和运营租赁住房。积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITs）	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》
2019年9月19日	在全国范围内深入开展住房租赁中介机构乱象专项整治，严厉打击侵害住房租赁当事人合法权益的行为	住房和城乡建设部召开住房租赁中介机构乱象专项整治工作推进会
2019年12月25日	强化有效监管，将整顿规范住房租赁市场秩序的成果制度化、常态化。加强从业主体管理、房源信息发布管理，规范租赁住房改造行为，建设住房租赁管理服务平台等	《关于整顿规范住房租赁市场秩序的意见》
2020年3月6日	着力培育和发展租赁住房。加快建立和完善政府主导的住房租赁管理服务平台。会同有关部门落实和完善发展租赁住房的规划、土地、税收、金融等支持政策，鼓励发展长期租赁住房	《推动住房和城乡建设事业高质量发展》
2020年9月7日	支持金融机构对住房租赁的金融产品和服务，支持发展房地产投资信托基金，支持住房租赁企业发行公司信用类债券及资产支持证券。加强对于行业准入企业的监管，建立租赁机构登记制度，要求企业进行备案	《住房租赁条例（征求意见稿）》

资料来源：公开信息整理、亿翰智库

表：万科和龙湖已发行住房租赁专项债情况

发行主体	面值（亿元）	票面利率
万科	15	4.05%
万科	20	4.18%
万科	20	3.65%
万科	25	3.55%
龙湖	30	5.60%
龙湖	20	4.98%
龙湖	5	3.90%
龙湖	15	4.67%
龙湖	30	3.80%

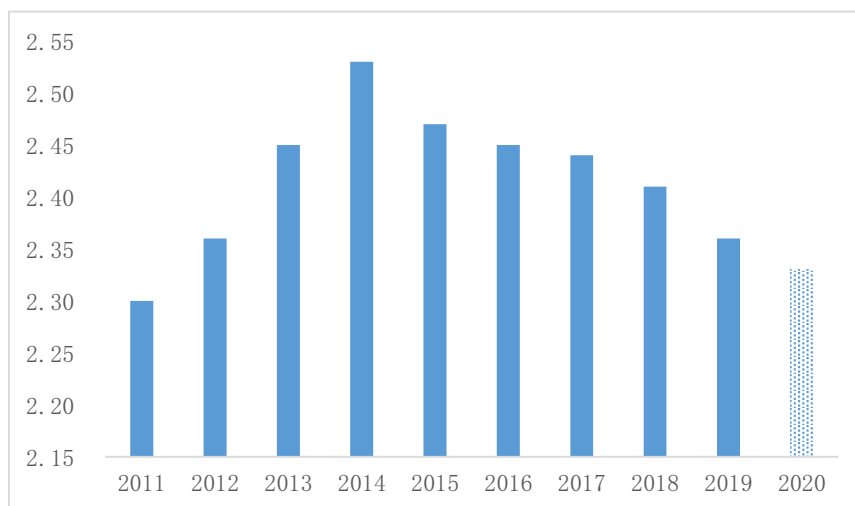
资料来源：企业年报、亿翰智库



## 2、存在万亿规模，发展空间巨大

众所周知，租赁市场的需求跟流动人口的数量息息相关。截止至2019年12月31日，流动人口数目达到2.36亿人。2015年至2019年流动人口数目的年复合增长率为-1.13%，据此计算，预计2020年我国的流动人口数目为2.33亿人。根据国家卫健委在2017年对流动人口群的调研数据统计，在当前流入地拥有住房的流动人口占比仅有29%，7成以上的流动人口在本地居住都是租房。若以2017年流动人口中租房人口占比计算，2020年我国有租房需求的人口将达到1.66亿人；《2020 大学毕业生租住蓝皮书》显示，2020年毕业生平均月租金为1357元，据此粗略估计我国2020年的租赁市场规模达到2.7万亿元，市场有很大的发展空间。

图：2011年-2019年我国流动人口规模（亿人）



数据来源：wind、亿翰智库

## 三、四大趋势利好集中式长租公寓

虽然我国长租公寓发展尚处于起步阶段，但是参照国外的发展经验以及行业发展的一般规律，我们总结出行业未来发展的四个趋势。一是长租公寓多元化融资持续放宽，未来几年REITs有望试点；二是租赁土地供应增多，竞自持成为房企土拍常态，未来自持土地成为房企需要利用的资产，或委托租赁或自持运营均将利好集中式长租公寓的发展；三是行业整合加快，企业优胜劣汰，叠加疫情影响，加速集中度提升；四是随着行业规模逐步扩大，盈利

能力增强，企业成功上市成为可能。

### 1、租赁 REITs 融资可期，将利好重资产集中式模式

近年来，国家出台一系列利好政策鼓励租赁市场的发展，加大对住房租赁市场融资的支持力度，推动 ABS、住房租赁专项债的发行等等。例如，具有房企背景的集中式长租公寓可以通过发行住房租赁专项债来进行大规模融资，融资成本相对较低。2018 年至今，万科、龙湖分别累计发行 80 亿和 100 亿住房租赁专项公司债券，融资成本在 3.5%-5.6% 之间。相比之下 ABS 融资的成本较高且规模有限。自如共获 25 亿 ABS 发行额度，利率在 5.4%-6.8% 之间；蛋壳仅在 2018 年发行了一笔 2.035 亿的 ABS。并且，住房租赁 REITs 一直备受关注，政府的积极推动更为其解决企业融资难题带来极大可能。基础设施公募 REITs 试点已经如火如荼的实施，相信下一个落实的将是住房租赁 REITs。

住房租赁 REITs 将有效解决重资产集中式长租公寓资金沉淀的问题，未来将进一步加速重资产集中式长租公寓的发展。

### 2、租赁供地增多，推动房企发展集中式长租公寓业务

建立租购并举的住房制度，大力发展租赁市场是国家近年来一直强调的政策导向，进而一些增加租赁住房供应的制度相继出台。包括鼓励新增租赁住房建设用地，人才公寓等等，在新建商品住房项目中配建租赁住房，利用整幢既有房屋用于出租，将商业办公用房、工业厂房等非住宅改建为租赁住房等方式。土地端推进竞自持的出让方式，这也使得房地产企业不得不发展长租公寓业务。甚至有些地块推出只租不售的宅地，并规定房企自持年限。随着租赁性质土地的项目持续供应与竣工，集中式的长租公寓在政策导向下占比会越来越多。

### 3、行业整合速度加快，企业优胜劣汰

长租公寓行业的发展虽然迅速，但仍处于初期，规模和市场集中度都不大。随着政策对企业的经营模式、资金运用等方面的监管更加严格，安全性不高、运营效率较低、服务质量低下的企业将被逐渐淘汰。

其中独立的分散式长租公寓运营商是风险爆发的中心，部分长租公寓企业急速扩大规模，恶意抢占市场份额，资源禀赋和服务意识的不足使其风险积聚。在长租公寓行业尚未探索出一条明确的盈利之道时，粗暴扩张将希望寄托于未来可能实现的超额利润并不可取。对头部效应的过度追求超出了对自身效益的追求，导致出租率持续走低，抗风险能力差。例如蛋壳，其滚雪球式增长的重要原因之一就是无人监管的资金池。

蛋壳的暴雷引发了社会关注，政府也积极出台政策调控住房租赁市场，准入门槛也将进一步提升，类似蛋壳的独立长租公寓运营商将更加难以生存，优胜劣汰，行业整合速度将进一步加快。

未来资源禀赋更强，运营效率更高，服务质量更好的长租公寓模式更加收益。例如集中

式长租公寓和部分具有中介背景的长租公寓。

#### 4、房企长租公寓板块拆分上市助力集中式规模扩张

房企旗下物业板块上市的热潮仍在持续，其他业务板块例如绿城代建业务也在 2020 年 7 月成功上市。房企积极推动业务板块分拆上市的步伐，主要源于两个原因：一是增加融资平台，拓宽融资渠道，发展多元化业务；二是上市能够通过资产价值重估募集资金，并表后，改善财务结构。

在政策推动房企发展长租公寓业务的情况下，长租公寓将得到快速发展，并逐步实现现金流回正。例如龙湖的冠寓收入未来将保持 30% 的增速发展，旭辉领寓未来也有拆分上市的计划。这都将利好集中式长租公寓的发展。

当前市场，房企系的集中式长租公寓发展稳健，分散式公寓暴雷现象频发，但不可否认其具有的优势，集中式和分散式公寓各有特点和利弊，是为了满足不同客户不同需求产生的产品。同样处于行业发展初期，同样面临政策不健全等问题，发展更快的分散式公寓自然暴露出了更多的问题，蛋壳暴雷给予我们的并不是分散式长租公寓的问题，也不是租金贷本身的问题，而是企业运作的问题，是市场体系不健全的结果。

但就长远来看，分散式的长租公寓市场空间相对更为饱和，未来整体的增长空间有限。而集中式长租公寓的盈利前景、管理效率和服务质量等优于分散式长租公寓。并且未来的政策红利会继续，市场趋势也将有利于集中式长租公寓的发展。随着市场体系的完善、监管政策的落地，集中式长租公寓或将迎来新一轮机遇。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码