

# 2017年长租公寓行业专题研究报告



更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：[长租公寓邦](#)

## 目 录

1. 投资逻辑.....	3
2. 天时地利人和，长租公寓迎来黄金发展时期.....	5
2.1. 天时：政策扶持正当时，商改住大势所趋.....	5
2.2. 地利：行业蓬勃发展，整体供不应求.....	7
2.2.1. 长租公寓的客户群体.....	7
2.2.2. 需求端测算.....	8
2.2.3. 长租公寓的供给端.....	8
2.2.4. 供给端测算：千亿级市场，百亿级利润.....	10
2.3. 人和：资本助力，潜龙在渊，鱼跃升天.....	11
3. 长租公寓发展瓶颈——突破者得天下.....	13
3.1. 市场端：参与主体众多，竞争激烈.....	13
3.2. 资金端：重资产运营为主，金融属性较强.....	14
3.3. 资产端：资源与价格之间的矛盾，难以协调.....	15
4. 长租公寓商业模式的探讨.....	15
4.1. 美国经验：“资产增值+租金”，从扩张到再聚焦.....	15
4.2. 国内模式猜想：租金为本，后服务为王.....	18
5. 长租公寓未来发展模式的展望.....	19
5.1. 客户群体方面，差异化和精细化是品牌战略的关键.....	19
5.2. 功能定位方面，以居住生态打造为主，后服务空间潜力大.....	20
5.3. 运营模式方面，金融化和信息化是两大趋势.....	21
5.3.1. 通过金融工具实现轻资产运营是未来趋势.....	21
5.3.2. 国内长租公寓创新处于世界前列，信息化是一大趋势.....	24
6. 投资建议.....	24
7. 风险提示.....	25

## 1. 投资逻辑

在政策支持下，长租公寓作为地产细分子行业之一，迎来黄金发展时期，有望成为地产领域的下一个风口。随着政策层面对于住房租赁市场支持的顶层制度出台，地方政府陆续出台了一系列支持住房租赁市场发展的政策，尤其是鼓励机构参与住房租赁业务，政策迎来黄金期。

市场尚未认识到长租公寓行业巨大的市场容量和市场增速，而且在重资产运营模式下，对长租公寓的扩张能力和盈利能力都存在着较大的质疑。而我们认为：

1) 不论从供给层面还是需求层面，长租公寓市场都面临着巨大的发展空间，而在市场格局尚未形成的情形下，潜在的龙头运营商有着较大的投资机会。从需求层面来看，随着租房群体对于租房质量要求的提高以及居住观念的转变，对于机构提供的租赁房源需求将逐渐上升，至少是千亿级租金的市场，而对机构提供的房源需求数量约为 1000 万间左右；而从供应层面而言，预计到 2020 年长租公寓的房间数量为 1000 万间，假定 2016 年底该数量为 200 万间，到 2020 年的年均复合增速达到 50%，空间和增速都超出市场预期。

2) 资本助力之下，长租公寓的扩张能力和运营能力都将得到极大的提升，随着政策支持力度的加大，新的金融工具有望帮助长租公寓加速轻资产化。另一方面，国内独特创新的居住社交生态圈模式有望实现新的突破。根据我们不完全统计，已经有 20 余家长租公寓相关公司赢得近 35 亿元的融资，预计后续资本市场的投资仍将持续，另外类 REITs 金融工具的推出也大大增强了长租公寓运营商的扩张能力。在租金为本的运营模式下，国内独特的居住社交生态圈的模式有望成为运营商新的发力点，抢占租后服务的市场，从而增强客户黏性，获得更高的议价能力。

长租公寓市场仍然存在着许多瓶颈，我们认为市场将来的龙头将从突破这些瓶颈的运营商中脱颖而出。具体而言，包括市场竞争激烈、产品同质化严重，资金成本较高、盈利空间较低，资产的质量和价格之间的矛盾三个瓶颈。

综上，我们推荐具有较强的资金实力和较优质的房源，在长租公寓领域有着较长时间探索和较多运营经验的房地产开发商及房地产中介服务商，推荐：世联行、万科 A、招商蛇口；在集中式公寓方面，魔方公寓由于其丰富的产品特性，较为雄厚的资金实力，已经成为行业“独角兽”，预计后续能够继续夯实龙头地位；在分布式公寓方面，自如依托其中介服务商的背景和资源，预计未来仍能保持较高增速。

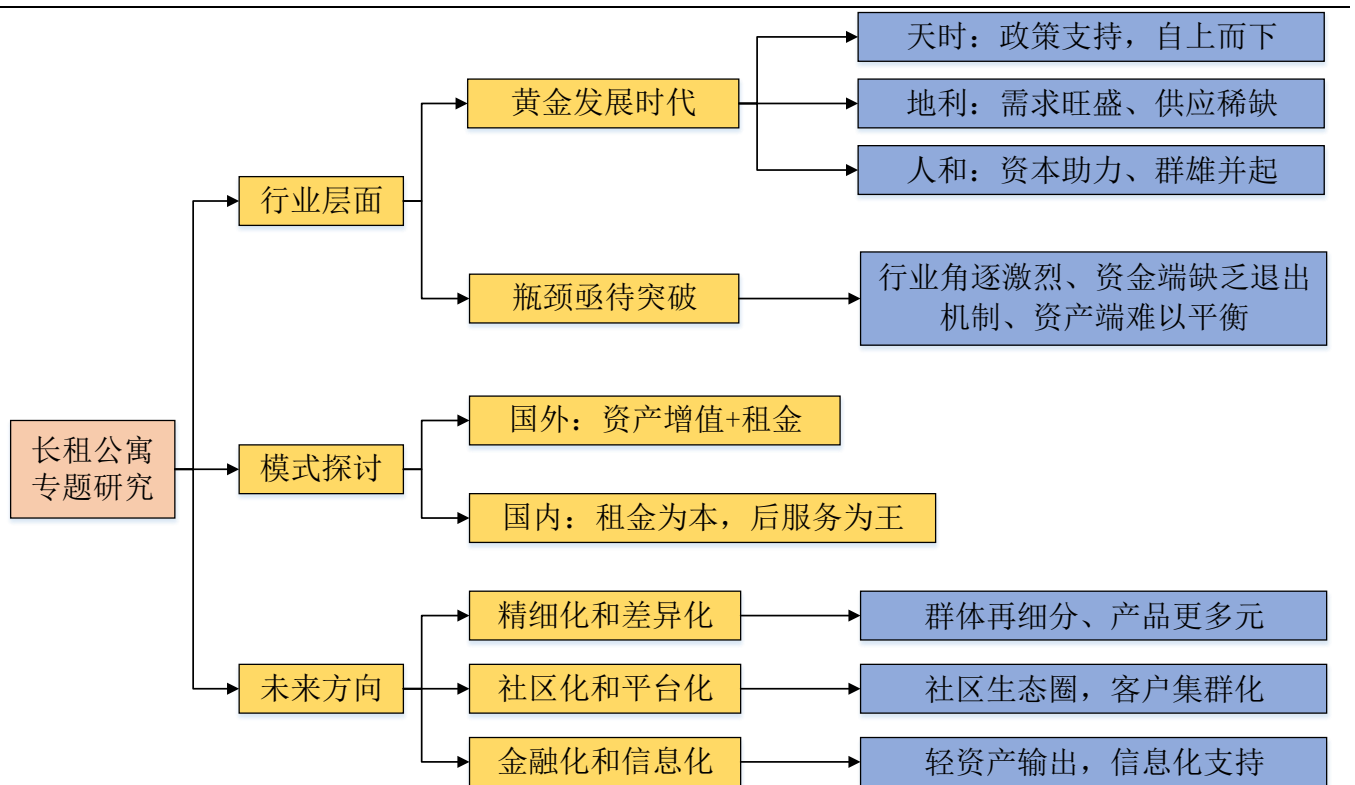
此外，我们对国内长租公寓的商业模式和未来发展方向也做出了自己的思考。具体而言：

国外的长租公寓运营商如 EQR 主要以资产增值和租金来源为主的模式。美国最大的长租公寓运营商 EQR 依托美国成熟的 REITs 市场，通过大规模的融资在上市前十年快速扩张，低价积累了大量的优质房产；而 2002 年以来通过剥离低收益资产，在经历了近十年的调整期后盈利水平再次回到高点，资产质量也进一步得到优化，获取了较高的租金溢价和入住率。而 EQR 近几年的营业收入全部来源于租金收入。

国内长租公寓的运营模式预计将以租金为本，服务为王。1) 国内长租公寓运营商一方面面临着资金的掣肘，另一方面长租公寓起步较晚，在优质的公寓资源获取方面难度较大，因此难以实现资产增值的模式。而长租公寓品牌尚未规模化运营之前，租金仍然是最重要的收入来源，因此将以租金为本。2) 在整体盈利水平较低的情形下，租后服务是长租公寓运营商另一重要的收入来源。

借鉴国外运营商的发展经验，结合国内实际情形我们认为国内长租公寓未来发展方向主要包括精细化和差异化、社区化和平台化、金融化和信息化。1) 精细化和差异化包括客户群体的细分和产品切入，目前国内长租公寓对应的客户群体和提供的产品同质化严重，需要通过更精细的产品和差异化的服务脱颖而出；2) 社区化和平台化主要是打造居住和社交生态圈，对于客户聚集和客户黏性的培养至关重要，也是未来收取租金溢价和租后服务收入的前提条件；3) 金融化和信息化主要为了解决长租公寓的规模化运营问题，长租公寓运营商本质是资产管理平台，金融化和信息化是运营商实现轻资产输出和提高运营能力的必要保证。

图 1：本文整体研究框架



数据来源：国泰君安证券研究

## 2. 天时地利人和，长租公寓迎来黄金发展时期

### 2.1. 天时：政策扶持正当时，商改住大势所趋

政策出台文件专门扶持租房租赁产业链的发展，并明确加快机构化、规模化租赁企业的发展，预计具体扶持政策将陆续出台。2016年6月，国务院印发《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确培育和发展住房租赁市场，从顶层设计角度明确指出培育市场供应主体，并将加大政策支持力度，优惠力度之大、覆盖租房租赁产业链之广为租赁市场的发展打开了通路。在2017年中央经济工作会议报告中也明确提出，加快机构化、规模化租赁企业的发展，在2016年的经济工作会议报告也明确将鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。

表 1: 在去库存背景下，房屋租赁政策持续加码

发布项目	发布时间	发布部门	主要内容
加快培育和发展住房租赁市场的指导意见	2015-01-06	住房城乡建设部	发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用，积极推进租赁服务平台建设，大力发展住房租赁经营机构，完善公共租赁住房制度，拓宽融资渠道，推动房地产开发企业转型升级
关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知	2015-01-20	住建部、财政部、人行	明确提取公积金租房的条件、范围、额度
2016年中央经济工作会议公报	2015-12-21	中央经济工作会议	要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。
深入推进新型城镇化建设意见	2016-02-02	国务院	住房保障采取实物与租赁补贴相结合，并逐步转向租赁补贴为主
2016政府工作报告	2016-03-05	国务院	建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。
关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见	2016-06-03	国务院办公厅	国务院顶层设计，举措实质，优惠力度大，覆盖产业链广泛 <b>扩大供应端：</b> 允许改建商业用房为租赁用房，鼓励新建租赁住房，出租房屋的企业享有政策支持，个人有税收优惠； <b>鼓励需求端：</b> 落实公积金支付房租政策，扩大公租房保障范围
2017年中央经济工作会议公报	2016-12-19	中央经济工作会议	要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。

数据来源：国泰君安证券研究

在住房租赁市场顶层设计文件出台之后，全国各地政府纷纷响应。商改住大势所趋，长租公寓迎来黄金发展时代。根据品橙旅游的统计，在国务院办公厅纲领性文件出台后，已有包括甘肃、海南、河北、辽宁、四川等十余个地方做出响应，给予租房市场相应的政策支持。国务院《意见》中明确指出，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，土地使用年限和容积率不变，土地用途调整为居住用地，调整后用水、用电、用气价格应当按照居民标准执行。而地方出台的具体文件也明确支持商改住的实行，长租公寓发展的资源层面得到政策支持。

## 2017年长租公寓行业专题研究报告

政府政策支持主要从市场、金融、财政等角度给予住房租赁市场支持。

1) 市场方面，商改住全面铺开，鼓励租售并举的制度，并大力支持租赁住房的建设与发展；2) 金融方面，允许提取公积金支付房租，开展REITs试点，给予住房租赁市场金融支持等；3) 财政方面，对于住房租赁市场给予一定的税收优惠等。

表 2: 各省纷纷出台文件支持租赁市场发展，长租公寓迎来黄金发展时期

地区	发布时间	文件名称	主要内容
甘肃	2016/8/10	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	税收优惠；允许商改住；REITs 试点；
海南	2016/8/29	《海南省加快培育和发展住房租赁市场实施办法的通知》	鼓励相关机构开展住房租赁业务；税收优惠；允许商改住；
河北	2016/9/9	《河北省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	税收优惠；REITs 试点；将新建租赁住房纳入住房发展规划；允许改建房屋用于租赁；
辽宁	2016/9/19	《辽宁省人民政府办公厅关于进一步深化住房制度改革加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	出租不动产允许选择简易计税，征收率 5%；采取 PPP 模式，将公租房交由企业运营；税收优惠；REITs 试点；
四川	2016/10/21	《四川省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	提取住房公积金支付房租；税收优惠；REITs 试点；
安徽	2016/11/3	《安徽省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的通知》	住房租赁补贴；加强中介市场监管；
江西	2016/11/11	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	公租房保障制度，住房公积金使用、税收优惠、金融支持
宁夏	2016/11/15	《自治区人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	停止新建公共租赁住房，将库存商品住宅作为公共租赁住房房源；税收优惠；允许商改住；REITs 试点；采取 PPP 模式，公租房交由企业运营；公积金支付房租；
吉林	2016/11/23	《吉林省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	5% 增值税；“互联网+住房租赁”模式；REITs 试点；PPP 模式；允许商改住；鼓励购买或承租住房用于租赁；提取住房公积金支付房租；建立住房租赁信息服务平台；定期公布租金指导价格；
福建	2016/11/29	《福建省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	培育租赁企业；鼓励租售并举；支持和规范个人出租住房；公积金支付房租；公租房保障对象扩大到非本地户籍人口；建立住房租赁信息服务与监管平台
山西	2016/12/5	《山西省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	发展租赁企业；支持物业服务企业开展住房租赁经营；新建租赁住房；允许商改住；税收优惠；REITs 试点；PPP 模式；
湖南	2016/12/20	《湖南省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	支持创建住房租赁企业品牌；鼓励开发新建租赁住房；支持库存商品住房用于租赁住房；采取 PPP 模式；允许改建房屋用于租赁；公积金支付房租；
广东	2017/1/23	《广东省人民政府办公厅	税收优惠；REITs 试点；规范城中村住房租赁；租赁住



## 2017年长租公寓行业专题研究报告

	关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	房项目纳入广东省专项建设基金支持；住房公积金支付房租；公租房货币化；PPP模式；允许改建房屋用于租赁；鼓励新建租赁住房；
云南	2017/2/7 《云南省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	引导新建租赁住房；税收优惠；REITs试点；允许商改住；推进公共租赁住房货币化；采取PPP模式；公积金支付房租；

数据来源：各省政府官网，国泰君安证券研究

核心一二线城市土地出让设置的自持比例的要求，也为长租公寓提供了潜在的市场空间。在上海和北京都已经先后出现了住宅用地出让时，开发商必须自持一定比例，不得对外销售的情形。2016年12月，北京出让的三宗“限房价竞地价”的地块中，均由开发商100%自持，开发商摇身变为大房东。

## 2.2. 地利：行业蓬勃发展，整体供不应求

### 2.2.1. 长租公寓的客户群体

长租公寓，是向特定人群提供长期居住空间和居住服务的产业，整体面向中端到高端客户群体。根据中国饭店协会公寓委员会发布的《2015年度长租公寓发展报告》，长租公寓，是向特定人群提供长期居住空间和居住服务的产业，顾客以本地工作、生活人口为主。按照月租金的多少，公寓可分为服务式公寓（一般月租金高于2倍当地社会平均工资）与青年公寓（一般月租金低于2倍当地社会平均工资）两类。其中，服务式公寓的主要客户群体为高端人群和涉外顾客，青年公寓的主要客户群体为普通白领甚至蓝领。

图 2：服务式公寓主要面对高端及涉外人群



数据来源：各公司官网

图 3：青年公寓主要面对普通白领、蓝领、学生



数据来源：各公司官网

长租公寓的租金相较于周围同地段出租房屋有一定的溢价率。由于长租公寓面向的客户群体以中高端为主，且与普通租赁住房相比提供更加多元化的服务，新的创意、新的品质和新的社交方式的推出使得长租公寓相较于周边租赁房有着更高的溢价。60平方米以下的户型中，如You+北京苏州桥店每平米溢价率为115%，优客逸家成都市辖区溢价率为50%，蘑菇公寓上海徐汇区溢价率为151%，新派公寓北京CBD旗舰店溢价率为48%。

表 3:长租公寓租金相较于同地段出租房屋有一定溢价率 (2017 年 2 月 10 日)

公寓类别	小区名	每平方米月租金 (元)	平均溢价率
you+ 周边	you+北京苏州桥店	239.5	115%
	小南庄	112	
	厂洼小区	111	
优客逸家 周边	优客逸家成都市辖区	66	50%
	方池街	37	
	西府少城	51	
	长城园	44	
蘑菇公寓 周边	蘑菇公寓上海徐汇区	238	151%
	习勤小区	93	
	科苑新村	96	
新派公寓 周边	新派公寓北京 CBD 旗舰店	163	48%
	非常生活	101	
	合生国际花园	120	

数据来源: 亿欧网、优客逸家官网、蘑菇公寓官网、新派公寓官网、我爱我家、国泰君安证券研究

### 2.2.2. 需求端测算

长租公寓主要面向中高端群体, 随着人们对生活质量的需求不断提高, 对于长租公寓的需求越发旺盛。对于需求端我们主要测算需求人群所能带来的营业收入, 测算公式为: 市场租金收入=租房人数\*机构提供房源比例\*人均租金\*(1+长租公寓租金溢价率)。我们以公开数据为准, 测算均衡状态下长租公寓的需求情况。

据粗略测算, 在均衡状态下, 我国长租公寓需求端所能带来的租金收入至少为 2000 亿。1) 根据住建部的数据显示, 目前我国通过租赁市场解决人口达到 1 亿以上, 年租金突破 1 万亿元。2) 根据中国房地产业协会的资料显示, 在许多发达国家和地区, 机构出租房源往往能占到租赁总供给的 25%~30%, 即使取 20% 这一较低的比例, 我国机构出租房源租金能够达到 2000 亿。3) 考虑到长租公寓相对于周边地区租金更高, 具有一定的正溢价率, 通过需求测算的租金将更高。

从房间数量上来讲, 长租公寓需求大约需要 1000 万间, 市场呈现绝对的供少于求的情形。假设 20% 的租房人口选择长租公寓, 每间租住人数为 2 人, 则 1 亿租房人群需要 1000 万间长租公寓, 而根据中国饭店协会公寓委员会统计, 2015 年底的长租公寓数量仅为 100 万间, 2016 年底估计在 200 万间, 呈现高速增长且严重供不应求的态势。

### 2.2.3. 长租公寓的供给端

长租公寓按照房源性质分为集中式公寓及分散式公寓。1) 集中式出租指的是企业通过包租、独立开发、收购或与物业持有方合作的方式获取整栋物业, 通过精细化的设计、改造与装修, 并采用标准化的品牌与服务, 最后对外整体出租公寓的模式, 与经济型快捷酒店开发模式



## 2017年长租公寓行业专题研究报告

有诸多相似之处，典型企业包括 YOU+青年公寓、魔方等。2) 分散式出租则指的是企业从分散的房东处获取物业，再通过精细化和标准化装修，最后对外出租的模式，典型企业包括蘑菇公寓、自如友家等。

表 4: 集中式出租与分散式出租的对比

	集中式出租	分散式出租
物业获取	一般获取整栋物业，获取方式比较多元化，可以独立开发，也可以采取收购、包租、与开发商合作等方式	一般从分散的个人业主处获得物业，获取方式一般是签订长期租赁合同（3-5年）
现金流	前期的资金投入较大	前期资金投入较小，且可通过控制租金支付频率来实现“滚雪球”式包租
管理成本	容易产生规模效应，后期的管理成本，特别是人力成本较低	在房源量较大的时候，需要有强大的管理系统以控制成本
业态特点	标准化程度相对更强，租客的集聚和公共空间的安排使得集中式公寓具备较强的社交属性	由于房源区位和形态差别较大，公寓标准化程度较低，社交属性较弱
典型企业	YOU+青年公寓、魔方、自如寓、万科驿、雅诗阁等	蘑菇公寓、自如友家、优客逸家、寓见等

数据来源：投房研究院、国泰君安证券研究

表 5: 市场主要参与者信息一览（2017年2月11日）

公司名称	成立时间	品牌归属	房间数量	入住率	布局城市
<b>集中式公寓</b>					
魔方公寓	2010-01	自主品牌	2.2 万间	95%	北上广深、南京、武汉、苏州等 15 个城市
YOU+	2011-10	自主品牌	16 个社区 5000 间	98%	北上广为主，布局杭州、福州、深圳、成都、大连、苏州等城市
红璞公寓	2014-06	世联行	红璞公寓约 8000 间	-	广深、武汉、南京、合肥、杭州、宁波、成都等 8 个城市
泊寓	2016-04	万科	8700 间	-	已上线 13 个城市，广州、上海、北京、深圳、厦门、合肥、重庆、沈阳、福州、佛山、济南、乌鲁木齐
“壹栈”、“壹间”、“壹棠”	2013-2016 年	招商蛇口	50 万平	-	深圳
逗号公寓	2016-07	如家酒店	6000 间	85%	包括北上广深的 18 个城市
<b>分散式公寓</b>					
自如	2011-05	从链家拆分	25 万间	95%	主要在北上深
优客逸家	2011-12	自主品牌	3 万间	93%	成都、武汉、北京、杭州四城

相寓	2015-09	我爱我家	50 万间	-	北京、上海、杭州、苏州、天津、南京、太原、成都、郑州、武汉、长沙等在内的 11 个城市
蘑菇公寓	2014-01	自主品牌	1 万间	-	北上广深、杭州
青客公寓	2012-01	自主品牌	5 万间	93%	上海、苏州、杭州

数据来源：亿欧网、各企业官网、国泰君安证券研究

#### 2.2.4. 供给端测算：千亿级市场，百亿级利润

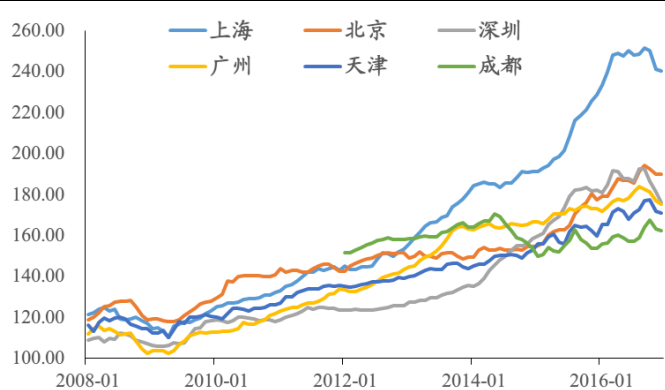
长租公寓现在整体供应较小，未来将迎来巨大且高速的发展空间。对于供给端我们选择的测算公式为：市场净利润=长租公寓间数\*单间营业收入\*(1+租金增长率)\*净利润率。我们以世联行公告中测算的数据为基准，以 2016 年为基期，对 2020 年行业的发展空间进行测算：

1) 长租公寓间数预计在 2020 年将达到 1000 万间。根据中国饭店协会公寓委员会统计，预计 2020 年底品牌公寓会超过 1000 万间，市场占有率超过 10%，将出现 5-10 家公寓数量超过 100 万间的品牌公寓企业。预计 2016 年底将达到 200 万间。

2) 单间年度营业收入约为 1.8 万元，折合为 1500 元/月/间，而根据长租公寓面对的群体来看，租金收入应当高于这个数据。根据世联行的测算，13 万间带来的年营业收入约为 23.4 亿元，折合约 1.8 万元/间/年，尽管我们认为单间年收入会超过 1.8 万元，谨慎起见，我们仍以此作为基期收入数据。

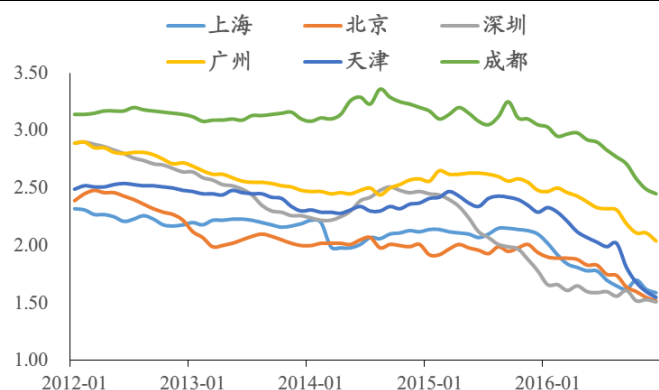
3) 平均租金增长率预计增长率在 5%，而核心城市整体租金回报率处于较低水平，后续租金成长空间较大，预计增速将高于此水平。根据中原地产二手住宅租金指数的数据，在上海、北京、深圳、广州、天津、成都六城中，近 9 年租金增速最高为上海近 7.9%，最低为成都仅 1.3%，其余城市在 5%~6% 的增速，因此后续我们整体取 5% 的增速。

图 4：6 个城市平均租金增速约为 5%



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 5：租金回报率 (%) 整体较低，增长空间较大

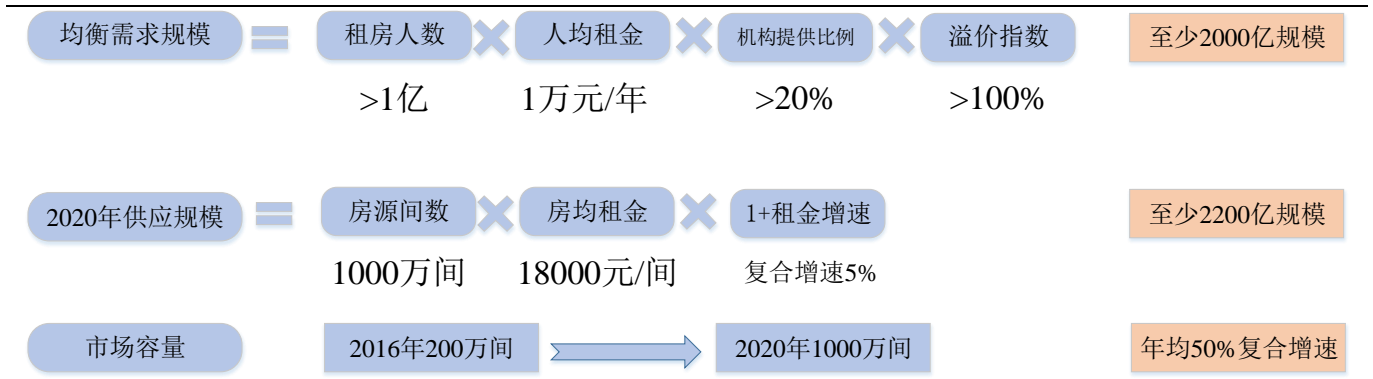


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

4) 长租公寓业务的净利润率在稳定阶段预计为 12%。根据世联行的公告，其拟投资的长租公寓业务净利润率约为 12%，此数据与资源获取能力和运营管理能力关系较为密切，由于缺乏更准确的数据来源，我们

以12%为基准，且预计这一数据后续变化不大。

图 6：长租公寓需求至少 2000 亿规模，供给对应 2200 亿，年均复合增速 50%



数据来源：国泰君安证券研究

根据上述假设测算，到 2020 年长租公寓市场潜在营业收入近 2200 亿元，总体净利润规模在 250 亿元左右。上述测算整体偏保守，由于长租公寓面向群体偏高端，因此租金收入和增速大概率将高于基准值。而 2016 年底估计长租公寓仅 200 万间，到 2020 年的 1000 万间尚有很大空间。

### 2.3. 人和：资本助力，潜龙在渊，鱼跃升天

资本的青睐助力长租公寓市场的崛起，二十余家相关公司赢得近 35 亿人民币的融资。其中魔方公寓一枝独秀，在 2016 年 4 月得到了 C 轮近 3 亿美元的投资，根据投资观察界的报道，此次融资后，魔方公寓估值将超过 10 亿美元。政策逐渐对机构参与租赁市场的支持力度逐渐加大，加上长租公寓巨大的市场空间，资本对于长租公寓市场的追逐预计仍将持续，未来长租公寓的龙头必将脱颖而出。

表 6：资本支持下，长租公寓迎来飞速发展

企业名	融资时间	融资金额	投资机构	融资进程
优客逸家	2013.6	300 万元	源渡创投	天使
优客逸家	2014.11	400 万美元	君联资本	A
优客逸家	2014.11	2200 万美元	经纬中国、SIG 海纳亚洲、君联资本、华兴资本	B
优客逸家	2016.1	数千万元	华瑞银行	战略投资
You+	2014.9	1 亿元	顺为基金、联创策源	A
You+	2015.5	3000 万元	时代地产、联创永宣	B
蘑菇公寓	2014.2	数千万元	平安创新投、IDG 资本	A
蘑菇公寓	2014.12	2500 万元	海通开元、IDG 资本、平安创新投	B
蘑菇公寓	2015.11	3000 万美元	KTB 投资集团、IDG 资本、平安创新投、海通开元	B+
青客公寓	2012.6	未透露	纽信创投	天使
青客公寓	2014.9	数千万美元	达晨创投	A
青客公寓	2015	1.8 亿元	赛富亚洲、纽信创投	B
新派公寓	2012.5	数千美元	赛富基金	A
新派公寓	2016.3	数千万元	华住酒店集团	B

2017年长租公寓行业专题研究报告

魔方公寓	2013.3	数千万美元	德同资本、华平投资 WI Harper Group	A
魔方公寓	2015.5	2 亿美元	华平投资 WI Harper Group	B
魔方公寓	2016.4	3 亿美元	中航信托、华平投资 WI Harper Group	C
寓见公寓	2014.6	数百万元	险峰华兴	天使
寓见公寓	2014.11	数百万美元	联创策源、顺为基金	A
寓见公寓	2015.3	未透露	未透露	B
安心公寓	2012.2	数百万元	seedvc	天使
安心公寓	2014.6	数千万元	中城投资	A
安心公寓	2015	7000 万元	中城投资、嘉御基金	A+
函数公寓	2015.1	数百万元	泰有投资	天使
函数公寓	2015.8	950 万元	和君资本、泰有投资	pre-A
Color 公寓	2015.3	数百万元	正轩投资	天使
Color 公寓	2015.12	1600 万元	深圳力合创投、星汉资本	A
Warm+公寓	2015.5	数百万元	微光创投	天使
Warm+公寓	2015.9	数千万元	东方富海	pre-A
包租婆	2014.7	数百万元	未透露	天使
包租婆	2016.6	2000 万元	未透露	pre-A
蛋壳公寓	2015.1	数百万元	未透露	天使
蛋壳公寓	2015.5	数千万元	未透露	A
上海青年汇	2014.11	数千万元	联创永宣	A
驻客网络	2015.5	数百万元	帮实资本	天使
可遇公寓	2015.5	1000 万元	顺为基金、光谷创业咖啡	天使
爱上租	2016.4	1.01 亿元	巨鲸资本	A
UCNEST 优辰公寓	2015.6	620 万元	险峰华兴、光源资本、戈壁投资	天使
摩码公寓	2016.3	500 万元	未透露	天使
魔飞公寓	2017.1	数千万元	建业地产	战略投资
未来域	2014	数千万元	中君泰投资	pre-A
协纵金芒	2014	数千万元	同信证券投资	
贝客公寓	2015	2000 万元	未透露	pre-A
水滴公寓	2015.5	5000 万元	未透露	A

数据来源：各企业官网，国泰君安证券研究

长租公寓市场鱼龙混杂，但尚缺乏真正的行业龙头，市场大格局依旧尚未形成，龙头将迎来巨大的市场红利。除了创业公司以外，地产开发商、地产服务商、酒店运营商都纷纷涌入长租公寓这片有待开发的市场，根据中国饭店协会公寓委员会统计，到 2015 年底，国内拥有规模公寓企业超过 500 家，而预计未来将会出现 5-10 家公寓数量超过 100 万间的品牌公寓企业。现在管理规模最大的分散式公寓如相寓、自如，其规模在几十万间左右的水平，集中式公寓管理数量将更低，市场还有很大的提升空间。因此谁能成为长租公寓行业的龙头，谁就能尽享巨大的市场红利。

### 3. 长租公寓发展瓶颈——突破者得天下

行业竞争激烈、盈利模式模糊、资源获取困难是长租公寓发展所必须突破的三个重要障碍。尽管长租公寓坐享天时地利人和，但是由于其本身处于发展初期，行业本身有许多问题仍待解决。1) 广阔的市场空间使得长租公寓行业竞争尤为激烈；2) 重资产模式以及缺乏相应的退出机制，使得长租公寓盈利模式模糊，缺乏能够大规模复制的模式；3) 土地成本高居不下，以及追求资源与成本的平衡也是长租公寓所必须克服的困难。

#### 3.1. 市场端：参与主体众多，竞争激烈

市场参与主体众多，各有优劣。既有专注于长租公寓的专业化机构，也有房地产中介服务商的参与，而房地产开发企业和经济型连锁酒店也凭借其本身的优势也逐渐参与到行业的角逐之中。

表 7:长租公寓的主要参与者：创业类公司，房地产开发商，和房地产服务商、经济型连锁酒店

	优势	劣势	参与者
创业类公司	通常为互联网企业，经营方式较为灵活多变	资金不占优势，因此多为分散式公寓；初创人对于公寓的经营必须非常有优势，否则一旦经营规模扩大，后续运营成本居高，盈利不易	市场上大多数长租公寓企业，YOU+，魔方公寓，新派公寓，优客逸家，寓间，蘑菇公寓
房地产开发商	分散式：除资金优势外，并无太大优势 集中式：改造自身存量房产，或者城市内闲置物业；改造成本低，改造经验丰富	存量房经营会拖累公司的资金周转，拖累销售业绩；房地产企业对于线下销售及租客需求掌握不及房地产服务商	万科 A，招商蛇口
房地产服务商	与上游房地产开发商合作经验，以及下游营销团队，对租客的需求更为了解	自身资金优势劣于房地产开发商，强于初创企业	世联行（红璞、晟曜行）、链家（自如寓、自如）、我爱我家（相寓）
经济型连锁酒店	住客管理经验、存量物业运营经验、运营不善酒店也可以改装成长租公寓	在集中式物业的获取上，连锁酒店同样面临获取物业的难题，运营不善的酒店通常地段不好，改为长租公寓经营状况也很难改善；资金上不占优势	铂涛（窝趣轻社区）、住友（漫果公寓）、如家（逗号公寓）

数据来源：国泰君安证券研究

虽然市场参与者众多，但是市占率总体并不高。根据中国饭店业协会公寓委员会统计，2015年底国内拥有规模公寓企业超过500家，公寓数超过100万间，预计2016年底数字将达到200万间。规模最大的长租公寓品牌自如，到2016年9月管理房间数已经达到25万间，但相比与其他规模较大的品牌如魔方公寓截止2016年底为2.2万间，优客逸家管理房屋数近3万间，行业集中度整体偏低，处于抢占市场份额的阶段。

长租公寓的未来市场仍然集中在核心一二线城市，大量机构运营商集

中在少数城市，将进一步导致竞争加剧。长租公寓面对的客户群体决定了其市场主要集中在人口吸引力较强并且经济较为发达核心一二线城市。自如友家主要在北京、上海、深圳三个城市开展业务，魔方公寓覆盖较广，已经覆盖了包括北上广深、南京、武汉、杭州、苏州、成都等 15 个城市，优客逸家覆盖了成都、武汉、北京、杭州四个城市，YOU+以北上广深四城为主要城市。众多参与者在有限的数个城市布局将加剧行业的竞争程度。

图 7：长租公寓主要布局于一线和发达二线城市



数据来源：投房研究院、国泰君安证券研究

### 3.2. 资金端：重资产运营为主，金融属性较强

国内市场的长租公寓现阶段以重资产运营为主，有着较强的金融属性。前期一次性投入规模较大且集中，而之后有较为稳定的现金流收益。长租公寓运营商类似于“二房东”的角色，在收房的过程中将一次性支付一定数额的押金及租金，而在装修过程中还需一次性支出装修款，因此在前期将有较高数额的一次性支出，以重资产运营为主。而装修完成后，未来的现金流入主要是一次性收取的押金以及固定周期的租金流入和管理费用等，具备贴现融资的基础。

国内尚未推出正式的 REITs 产品，长租公寓运营缺乏退出机制，品牌输出能力较弱，并不具备轻资产的能力。长租公寓规模化发展需要沉淀大量的资金，而如何快速收回前期的投入，除了加快运营和回收能力以外，将产品资产证券化也是一个重要的发展方向。而国内由于政策、税收等多方面的制约，尚未出现正式的 REITs 产品，退出机制的缺乏，资金的占用是制约长租公寓品牌规模扩张的重要因素。

大部分长租公寓尚处于“烧钱”阶段，未实现真正的盈利，长租公寓整体租金回报率较低也是行业的痛点所在。根据网易房产报道，万科高级副总裁谭总曾表示，万科长租公寓的租金收益率只有 2% 左右，除去税费只有 1.5% 的收益；对于链家，长租公寓收入中 70% 是拿房成本，再加上 15% 的装修分摊、10% 的运营成本、5% 的税收，长租公寓



的利润几乎为零。因此长租公寓整体盈利模式仍处于探索阶段。盈利模式不明晰也是整个行业的痛点所在。

### 3.3. 资产端：资源与价格之间的矛盾，难以协调

对于长租公寓的资产端，资源与价格之间固有矛盾的平衡，成为长租公寓运营商的关键。尽管我国商业物业整体呈过剩情形，但核心一二线城市优质地段的商业仍较为稀缺，集中式公寓将面临较高的拿房成本；另一方面，长租公寓解决的是中高端人群对生活质量和社交活动的追求，因此房源的地段就显得尤为关键，地段较偏僻区域虽然收房成本较低，但可能面临需求不足所导致的高空置率或低租金差等问题。因此，收房阶段资产端的资源和价值难以兼得。

长租公寓运营商做大租金差是关键所在，即能够以较低的成本收房并以较高的价格出租，规模化扩张需要运营商有较强的议价能力和高超的运营能力。1) 较强的议价能力体现在运营商本身能够提供较为优质的房源，如房地产开发商在获取土地时承诺的自持房源，酒店连锁本身能够将部分酒店物业改装成长租公寓；2) 高超的运营能力除了压缩管理成本，提高运营效率以外，客户黏性和增值性服务也是扩大租金差的关键所在。

## 4. 长租公寓商业模式的探讨

### 4.1. 美国经验：“资产增值+租金”，从扩张到再聚焦

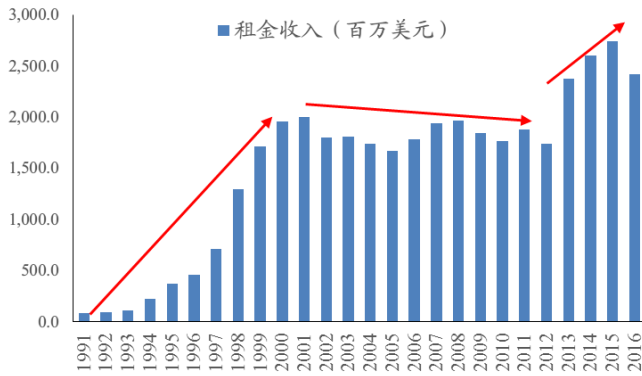
美国最大的出租公寓运营商是EQR (Equity residential properties)，市值规模近230亿美金。根据最新的公告，2016年底公司在美国7个州共计近300处物业，超76000套公寓。2016年实现收入24.26亿美元，其中营业收入几乎全部来自租金收入，营业利润8.56亿美元，市值规模近230亿美元。

美国EQR的发展历程为国内长租公寓的发展方向提供了很好的借鉴，EQR经历了快速扩张到精耕细作两个阶段。

1) 第一阶段(1991-2002)，快速扩张。公司在1993年上市以来经历了规模快速扩张的阶段。自1993年上市以来，EQR的规模迅速扩大。1993年上市时，EQR仅有69处物业、2.2万套公寓；此后的5年间，EQR共斥资106亿美元进行收购。至1998年，已经拥有654处物业、18万套公寓；2000年，规模进一步扩大到1104处物业、23万套公寓。同期租金收入和营业利润也维持大幅增长态势，营业利润率维持在高位。

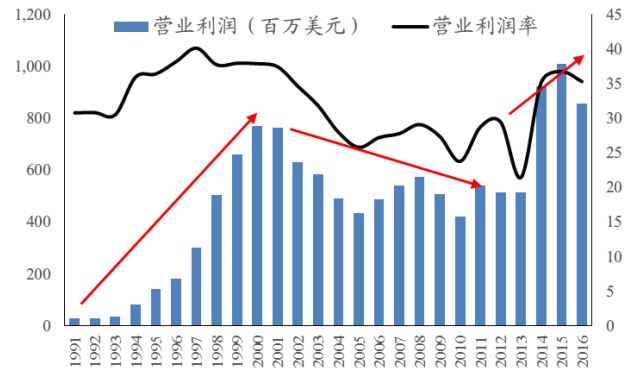


图 8：营业收入经历了两个阶段



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

图 9：营业利润和利润率也经历了两个阶段

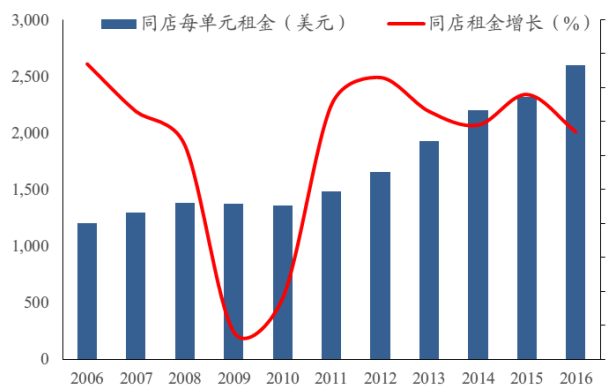


数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

2) 第二阶段(2002-至今)，精简业务，聚焦核心区域。公司从 2002 年开始租金收入进入平稳时期，营业利润率大幅下滑，进入精简业务阶段。根据彭博的数据统计，2007 年公司在全美 25 个区域拥有 580 处房产，到 2013 年缩减为 11 个区域的 403 处房产，到 2016 年进一步精简到 7 个州的 300 处房产，99% 的房产集中在加利福尼亚州、华盛顿特区、纽约都会区，西雅图、塔科马港市、波士顿地区，整体业务大幅度精简，集中运营核心区域的房产。

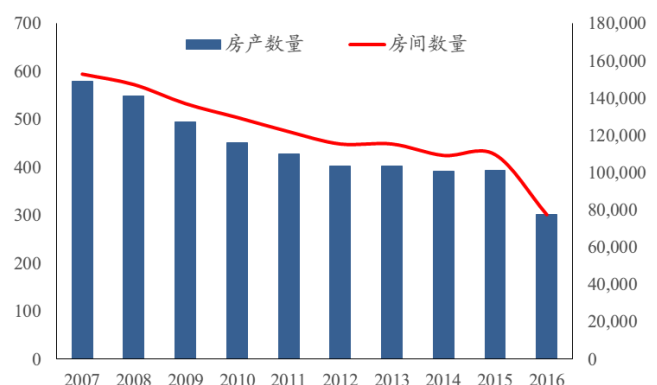
第二阶段初期先经历营业收入和利润率双双下滑的阶段，在业务收缩调整一定时期后，由于整体租金的上涨和运营能力的增强，盈利能力再次回升。从 2002~2013 年，租金规模停滞不前，但利润率却呈现明显下滑趋势，于此同时，单位租金在经过短暂调整后逐渐上行，而房产数量和房间数量逐渐缩减；到 2013 年以后，单位租金保持平稳增长，而盈利能力又再次回到较高水平

图 10：单位租金在之后呈上行趋势



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

图 11：第二阶段物业数量呈下降趋势

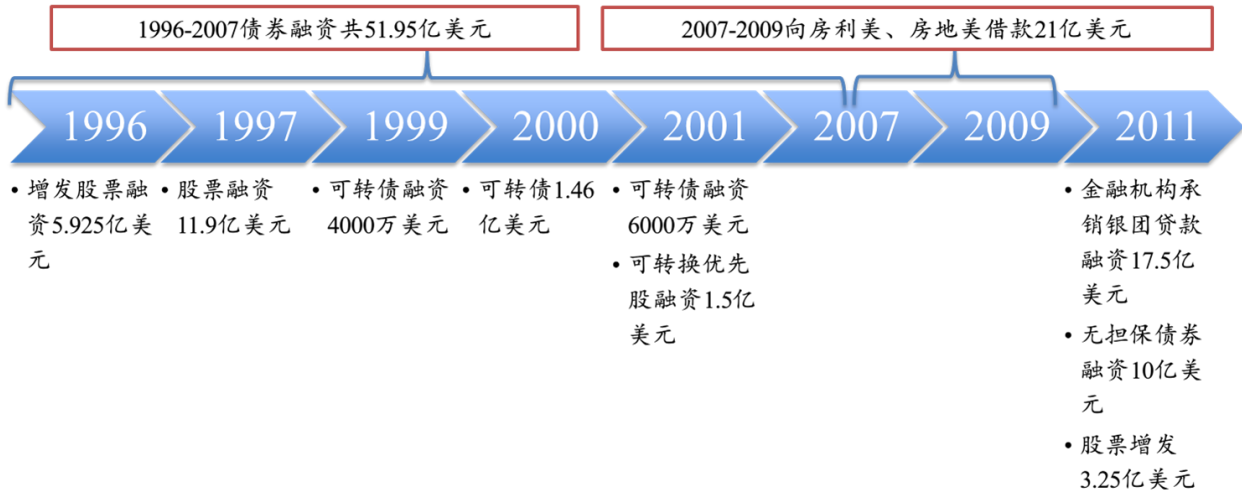


数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

在资金方面方面，EQR 规模化扩张的背后，是利用美国独特的 REITS 条件进行频繁的融资行为。根据《地产》杂志发布的《美国 REITS 大起底》中的数据，在 1996 年-1998 年，EQR 几乎每月融资一次。初期，EQR 更倾向于通过股票增发融资，1997 年后 EQR 转向债券市场，1996 年-2007 年的十年间，EQR 共在债券市场上融资 51.95 亿美元。至今，

EQR 仍然综合使用多种融资手段，以获取扩张所需的资金。至 2016 年 5 月，公司债券的加权平均到期时间为 9 年，在所有公寓公司中最长，并大约有 4.5 亿美元现金在手。

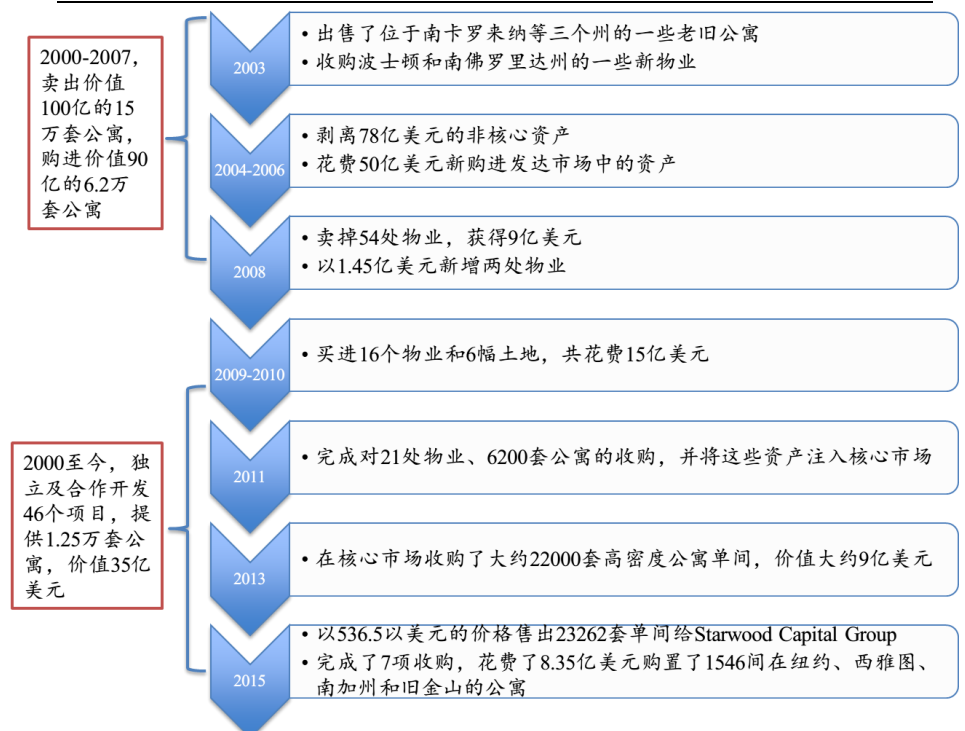
图 12: EQR 频繁借助资本市场进行融资



数据来源：公司年报、《地产》杂志、国泰君安证券研究

在资产端方面，EQR 向区域聚焦，通过剥离低收益资产的手段聚焦核心市场。经历 20 世纪 90 年代后期的房地产低迷的环境后，EQR 开始梳理内部资产，将更多注意力放在核心市场中的业务。纽约、波士顿等六个核心市场的占比上升到 95%，而非核心市场的占比下降到 5%。采取聚焦核心市场的策略，是因为这些城市土地稀缺、政府管制严格、住房需求高、人口特征所导致的租房倾向高等众多因素，导致了核心城市租金上升。

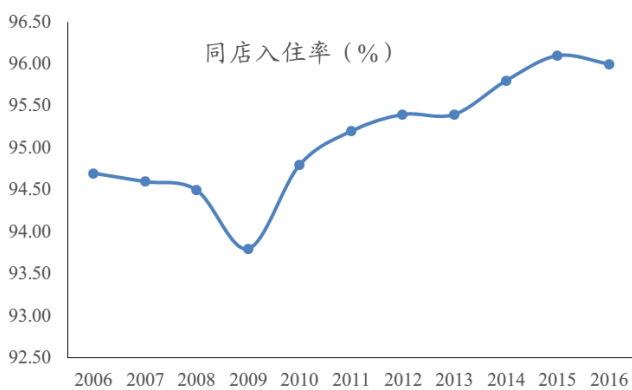
图 13: 2000 年以来 EQR 向核心市场集中



数据来源：公司年报、《地产》杂志、国泰君安证券研究

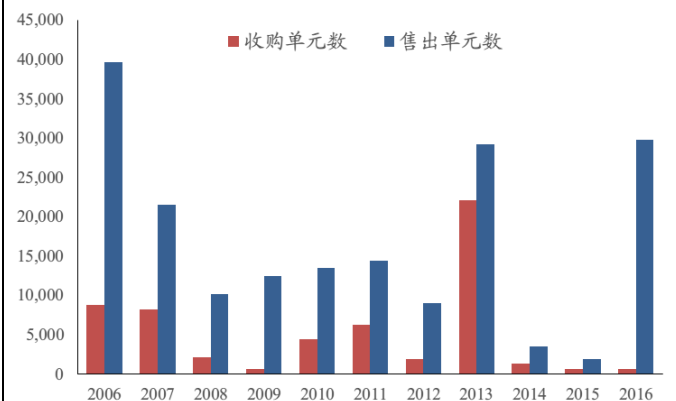
正是因为资产端向核心市场的聚焦，使得公司的营运能力进一步提高，租金水平稳步上行，也铸就了公司较高的入住率水平。一方面公司通过出售低价收购的公寓获取资产增值收益，另一方面，区域聚焦在提高运营效率的同时，大大提升了公司的租金获取能力，公司也同时在积极收购核心区域的物业，根据公司2015年年报，公司在2015年完成了7项收购，花费了8.35亿美元购置了1546间在纽约、西雅图、南加州和旧金山的公寓。2016年预计将花费10亿完成核心城市2244间公寓的收购。

图 14: EQR 入住率一直保持较高水平



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

图 15: 通过大量售出单元精简业务范围



数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

产品细分方面，EQR 提供多种类型的产品，针对细分市场客户的不同需求，增强客户黏性。根据《地产》杂志的报道，EQR 提供三类产品：花园式洋房（Garden）、中高层住宅（Mid/High-Rise）和军队住地，并针对不同层次的客户：白领、蓝领、学生、老人，甚至驻扎在军事基地的军官和家属、大学年轻教师、企业外派员工和实习生提供不同类型的产品。遍布多个城市以及众多可选择物业，使其成为机构客户的租房首选，当租户由于工作等原因从一个城市迁徙到另一个城市时，也能够轻松找到提供相同品质的住所。

增值服务方面，EQR 提供了便利的租住服务以及多种适应性服务、居住辅助服务。如搬家服务和家具折扣，均与特定的服务商合作进行，在搬家业务上和 zipcar 合作，在家具合作上 EQR 选择了 Cort Furniture。适应性服务主要体现在：1) 租户在生活改变的情况下，例如工作地点改变、家庭计划变化，EQR 都会提供配合改变支持，可以允许租户更换房间和改动租期。2) 允许租户最多以 20% 的租金，用于未来购房。只要租户租期超过一定年限，并且在租房期间购买了指定开发商的房子，就可以获得最高 20% 的租金返还用于购房，因此，租户租住公寓的时间越长，积累的购房款就越多，这一活动留住了大量租户。

#### 4.2. 国内模式猜想：租金为本，后服务为王

国内长租公寓短期内尚难以实现轻资产运作，因此预计在规模化的市场龙头出现之前，短期内收入来源仍然以租金差为主。1) 国内长租公寓的客户群体尚在培育期，尽管潜在客户群体数量众多，但是真正实

现大规模的机构运营尚需时日，客户群体规模偏低使得市场短期内仍以租金差为主要收入来源。2) 运营商通过租金差实现盈利，通过其他模式实现突破是未来长租公寓的发展方向。

预计国内 REITs 市场成熟尚需时日，难以复制美国 EQR 的成熟路线，租金收入只能维持生计，实现突破还需另辟蹊径。由于税收和法规方面的限制，目前中国还没有严格意义上的 REITs，现有的产品大多是私募性质的债券、资产支持证券（ABS）等类 REITs 产品，主要集中在商业地产领域，如中信启航专项资产管理计划、海印股份资产证券化产品等。住房租赁领域证券化方面则发展的较为初级，目前尚未出现成熟的证券化或类 REITs 产品。

资金端和资产端仍是国内长租公寓运营商亟待突破的两大瓶颈，具有开发商背景的品牌具有资金优势，而具有中介服务背景的地产服务商具有一定的资产端优势。1) 资金端而言，国内长租公寓运营商尚缺乏较为通畅的融资渠道，对于大规模的扩张和收购形成阻碍，具有房企开发商背景的长租公寓品牌如万科泊寓等在资金端占据优势。2) 资产端而言，优质的公寓资产最终仍将聚焦在少数具有人口、产业、资源优势的核心一二线城市，在这些城市获取高性价比的资产是未来长租公寓运营商的核心竞争力。相比之下，具有中介服务背景的地产服务商具有一定的资产端优势。

我们预计，国内长租公寓的突破点还在于“后服务”业务的全面开花。根据第十二届中国地产金融年会的会议报道，长租公寓实际上是“一场睡在哪里的战争”。在居住环境日益固化的核心一二线城市，年轻群体对于住房的诉求正在悄然变化，便利、身份、健康、情感等综合在一起构成年轻群体的新的“居住生态圈”，而这些无形形成的“生态圈”难以定价，因此品牌运营商能够为提供类似服务而获得较高的定价能力，相应群体愿意为这样的居住生态圈支付较高的溢价。

## 5. 长租公寓未来发展模式的展望

### 5.1. 客户群体方面，差异化和精细化是品牌战略的关键

国内市场长租公寓市场定位趋同，客户群体同质化现象较为严重。长租公寓面对的重要客户是年龄层在 20~29 岁的青年群体，其特征越来越强调个性，有着很强的群体意识。而大部分国内长租公寓，尤其是青年公寓主要为这些群体服务，导致整个行业提供的服务趋于同质化，服务对象趋于同质化。

表 8:主要青年公寓运营商的理念，同质化现象较为严重

公司名称	概念
YOU+	一个让青年人爱心集聚的大家庭；最核心的财富就是这个理想和一群为了实现这个理想而努力工作、奉献青春的热血青年。
魔方	以综合运营能力为精英人士、白领、企业基层员工提供安全、便捷、舒适、友好的租住解决方案
优客逸家	为城市租房人群，提供高品质长租公寓产品、租后服务，以及围绕房屋、居住社交而衍生的增值服务

蘑菇	蘑菇租房是业内领先的白领租房平台，满足城市各类白领的租房需求
窝趣	轻社区，带给青年人一种轻松、自由、简单、有趣的新生活方式
自如寓	意在为中国千千万万年轻人提供高品质租住产品，高品质租住生活，便利的租房O2O体验，轻松温暖的社交平台。
寓见	从诞生那天起，寓见公寓就是属于全体城市青年人的——100%的真实房源，寓见公寓一直在以“不将就”的态度和实际行动，为年轻人提供梦想中的家
新派	年轻时就该住在都市的心脏，白领专属社区

数据来源：各公司官方网站，国泰君安证券研究

**魔方公寓在市场细分方面走在前列。**根据魔方公寓官网报道，魔方公寓不仅推出了针对企业基层员工的B2B企业公寓9号楼，还将发布针对中高端的轻奢公寓 MORE，以及本身面向中低端需求的魔方公寓，多品牌战略帮助公司准确的切入细分市场，为不同的目标人群提供精准的服务，大大地提高了公寓住户的需求黏性，增大利润空间。

而相比之下，其他青年公寓的定位方向趋同，提供的服务和产品也大同小异，竞争集中且日趋激烈。大部分青年公寓的都将自己定位于青年、白领的高品质租住产品或平台，强调社区生态、租后服务、社交平台，虽然其定位准确的抓住了青年人租房的心理，但是同质化的定位和服务会让市场未来的竞争更加激烈，资源获取和资金能力成为竞争中能否脱颖而出的关键因素。

我们预计长租公寓未来的精细化和差异化发展是将来各个运营商品牌战略的关键。即使在青年群体中，性格、爱好、职业、收入等因素的不同仍然会带来租房人群不同的租房需求，针对不同的细分群体提供差异化、专业化的产品和服务是未来长租公寓运营商品牌战略的关键。如魔方公寓就从这一细分市场发展出轻奢产品魔尔公寓和企业公寓产品9号楼，也因此成为长租公寓领域的“独角兽”。

**5.2. 功能定位方面，以居住生态打造为主，后服务空间潜力大**  
由于国内长租公寓运营商规模化程度不高，在普遍依靠重资产运营的情形下，租后服务的发力是运营商寻求突破的关键所在。国内REITs等金融工具尚未成熟，难以复制国外以“资产增值+租金”为主的商业模式，国内更可能出现以“租金为本+服务为王”的社区化、集群化、差异化经营模式，因此后服务空间潜力巨大。

长租公寓运营商在提供本身所具有的居住服务之外，同时会向与居住相关的生活服务扩展。比如办公、娱乐、健身、餐饮等方面的需求。通过自主经营、联合经营或者整体外包的形式，将多种生活服务引入社区内，进而形成公寓+餐饮、公寓+购物、公寓+保洁、公寓+娱乐等“公寓+服务”的服务模式，完善社区功能。

长租公寓的功能定位将以打造居住生态圈为主，通过对特定细分群体特定需求的满足，增强客户黏性从而获取更高的租金溢价。长租公寓大多强调社区生态、租后服务、社交平台，因而当基础的生活服务完善之后，长租公寓将以社交化平台的形式继续提供增值服务，打造邻里社区。YOU+和魔方公寓在社交平台搭建上处于领先地位。其中，



YOU+的社交服务以“创业”为核心凸显了自身特色。虽然多数长租公寓将社区生态和社交平台列为增值服务的重点项目，但是多数公寓还没能形成社区独有的“居住生态圈”，社交化增值服务实际落实情况参差不齐。

表 9：青年公寓提供社交化增值服务

公寓名称	提供增值服务
YOU+	创业社区，提供办公、休闲等公共服务区域； 组织社区活动，圣诞音乐市集，篮球比赛等； YOU+广播电台
魔方	集成式生活服务：职场、洗衣、搬家、租车、演出 魔方达人：社区生活服务交易平台 邻里圈：生活活动展示 二手物品交易
泊寓	多样化社交化活动，如创业分享、音乐节、 台球大赛、枕头大战、厨艺争霸、万圣狂欢
优客逸家	找室友

数据来源：各公司官方网站，国泰君安证券研究

居住生态圈的打造不仅依赖于细分客户的特定需求，也同时依赖于运营商对自身定位的发掘以及对客户需求的引导。魔方公寓通过推出针对偏高端租户的魔方公寓以及针对企业员工的9号寓就很好的引导了细分群体的集群，而YOU+定位于创业青年也使其能够提供更为契合的服务，这些目标人群集聚后有助于更好的打造相应的居住生态圈，形成更高的客户黏性，得到更高的溢价。

居住生态圈形成后，后续增值服务增长潜力巨大。以公寓为中心，社交为平台，长租公寓运营商还可以提供餐饮、娱乐、培训、旅游、金融等多样化全方位的衍生服务，形成租客与公寓之间的良性互动，进一步增强客户黏性的同时打造自身的品牌价值。而后续增值服务发展的空间和方向具有无限可能，形成国内长租公寓运营商的核心竞争力。

### 5.3. 运营模式方面，金融化和信息化是两大趋势

#### 5.3.1. 通过金融工具实现轻资产运营是未来趋势

长租公寓的金融属性就注定金融化以后是其重要的发展趋势，其重资产属性导致长租公寓离开金融工具难以实现快速规模化。在中国，由于缺乏必要的 REITs 类金融工具，因此需要其他的金融创新手段实现轻资产运营，以达到规模化的目的。国内目前也正在就类 REITs 模式进行探索。

类 REITs 产品以新派公寓和赛富投资基金的合作为代表，以实现轻资产运营从而达到快速扩张的目的。根据新派公寓的官网报道，新派创始人与赛富投资基金一起发起了赛富不动产基金，一起成功收购北京 CBD 核心区域独栋物业，并改造成新派公寓全国旗舰店。创新地运用私募 REITs 模式进行新派公寓的规模化拓展，打造了新派公寓的金融+品牌+模块化复制连锁的发展模式。

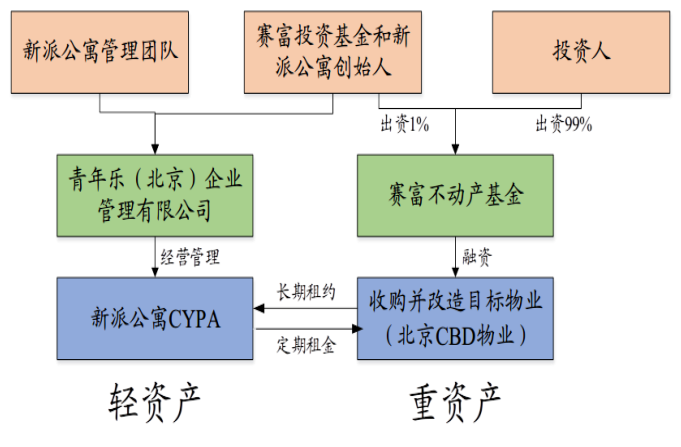


图 16：新派公寓改造前后对比图



数据来源：新派公寓官网

图 17：新派公寓的类 REITs 运营模式



数据来源：明源地产研究院，国泰君安证券研究

具体而言，新派公寓仅投入 1% 的份额，实现了公寓完成之后较为稳定优质的现金流。根据明源地产研究院的研究，赛富不动产一期基金以 2.2 万/m<sup>2</sup> 的低价在北京 CBD 整栋买下森德大厦，加上后续的装修经费，一共花费 1.65 亿元人民币，将此楼改造为新派公寓 CBD 店。之后赛富不动产基金将新派公寓 CBD 店分拆份额给 LP 投资人，并承诺支付以不低于 3.5% 的租金回报，四年后，一期基金到期，LP 的股权将会被散售或整售。而新派公寓仅投入了 1% 的份额，就实现了轻资产的运营和长期稳定的收益。

类 REITs 产品尽管可以部分解决长租公寓重资产运营的问题，但是由于其缺乏流动性，资金成本往往较高，难以大规模复制。根据明源地产研究院的研究，赛富不动产为到期后 LP 股权的出售做出过一份股权回购协议，约定以 4 万/平的价格回购，这样粗略测算下来，赛富不动产的一期产品收益率在 15% 以上，资金成本相对较高。

而由魔方公寓合作设立的国内首单公寓行业的资产支持专项计划也正式发布，其本质仍是以租金为抵押的债务融资。根据每日经济新闻介绍，此次专项计划募集金额为 3.5 亿元，产品期限为 1-3 年，项目的底层资产为魔方中国及其魔方北京、魔方上海、魔方广州 3 个子公司经营的部分公寓未来三年租金收入，物业合计租赁面积为 12.9 万平方米，入池房间数为 4014 间，以“特定门牌号的公寓”所产生的租金收入作为入池资产。优先级平均利率仅约为年化 5%，资金成本相对较低。

另外长租公寓运营商较常用的融资方法还有与银行合作的租约证券化和股权众筹等。如长租公寓运营商和银行合作，把未来的租金流贴现向银行换取等值的资金，提前收回应收账款，房租由银行方面直接收取，根据每日经济新闻介绍，租约证券化的利率普遍在 12% 以上。

尽管资产证券化产品在普及和推广上还存在着较大的阻碍，但随着金融工具的创新，长租公寓产品的证券化是大势所趋。首先类 REITs 产品和租约证券化等产品，其资金成本较高，通常在 12% 以上，要求长

租公寓本身有着较高的回报率，不利于业务的大规模扩张；而 ABS 产品尽管做到了资金成本较低，但是由于其类债的性质，对于抵押资产的现金流的稳定性要求很高，因此市场尚未出现模式成熟和规模明显领先的龙头企业之前，此类金融产品难以大规模推广。

### 5.3.2. 国内长租公寓创新处于世界前列，信息化是一大趋势

我国长租公寓产业模式创新、技术创新处于世界前列。根据《2015 年度长租公寓发展报告》，由于我国大城市人口密度大，房屋供需失衡，房屋出租回报率较低等因素，长租公寓产业再模式创新和技术创新方面走在世界前列。比如集中式 You+ 在 2012 年首创共享社交模式，2015 年美国才出现 Wlive 共享社区，而分散式长租公寓也属原创性创新。

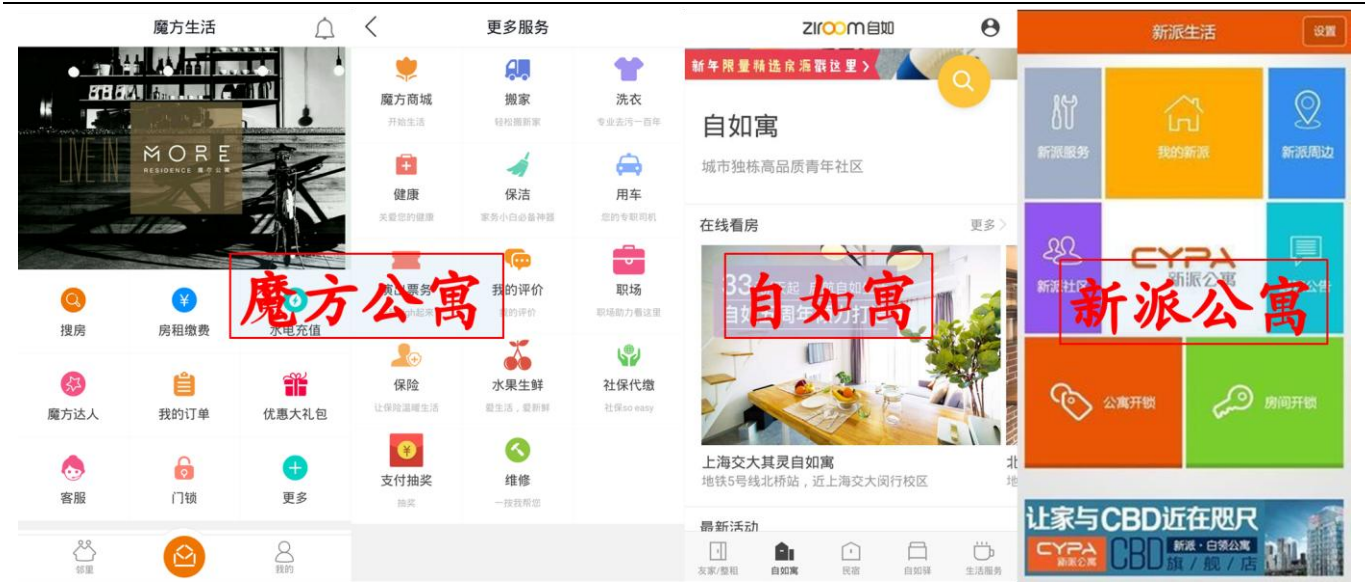
结合国内长租公寓的现状，高度信息化是国内长租公寓未来发展的另一趋势。我国金融工具的缺乏决定了品牌战略的突破点在于租后增值服务的发展，具体而言，在于公寓居住生态圈的建设。因此国内长租公寓对于依托信息技术、打造符合特定群体需求的社交圈、生态圈的平台具有巨大的需求，另外信息技术对于长租公寓运营商扩大规模、降低运营成本也起着关键作用。

## 6. 投资建议

国内长租公寓行业迎来黄金发展时期，具有突破行业发展瓶颈的长租公寓运营商最有可能达到行业领军地位，从而尽享市场红利。在国内政策环境全力支持住房租赁市场发展的情形下，近几年长租公寓呈现快速发展的趋势，行业规模增长迅速，至少是千亿级的市场规模，市场空间巨大。我们认为，能够突破现阶段长租公寓发展瓶颈的运营商能够脱颖而出，奠定市场的龙头地位。

我们推荐具有较强的资金实力和较优质的房源，在长租公寓领域有着较长时间探索和较多运营经验的房地产开发商及房地产中介服务商，**推荐：世联行、万科 A、招商蛇口**；在集中式公寓方面，魔方公寓由于其丰富的产品特性，较为雄厚的资金实力，已经成为行业“独角兽”，预计后续能够继续夯实龙头地位；在分布式公寓方面，自如依托其中介服务商雄厚的实力和资源，预计未来仍能保持较高增速。

图 18: EQR 频繁借助资本市场进行融资



数据来源：公司官方应用

## 7. 风险提示

**长租公寓盈利能力存在不确定性。**由于长租公寓的重资产特性，对于资金运营能力要求较高，而大规模的复制一方面会给运营商带来巨大的资金压力，另一方面对运营能力也提出了较高要求，而租后服务业务实现突破需要等待规模化完成以后，因此盈利能力存在着一定的不确定性。

**相关资产证券化的政策落地速度低于预期。**长租公寓的发展最终离不开金融工具的支持，长租公寓运营商最终角色更多的是“大资产管理平台”，相关政策的落地速度低于预期将制约长租公寓的规模化发展。