

力汇基金深度报告：品牌长租公寓——风口已至，乘风而上（上篇）



更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

上篇

本篇深度研究报告《长租公寓——风口已至，乘风而上》上、中、下三篇，笔者主要从基本内涵、政策导向、动因解析、市场洞悉、金融支持及发展趋势等方面对长租公寓进行全方位的研究分析。本研究报告的思路如下：

一、政策红利纷至沓来

二、长租公寓面面俱到

三、驱动因素势大力沉

四、市场规模方兴未艾

五、行业格局百家争鸣

六、金融支持锦上添花

七、发展趋势乘风而上

一、政策红利纷至沓来

房子，在中国意味着太多太多，它不仅仅是实现财富保值增值的“烫手”资产，它更是一种社会发展、传统观念与情感寄托的综合体。当然，目前一线城市及二线核心城市的房价还是限制了绝大部分年轻人的想象力，在供需双方互不成就的背景下，长租公寓应运而生，国家政策支持点亮了租赁市场的曙光。

2015 年 1 月，住建部发布《关于加快培育和发展住房出租市场的指导意见》，首次提出建立租赁信息服务平台、培育租赁经营机构、推动开发商向租售并举经营模式转型、推动 REITs 试点等四方面意见。自此，中央及地方政府层面的扶持政策也陆续出台，我国租赁市场迎来政策红利时代。

（一）中央层面支持政策梳理

时间	部门	内容
2015.01.14	住建部	发布《关于加快培育和发展住房出租市场的指导意见》，提出建立租赁信息服务平台、培育租赁经营机构、推动开发商向租售并举经营模式转型、推动 REITs 试点等四方面意见。
2015.11.22	国务院	发布《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》，要求重点“发展短租公寓、长租公寓等细分业态”；公寓首次纳入生活服务业。
2015.12.22	国务院	中央经济工作会议提出满足新市民住房需求为主要出发点的住房制度改革，深化改革以建立租购并举的住房制度为主要方向。
2016.03.15	住建部	住建部副部长倪虹提出加快住房租赁市场发展的意见。
2016.03.30	财政部	公寓业所在的生活服务业纳入营改增试点
2016.04.26	发改委	分城施策化解房地产库存，建立租购并举的住房制度，加快培育和发展住房租赁市场
2016.05.04	国务院	培育和发展住房租赁市场，以满足新型城镇化住房的多样需求
2016.06.03	国务院	发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系。支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。
2016.11.15	税务总局	纳税人以长/短租形式出租酒店式公寓并提供配套服务的，按照住宿服务缴纳增值税。
2016.12.19	国务院	中央经济工作会议提出加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017.02.23	住建部	规范租赁市场：加快住房租赁市场立法；多渠道增加租赁住房有效供应；大力发展公租房；加强住房租赁市场监管。
2017.04.01	住建部	发布《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，鼓励房地产开发企业参与工业厂房改造；开展集体建设用地地上建设租赁住房试点；鼓励个人依法出租自有房屋。
2017.05.20	住建部	发布《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》，从鼓励专业化住房租赁企业长期经营、政府市场监管与激励机制、出租人义务和权利、承租人义务和权利四方面对住房租赁市场供给侧、需求侧、监管侧做出明确规定。
2017.07.18	九部委	发布《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》，从培育住房租赁企业、融资渠道、土地供应、盘活存量房屋、建设政府平台等方面提出要求。选取广州、深圳、南京等 12 个城市为首批试点城市，明确各地要搭建住房租赁交易平台，增加新建租赁住房供应。

实际上，从 2015 年起，中央及各地方政府便相继出台租购并举、商改住、租赁税收优惠等一系列支持政策，旨在通过规范化的租赁市场满足居民住房需求，构建更加完善的住房体系。中央政府近年持续对租赁市场政策支持从多维度为长租公寓在我国的发展提供了良好的外部环境。

具体来看，2015 年，国务院和住建部先后出台了两个指导性文件，1 月份《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》要求地方建立住房租赁信息政府服务平台，积极培育经营住房租赁的机构，支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租。11 月份出台的《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》则指出要重点“发展短租公寓、长租公寓等细分业态”，并首次将公寓出租定性为生活服务业。2016 年 5 月，国务院常务会议提出培育和发展住房租赁市场，以满足新型城镇化住房的多样化需求。2016 年 6 月，国务院办公厅发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》从“培育市场供给主题”、“鼓励住房租赁消费”、“完善公共租赁住房”、“支持租赁住房建设”、“加大政策扶持力度”、“加强住房监管租赁”六个维度全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作。

1、2017.05《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》

2017 年 5 月，在供给侧改革的大背景下，为了建立租购并举的住房制度，保护租房者合法权益，按照国务院 2017 年立法工作计划，住建部起草了《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》。

《征求意见稿》从“鼓励专业化住房租赁企业长期经营”、“政府市场监管与激励机制”、“出租人权利和义务”、“承租人权利和义务”四方面对住房租赁市场供给侧、需求侧、监管侧做出明确规定，并提出相应的惩罚措施。征求意见稿的出台将加速全市场的规范进程，未来正式文件出台后，将成为整个市场的纲领性文件。新规执行下，一些违规的二房东将逐渐被市场淘汰，在资金、人力、成本集约化等各个层面对比个人都能更好的实现规范化的专业租赁机构，在租赁市场中的竞争力将进一步提高。对比租赁市场发达的美国和日本，其在法律层面对租客利益的保障是实现租赁市场规范化的重要推手。

2、2017. 07 《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》

2017 年 7 月 20 日，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会共同发布《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》，这是多部委首次联合出台租赁支持政策，标志着政策的进一步深化，同时也为后续多部门统一协调奠定基础。

培育租房 租赁企业	鼓励国有、民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，鼓励房地产开发企业、经济机构、物业服务企业设立子公司拓展住房租赁业务。人口净流入的大中城市要充分发挥国有企业的引领和带动作用，支持相关国有企业转型为住房租赁企业。
融资渠道	· 支持发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券及资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务； · 加大对租赁住房项目的信贷支持力度，向住房租赁企业提供分期还本等符合经营特点的长期贷款和金融解决方案； · 支持金融机构创新针对住房租赁项目的金融产品和服务； · 鼓励住房租赁企业和金融机构运用利率衍生工具对冲利率风险。
土地供应	鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，在新建商品住房项目中配建租赁住房；超大城市、特大城市可开展利用集体建设用地建设租赁住房试点工作。
盘活存量 房屋	鼓励住房租赁国有企业将闲置和低效利用的国有厂房、商业办公用房等，按规定改建为租赁住房；探索采取购买服务模式，将公租房、人才公寓等政府或国有企业的房源，委托给住房租赁企业运营管理。
建设政府 平台	搭建政府住房租赁交易服务平台，提供便捷的租赁信息发布服务，保障租赁双方特别是承租人的权益，强化住房租赁信用管理，加强住房租赁市场监测，为政府决策提供数据基础。

具体来看，从政策支持的城市范围的角度，本次政策延续了本届政府“因城施政，分类调控”的指导思想，指出加快发展住房租赁市场的范围为人口净流入的大中城市，并且选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆 12 个城市作为试点。流动人口是住房租赁市场发展的前提，只有人口净流入的大中城市才具备发展的基础，绝大部分三四线城市本身具备较高的住房自有率，租赁市场总体规模较低。

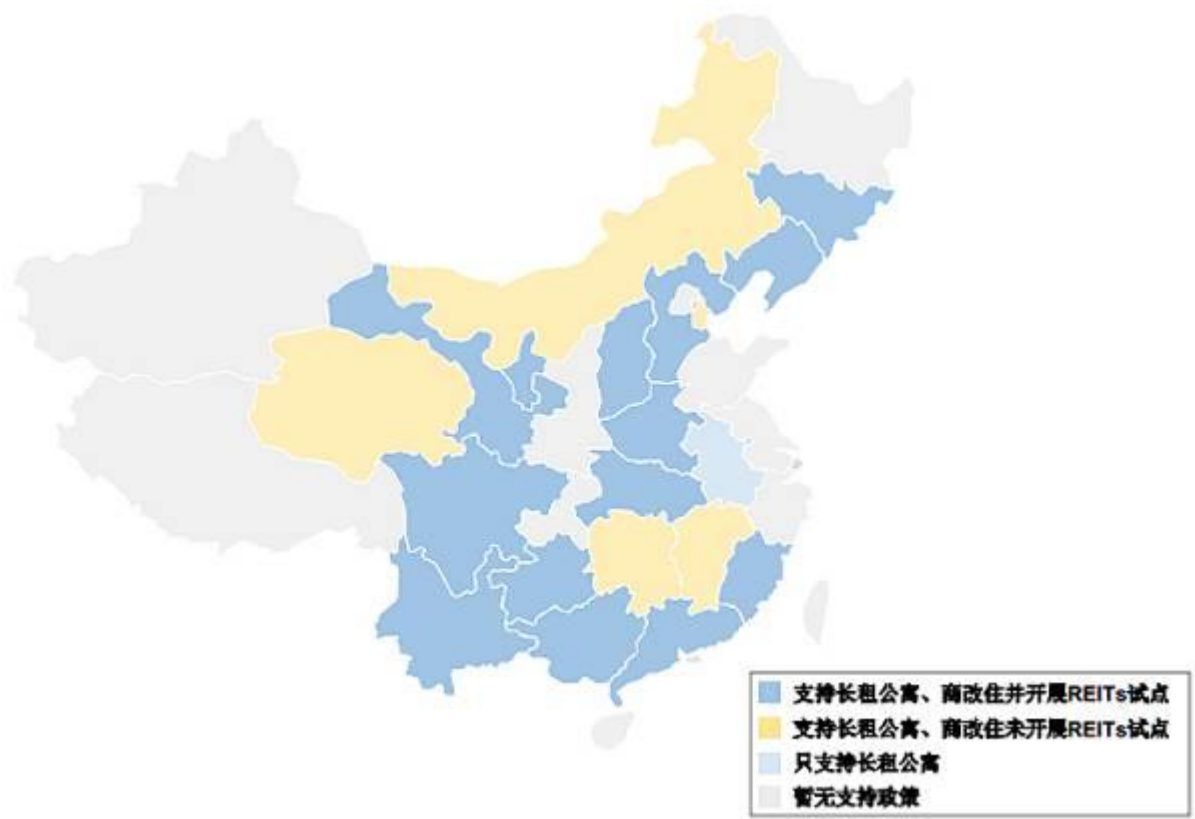
从政策内容的角度，政策主要包括了培育机构化、规模化住房租赁企业、建设政府住房租赁交易服务平台、增加租赁住房有效供应、创新住房租赁管理和服务体制。笔者认为本次通知可看作是先前政策的进一步深化，主要着力于租房市场的供给侧，包括增量开发（新增租赁用地）与存量挖掘（国有闲置厂房办公房）；

同时再次强调对专业型租赁企业在融资等多方面的扶持（拓宽直接融资渠道，REITs 试点），此外，值得一提的是，本次政策首次提出支持国有企业转为住房租赁企业，有利于充分发挥国有企业在资本方面的优势，促进租赁市场供应主体的多元化，使得国有以及民营机构在租赁的不同环节协调合作。

（二）地方层面支持政策梳理

在中央层面出台纲领性文件后，各地方也积极响应号召，目前已有 20 个省市（直辖市）出台《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》的实施细则，多地均明确表示支持商改住，并落实对租赁供给方的税收优惠，同时对住房租赁型企业提供各种维度的金融支持，约有 6 成省份提出推进 REITs 试点。笔者认为这些政策未来对长租公寓企业均能产生实质性的利好。

1、地方层面支持长租公寓政策地图



数据来源：各地政府官网、广发证券

2、地方层面长租公寓政策支持列表

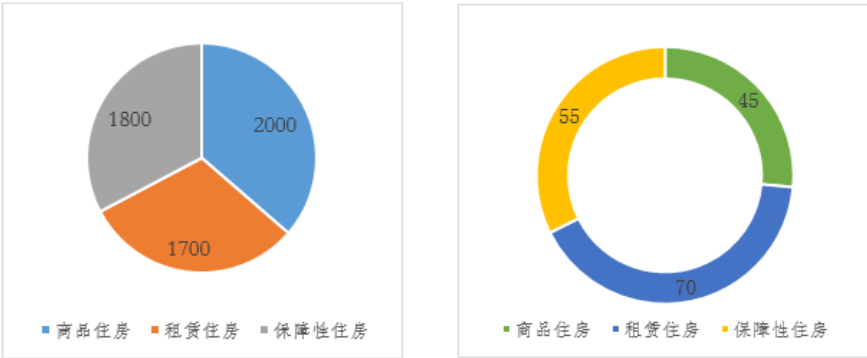
地区	发布时间	商改住	REITs 试点	税收优惠	金融支持
甘肃	2016.08.10	√	兰州开展	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
海南	2016.08.29	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品 金融机构可给予流动资金贷款或房地产开发贷款展期支持
河北	2016.09.09	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行短期融资券、中期票据、非定向债务融资工具以及不动产证券化产品等
辽宁	2016.09.19	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业在银行间市场发行非金融企业债务融资工具，在证券交易所发行资产支持证券
四川	2016.10.26	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
安徽	2016.11.03	×	×	×	×
江西	2016.11.11	√	×	√	探索开展住房租金收益权质押贷款业务
宁夏	2016.11.15	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业上市融资，发行债券、不动产证券化产品
吉林	2016.11.23	√	√	√	搭建投融资及租赁业务经营平台
福建	2016.11.29	√	√	√	探索开展住房租金收益权质押业务和资产证券化产品
山西	2016.11.30	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
湖南	2016.12.20	√	×	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，有条件的城市可对住房租赁企业融资实施财政贴息补助
河南	2016.12.29	√	郑州、洛阳	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，探索开展房屋租金收益权质押贷款业务
内蒙古	2017.01.04	√	×	√	支持金融机构为企业开展“以租代售”资产融资包的债权证券化业务和不动产证券化产品；鼓励基金或民间资本进入房屋租赁市场
贵州	2017.01.24	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
广东	2017.01.27	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
广西	2017.01.23	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
云南	2017.02.27	√	√	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
湖北	2017.03.27	√	武汉	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品
青海	2017.04.24	√	×	√	差别化信贷政策
天津	2017.06.21	√	×	√	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品

（三）一线城市深化改革

相比其他地区，一线城市的租赁市场改革更为深入。首先在土地供给层面，一线城市已经通过改革供给结构，改变供给方式的方法以增加租赁市场供给。在供给结构上，一线城市在土地供给侧开始向租赁住房倾斜。

例如，深圳将建设 40 万套人才住房，其中 70% 为租赁住房，北京则在今后 5 年将加大租赁住房供应，计划供地 1300 公顷，建设租赁住房 50 万套。而上海近期首次出现以“租赁用房”为土地用途的土地供给，并且规定所建物业严格按照“只租不售”的模式管理，笔者认为以“租赁用房”为用途的土地出让首次出现，是真正有益于租赁市场长远发展的改革。

上海市十三五规划土地供给结构（公顷） 上海市十三五规划住房供给结构（万套）



数据来源：上海规土局、广发证券

上海市租赁住房土地出让信息							
时间	地块名称	土地用途	建筑面积 (㎡)	套数	竞得价 (万元)	楼面价 (元/㎡)	竞得人
07.24	浦东新区张江南区 A3-06 地块	租赁住房	130015	1226	72392	5568	上海张江集团
11.02	浦东新区张江南区 A7-01 地块	租赁住房	31948	113	19172	6000	
07.24	嘉定区嘉定新城 E17-1 地块	租赁住房	71283	671	42417	5950	上海嘉定新城发展
11.02	浦东新区黄浦江前滩地块	租赁住房	94150	725	69342	7365	上海陆家嘴集团
09.13	浦东新区北蔡社区单元地块	租赁住房	132770	1650	89593	6748	上海地产
10.31	浦东新区上钢社区 11-3 地块	租赁住房	114670	1430	76186	6644	
10.31	浦东新区世博会 15-01 地块	租赁住房	147495	1860	113838	7718	

在规范市场方面，上海也走正在全国前列。2017 年 3 月以来，上海普陀、宝山等地开始对非法改建的违规公寓严厉查处，直接涉及的违规二房东有 500 多家个人与企业，严厉打击了非法二房东，清理了城中村。此次清理中，涉及最多的关于公寓企业的工商注册问题，在九部委新发布的《通知》中已经得到明确：住房租赁企业申请工商登记时，经营范围统一规范为住房租赁经营。

而另一个一线城市广州前段时间也发布《加快发展住房租赁市场的工作方案》的 16 条新政，其中首次提出“赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益，保障租购同权”。虽然在子女上学对于承租人的条件仍有诸多限制，但广州这一工作方案的发布，可视为将“租购同权”从概念首次推进到实质执行阶段，承租人在未来将逐步获得与购房者相同的权益。

笔者认为，一线城市住房供需矛盾最为突出，租赁需求最为旺盛，其更加需要一个健康发展的租赁市场来解决人口的居住问题。在土地与租赁房屋供给有实质性改革，租赁权益得到明文保障的情况下，租赁行业包括长租公寓在未来将有广阔的发展空间。

二

长租公寓面面俱到

（一）长租公寓——长租型青年公寓

根据租赁期的长短，公寓租赁行业可以分为长租及短租两大类，并表现为酒店式公寓、青年公寓、快捷酒店等多种形态。其中，长租型的青年公寓是目前租赁市场的发展主体，并且已吸引包括开发商及地产代理商、长租公寓公司、酒店集团和网络平台等各类投资主体的关注。

酒店式公寓是介于传统星级酒店与家庭住宅之间的中高端公寓租赁产品，快捷酒店则是主打高性价比，定位中低端的短期租赁产品。而青年公寓的产品形式多样，短租、长租兼顾（主要还是以长租为主），价格涵盖广泛，覆盖从学生、蓝领、白领到金领各个阶层，是公寓租赁市场的主流。

（二）长租公寓的两种类型

长租公寓按照房源的不同，可分为分散式（C2C）和集中式（B2C）两种类型。分散式长租公寓主要的房源来自于个人房东，通过简单装修和分拆隔间后按间（即合租）或按套（即整租）租出。集中式公寓主要指企业购置或承租整体物业（或物业中的几层），对房间进行统一装修后按套出租的。

集中式和分散式长租公寓的特点比较		
	集中式	分散式
物业特征	整栋物业或物业中的几层	各物业片区零散的房源
物业获取方式	收购、包租、与开发商合作	从个人手中租下分散的房源，租约 3-5 年
装修成本	一次性整体装修投入，规模化降低单位成本	分散装修，较难压低单位装修成本
物业区位分布	为了压低获取物业的成本，选择离中心区近但相对偏僻的地段	因运维的房源较为分散，房源在地段的选择上能满足差异化的需求
管理成本	整栋管理，人力、系统等投入较低	分散管理，管理系统投入要求较高，且需要配备更多运维的人力
租金溢价能力	整栋包租，有利于打造社区体验，能收取相对周边较高的溢价	只能通过装修、服务等获取租金溢价，溢价相对受限
盈利特点	前期一次性投入较大，后期回报利润更丰厚	前期投入大，回收较快
典型企业	YOU+青年公寓、魔方、自如寓、万科驿	蘑菇公寓、自如友家、优客逸家、寓见

（三）长租公寓的盈利模式

1、盈利来源

（1）批零租金差是目前大多数中低端长租公寓的主要盈利来源。它包括两部分：一是整套租入，按间出租实现的溢价；二是通过分拆隔间，增加房间数实现的额外收益。

（2）装修投资回报为通过装修提升的溢价。

（3）未来租金增长收益是长租公寓作为二房东向房客收取的年租金涨幅高于支付给房东的租金涨幅的溢价。长租公寓公司从业主端租入房屋时签订的租约一般至少为 3-5 年，而租出房屋的租期多数为 1 年；“打包

租入”、“零售租出”的模式，以及一二线核心城市房价不断上涨的现实背景是长租公寓公司能够获取未来租金增长收益的原因。

（4）衍生服务收入提供保洁、维修等增值服务实现的收益，这也是专业化的长租公寓公司相较于传统二房东的区别所在。

然而，由于市场竞争激烈，中低端长租公寓较周围传统房源的租金溢价有限，一般不超 10%（溢价部分主要来自于衍生服务收入）。在租金溢价有限的背景下，控制成本是长租公寓盈利的关键。

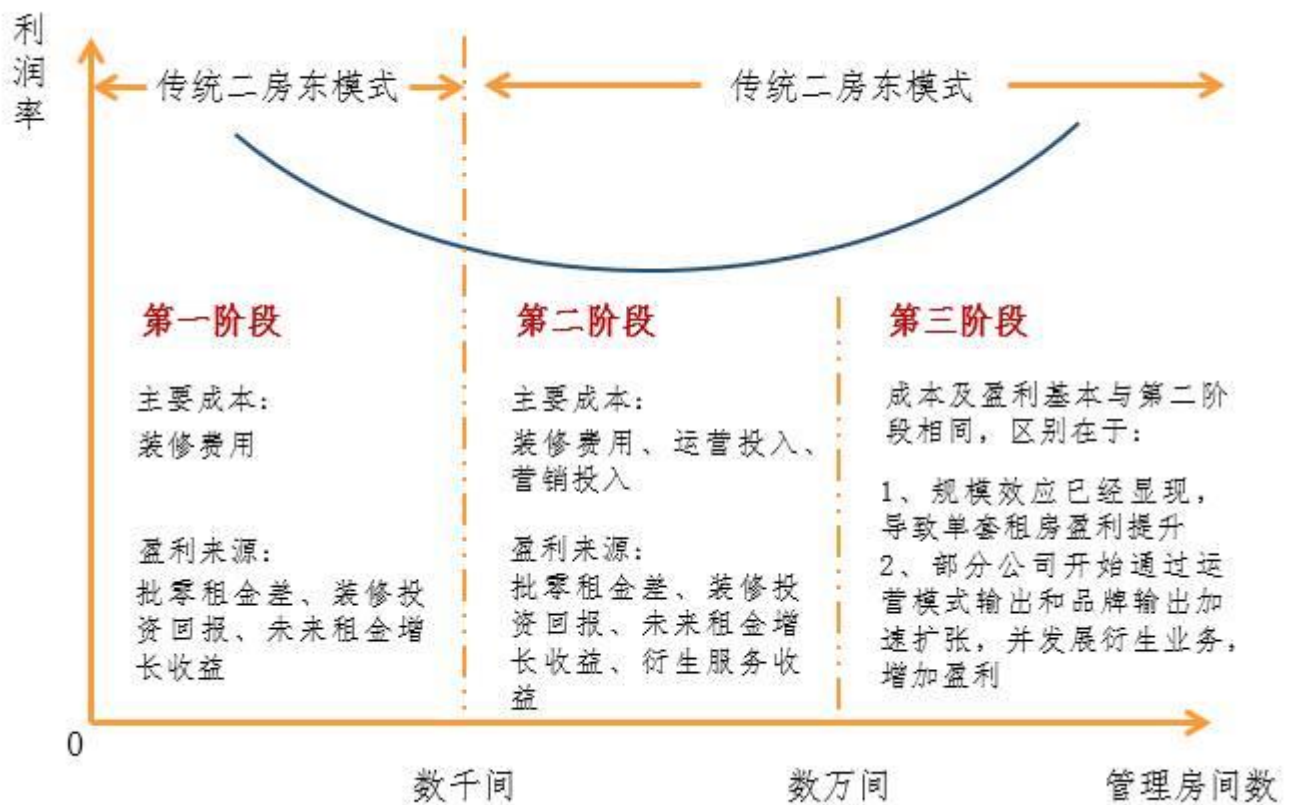
长租公寓主要的成本费用及盈利来源说明表

主要成本		解释
装修费用		对从业主端租入房屋进行装修的费用，目前行业龙头对一套两室一厅/三室一厅的房屋的装修成本一般为 3 万元/套
营销投入		主要为负责销售和市场推广的人员工资以及广告费用
运营投入		主要为后台的 IT 研发投入（包括 IT 人员工资），保洁、维修、财务、管理人员等工资，以及公司总部和门店租金等运营过程中产生的费用
盈利来源		解释
批零租金差		经营散租的长租公寓公司为提高收益通常会将客厅分隔成卧室（在三室一厅或两室一厅的户型中最常见，业内俗称“3+1”），而批零租金差主要指从业主端整套租入的“批发价”与单间合计“零售价”之间的差价，数额的多少依赖于公寓公司的谈价能力，以及对房屋隔断的情况
装修投资回报		长租公寓公司对从业主端租入的房屋简单装修，以实现房租价格的提升，数额的多少依赖于公寓公司的装修成本、是否有低价购入家具的渠道
未来租金增长收益		长租公寓公司从业主端租入房屋时签订的租约一般至少为 3-5 年（租金每年通常有少量提升），在市场行情好时，公寓公司租出租金增长幅度会超过租入租金的增长幅度，形成未来租金增长收益，这部分收益的金额取决于二房东的谈价能力、市场行情和租赁期限
衍生服务收入		长租公寓公司相较于传统二房东会对公寓增加保洁、维修等衍生服务，这部分服务通常使得品牌长租公寓较普通租赁公寓有 5-20%不等的价差

伴随管理房屋间数的增加，长租公寓的间均成本先增后减，导致利润率呈现两端高、中间低的三阶段特征：

- （1）第一阶段由于管理房屋间数不多，长租公寓仍然采取传统二房东的模式，主要成本开支仅为装修成本，盈利能力较高；
- （2）第二阶段房屋管理间数已上量，长租公寓公司需要在营销和运营上加大投入，为后续发展做准备，导致成本显著提升，间均利润率降低；
- （3）第三阶段开始，公司前期在营销和运营上的投入效果已经开始显现（比如通过线上交租可以大大减少人力成本），公司取得规模化的成本优势，同时，部分公司开始通过运营模式输出和品牌输出的方式加速扩张、增加盈利。

伴随管理房屋间数的增加，长租公寓公司的利润率呈微笑曲线分布



目前行业整体处于第二发展阶段，大多数品牌公寓公司短期内盈利尚未体现。一般而言，品牌公寓需要达到数万间以上规模才能取得规模化优势，目前行业中大部分公司仍然处于规模化前期加大运营投入和营销投入的阶段，公司利润率处于低点。

2、长租公寓盈利的四要素

笔者认为长租公寓盈利的四要素主要包括规模、品牌、空置率、融资成本。其中，公寓运营企业通过扩大规模以实现规模效应，做强品牌以提高租金溢价是长租公寓盈利的关键，而保障较低的空置率并且获得低成本的融资则是长租公寓立足和进一步发展的根本。

规模

租房流程线上化和运营流程标准化是提高单位员工产能、实现规模化优势的有效方式。这一方式虽然前期投入很大（主要是需要聘用大量的IT人员，并购买相应设备），但运营模式步入轨道后，可以通过“自动化”，大大提高每个员工管理房屋的间数

品牌

中低端公寓溢价有限，提升装修档次、加强服务，提高品牌溢价，是提升长租公寓盈利能力的重要方式。

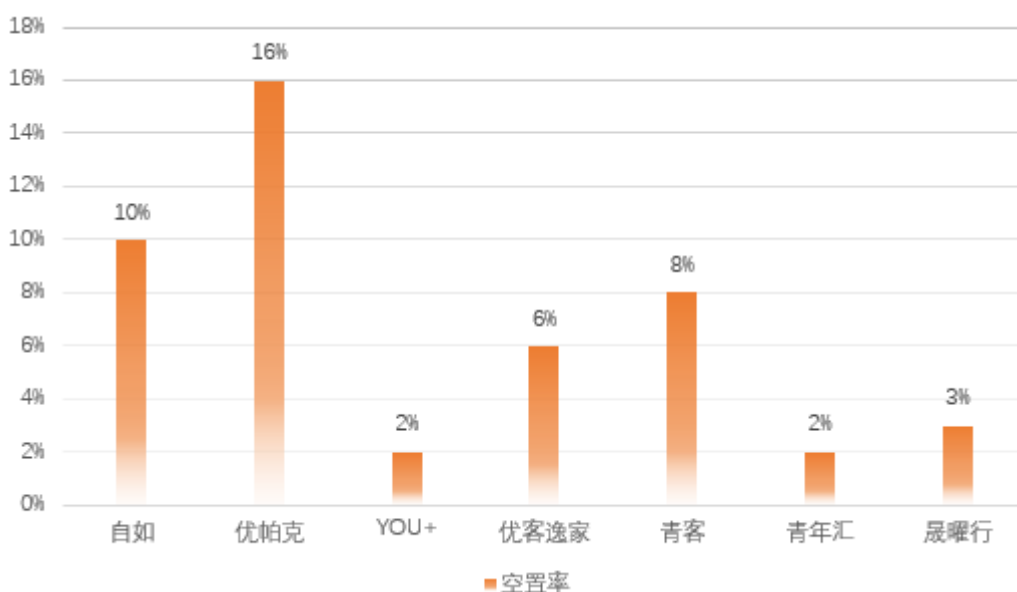
空置率

在长租公寓尚未形成规模优势时，空置率是影响公司生死存亡的关键，注意平稳租房需求的季节性波动尤为重要。虽然目前行业多数成熟品牌公寓空置率已基本将在10%以下，但由于目前长租公寓租客群体多为青年，毕业季、过年等因素都可能会影响空置率，对公司经营形成考验。

融资成本

在行业普遍盈利不高的背景下，获取低成本、大规模的融资是保障公司快速扩张的前提。

目前行业多数成熟品牌公寓空置率已基本控制在10%以下（截至2015年）



数据来源：投房研究院、东方证券

3、集中式盈利优于分散式，但资金和房源是两大痛点

集中式公寓的盈利模式与分散式类似，但盈利能力更优。集中式公寓在盈利上的优势主要体现在三方面：

（1）集中式公寓获取房源的成本更低。以整栋物业置入的方式通常可以取得折价。以新派公寓为例，其在北京 CBD 第一栋集中式公寓以低于市场价近 50% 的价格购得，花费共计 1.3 亿元，均价为 2.2 万元/m²，远低于周边物业 4 万~5 万元/m² 的均价。

（2）集中式公寓装修成本更低。集中式公寓通过一次性装修整栋物业，可以最大化地减少工人调配和材料运输成本，在家具电器和原材料的批量采购上也有规模优势。

（3）集中式公寓管理成本更低。由于集中式公寓的房间较为集中，便于集中管理，因此人力成本显著低于分散式。

但集中式也有两大痛点，导致其发展速度要低于分散式公寓：

• 痛点一：集中式公寓对前期资金量要求比较大，且我国 REITs 规模尚未成熟，对企业的融资能力形成巨大的挑战。

相对于分散式公寓的“零散采购”，集中式公寓动辄上千万上亿的租金对长租公寓公司的资金量是巨大考验。在国外，集中式公寓通常以 REITs 模式扩张，但这种模式目前在我国并不具备发展条件，原因有二：首先，REITs 成立的条件需有税收优惠，我国税法尚不完善；更重要的是，我国目前住宅租金相比售价仍然过低，投资回报率甚至不及贷款利率，不具备 REITs 发展的条件。因此，集中式公寓的发展对公司融资能力极具挑战。

• 痛点二：优质地段物业难寻，影响扩张速度。

目前很多集中式公寓偏中高端，而中高端定位成立的前提是占据优质地理区位。一方面，优质区位的闲路商办和工厂本身难寻；另一方面，即使能够找到这类物业，公寓公司还需与付租能力更高的其他行业机构竞争，对公寓公司的价格谈判能力和经营能力形成挑战。