

案例： 一地蛋壳 — 蛋壳公司的资金管理问题

谈多娇 湖北经济学院

徐弘毅

冯 鑫

2020 年 1 月，蛋壳公寓成功在纽约证券交易所挂牌上市，当日市值高达 27.4 亿美元。主打“互联网+金融+房地产”长租公寓模式的蛋壳公寓仅用三年多时间就在行业内站稳了脚跟，蛋壳上市的消息给作为租户的唐默又打了一针“强心剂”。对于租住体验感受也很不错的唐默萌生了投资蛋壳股票的想法，于是以此为契机，他进一步对蛋壳公寓展开观察，也正是借助这次机会，唐默刷新了对蛋壳公寓的认知。

债务支撑下的高速扩张

在逐渐兴起的众多的长租公寓企业中，唐默之所以在最开始选择蛋壳公寓入住也正是因为它拥有雄厚资本。蛋壳的公开数据显示，2015 至 2020 年，蛋壳公司先后完成 8 轮融资，融资金额合计高达 67 亿元（含 IPO 融资 1.49 亿美元，折合人民币 10.28 亿元）。而随着长租公寓行业的竞争愈发激烈，蛋壳也快速的抢占了市场份额：2017 至 2019 年三年时间，蛋壳公司拥有储备房间数从 5.2 万间扩张至 43.83 万间，年复合增长率达到 266.3%（见图 1），覆盖全国 13 个城市，主要集中在北京、上海和深圳这三个一线城市。

唐默通过进一步的观察了解到，蛋壳的快速扩张是通过负债支撑的，这也是蛋壳连年亏损的主要原因。2017 至 2019 年期间，蛋壳公司连续三年亏损额分别达到 2.72 亿元、13.7 亿元和 34.37 亿元，资产负债率更是高达 119.89%，82.62% 和 95.79%（见图 2）。其中，2019 年蛋壳公司筹资现金流入和筹资现金流出分别为 101.29 亿元和 79.79 亿元，2017 年和 2018 年的债务增

加额分别为 17.25 亿元和 57.64 亿元，两年合计 74.89 亿元。2019 年，蛋壳公司归还前两年产生的全部债务约 79.79 亿元，企业债务骤减。但蛋壳公司以短期借款为主，依托持续的融资维持高速扩张的经营模式，无疑是对其现金流管理能力的极大考验。但唐默却对蛋壳公司的持续亏损不以为然，在生于互联网时代的年轻人眼中看来，这是一个典型的“互联网思维”，即初期烧钱快速占领市场，京东不就是连续亏损十几年却越来越强大吗？

地产中介的金融创新

唐默通过蛋壳公寓的客服以及网络信息深入了解了蛋壳的运营模式。一般情况下，蛋壳公司与租户的租赁合同为一年期，付款方式为“押一付三”，而一次性支付一个季度的租金让租户感觉压力山大。刚刚步入社会的年轻人一般手头资金不足，负担庞大的房租存在较大的困难，所以绝大多数租户都选择使用蛋壳推出的租金贷，包括唐默自己在内。

具体做法是，唐默与蛋壳公司签订一年期租房合同的同时，再与蛋壳公司合作的金融机构“微众银行”签订贷款合同。由微众银行将唐默的一年期租金 24,000 元一次性支付给蛋壳公司，唐默再在十二个月中定期向微众银行偿还贷款，而蛋壳公寓再“按季度或按月”分期付给房东，而剩下的资金形成“资金池”用来扩展规模。租金贷将房租支付频率缩短为月付，大量缓解了租客巨大的租金压力，成功吸引了大量的年轻人。在与蛋壳公司存在有效租约的租客中，租金贷的使用比例一直保持较高水平，每年均在 60% 以上（见图 3）。

租金贷是租赁行业的一个金融创新，由于金融机构的介入，传统租房业务从“房东—蛋壳—租客”的三方业务变成了“房东—蛋壳—金融机构—租客”的四方博弈（见图 4）。换句话说，以前每出租一间房子，中介支付给房东租金后只能到账几百元的差价，而现在的长租公寓每出租一间房子，就可以将年租金 75%-90% 的资金握在自己手里，理论上的杠杆倍数高达 4-5 倍。

唐默对这种运营模式有一些隐约的担忧：本来需要未来持续付给房东的资金被蛋壳公寓用于“快速收房、装修、装配”，如果没有新的租客通过租金贷的方式提前付房租，蛋壳公寓的现金流就会崩断。唐默想到蛋壳也是一家上市公司，自己目前面临房租的压力也比较大，而且很多跟他一样的年轻人都选择了“租金贷”这种模式，所以心理的担忧也转瞬即逝。

通过进一步了解蛋壳的盈利模式，唐默还了解到，蛋壳公司为了提前锁定房源和控制租赁成本，通常与业主签署期限为 4 至 6 年的长期租赁合同，平均房屋的投资回收期约为 12 至 20 个月。如果没有市场波动，蛋壳公司预期能在投资回收期后实现盈利。但与房东的合同具有长期性，而与租客的租约期限却相对较短，这使得蛋壳公司不仅面临着市场租金波动和房屋空置等非系统风险，更无力应对可能出现的系统风险。

入住率遭受新冠疫情的致命打击

2020 年 2 月，初新冠疫情突然袭来，很多地方停工停产，大量年轻人滞留在家中无法返回工作地，纷纷通过线上解约，长租公寓大量房源空置。同时受疫情影响，失业率上升，使得蛋壳公司现有或潜在的租客对租金价格更加敏感，蛋壳公司不得不降低租金以防止租客流失。

而唐默也发现保持稳定的入住率是长租公寓行业能够稳定生存的保障，长租公寓一般只有达到 95% 以上的入住率，才可能实现稳定的现金流。2017 至 2019 年，

与蛋壳公司提前终止金融方案的租客（签约租金贷）比例呈增长趋势，分别为 30.2%、46.8%、44.6%。蛋壳公司退还给租客剩余租约的租金分别为 4.37 亿元、17.57 亿元、28.11 亿元（见图 5）。与此同时，整个蛋壳公司的入住率一直呈下降趋势，在 2020 年初蛋壳公司的入住率只有 75.6%（见图 6）。违约率的提高，预示着更多租客将会选择提前终止租约，要求蛋壳退还剩余租约的预付款项。唐默租住的这套四居室，疫情期间就有两间房间是空的。蛋壳公司虽然为受疫情影响严重的租客提供了部分租金豁免，但并非所有的租客都能得到满意的解决方案，随着疫情的加剧，房东和租客的投诉都有所上升，不但对蛋壳公司的营收产生影响，违约率也大幅度提高。唐默担心，如果疫情得不到有效控制，届时蛋壳能否撑住这一资金压力呢？对于投资蛋壳股票，唐默犹豫了……

2020 年 10 月，蛋壳公司开始被曝出一系列负面消息，包括资金链断裂、欠薪、下架房源，甚至被列入了经营异常名单。事实上，蛋壳为了锁定房源，在每间房上几乎没有赚钱，甚至是亏损。假定每间房租金收入 2,000 元，蛋壳要付给房东 1,500 元以上，再扣除折旧摊销费用、房源开发金和租房激励金以及装修、维修、保养、清洁等服务费用，最终已租出房间平均每月净利润将非常低，而且上述估算的数字还在逐年下降，2019 年每间房的房租差价仅 584 元（见表 1）。如果考虑空置房间，蛋壳已经在亏损的路上越走越远。唐默庆幸自己当初认真了解了蛋壳的运营模式，发现了其可能存在的潜在风险，没有投资其股票从而避免自己被“套牢”。

行业监管的违规破局

2020 年 11 月，由于线上 APP 无法成功解约，唐默直接来到北京的蛋壳公司，准备线下解约，可到了公司才发现早已人去楼空，只留下几位工作人员回答前来

咨询的租客关于解约的相关问题。唐默从蛋壳公司的工作人员处了解到了这个企业和整个行业存在的更多问题。如 2017 年 8 月，北京就早已出台监管措施，要求出租屋不得改变房屋内部的布局。但大多数长租公寓采用“N+1”模式，“N+1”模式即将房屋中面积较大的客厅、起居室改造后，作为一间房单独出租使用。蛋壳公寓为了提高盈利能力，几乎对所有的房屋进行了违规改造。为此，2018 年至 2020 年期间，蛋壳公寓受到行政处罚 100 余次。由于部分地区没有明确的规定和过于严格的处罚措施，蛋壳公寓的高层出于盈利的考虑，没有选择将风险进行规避，而是抱着侥幸心理，在监管查处时才进行拆除。

结束语

2020 年 12 月，唐默成功与蛋壳公司和微众银行解约，他搬出了蛋壳公寓。没多久他又从新闻热搜中看到有刚毕业的年轻租户因为不堪房租和还贷的重负跳楼轻生，唐默无限唏嘘，不管是维持资金链的正常运转还是担起企业应有的社会责任，蛋壳都没有尽到企业应有的责任和义务。看着蛋壳公司“起高楼”，又看着它“楼塌了”，但唐默还是觉得，随着中国疫情防控稳定，各地复工复产，年轻人向大城市汇集，长租公寓行业未来仍有发展的前景，同行业其他公司只有吸取蛋壳公司的教训，才能够持续稳定发展。

结合案例材料请回答以下问题：

- Q1. 结合案例材料分析蛋壳公寓资金断裂的深层次原因，并结合蛋壳公寓的情况对于如何预防资金链断裂给出建议。
- Q2. 蛋壳公司装修毛坯房时，已经事先和供应商签订好合同，其材料均为统一采购并配备统一的家具和用品，假设蛋壳在武汉 A 小区有 10 套毛坯房需要装修，装修工序如下表 1 所示，请用 CPM 关键路径分析方法来分析装修这些毛坯房的最短工期是多少，并作出解释。

表 1：蛋壳毛坯房装修工序表

作业	时长 (天)	前工序
A: 结构设计	1	—
B: 电路改造、管道翻新	5	A
C: 采购家具	3	A
D: 运输家具	3	C
E: 墙面、天花板翻新	6	B
F: 地板重装	5	E
G: 摆放家具	2	D、F
H: 全方位检查	1	G

Q3. 根据数据计算蛋壳公司每间房的投资回收期，并分析在什么运转情况或者运转条件下蛋壳的资金链得以保持完整不断裂？

Q4. 当出现外部环境异转问题时，蛋壳面临什么样的风险？蛋壳公寓对待风险的态度是怎样的？他可以采取的应对措施有哪些？

Q5. 类似于蛋壳公司，“蛋壳塌房”对互联网企业社会责任带来哪些启示？

附录：

图 1：蛋壳公司拥有房源数量（单位：套）

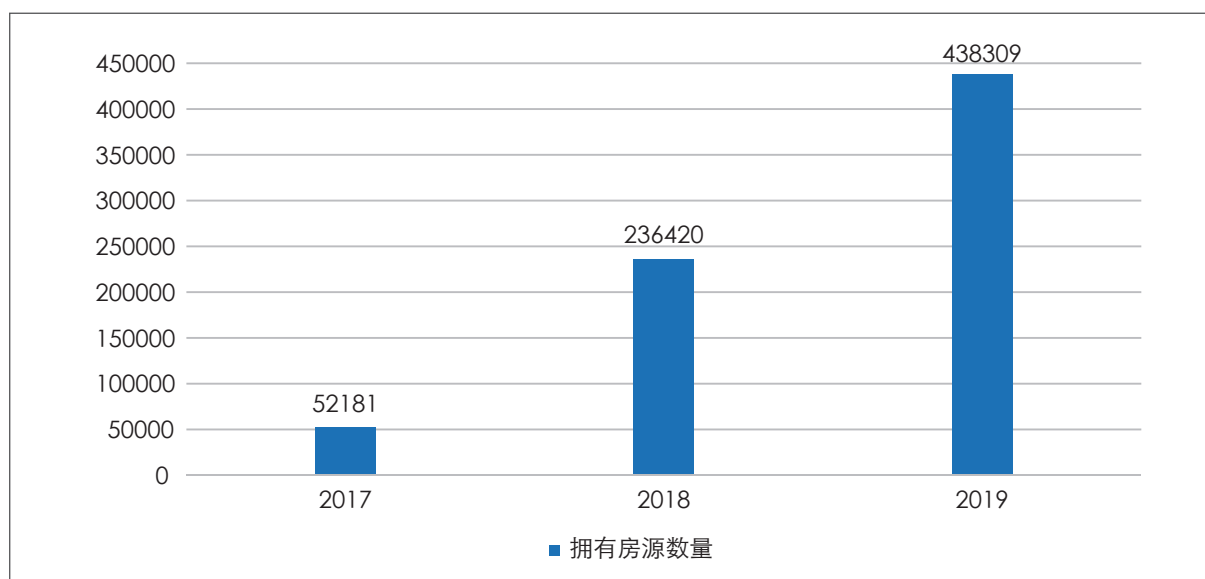


图 2：2017-2019 年蛋壳公司净亏损额及资产负债率（单位：亿元人民币）

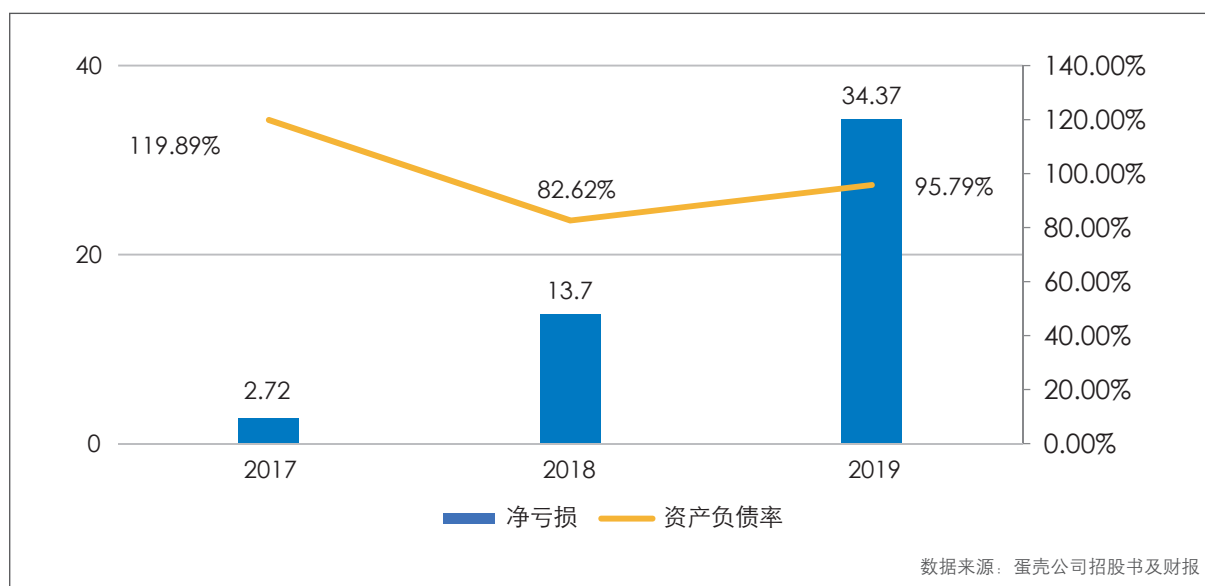


图 3：蛋壳公司租客使用租金贷比例

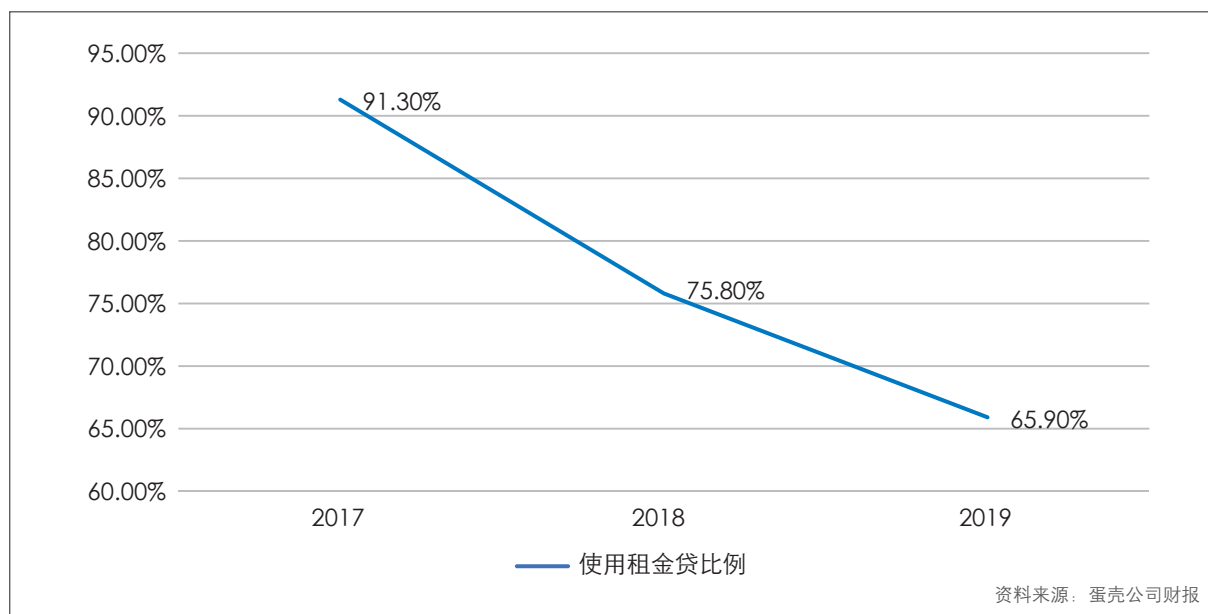


图 4：蛋壳公司的上下游价值链

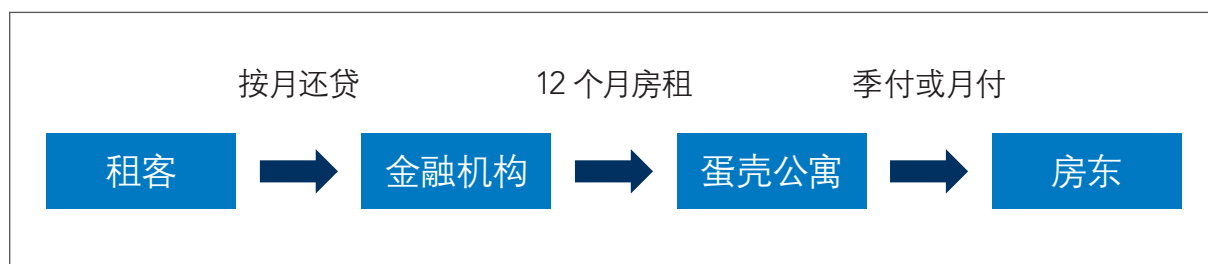


图 5：2017-2019 年租客提前终止金融方案情况（单位：亿元人民币）

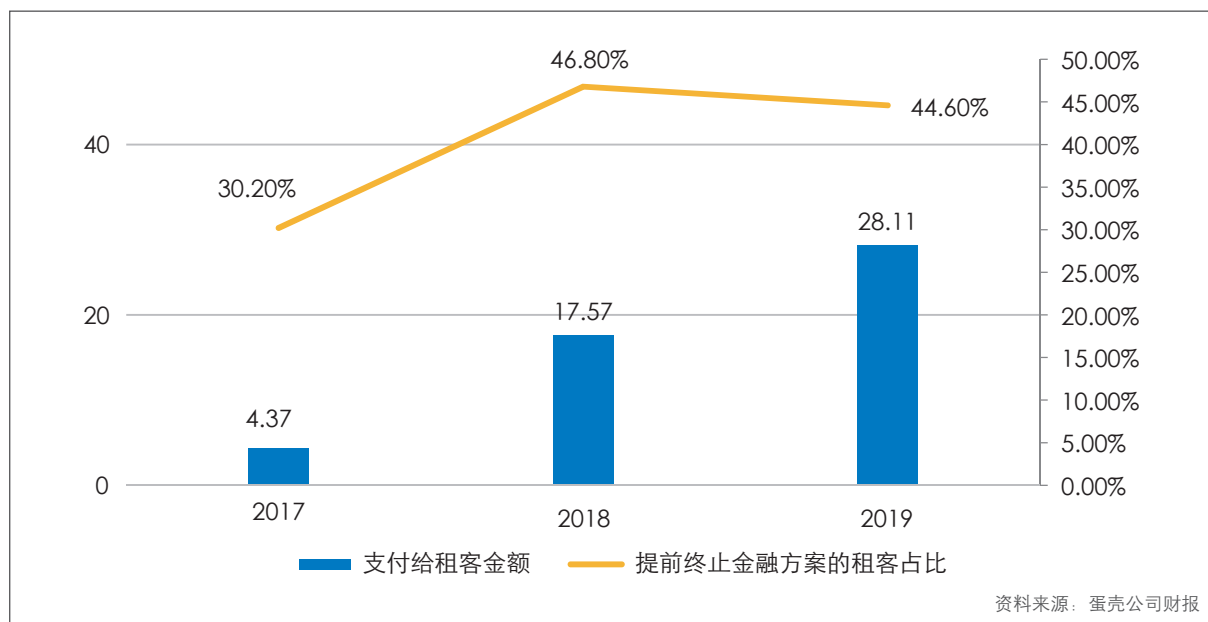


图 6：蛋壳公司入住率

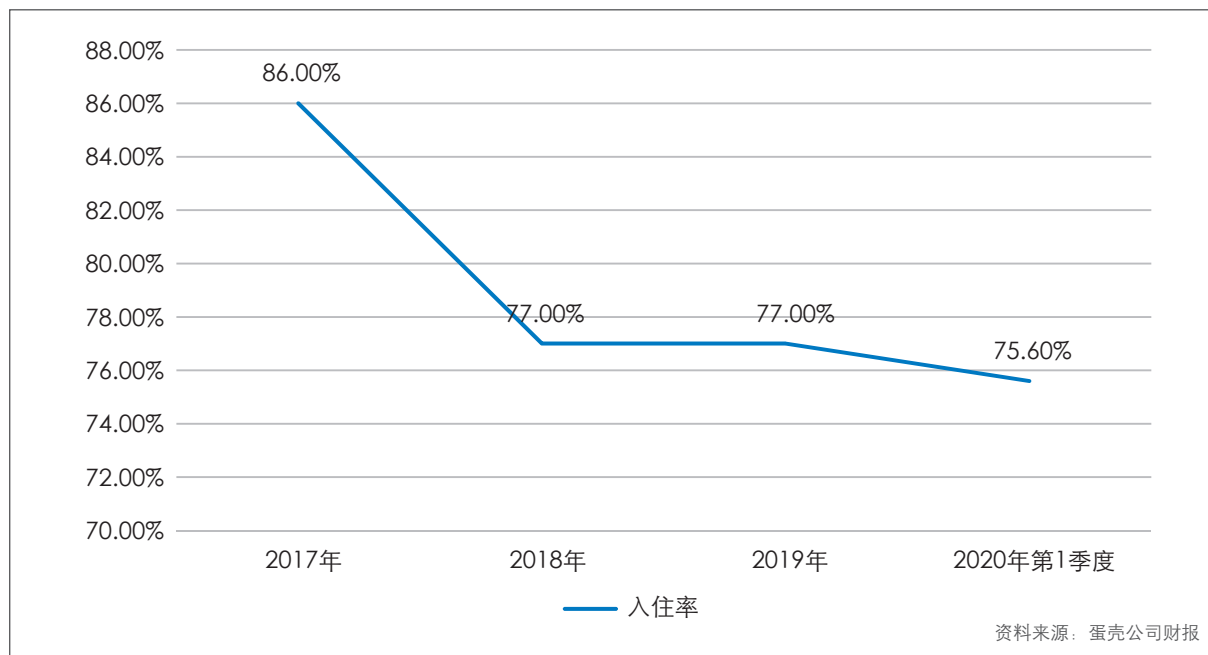


表 1：蛋壳公司房间平均收入情况（单位：人民币）

项目	2017	2018	2019
每间房间每月平均租金	2,439	2,352	2,130
每间房间每月平均租赁成本	1,718	1,637	1,546
房租差价	721	715	584

资料来源：蛋壳公寓财报

联络 IMA 中国

电话：8610-85534600 4000 462 262

邮箱：imachina@imanet.org

网址：www.imachina.org.cn



扫描二维码关注官方微信



扫描二维码关注 CMA 订阅号



扫描二维码关注官方微博



扫描二维码关注 SF 小程序



扫描二维码关注官方抖音号



有关 IMA 案例的任何问题，请扫描二维码添加微信，
或发邮件至：judy.liu@imanet.org