

2025 年 8 月

CRIC 克而瑞·研究中心

中国房地产 中报点评



首开股份：

业绩亏损收窄，毛利率改善，新增低成本融资发行印证国企信用

文/研究员 沈晓玲、易天宇

导读：2025 年上半年营业收入和毛利率与 2024 年同期相比均有明显回升。净利亏损收窄，归母净利润同比实现减亏 1.09 亿。期内发行多笔低成本融资。

【合约销售 114 亿，期内推进非住宅类资产去化】2025 年上半年，首开股份实现全口径销售金额 114 亿元，同比降低 25%。期内，首开实现销售回款达 155 亿。此外，推进商办、车位等非住宅类资产去化，实现销售额 25 亿。年初，首开股份计划签约金额 278 亿元、销售面积 155 万平方米，2025 年前 7 月首开股份已完成签约金额 121.79 亿元、签约面积 77.63 万平方米。

【存货账面价值 969 亿，力争尽快处置滞重资产】2025 年上半年首开股份的存货账面价值 969 亿元，较期初下降了 11%。首开股份表示，对于缺乏市场竞争力的住宅项目，将采取措施加速去化；对于非核心区域的空置商办等滞重资产，力争尽快处置。针对核心区位资产，则结合公司财务状况，统筹平衡利润目标与去化效率。

【营收及毛利率同比明显回升，净利润亏损有所收窄】2025 年上半年，首开股份实现营业收入 180 亿元，同比上升 105%；毛利润 22.3 亿元，同比上升 168%。毛利率为 12.39%，同比明显好转。营收规模显著增长，主要是由于期内房屋集中交付体量较大，如北京的端礼著、望京樾等项目，两个项目公司期内营业收入合计达 93 亿。与此同时，2025 年上半年首开股份的净利润为亏损 14.36 亿元，净利润虽有所亏损，但亏损幅度有所收窄，经营效率有所提升。

【获集团 15 亿元新增流动性支持，积极创新融资工具】期内，首开股份销售商品、提供劳务收到的现金为 91.39 亿，较同期提升 25.80%，公司持续努力去库存增加销售回款的成效有所显现。报告期内，公司通过归还高息债务降低融资成本等手段，实现公司利息费用总额有所降低。筹资活动产生的现金流量净额为净流出 100 亿，筹资净流出的主要原因还是公司努力去杠杆。期内，首开股份发行了多笔公司债及中期票据，借贷成本均处于较低区位。2025 年上半年，合并范围内有息债务总额为 1045.7 亿元，较期初有所下降 6%。以此计算，期末剔除预收账款后的资产负债率为 75%，净负债率为 193%，现金短债比为 0.83 倍。

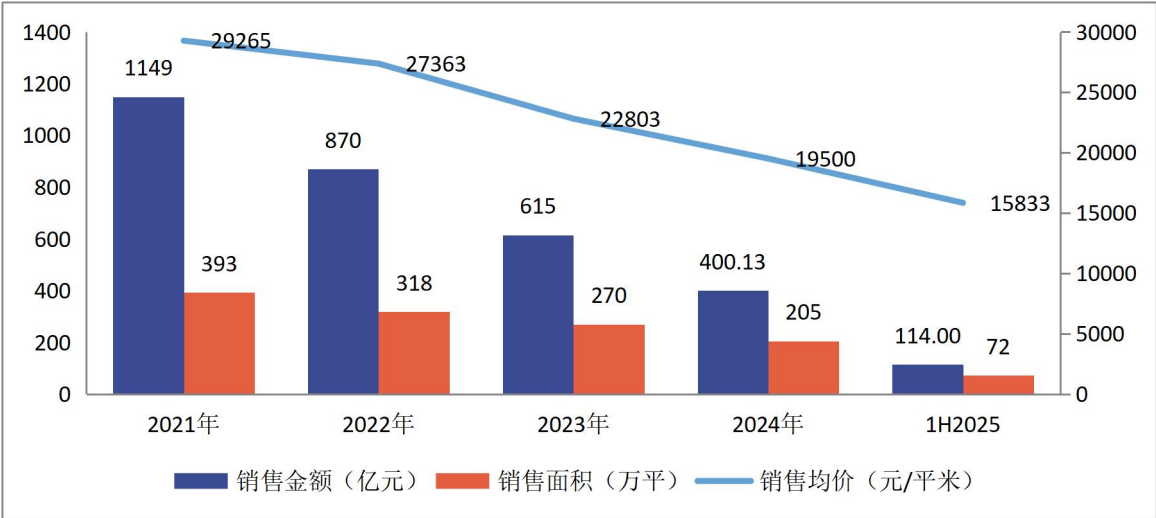
正文:

01 销售：合约销售 114 亿，期内推进非住宅类资产去化

2025 年上半年，首开股份实现全口径销售金额 114 亿元，同比降低 25%；全口径销售面积 72 万平方米，同比降低 2%；销售均价下降至 15833 元/平方米。期内，首开实现销售回款达 155 亿。此外，首开股份还推进商办、车位等非住宅类资产去化，实现销售额 25 亿。

年初，首开股份计划签约金额 278 亿元、销售面积 155 万平方米，2025 年前 7 月首开股份已完成签约金额 121.79 亿元、签约面积 77.63 万平方米，占年度目标的 44%及 50%。

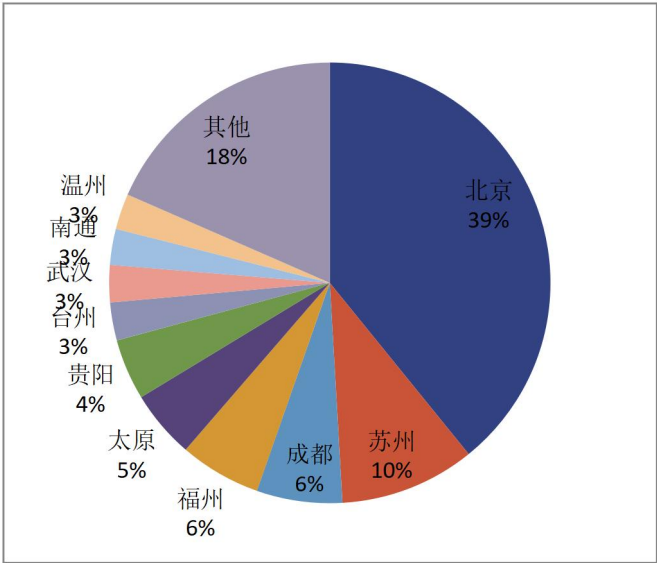
图：历年首开股份销售及同比变动情况



数据来源：CRIC、企业年报

按各城市的销售面积来看，首开股份于北京的销售面积达 28.2 万平米，占总量的 39%，较去年同期下降 21%；此外苏州的销售面积达 7.2 万平米，占比 10%。此外，首开股份于成都、福州、太原、贵阳等城的销售面积在 3 至 4 万平方米左右。

图：2025 年上半年首开股份按城市分销售面积结构



数据来源：CRIC、企业年报

02 投资：存货账面价值 969 亿，力争尽快处置滞重资产

2025 年上半年，首开股份拟售、在售主要项目（含自持）148 个，其中当期在建面积约 680 万平方米。京内主要项目 69 个，总规模约 1560 万平方米；京外片区主要项目 79 个，总建筑面积约 2740 万平方米。

从合并范围内的存货来看，2025 年上半年首开股份的存货账面价值 969 亿元，较期初下降了 11%；但从存货的结构来看，开发产品的账面余额较期初上升 3%，占比从期初的 33% 上升至 39%。

表：历年首开股份合并范围存货结构情况

项目	2023 年		2024 年		1H2025	
	账面余额	存货跌价准备	账面余额	存货跌价准备	账面余额	存货跌价准备
开发成本	951.12	12.00	761.98	12.16	613.64	12.16
开发产品	342.11	20.89	379.74	36.89	392.38	24.53
其他商品及耗材	0.06	0	0.05	0	0.05	0

数据来源：CRIC、企业年报

首开股份与年报中表示，对于缺乏市场竞争力的住宅项目，将采取措施加速去化；对于非核心区域的空置商办等滞重资产，力争尽快处置。针对核心区位资产，则结合公司财务状况，统筹平衡利润目标与去化效率。与此同时，公司将加强对合作方“或有风险”的前瞻性管控，构建跨部门联动机制，审慎研判风险性质及潜在影响，力争将潜在风险控制在合理区间内。

表：2025 年上半年首开股份开发产品中存货跌价准备较高的项目（亿元）

项目名称	竣工时间	期末数	期末跌价准备
首开紫樾花园	2023 年	10.75	3.24
盈瑞家园	2023 年	26.98	2.67
和锦薇棠	2021 年	13.72	1.97
安澜如院	2024 年	4.50	1.86
云洲郡（B/C）	2024 年	11.66	1.68
九珑岸	2022 年	2.80	1.64
贵阳紫郡	2023 年	14.19	1.18
晟品景园	2020 年	4.45	1.04

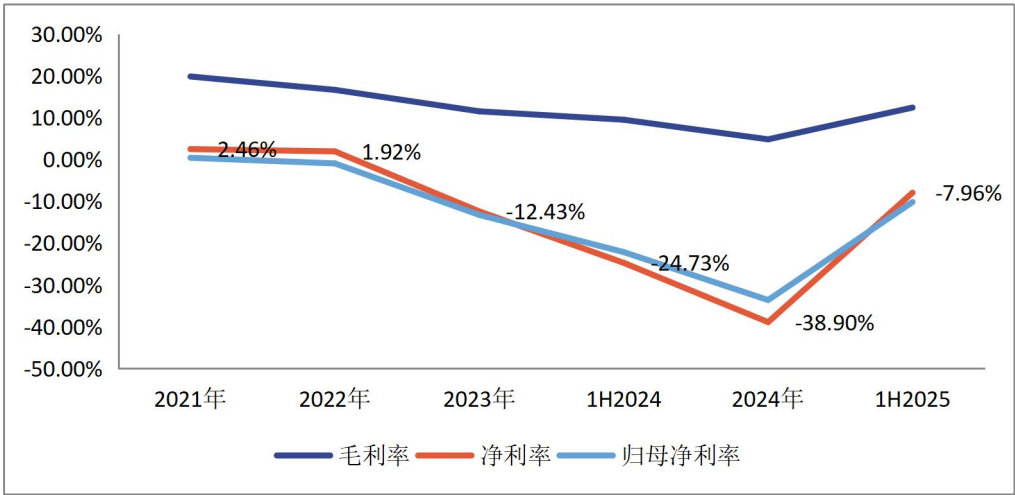
数据来源：CRIC、企业年报

03 盈利：营收及毛利率改善，净利润亏损有所收窄

2025 年上半年，首开股份实现营业收入 180 亿元，同比上升 105%；毛利润 22.3 亿元，同比上升 168%。毛利率为 12.39%，较期初上升了 7.6 个百分点。营收规模及毛利率有显著增长，主要是由于期内房屋集中交付体量较大，如北京的端礼著、望京樾等项目，两个项目公司期内营业收入合计达 93 亿。而这两个项目为公司在 2021 年后陆续取得的项目，毛利率有明显改善。

与此同时，2025 年上半年首开股份的净利润为亏损 14.36 亿元，净利率为负 7.96%，较 2024 年已有所收窄。

图：历年首开股份利润及盈利指标（亿元）



数据来源：CRIC、企业年报

04 负债：获集团 15 亿元新增流动性支持，积极创新融资工具

2025 年上半年，首开股份顺利完成期内全部债务行权及到期偿付，上半年偿还银行贷款 66.2 亿元，完成债券融资接续 150.5 亿元，并获首开集团 15 亿元新增流动性支持。期内，首开股份发行了多笔公司债及中期票据，借贷成本均处于较低区位。

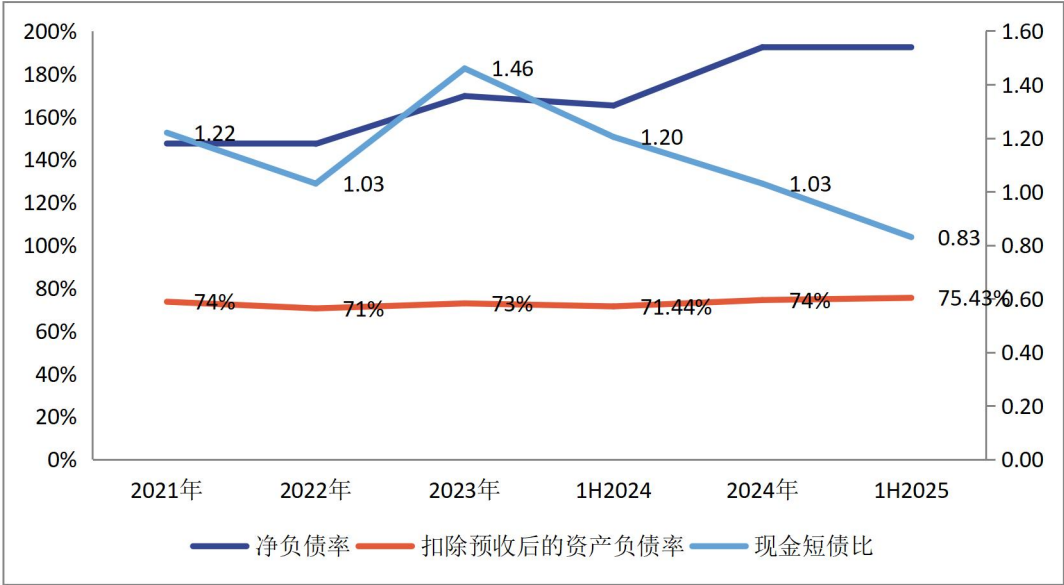
融资端的突破，成为首开股份稳健前行的重要支撑。2025 年 6 月 16 日，首开股份顺利完成 2025 年度第一期规模 19.31 亿元的 CMBN 项目发行。2025 年 7 月，首开股份再次先后成功发行中票及公司债。7 月 3 日 2025 年度第四期中期票据 10 亿元，其中 2+2 年期品种发行规模 5 亿元，票面利率 2.77%；3+2 年期品种发行规模 5 亿元，票面利率 2.99%，后者为首开股份 2025 年以来 3+2 年期品种票面利率首次破 3%，降本增效成效量化可见。随后，首开股份在资本市场再传积极信号，成功完成私募公司债券“25 首股 03”（债券代码：259163.SH）的簿记建档。本期债券发行规模达 12 亿元，采用 2+2+2 年期的灵活期限结构，最终票面利率锁定在 2.79%。

在当前房地产市场复苏进程中，首开股份作为国有房企，其国企属性所赋予的信用优势愈发突出。此次公司以显著低于市场水平的利率成功发行中票及私募债，且获资金积极认购，凸显出公司即便在复苏阶段，仍能保持持续稳定的低利率融资能力。这为公司后续有效压降财务费用提供了支撑。

期内，首开股份销售商品、提供劳务收到的现金为 91.39 亿，较同期提升 25.80%，公司持续努力去库存增加销售回款的成效有所显现。报告期内，公司通过归还高息债务降低融资成本等手段，实现公司利息费用总额有所降低。筹资活动产生的现金流量净额为净流出 100 亿，筹资净流出的主要原因还是公司努力去杠杆。期末，合并范围内有息债务总额为 1045.7 亿元，较期初略有下降 6%。以此计算，期末剔除预收账款后的资产负债率为 75%，净负债率为 193%，现金短债比为 0.83 倍。

首开股份年报中表示，“公司将统筹提升资产周转与效益，积极创新融资工具与模式、提高资金利用效率、强化全员资金成本意识，在稳固与授信银行良好合作的基础上，积极拓展与各类投资机构的战略合作，确保公司现金流的持续稳健与安全。”公司在报告期内继续保持国内企业最高信用评级——AAA 级主体信用评级。

图：历年首开股份负债指标及偿债能力



数据来源：企业业绩公告、CRIC

05 多元化：物业经营有序推进，积极探索创新业务

除了地产开发主业外，首开股份也有序推进物业经营板块的发展和优化。上半年，首开股份进一步强化物业经营专业化管理，新设统一“商管平台”，推行总部赋能式管理架构，实现跨区域招商资源统筹。持续优化在营商场业态品牌，昌平首开 Long 街“两周年庆”活动总客流超 12 万人次，两日销售额突破 600 万元；首开通州万象汇运营保持稳定；6 家核心地标商场整体出租率达到 95%。此外，酒店经营业务也是首开股份持有型物业经营的重要组成部分。目前，首开股份在全国范围内管理和运营酒店 9 家，管理面积约 24.52 万平方米。

期末，首开股份实现物业租赁面积 173 万平方米，物业经营管理收入 11.7 亿元，酒店客房销售数量 15.7 万间·天。期内，首开股份的酒店物业经营等结算收入 3.96 亿元、结算成本 3.65 亿元。

同时，首开股份近年来也在城市更新、长租公寓、养老与文创等领域持续探索。

在长租领域，首开股份拥有“首开乐尚”长租公寓自有品牌，长租公寓主要分布于北京、杭州、福州三地，现开业达到 11 家，上市房源近 7000 套。期内，出租率达到 93%。

在养老板块，重点项目工程节点实现突破——北京顺义区十號国际养老社区已顺利进入精装修阶段，各项运营筹备工作正稳步推进。与此同时，首开股份旗下“首开寸草”养老品牌影响力持续扩大，目前在北京各城区已布局 9 家养老院。

附表：2023-2025 年中期企业财务指标

	财务指标	2023	2024	1H2024	1H2025	同比/百分点变动
规模	营业收入（亿元）	477.63	242.13	87.92	180.39	105%
	物业销售营业收入（亿元）	466.87	231.87	82.96	175.78	112%
	归母净利润（亿元）	-63.39	-81.41	-19.48	-18.39	-6%
	核心归母净利润（亿元）	-67.61	-81.74	-21.75	-18.76	-14%
	总资产（亿元）	2532.27	2298.69	2414.08	2088.87	-13%
	净资产（亿元）	598.55	510.62	602.71	462.96	-23%
盈利及运营	毛利率	11.49%	4.80%	9.48%	12.39%	2.91 pts
	净利率	-12.43%	-38.90%	-24.73%	-7.96%	16.77 pts
	归母净利率	-13.27%	-33.62%	-22.16%	-10.19%	11.96 pts
	核心归母净利率	-14.16%	-33.76%	-24.74%	-10.40%	14.34 pts
	每股基本收益（元/股）	-2.52	-3.24	-0.80	-0.75	-5%
	营销及管理费用率	3.84%	5.10%	1.24%	7.34%	6.09 pts
现金及偿债能力指标	现金（亿元）	229.49	188.37	144.19	154.18	-18%
	短期负债（亿元）	150.89	144.20	119.74	185.71	55%
	现金短债比	1.46	1.03	1.20	0.83	-31%
	长短期债务比	6.81	6.59	8.52	4.63	-46%
	净负债率（永续债作为权益）	169.62%	192.40%	165.18%	192.57%	27.4 pts
	净负债率（永续债作为负债）	175.80%	199.58%	182.82%	218.43%	35.61 pts
	平均融资成本	4.26%	3.78%	4.25%	3.95%	-0.3 pts
	扣除预收后的资产负债率	72.84%	74.40%	71.44%	75.43%	3.99 pts
资本效率指标	股东权益回报率	-25.59%	-46.13%	-9.37%	-14.59%	-5.22 pts
	净资产收益率（ROE）	-9.36%	-16.98%	-3.62%	-2.95%	0.67 pts
	资产收益率（ROA）	-2.23%	-3.90%	-0.88%	-0.65%	0.22 pts
	资产杠杆率	423.06%	450.17%	400.54%	451.20%	50.67 pts

注：核心归母净利润做更新，表内统一按照年报披露的“归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润”取值，同样核心归母净利率做更新

销管费用率=（销售费用+管理费用）/报告期内操盘销售金额

现金短债比=现金/短期有息负债；

净负债率=（总有息负债-现金）/净资产；

扣除预收账款后的资产负债率=（总负债-预收账款-合同负债）/（资产-预收账款-合同负债）

股东权益回报率=归母净利润/平均归属于母公司股东权益×100%；

净资产收益率（ROE）采用年报企业披露值；

资产收益率（ROA）=净利润/平均资产总额×100%；

资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。