

北京首都开发股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3594号

联合资信评估股份有限公司通过对北京首都开发股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京首都开发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 首股 01”“22 首股 01”“22 首股 02”“22 首股 03”和“22 首股 04”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年七月二十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受北京首都开发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



北京首都开发股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
北京首都开发股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/23
21 首股 01/22 首股 01/22 首股 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 首股 03/22 首股 04			

评级观点

跟踪期内，北京首都开发股份有限公司（以下简称“公司”）作为北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”）房地产业务主要运营主体，业务区域集中于北京地区，首开集团在资金及担保等方面对其支持力度大。经营方面，2025 年，公司延续以销定产、控规模、优先去化存量的稳健开发策略，整体开发节奏继续放缓，期末剩余可售资源较充足。北京仍为公司项目储备和销售的主力城市，但部分北京非核心区域、弱二线城市及三四线城市项目也存在去化压力。受益于高毛利率项目集中交付，公司营业总收入及综合毛利率均同比大幅提升，但全年签约销售规模和均价同比均大幅下降，“以价换量”策略下销售规模与盈利质量呈现分化，存量货值中京外占比约 40%，需对未来公司项目去库存进度与实际销售表现保持关注。财务方面，2025 年底公司资产负债表继续收缩。合作开发形成的其他应收款及长期股权投资规模仍较大，其他应收款中账龄 3 年以上的款项占比 79.61%，部分合作方已出险，面临回收及减值风险。公司持续压降有息债务并优化融资成本，但整体债务负担依然较重，且 2026 年面临较大规模债券到期及行权压力。受资产减值损失计提及合作项目投资亏损拖累，2025 年，公司亏损额虽同比收窄，但仍超过净资产的 10%，连续两年亏损，累计侵蚀未分配利润至 -94.00 亿元，归属于母公司所有者权益由上年底的 135.72 亿元下降至 99.11 亿元，权益结构稳定性弱化。公司作为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）旗下重点企业首开集团的核心上市平台，首开集团为非经营性资产管理处置和城市有机更新平台，在首都住房建设与城市更新领域具备重要战略地位，股东首开集团统筹土地一级整理，公司与股东业务协同优势显著。依托首开集团的资源赋能与持续外部支持，公司融资与业务协同具备稳固保障，以及实际控制人北京市国资委在公司极端情况下可能提供的保障和支持，实际偿债能力极强。综合评估，公司信用风险极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

房地产行业仍处于筑底阶段，公司现房销售占比上升，部分滞重库存仍将持续面临去化压力及减值风险，未来公司销售规模及盈利修复仍具不确定性。但公司作为深耕北京区域的市属龙头房企，区域竞争优势显著，且股东支持力度大，有望持续保障公司融资渠道畅通与流动性安全。整体看，公司对债务的偿还能力预计将维持很强水平，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司控股股东对公司支持意愿或力度减弱；公司经营获现能力下滑；公司偿债压力显著加大。

优势

- **股东在资金及担保等方面给予公司大力支持。**公司作为首开集团房地产业务主要运营主体，在首开集团业务体系中具有重要战略地位，是首都住房建设与城市更新领域重要的国有上市房企。首开集团统筹获取土地一级整理项目，公司可依托一二级联动机制承接二级开发业务，充分发挥内部业务协同优势。跟踪期内，首开集团通过资金拆借、融资担保等方式持续为公司提供支持；截至 2025 年底，首开集团提供的资金拆借余额总规模超过 70 亿元；首开集团对公司提供担保金额 57.46 亿元。
- **在北京仍具备较强竞争优势。**截至 2025 年底，公司剩余可售面积较充足，其中北京为公司投资及销售的主力城市，在 2025 年克而瑞北京房企销售排名中，公司全口径及权益口径销售金额分别排名第 12 名和第 19 名，全口径销售面积排名第 4 名，在北京仍具备较强竞争优势。

- **融资渠道保持畅通，且融资成本继续优化。**公司在资本市场融资仍储备一定额度，融资渠道畅通；2025 年，公司平均融资成本为 3.54%，较年初下降 24 个 bp，融资成本继续优化。

关注

- **公司面临去化压力，未来销售规模存在下降风险。**2025 年公司采取“以价换量”方式对存量项目进行去化，但部分北京非核心区域、弱二线城市及三四线城市项目存在去化压力。考虑到公司近年来开发节奏保持收缩，新开工与竣工规模回落，且房地产市场实质企稳有待时间，公司未来销售规模存在下降风险。
- **债务负担较重，资本结构有待改善。**截至 2025 年底，公司全部债务资本化比率 69.81%，所有者权益中少数股东权益占 76.76%，债务负担较重，权益规模连续下降、权益稳定性较弱。
- **公司延续大额亏损，资产减值损失对利润仍有侵蚀可能。**受资产减值损失挤压利润以及合作项目投资收益持续亏损影响，2025 年，公司延续大额亏损，合并口径未分配利润亏损规模已超股本 3 倍，归属于母公司股东的净利润-66.25 亿元；公司面临的盈利压力较大，后续仍需关注公司减亏扭亏进展。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	4
财务风险	F4	盈利能力		6
		资本结构		3
		偿债能力		3
指示评级				a ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：股东支持				+6
模型级别				AAA

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《房地产开发经营企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

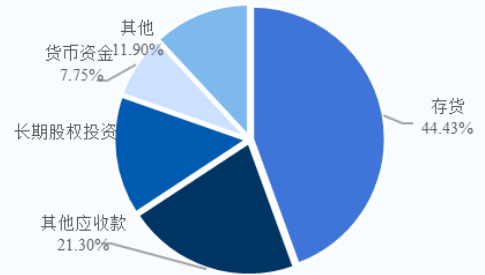
主要财务数据

合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	188.37	151.01	124.25
资产总额（亿元）	2298.69	1947.92	1886.68
所有者权益（亿元）	510.63	426.53	399.51
短期债务（亿元）	156.40	209.99	203.16
长期债务（亿元）	945.94	776.40	790.33
全部债务（亿元）	1102.34	986.39	993.49
营业总收入（亿元）	242.13	300.97	49.22
利润总额（亿元）	-89.92	-62.40	-8.74
EBITDA（亿元）	-47.89	-21.78	--
经营性净现金流（亿元）	73.82	78.82	6.72
营业利润率（%）	4.01	10.07	4.36
总资产报酬率（%）	-2.35	-1.41	--
资产负债率（%）	77.79	78.10	78.82
调整后资产负债率（%）	74.72	76.39	77.36
全部债务资本化比率（%）	68.34	69.81	71.32
流动比率（%）	231.10	222.07	234.34
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.79	0.52	--
现金短期债务比（倍）	1.20	0.72	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.33	-0.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	-23.02	-45.29	--

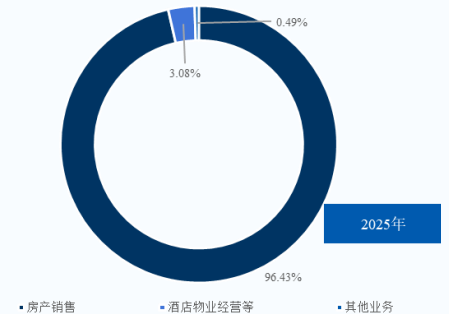
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1498.32	1447.86	1411.08
所有者权益（亿元）	183.15	184.58	159.88
全部债务（亿元）	769.98	814.52	803.91
营业总收入（亿元）	2.14	1.85	0.21
利润总额（亿元）	-22.28	-26.37	-6.89
资产负债率（%）	87.78	87.25	88.67
全部债务资本化比率（%）	80.78	81.53	83.41
流动比率（%）	119.20	106.04	104.00
经营现金流动负债比（%）	10.49	-2.08	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2024 年财务数据采用 2025 年审计报告的期初数/上年数；4. 2024 年底、2025 年底和 2026 年 3 月末公司合并口径中其他应付款、长期应付款的计息

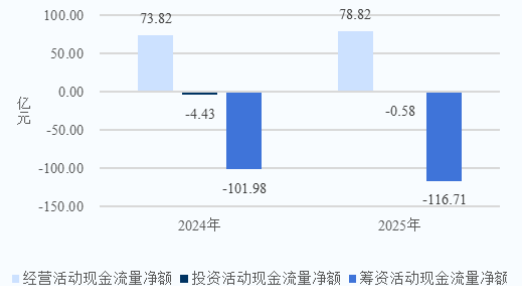
2025 年底公司资产构成



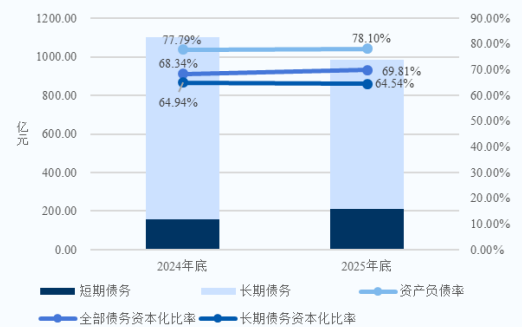
2025 年公司收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年底公司债务情况



部分已分别调整至短期、长期债务中，2024 年底和 2025 年底公司一年内到期的非流动负债中不计息部分已剔除；5. “--”表示计算无意义的数字
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
21 首股 01	34.20 亿元	34.20 亿元	2026/08/18	赎回选择权、票面利率调整选择权和投资者回售选择权
22 首股 01	23.20 亿元	23.20 亿元	2027/04/21	赎回选择权、经营维持承诺、票面利率调整选择权和投资者回售选择权
22 首股 02	20.00 亿元	5.85 亿元	2027/05/13	赎回选择权、经营维持承诺、票面利率调整选择权和投资者回售选择权
22 首股 03	16.80 亿元	16.80 亿元	2027/06/15	赎回选择权、经营维持承诺、票面利率调整选择权和投资者回售选择权
22 首股 04	22.00 亿元	14.99 亿元	2027/09/05	赎回选择权、经营维持承诺、票面利率调整选择权和投资者回售选择权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 首股 01 22 首股 01 22 首股 02 22 首股 03 22 首股 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/23	朱一汀 卢 瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 首股 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/04	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205） 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202205	阅读全文
22 首股 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/05/27	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
22 首股 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/04/28			阅读全文
22 首股 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/01/19			阅读全文
21 首股 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/05/31			阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李林洁 lilj@lhratings.com

项目组成员：蒋 旭 jiangxu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京首都开发股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1993 年 12 月 29 日。2001 年 1 月 15 日，公司在上海证券交易所挂牌上市（证券代码：600376.SH，证券简称：“天鸿宝业”，后更名为“首开股份”）。截至 2026 年 3 月末，公司股本 25.80 亿元，北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”）直接和间接持有公司 52.66% 股份，为公司控股股东；公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。同期末，控股股东首开集团持有公司的股份无质押。

公司主要从事房地产开发销售和酒店物业经营等，按照联合资信行业分类标准划分为房地产开发经营行业。

截至 2026 年 3 月末，公司本部内设战略管理部、资产管理部、营销管理部、投资管理部、商业管理部、财务管理部、审计部等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 1947.92 亿元，所有者权益 426.53 亿元（含少数股东权益 327.42 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 300.97 亿元，利润总额-62.40 亿元。

截至 2026 年 3 月末，公司合并资产总额 1886.68 亿元，所有者权益 399.51 亿元（含少数股东权益 325.77 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 49.22 亿元，利润总额-8.74 亿元。

公司注册地址：北京市东城区安定门外大街 189 号一层 103B；法定代表人：赵龙节（代）。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 6 月 2 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2026 年 6 月 2 日公司由联合资信评级的存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期日期	期限
21 首股 01	34.20	34.20	2021/08/18	2026/08/18	5（3+2）年
22 首股 01	23.20	23.20	2022/04/21	2027/04/21	5（3+2）年
22 首股 02	20.00	5.85	2022/05/13	2027/05/13	5（3+2）年
22 首股 03	16.80	16.80	2022/06/15	2027/06/15	5（3+2）年
22 首股 04	22.00	14.99	2022/09/05	2027/09/05	5（3+2）年
合计	116.20	95.04	--	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》](#)。

五、行业分析

2025年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望2026年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026年房地产行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

2 竞争实力

公司为北京大型国有上市房企，品牌知名度较高，开发经验丰富，在北京区域积累的竞争优势较强。截至2025年底，公司北京剩余可售货值较大，京外项目分布较为分散，部分存量项目面临去化压力，且随着房地产市场底部运行的持续，公司项目仍存在减值风险。

公司作为北京最早从事房地产行业的大型国有上市企业，以“首开地产”为品牌的知名度较高。公司在2025年克而瑞中国房地产企业销售榜TOP200中，全口径销售排名第44位；在2025年克而瑞北京房企销售排名中，全口径及权益口径销售金额分别排名第12名和第19名，全口径销售面积排名第4名，在北京区域的销售排名虽较上年出现下降，但仍具有较强竞争优势。

公司在立足北京的同时逐步拓展至辽宁、江苏、浙江、福建、华南、华中、川渝等大区；截至2025年底，公司已布局全国30余座城市。从土地获取方式来看，公司主要通过参与招拍挂方式获取土地，合作开发项目较多；住宅产品线涵盖刚需、刚改及改善不同层次需求，并持有一定规模的商业物业资产。公司曾与出险房企下属项目公司开展合作，通过股权抵债、司法拍卖等方式收回项目控制权，现阶段无新增资金投放，但历史合作形成的应收款项账龄偏长，资产回收存在不确定性，相关风险仍需持续关注。受近年来房地产市场变化及公司自身战略调整等，2022年以来公司保持谨慎拿地，主要投资北京及京外热点二线城市的核心区域；2025年底，公司全口径剩余可售面积合计929.43万平方米，其中北京为公司投资及销售的核心区域，剩余可售货值较大，京外项目分布较为分散，京外货值约占总可售货值的40%。为保证在目前市场环境下实现相对快速的去化，2022年以来公司新增土地储备以住宅业态为主，但部分存量项目位于北京非核心区域、弱二线城市及三四线城市（包括葫芦岛和绵阳等）项目面临去化压力。考虑到公司部分存量项目开发周期较长，随着房地产市场底部运行的持续，公司项目仍存在减值风险。

3 信用记录

公司本部及公开市场信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 5 月 7 日，公司本部未结清和已结清信贷中无关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2026 年 7 月 23 日，联合资信未发现公司本部在国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录；2023 年 7 月，收到中国证监会下发的《立案告知书》，因业绩预告披露不准确且未更正、定期报告的财务数据披露不准确，公司及有关责任人受到上海证券交易所通报批评；2023 年 11 月 30 日，因财务数据实际的归母与预告数据差异超 50%，且未披露业绩预告更正，公司受到北京证监局行政处罚。

（二）管理水平

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动，暂未对公司的日常经营、治理结构及债务偿还能力产生重大不利影响。

2026 年 1 月，原总经理赵龙节调任公司党委书记，续任董事等职务，同时聘任李捷接任总经理。

李捷先生，汉族，1970 年 9 月出生，大学本科学历。2010 年 9 月至 2021 年 8 月，任北京首开仁信置业有限公司董事长、总经理；2021 年 5 月加入公司，历任副总经理、常务副总经理；2025 年 9 月起任公司董事；2026 年 1 月起任公司总经理，不再担任常务副总经理职务。

2026 年 6 月 11 日，李岩先生辞去公司法定代表人、董事长、董事及董事会专门委员会相关职务，辞任后不再担任公司及控股子公司任何职务。在董事长空缺期间，董事会同意推举董事、党委书记赵龙节先生代行公司董事长、法定代表人职责，并授权其代表公司签署相关文件，代理期限至公司董事会选举产生新任董事长之日止。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，受益于房屋集中交付项目体量扩大、交付项目毛利率较高，公司营业总收入及综合毛利率均同比大幅提升。考虑到公司近年来拿地规模较小，销售规模持续下降，未来结转收入规模存在下降风险，房地产项目盈利承压。

公司房产销售板块为核心收入来源。2025 年，公司房屋集中交付项目体量同比增加，结转收入规模显著扩大，带动营业总收入同比大幅增长，其中北京地区收入增幅显著；公司酒店物业经营收入同比小幅增长，规模占比较小，对整体收入影响有限。

2025 年，公司综合毛利率同比大幅提升，房产销售业务毛利率由 4.56% 提升至 13.60%，主要系当期交付项目毛利率较高所致；酒店物业经营等业务毛利率同步改善。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 49.22 亿元，同比增长 26.65%，综合毛利率同比变化不大。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	231.87	95.76	4.56	290.22	96.43	13.60	46.33	94.14	5.89
酒店物业经营等	8.54	3.53	8.45	9.28	3.08	10.60	2.01	4.09	17.74
其他业务	1.72	0.71	18.45	1.47	0.49	34.13	0.87	1.76	86.24
合计	242.13	100.00	4.80	300.97	100.00	13.61	49.22	100.00	7.79

注：公司其他业务包括技术服务费、代建管理费、停车场收入等
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司继续保持审慎拿地策略，土地储备新增规模有限；剩余可售资源整体充足，但结构分化明显，京外部分弱线城市项目去化压力持续存在。

2025 年，公司延续审慎投资风格，年内新增土地储备聚焦北京核心区域，整体规模不大；受区位差异的影响，公司新增土地

储备楼面均价同比大幅提升，主要系公司当期获取的北京市朝阳区呼家楼南里项目位于北京核心地段所致¹。2026 年一季度，公司未获取土地储备。

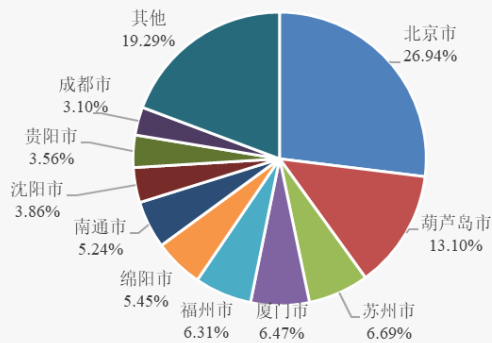
2025 年底，公司全口径剩余可售面积合计 929.43 万平方米（2025 年 3 月底为 1182.09 万平方米），可售资源整体较为充足，但区域分布呈现明显分化，按可售面积统计，京外项目合计占比约 70%，若按货值口径测算，京外货值占比约 40%，北京单项目销售单价更高，仍是存量货值核心承载区域，呈现“北京占比下降、京外弱线城市货值占比抬升”的特征。随着房地产市场持续处于底部运行阶段，存量项目去化周期或将进一步拉长，部分北京非核心区域、弱二线及三四线城市项目（包括葫芦岛、绵阳等）去化压力持续存在。同时，公司京外项目布局城市较为分散，对后续运营管理形成一定压力。

图表 3 • 2024 年和 2025 年公司土地储备获取情况

年份	区域	新增项目涉及城市 and 个数	计容建筑面积（万平方米）	成交地 价（亿 元）	楼面地价（万 元/平方米）
2024 年	京内	北京（1 个）	18.41	4.88	0.27
	京外	成都（1 个）	4.79	7.23	1.51
2025 年	京内	北京（1 个）	0.76	4.46	5.88
	京外	--	--	--	--

注：1. 新增项目不包括一级开发项目，数据口径为并表口径；2. 2024 年、2025 年新增地块的出让金均已支付完成；3. 新增土地储备楼面均价=拿地支出/新增土地储备计容建筑面积
资料来源：联合资信根据公司年报及提供资料整理

图表 4 • 截至 2025 年底公司剩余可售面积分布情况



注：其他包括武汉、佛山、天津、大连、温州、广州、无锡等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

受行业环境及自身稳健经营策略影响，2025 年公司房地产板块整体开发节奏继续放缓，新开工与竣工规模同步回落；公司未开工项目将继续“以销定产”，控制开发节奏及资金支出。

项目开发方面，2025 年，房地产市场持续调整，公司采取以销定产、控规模、优先去化存量的稳健开发策略，开发与拿地节奏放缓；同期，公司地产板块新开工面积同比明显下降，竣工规模回落。2026 年一季度，公司无新开工项目，竣工面积规模不大。

图表 5 • 公司项目开发情况（单位：万平方米）

对比指标	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
新开工面积	49.47	31.26	--
房屋竣工面积	354.22	245.25	70.67

注：统计口径为全口径
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

分业务板块看，2025 年，公司商品房板块新开工面积和竣工面积同比均大幅下降，拉低地产整体开发规模。商业地产板块业务体量偏小，2025 年无新开工项目，竣工规模同比下降，波动影响有限；保障房板块阶段性推进，新开工和竣工规模均有所增长，仅部分对冲了整体开发规模的下降压力，未改变整体开发节奏收缩趋势。

图表 6 • 各板块开发情况（单位：万平方米）

板块	项目	2024 年	2025 年
商品房	新开工面积	46.22	21.94
	竣工面积	279.99	193.68
商业地产	新开工面积	--	--
	竣工面积	59.85	20.13
保障房	新开工面积	4.15	9.32
	竣工面积	21.38	38.32

注：部分项目属于商住混合型，统一归集至商品房进行统计，商业地产为纯商业地产项目
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

¹ 该项目品质较好，目前处于储客阶段，尚未正式开盘，参考周边同类项目售价，项目盈利测算表现尚可，但项目楼面成本偏高，未来开盘去化节奏、市场定价存在一定不确定性，后续需关注项目推盘及销售回款情况。

截至 2025 年底，公司全口径主要在建地产项目总投资 1449.88 亿元，已完成投资 1025.16 亿元，2026–2028 年计划投资 129.14 亿元；同期末，公司未开工项目将继续“以销定产”，控制开发节奏及资金支出。此外，公司非并表合作项目较多（2025 年底开发项目 148 个，其中非并表项目 64 个），合作开发过程中可能存在的风险需保持关注。

受房地产行业底部运行影响，2025 年，公司沿用住宅“以价换量”方式对存量项目进行营销，在签约销售均价、签约销售面积和签约销售金额方面均同比下降，连续两年持续走低。北京仍是主力销售城市，但部分低能级城市项目销售表现偏弱，存在销售及土储错配的情况，2026 年销售情况需保持关注。

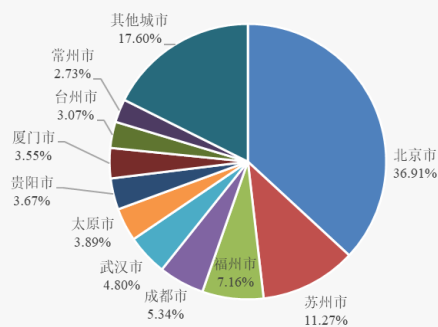
从区域分布来看，2025 年公司前十大城市销售面积占比为 82.40%，占比有所提升，北京仍是公司核心销售市场，销售金额贡献占比超 50%，是支撑公司销售的关键区域；苏州、福州、成都、武汉等城市销售占比也相对较高，合计贡献了近三成的销售面积。但部分弱线城市项目销售表现偏弱，葫芦岛、绵阳、桂林等城市签约销售面积及金额均处于低位，与较高的未售面积占比形成错配，弱线城市项目去化难度较大，区域结构不均衡问题持续存在。受区域分化、项目推盘节奏放缓等因素影响，2025 年公司销售规模同比均有所下降，全年结转各类房地产项目面积 113.91 万平方米，同比减少 18.23%，主要系高货值存量项目（首开金茂望京樾、端礼著）集中交付，毛利率偏高所致；公司共实现签约面积 125.72 万平方米，同比减少 38.73%；签约金额 178.45 亿元，同比减少 55.40%。2026 年，公司仍将“去库存”作为重点，项目去库存进度与实际销售表现需保持关注。

图表 7 • 公司房地产销售情况

项目	2024 年	2025 年
签约销售面积（万平方米）	205.19	125.72
签约销售金额（亿元）	400.13	178.45
签约销售均价（万元/平方米）	1.95	1.42

注：1. 数据口径为全口径；2. 签约销售均价=签约销售金额/签约销售面积
资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 8 • 2025 年公司销售面积分布情况



注：其他城市为沈阳市、无锡市、南通市、广州市、温州市、天津市、大连市、东莞市、南京市、重庆市、海口市、佛山市、绵阳市、扬州市、桂林市、杭州市、葫芦岛市
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

公司未来发展战略稳定，但受外部环境及公司近年来投资及开发规模下降的影响，未来公司销售规模面临阶段性下行压力。

公司将以结构优化、动力强化和效率提升作为未来发展战略重点。其中，在结构优化方面，公司将优化城市区域布局，坚持立足北京，关注高能级城市核心区域；协调城市开发、更新改造、物业经营等业务链条发展。同时，优化资产财务结构，通过分阶段推盘、灵活调价等方式加快存货去化，增强再投资能力，优化负债结构，保持良性现金流，降低负债水平。动力强化方面，公司将从业务管控模式、人才建设、专业能力建设等方面优化，效率提升方面，公司将提升组织运行效率、计划运营效率、强化产品创新能力等。2026 年，公司计划销售面积 113.4 万平方米，新开工面积 19.7 万平方米，竣工面积 103.7 万平方米，销售目标制定较 2024 年有所下调，结合“防风险、强管理、谋转型”年度工作主线与存量项目供货节奏，公司适度下调产销目标；考虑到公司近年来拿地规模和新开工面积均大幅下降，且房地产市场实质企稳有待时间，公司未来销售规模面临阶段性下行压力。

（四）财务方面

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。跟踪期内，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较好。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，公司资产负债表继续收缩，资产受限比例较低，但合作开发形成的其他应收款及长期股权投资规模仍较大，在目前房地产市场底部运行阶段，公司存货中现房比例增加，部分滞重库存仍将给公司带来去化及减值风险。

在公司谨慎投资、推动存量项目去化、持续偿还债务的影响下，截至 2025 年底，公司资产负债表继续收缩。资产方面，公司货币资金较上年底下降 19.83%，主要系债务净偿还规模较大所致。公司其他应收款账面价值较上年底有所下降，但账龄偏长（其中 3 年以上占比为 79.61%），累计计提坏账准备 22.84 亿元，计提比例为 5.22%，对于 3 年以上账龄的应收款计提比例偏低，公司其他应收款中单项计提约占 10%，按组合计提坏账准备约占 90%；公司部分应收方为出险房企及存在经营压力的合作方，已进行单项计提，合作项目预售资金管理较为严格，但受房地产行业景气度持续偏低影响，部分项目仍存在销售压力，部分其他应收款仍存在减值风险。公司长期股权投资为合营联营房地产开发项目的投资，较上年底变化不大。随着公司持续去库存并保持谨慎投资，截至 2025 年底公司存货较上年底下降 20.80%；公司存货中开发产品占比仍较高（占比为 37.05%），较上年底提升 5.67 个百分点，累计计提跌价准备 55.89 亿元（计提比例为 6.07%），公司现房库存占比有所提升，部分现房项目去化节奏放缓，在目前房地产市场底部运行阶段，库存沉淀及减值压力有所加大（合并口径销售额/房地产存货比 0.33 倍）。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1814.49	78.94	1488.81	76.43	1442.50	76.46
货币资金	188.37	8.19	151.01	7.75	124.25	6.59
其他应收款（合计）	467.65	20.34	417.27	21.42	415.85	22.04
存货	1092.73	47.54	865.49	44.43	836.78	44.35
非流动资产	484.20	21.06	459.11	23.57	444.18	23.54
长期股权投资	299.10	13.01	284.70	14.62	275.58	14.61
资产总额	2298.69	100.00	1947.92	100.00	1886.68	100.00

注：上表各科目占比均指占资产总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，公司资产受限比例较低。

图表 10 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	7.42	0.38	冻结或其他受限
存货	123.72	6.35	抵押
应收账款	0.005	0.0003	质押
固定资产	9.74	0.50	抵押
长期股权投资	2.86	0.15	质押
投资性房地产	29.97	1.54	抵押
合计	173.72	8.92	-

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2026 年 3 月末，公司合并资产总额 1886.68 亿元，较上年底变化不大，其中货币资金较上年底继续减少。

亏损持续侵蚀公司所有者权益，公司所有者权益结构稳定性弱。

受亏损影响，2025 年底，公司所有者权益规模较上年底进一步下降。截至 2026 年 3 月末，公司所有者权益 399.51 亿元，少数股东权益占比很高（占 81.54%）。归属于母公司所有者权益中，股本、其他权益工具和资本公积分别占所有者权益的比例为 6.46%、

12.57%和 20.12%，其中其他权益工具包括公司发行的债权投资计划（37.60 亿元）²以及当年新增的向控股股东进行永续债权融资的关联交易（30.00 亿元）³，永续债权融资无固定到期日（3+3N），未分配利润为-101.97 亿元，所有者权益结构稳定性弱。

图表 11 • 公司所有者权益情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	25.80	5.05	25.80	6.05	25.80	6.46
其他权益工具	37.60	7.36	67.60	15.85	50.20	12.57
资本公积	78.52	15.38	80.39	18.85	80.39	20.12
未分配利润	-25.56	5.01	-94.00	22.04	-101.97	25.52
归属于母公司所有者权益合计	135.72	26.58	99.11	23.24	73.74	18.46
少数股东权益	374.91	73.42	327.42	76.76	325.77	81.54
所有者权益合计	510.63	100.00	426.53	100.00	399.51	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年以来，公司继续压降有息债务规模并优化融资成本，但债务负担仍较重，且 2026 年到期及行权债券规模较大。

伴随业务规模的收缩以及债务净偿还，截至 2025 年底，公司负债总额较上年底下降 14.91%。经营性负债方面，公司其他应付款主要为与合作项目的资金往来，截至 2025 年底较上年底下降 6.38%；公司合同负债受销售规模的下降及持续结转的影响，较上年底继续下降 49.41%。

图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	785.15	43.91	670.43	44.07	615.56	41.39
其他应付款（合计）	185.13	10.35	173.31	11.39	168.11	11.30
一年内到期的非流动负债	165.23	9.24	223.92	14.72	202.67	13.63
合同负债	278.20	15.56	140.73	9.25	121.19	8.15
非流动负债	1002.92	56.09	850.97	55.93	871.60	58.61
长期借款	323.36	18.08	233.27	15.33	248.70	16.72
应付债券	589.69	32.98	515.02	33.85	516.51	34.73
长期应付款（合计）	83.10	4.65	97.49	6.41	101.12	6.80
负债总额	1788.07	100.00	1521.40	100.00	1487.17	100.00

注：上表各科目占比均指占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

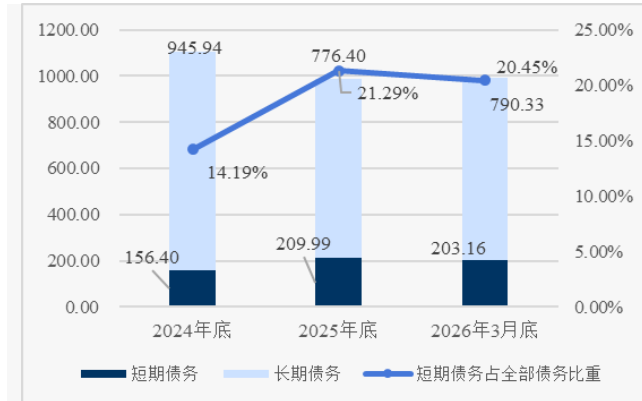
截至 2025 年底，公司全部债务较上年底下降 10.52%，债务结构仍以长期债务为主（占 78.71%）。受年度亏损侵蚀所有者权益的影响，同期末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 0.32 个百分点、提高 1.47 个百分点和下降 0.40 个百分点，调整后资产负债率为 76.39%；公司债务负担仍较重。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，

² 2023 年 1 月 12 日，公司发行 20.00 亿元安联资管-首开股份债权投资计划（一期）；2023 年 8 月 7 日，公司发行 17.6 亿元安联资管-首开股份债权投资计划（二期）。

³ 2025 年 9 月 10 日，公司发布公告，披露了向控股股东进行永续债权融资的关联交易情况，初始投资期为 3 年，届满后每 3 年自动延续一期，可无限续期；年化利率为 5 年期贷款市场报价利率（LPR）+40BP。

公司全部债务增至 1053.99 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.57%、74.60%和 70.16%，较调整前分别上升 3.47 个百分点、4.78 个百分点和 5.62 个百分点。

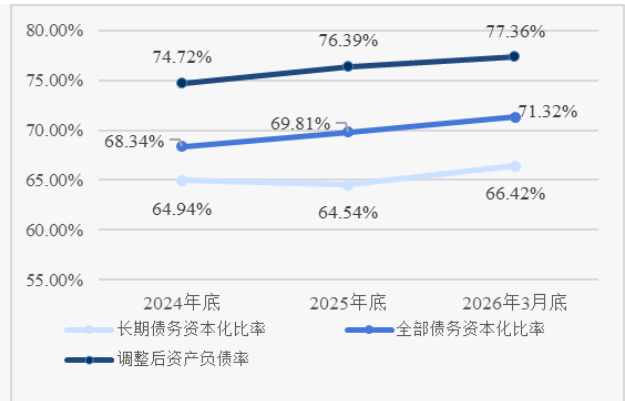
图表 13 • 公司有息债务情况（亿元）



注：统计不含永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

图表 14 • 公司债务指标情况



注：统计不含永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

截至 2026 年 3 月末，公司负债总额和全部债务较上年底均变化不大，债务结构以长期债务为主，债务负担仍较重。此外，2026 年，公司进入回售期及到期债券（一般中期票据、一般公司债及定向工具）规模较大，存续债券本年到规模合计 89.34 亿元，公司面临较大集中偿付压力。截至 2025 年底，公司平均融资成本为 3.54%，虽然较年初下降 24 个 bp，但是融资成本仍较高。截至 2026 年 6 月底，公司存续债券（含一般中期票据、私募债、一般公司债和定向工具）合计 617 亿元。

图表 15 • 2026 年公司到期存续债券明细（截至 2026 年 6 月 2 日，单位：亿元、%）

证券简称	证券类别	发行日期	发行期限	票面利率（当期）	当前余额	到期日期
23 首开 MTN007	一般中期票据	2023-10-09	3.00	3.80	12.00	2026-10-11
21 首开 MTN005	一般中期票据	2021-11-23	5.00	3.55	11.14	2026-11-25
21 首股 01	一般公司债	2021-08-16	5.00	2.90	34.20	2026-08-18
21 首开 PPN003	定向工具	2021-06-16	5.00	3.80	32.00	2026-06-18
合计	--	--	--	--	89.34	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

受资产减值损失挤压利润以及合作项目投资收益持续亏损影响，2025 年公司延续超净资产 10%以上的亏损，但亏损规模同比有所收窄；公司面临的盈利压力较大，后续仍需关注公司减亏扭亏进展。

2025 年，公司营业总收入分析详见前文。同期，公司期间费用总额同比下降，以财务费用为主，期间费用率同比减少 4.63 个百分点至 16.80%。资产减值损失对公司利润影响较大。其中，受房地产市场持续底部运行影响，2025 年公司计提 28.62 亿元存货跌价准备，计提规模同比有所下降；同时，公司部分合作项目其他应收款存在计提坏账情况，损失规模同比变化不大；公司其他非流动金融资产主要投向私募基金产品，底层资产以城市更新类项目为主，涵盖项目配套写字楼、商业物业，以及相关非上市企业股权、暂不具备出售退出条件的上市公司股权，其公允价值变动损失同比明显收窄，对利润的侵蚀减弱。但受部分合营联营房地产项目持续亏损影响，公司权益法核算的长期股权投资亏损进一步扩大，对利润的拖累有所加重，公司当期仍处于亏损状态。2025 年，公司利润总额亏损金额超过上年底净资产的 10%，同时受收入规模提升、期间费用管控加强以及减值计提力度放缓影响，公司亏损幅度同比有所收窄，各盈利指标表现仍弱。但受行业底部运行、以价换量策略及合营项目亏损拖累影响，短期内公司盈利修复仍面临一定不确定性。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	242.13	300.97	49.22
营业成本	230.52	260.02	45.38
期间费用	51.89	50.57	10.22
资产减值损失	-30.84	-28.58	--

信用减值损失	-4.86	-4.72	0.05
公允价值变动收益	-8.37	-2.23	--
投资收益	-4.03	-7.25	-0.66
利润总额	-89.92	-62.40	-8.74
营业利润率	4.01	10.07	4.36
总资本收益率	-3.61	-2.52	--
净资产收益率	-18.45	-16.54	--
总资产报酬率	-2.35	-1.41	--

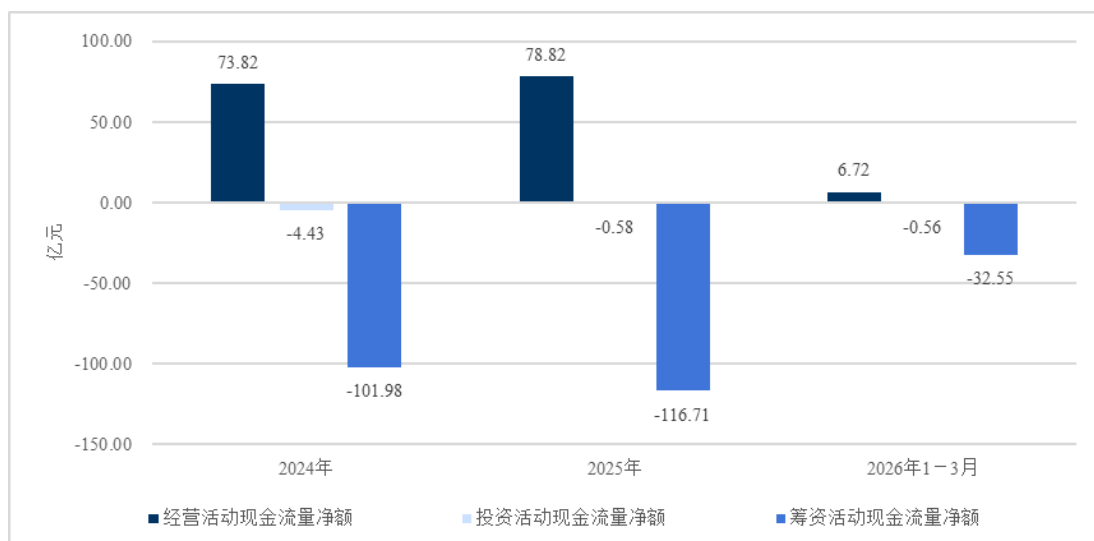
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受毛利率较低以及财务费用较高的影响，2026 年 1—3 月公司仍处于亏损状态，利润总额-8.74 亿元，亏损幅度较上年同期有所收窄。考虑到公司将继续采取“以价换量”作为主要去化措施，在售项目利润空间存在进一步压缩的可能，公司面临的盈利压力较大，后续需关注公司减亏及扭亏情况。

2025 年以来，公司经营性现金流保持净流入的同时持续偿还债务，筹资活动延续净流出态势。考虑到公司债务规模处于较高水平，到期债务持续接续，预计未来筹资现金流仍将维持净流出。

2025 年，公司坚持以去库存、降杠杆为核心的经营策略，拿地投入持续压缩，经营性现金流同比净流入规模进一步提升。投资活动现金流方面，公司收缩投资规模，拿地规模和项目开工投入下降，投资活动产生的现金流保持小规模净流出状态，对整体现金流影响有限。筹资活动方面，公司债务仍处于净偿还阶段，筹资活动现金净流出规模同比有所扩大。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金流仍保持净流入，同时到期债务规模较大，筹资活动现金流仍呈净流出。

2 偿债指标变化

公司融资渠道保持畅通，虽资产存在减值风险，但考虑到公司作为北京市属国有房企，能够获得股东大力支持，实际偿债能力极强。

图表 18 • 公司偿债指标（单位：亿元、倍）

项目	指标	2024 年	2025 年
短期偿债指标	经营现金/短期债务	0.47	0.38
	现金短期债务比	1.20	0.72
	经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）	0.79	0.52

长期偿债指标	EBITDA	-47.89	-21.78
	经营现金/全部债务	0.07	0.08
	经营现金/利息支出	2.06	2.26

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

截至 2025 年底，公司现金类资产对短期债务覆盖程度尚可；作为北京市属房企，公司融资渠道保持畅通，债务可进行接续，流动性压力可控。

从长期偿债能力来看，在“融资协调机制”等政策的支持下，公司部分房地产项目（包括合作项目）通过申请“白名单”可缓解一定债务偿还压力。但公司资产中其他应收款账期拉长且部分合作方已出险，累计计提坏账比例较低；加之存货中现房比例增加，部分滞重库存仍存在减值风险，资产的收回及变现能力减弱。考虑到公司权益规模较大，且作为北京市属国有房企，能够获得股东大力支持，实际偿债能力极强。

银行授信方面，截至 2025 年底，公司合并口径获得银行及金融机构授信合计 1625.46 亿元，较上年底有所下降，尚未使用 1252.94 亿元，授信额度充裕。此外，公司在资本市场仍储备一定融资额度（截至 2026 年 3 月 31 日，银行间市场剩余额度 139 亿元，交易所市场剩余额度 105 亿元），发债渠道畅通，同时作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至 2025 年底，公司对外担保余额为 18.77 亿元，均为对公司参股公司的担保，或有负债风险可控。

截至 2025 年底，公司不涉及金额超净资产 10%以上的诉讼事项。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担管理职能，债务负担重，利润处于亏损状态。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 1447.86 亿元，其中货币资金为 45.39 亿元，所有者权益为 184.58 亿元，负债总额 1263.27 亿元，较上年底均变化不大；公司本部全部债务 814.52 亿元，全部债务资本化比率 81.53%，公司本部债务负担重。公司本部主要承担管理职能。资金管理上，公司对下属全资子公司、分公司采取资金集中管理，同股同权合作企业按照合作协议相关约定。2025 年，公司本部营业收入为 1.85 亿元，利润总额为-26.37 亿元。同期，公司本部投资收益为 3.88 亿元。

（五）ESG 方面

公司践行绿色发展，履行社会责任，治理结构较完善，ESG 表现对其持续经营无负面影响。

环境方面，2025 年，公司新增绿色建筑认证面积 27.43 万平方米，多个项目取得绿色建筑星级、LEED 金级、WELL 健康建筑等认证；依托自有碳管理平台，完成 155 个项目碳排放统计管控，施工及运营阶段严格落实废水、扬尘、噪声、固废环保管理要求，有序推进节能改造与绿色办公，各项能耗及排放指标均合规可控。

社会责任方面，2025 年公司全员社会保险覆盖率保持 100%，常态化开展员工培训、安全生产排查等工作；同时全年乡村振兴投入 286.30 万元，覆盖受益人次 3288 人，并开展公益志愿、社区帮扶等各类活动。

公司治理方面，公司根据有关法律法规及公司章程，建立了较为规范的治理结构并制定了较为完善的管理制度，治理架构权责明确，运作规范。公司 ESG 治理架构主要由董事会、董事会秘书、ESG 专责人员构成，并每年度发布 ESG 报告。2025 年，联合资信未发现公司存在不正当竞争、重大诉讼及监管行政处罚事项，内控及治理运行整体平稳。

七、外部支持

公司控股股东首开集团股东背景很强，能够在资金融通、信用增级等方面为公司提供有力支持。联合资信认为，在首开集团持续支持下，公司实际偿债能力极强。

1 支持能力

公司控股股东首开集团是北京市国资委全资子公司，是北京市主要的保障房建设企业，拥有大量土地储备。同时，首开集团参与“双奥系列”等地标建筑开发建设，落地多项重点工程，在国家重大项目建设中发挥引领作用。2019 年，首开集团被确立为市级非经营性资产集中管理处置平台，负责对北京市内国有非经营性资产进行管理。经过多年的发展，首开集团构建起非经营性资产管理处置和城市有机更新两个平台，形成了非经营性资产管理、房地产及物业经营管理、建筑工程等多元化业务，开发经验丰富，综合实力强。截至 2025 年底，首开集团资产总额 2525.38 亿元，所有者权益 426.04 亿元；2025 年，首开集团实现营业总收入 390.18 亿元，利润总额-66.27 亿元。根据首开集团 2026 年 6 月 30 日公告，为促进首都高质量发展，北京市国资委主导下首开集团无偿划入北京市建筑设计研究院股份有限公司 67.5%国有股权并将其纳入合并范围。首开集团作为北京市属重点骨干国企，可依托市级国资统筹平台持续获取政策、优质资产注入、融资渠道倾斜等多重资源支持，长期外部资源补充空间充足，其自身融资渠道保持畅通，仍具备较强的对外支持能力。

2 支持可能性

公司作为首开集团资本运作与房地产开发的核心平台，在首开集团业务体系中具有重要战略地位，是首都住房建设与城市更新领域重要的国有上市房企。首开集团统筹获取土地一级整理项目，公司可依托一二级联动机制承接二级开发业务，充分发挥内部业务协同优势。跟踪期内，首开集团通过资金拆借、融资担保等方式持续为公司提供支持；截至 2025 年底，首开集团提供的资金拆借余额超过 75 亿元⁴；首开集团对公司提供担保金额 57.46 亿元。2025 年，公司通过向首开集团进行永续债权融资的方式，新增权益工具 30.00 亿元。该笔融资计入公司所有者权益中的“其他权益工具”，有效改善了公司资本结构，降低了资产负债率。首开集团以永续债形式注入权益资金，体现了股东对公司降杠杆、稳经营的有力支持。

2025 年，首开集团经营活动现金流入量和货币资金分别为 277.17 亿元和 151.01 亿元，分别为公司待偿债券余额（95.04 亿元）的 2.92 倍和 1.59 倍。尽管跟踪期内首开集团自身亦面临经营亏损压力，但其作为北京市国资委全资子公司的背景未发生变化，依托市级国资统筹平台可持续获取政策倾斜、优质国有资产注入等市级层面资源支撑，资产规模保持较大体量，融资渠道畅通，对公司的支持意愿和实际支持力度保持稳定。

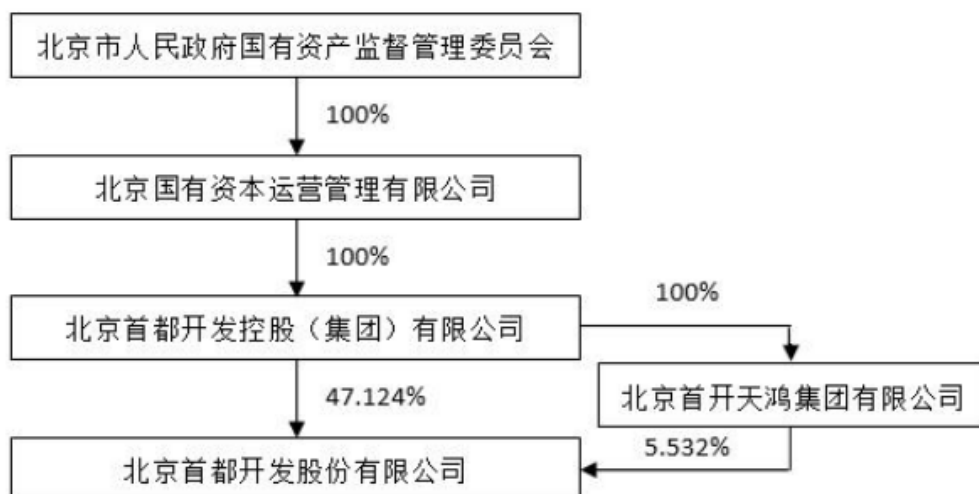
此外，公司实际控制人为北京市国资委。作为首都国资体系内重要的房地产上市平台，公司在保障性住房建设、城市更新及首都功能疏解等领域承担特定职能，战略价值突出。北京市国资委具备较强的资源统筹与协调能力，在极端情况下可协调各方资源通过可行的方式为公司提供保障性支持。联合资信认为，在首开集团直接支持的基础上，实际控制人北京市国资委作为最终信用依托，进一步夯实了公司的偿债安全边际，有效增强了公司整体偿债能力。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 首股 01”“22 首股 01”“22 首股 02”“22 首股 03”和“22 首股 04”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

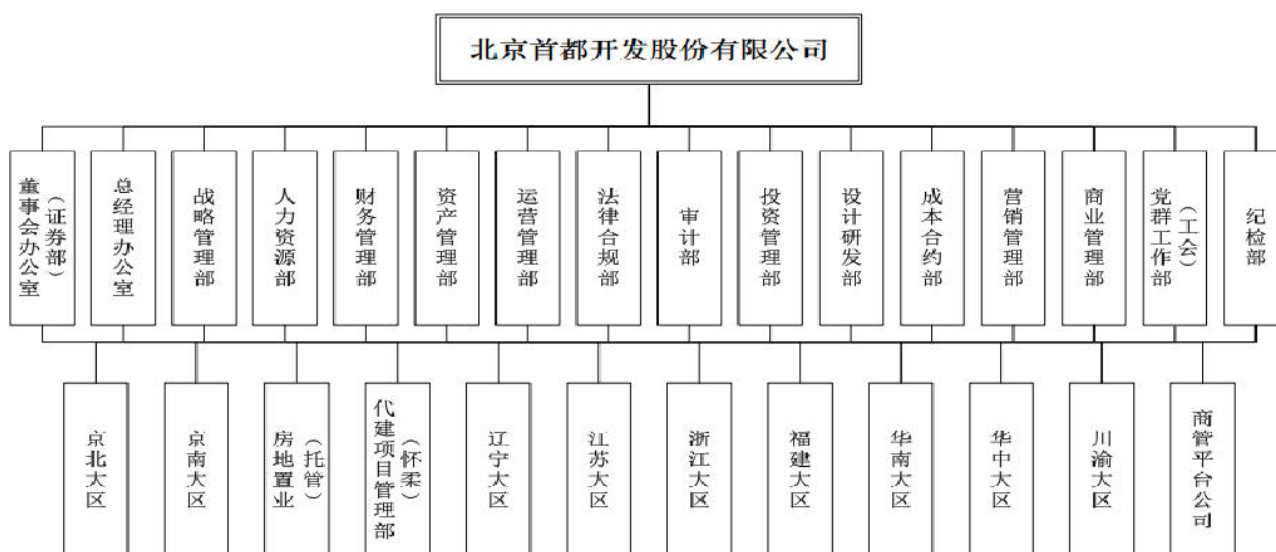
⁴ 含永续债 30 亿元。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金（亿元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
北京昭泰房地产开发有限公司	50.00	房地产业	25.00%	--	投资设立
北京首开中晟置业有限责任公司	49.00	房地产业	100.00%	--	同一控制下企业合并
苏州茂泰置业有限公司	40.00	房地产业	51.00%	--	非同一控制下企业合并
北京首开卓越盈泰置业有限公司	31.00	房地产业	40.00%	--	投资设立
北京城市开发集团有限责任公司	30.00	租赁和商务服务业	100.00%	--	同一控制下企业合并
北京顺恒远泰置业有限公司	22.82	房地产业	51.00%	--	投资设立
兴茂置业（杭州）有限公司	21.50	租赁和商务服务业	50.00%	--	非同一控制下企业合并
北京怡璟置业有限公司	20.90	房地产业	41.00%	--	投资设立
北京金开辉泰房地产开发有限公司	20.40	房地产业	34.00%	--	投资设立
无锡泰茂置业有限公司	20.00	房地产业	51.00%	--	非同一控制下企业合并
北京毓秀置业有限公司	20.00	房地产业	35.00%	--	投资设立
北京龙和信泰置业有限公司	20.00	房地产业	50.00%	--	投资设立
北京志茂房地产开发有限公司	20.00	房地产业	51.00%	--	投资设立

注：以上仅选取部分注册资本金超过 20.00 亿元的子公司进行列示
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	188.37	151.01	124.25
应收账款（亿元）	6.70	8.46	19.55
其他应收款（合计）（亿元）	467.65	417.27	415.85
存货（亿元）	1092.73	865.49	836.78
长期股权投资（亿元）	299.10	284.70	275.58
固定资产（合计）（亿元）	24.22	22.87	22.71
在建工程（合计）（亿元）	0.15	0.00	0.00
资产总额（亿元）	2298.69	1947.92	1886.68
实收资本（亿元）	25.80	25.80	25.80
少数股东权益（亿元）	374.91	327.42	325.77
所有者权益（亿元）	510.63	426.53	399.51
短期债务（亿元）	156.40	209.99	203.16
长期债务（亿元）	945.94	776.40	790.33
全部债务（亿元）	1102.34	986.39	993.49
营业总收入（亿元）	242.13	300.97	49.22
营业成本（亿元）	230.52	260.02	45.38
其他收益（亿元）	0.39	0.01	0.00
利润总额（亿元）	-89.92	-62.40	-8.74
EBITDA（亿元）	-47.89	-21.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	239.43	167.29	20.59
经营活动现金流入小计（亿元）	401.21	277.17	43.57
经营活动现金流量净额（亿元）	73.82	78.82	6.72
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.43	-0.58	-0.56
筹资活动现金流量净额（亿元）	-101.98	-116.71	-32.55
财务指标			
销售债权周转次数（次）	30.47	39.71	--
存货周转次数（次）	0.20	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.14	--
现金收入比（%）	98.88	55.58	41.84
营业利润率（%）	4.01	10.07	4.36
总资产报酬率（%）	-2.35	-1.41	--
总资本收益率（%）	-3.61	-2.52	--
净资产收益率（%）	-18.45	-16.54	--
长期债务资本化比率（%）	64.94	64.54	66.42
全部债务资本化比率（%）	68.34	69.81	71.32
资产负债率（%）	77.79	78.10	78.82
调整后资产负债率（%）	74.72	76.39	77.36
流动比率（%）	231.10	222.07	234.34
速动比率（%）	91.93	92.97	98.40
经营现金流动负债比（%）	9.40	11.76	--
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.79	0.52	--
现金短期债务比（倍）	1.20	0.72	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	-1.33	-0.62	--
全部债务/EBITDA（倍）	-23.02	-45.29	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2024 年财务数据采用 2025 年审计报告的期初数/上年数；4. 2024 年底、2025 年底和 2026 年 3 月末公司合并口径中其他应付款、长期应付款的计息部分已分别调整至短期、长期债务中，2024 年底和 2025 年底公司一年内到期的非流动负债中不计息部分已剔除；5. “--”代表数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	44.63	45.39	26.79
应收账款（亿元）	0.28	0.35	0.27
其他应收款（合计）（亿元）	642.29	614.59	606.60
存货（亿元）	10.43	9.63	9.59
长期股权投资（亿元）	739.68	727.49	718.48
固定资产（合计）（亿元）	0.05	0.04	0.04
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1498.32	1447.86	1411.08
实收资本（亿元）	25.80	25.80	25.80
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	183.15	184.58	159.88
短期债务（亿元）	84.78	201.51	183.44
长期债务（亿元）	685.20	613.02	620.47
全部债务（亿元）	769.98	814.52	803.91
营业总收入（亿元）	2.14	1.85	0.21
营业成本（亿元）	2.67	1.99	0.31
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-22.28	-26.37	-6.89
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.87	1.47	0.22
经营活动现金流入小计（亿元）	372.51	239.78	29.45
经营活动现金流量净额（亿元）	61.56	-13.15	13.48
投资活动现金流量净额（亿元）	-10.48	-11.20	0.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	-78.80	22.87	-32.35
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.33	5.90	--
存货周转次数（次）	0.24	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	87.61	79.26	104.10
营业利润率（%）	-38.61	-16.48	-57.64
总资本收益率（%）	1.49	0.68	--
净资产收益率（%）	-12.16	-14.29	--
长期债务资本化比率（%）	78.91	76.86	79.51
全部债务资本化比率（%）	80.78	81.53	83.41
资产负债率（%）	87.78	87.25	88.67
流动比率（%）	119.20	106.04	104.00
速动比率（%）	117.43	104.52	102.45
经营现金流动负债比（%）	10.49	-2.08	--
现金短期债务比（倍）	0.53	0.23	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整；2. 公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”列式，“--”代表数据不适用；3. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/(n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ⁵	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ⁶ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率 ⁷	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数

⁵ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

⁶ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁷ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

存货周转天数=360/存货周转次数
应付账款周转天数=360/（营业成本/平均应付账款）

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断