

中国旅游集团有限公司

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〕4917号

联合资信评估股份有限公司通过对中国旅游集团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，确定维持中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 中国旅游 MTN001”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

二〇二六年六月二十五日

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中国旅游集团有限公司（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，并且不应当被视为购买、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。



中国旅游集团有限公司

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
中国旅游集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/25
21 中国旅游 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）作为唯一一家以旅游为核心主业的中央国有企业，战略地位显著，产业布局涵盖免税、旅游服务、景区、酒店、地产等多个领域，产业链条完整。跟踪期内，公司细分旅游产业保持平稳发展，其中免税业务经营主体中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”）行业龙头地位稳固。2025 年，公司免税业务经营业绩略有下降；地产项目加快去化速度，结转规模和项目毛利率提升带动地产板块收入利润增长。综合影响下，公司营业总收入同比小幅下降，经营性利润同比保持稳定，各类减值损失计提对利润侵蚀的影响减弱，利润总额同比小幅增长，主业盈利能力仍非常强。整体看，公司经营风险极低，但需关注消费需求放缓及行业周期影响下，中国中免业绩增长承压，旅游地产板块开发项目后续仍面临去化及盈利压力。财务方面，公司现金类资产充裕，资产受限比例较低，整体资产质量良好；有息债务期限结构较为合理，债务负担可控；2025 年经营获现仍保持高水平；偿债指标表现良好；本部所持上市公司市值对债务覆盖能力强。综合评估公司经营及财务风险，以及公司战略地位显著、产业链布局完整和融资能力极强，公司信用风险极低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司将集中发展旅游相关主业，加快旅游产业链投资布局，推动旅游产业结构优化升级，通过持续巩固免税龙头的行业领先地位，并稳步推进地产业务的去化与结构优化，从而保持收入规模基本稳定、推动盈利能力逐步修复。评级展望保持稳定。

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：公司资产质量、资本实力或盈利能力显著下降。

优势

- **产业链条完整，业务协同效果良好。**公司业务布局涵盖免税、旅游服务、景区、酒店、地产等多个领域，随着旅游主业实力的不断增强，有利于公司整合旅游产品和业务资源，发挥全产业链要素优势。
- **跟踪期内，中国中免行业龙头地位稳固，盈利能力极强。**跟踪期内，中国中免仍为全球最大的旅游零售运营商；2025 年，中国中免实现净利润 36.90 亿元，净资产收益率 6.48%，经营活动现金净流入 60.60 亿元。
- **公司本部持股市值高，对有息债务的保障能力强。**截至 2026 年 3 月底，公司本部直接持有中国中免 50.08% 的股权，且未质押，期末参考市值 732.40 亿元，对本部全部债务的覆盖能力强，有效提升了公司本部的偿债安全性。
- **融资渠道畅通。**截至 2026 年 3 月底，公司获得的银行及金融机构授信额度为 2777 亿元，其中尚未使用额度 2121 亿元，且部分子公司为上市企业，具备直接融资渠道。

关注

- **地产类存货持续减值，在投项目后续去化进展与盈利压力有待关注。**2025 年，公司发生存货跌价损失 8.11 亿元，主要系地产类存货跌价，对公司业绩造成拖累；截至 2025 年底，公司存货为 515.20 亿元，其中房地产类存货占 72.59%。考虑到地产行业景气度尚未恢复，公司地产项目去化进展及盈利压力仍有待关注。

- **免税板块业绩增长承压。**跟踪期内，消费需求放缓叠加行业周期性调整，中国中免业绩增长承压，考虑到中国中免业绩对公司影响大（2025 年净利润为公司合并口径净利润 1.30 倍），若后续其业绩持续低迷或免税消费复苏不及预期，可能对公司整体盈利水平产生较大影响。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 [旅游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	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

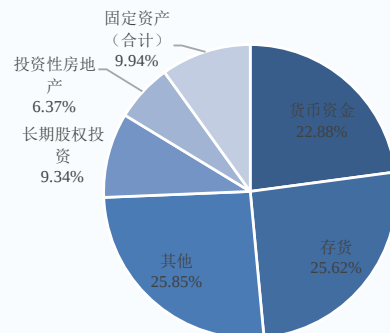
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	446.11	480.33	480.16
资产总额（亿元）	2016.22	2010.79	2077.91
所有者权益（亿元）	800.62	809.77	825.22
短期债务（亿元）	293.03	339.13	373.35
长期债务（亿元）	469.76	419.25	397.53
全部债务（亿元）	762.79	758.38	770.87
营业总收入（亿元）	864.39	853.00	239.80
利润总额（亿元）	50.19	52.78	23.78
EBITDA（亿元）	102.79	100.55	--
经营性净现金流（亿元）	97.06	101.79	23.67
营业利润率（%）	28.08	28.56	28.67
净资产收益率（%）	3.71	3.51	--
资产负债率（%）	60.29	59.73	60.29
全部债务资本化比率（%）	48.79	48.36	48.30
流动比率（%）	163.41	157.64	142.20
经营现金流流动负债比（%）	13.86	14.36	--
现金短期债务比（倍）	1.52	1.42	1.29
EBITDA 利息倍数（倍）	4.38	5.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.42	7.54	--

公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	651.32	658.50	653.68
所有者权益（亿元）	146.85	156.29	155.00
全部债务（亿元）	400.81	399.62	430.03
营业总收入（亿元）	0.04	0.04	0.01
利润总额（亿元）	19.32	6.17	-1.29
资产负债率（%）	77.45	76.27	76.29
全部债务资本化比率（%）	73.19	71.89	73.51
流动比率（%）	65.44	44.46	42.73
经营现金流流动负债比（%）	-1.53	-0.81	--

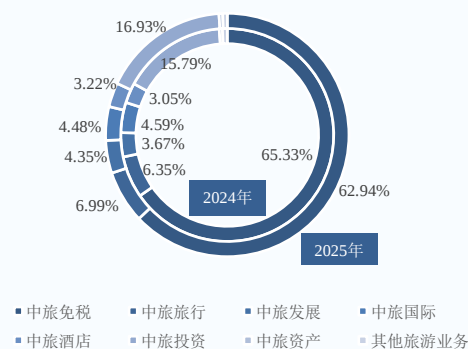
注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务；4. “--”代表计算无意义

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

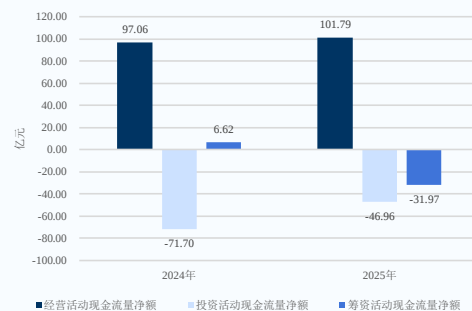
2025 年底公司资产构成



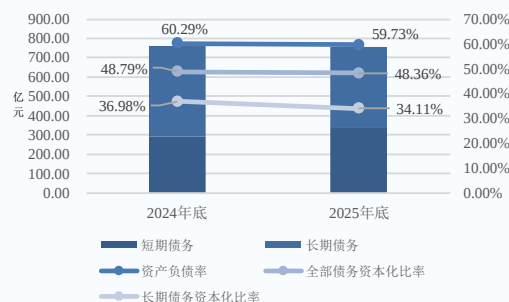
2024—2025 年公司收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年末公司债务情况



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 中国旅游 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2026/10/18	--

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中期票据

资料来源：联合资信整理

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 中国旅游 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/26	李明 伦海玲	旅游企业信用评级方法 V4.0.202208 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 中国旅游 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/09/30	李明 郭察理	旅游企业信用评级方法 V3.0.201907 旅游企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	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：曹梦茹 caomr@lhratings.com

项目组成员：伦海玲 lunhl@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”）关于中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“中国旅游集团”）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

公司历史可追溯到 1923 年 8 月 15 日上海商业储蓄银行设立的旅行部，1954 年由中央人民政府华侨事务委员会接管；1985 年注册成立香港中旅（集团）有限公司（以下简称“香港中旅集团”）；2005 年 12 月，整合招商局集团有限公司（以下简称“招商局集团”）下属的中国招商国际旅游管理总公司（以下简称“招商旅游”）后，成立了中国港中旅集团公司（以下简称“中国港中旅”）并与香港中旅集团实行“两块牌子、一套班子”领导体制。后经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批复同意，2007 年 6 月将中国中旅（集团）公司（以下简称“中国中旅”）100%股权划拨至公司，增加公司注册资本 18.78 亿元；2016 年 7 月，公司与中国国旅集团有限公司（以下简称“国旅集团”）实施战略重组，国旅集团整体并入公司，成为公司全资子公司，增加公司注册资本 84.06 亿元，公司更名为中国旅游集团公司；2018 年 1 月，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，并变更为现名，注册资本由 157.59 亿元变更为 158.00 亿元。2019 年 9 月，为贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》有关部署，经财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委研究，国务院国资委将持有的中国旅游集团股权的 10%一次性划转给社保基金会持有，截至本报告出具日本次划转尚未完成工商变更。截至 2026 年 3 月底，公司注册资本 162.40 亿元，实收资本 164.17 亿元，控股股东和实际控制人为国务院国资委。

公司是唯一一家以旅游为核心主业的中央国有企业，已形成由中旅旅行、中旅国际、中旅投资、中旅免税、中旅酒店、中旅发展、中旅资产和中旅邮轮八大业务单元组成的产业布局，按照联合资信行业分类标准划分为旅游企业。

截至 2026 年 3 月底，根据经营管理需要，公司本部设立了多个职能部门（详见附件 2）；合并范围内拥有二级子公司 15 家。其中，中国旅游集团中免股份有限公司（以下简称“中国中免”）为 A 股和 H 股上市公司（股票代码：601888.SH/1880.HK，公司持股比例为 50.08%，所持股份未质押）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 2010.79 亿元，所有者权益 809.77 亿元（含少数股东权益 418.86 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 853.00 亿元，利润总额 52.78 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 2077.91 亿元，所有者权益 825.22 亿元（含少数股东权益 436.63 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 239.80 亿元，利润总额 23.78 亿元。

公司注册地址：海南省海口市综合保税区跨境电商产业园商务中心 217 号；法定代表人：王海民。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续中期票据见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，且均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底公司由联合资信评级的存续中期票据概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 中国旅游 MTN001	20.00	20.00	2021/10/18	5 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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。工企利润高位增长，“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，旅游业保持稳定发展态势，国内出游人次和总花费同比均保持两位数增长，但在出游人次增速提升的背景下，总花费增速放缓。出入境旅游复苏态势良好，国际航线旅客运输量已超 2019 年同期水平。多数景区经营活动现金流有所改善，但盈利能力较上年同期有所下滑。酒店业竞争加剧，主要酒店集团中仅少数企业出租率及 RevPAR 略有提升。免税行业竞争格局保持稳定，受消费疲软影响，海南离岛免税市场销售继续承压，但政策利好推动行业触底。政策层面，文化和旅游部、国务院办公厅等部门出台多项支持政策，从推出文旅消费券、扩大优质产品供给等多方面给予指导及支持，积极推动旅游行业高质量发展。完整版行业分析详见[《旅游行业 2025 年年度总结及展望》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为国内旅游龙头企业，跟踪期内业务布局保持稳定，各细分领域竞争优势得以保持，免税业务行业龙头地位稳固；本部无不良信贷记录。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构未发生变化。

企业规模和竞争力方面，跟踪期内公司产业布局未发生变化，业务网络遍布内地、港澳和海外近 30 个国家和地区，旗下汇聚了港中旅、国旅、中旅、中免等众多知名旅游品牌。

其中，中国中免作为全球领先的旅游零售运营商，拥有中国最完整的免税零售渠道和最优质的市场资源，在全国 30 多个省、市、自治区、特别行政区和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的约 200 家免税店，覆盖超过 100 个城市，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。中国中免在海南省拥有 6 家离岛免税店，包括全球第一大和第二大的免税商业综合体—海口国际免税城和三亚国际免税城。中国中免运营和采购能力卓越，与全球超过 1500 个知名品牌建立了长期稳定的合作关系，在大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港、北京和海口设立了覆盖全国的 8 大海关监管物流中心，采用先进的监控体系提升物流效率和水平。2025 年 6 月，根据世界品牌实验室发布的“2025 年中国 500 最具价值品牌”榜单，公司“中免集团”品牌价值为 1426.81 亿元，在旅游服务行业蝉联第一。

中国旅游集团旅行服务有限公司（以下简称“中旅旅行”）集旅行社业务、会展业务、商旅及航票业务、签证业务等综合业务于一体，是国内最具规模实力和品牌影响力的旅行社央企。中旅旅行在全球 35 个国家和地区拥有子企业 50 家，在境内 16 个省市自治区设有企业 54 家。中旅旅行拥有市场上最全的中国公民出境签证代办资质，签证申请中心在全球中国签证中心中占比近半数，市场份额稳居首位，2025 年领事认证服务市场份额在北京代办机构中排名第一。

中国旅游集团酒店控股有限公司（以下简称“中旅酒店”）是中国旅游集团酒店运营事业群的主体公司，拥有“维景国际”“维景”“睿景”和“旅居”4 个品牌，覆盖中高端、中端、商旅快捷型三类产品线业务，拥有独资、合资、委托管理、特许经营、租赁经营以及第三方管理的酒店超 200 家，客房超 50000 间，主要位于中国、英国和泰国。其中，中国覆盖北京、南京、杭州、重庆、三亚、沈阳、深圳、苏州等内地 40 余座城市和香港、澳门，英国包括伦敦、里兹、伯明翰、林肯、朴茨茅斯、布莱顿等 30 多个城市，泰国包括曼谷等热点城市。

香港中旅国际投资有限公司（以下简称“中旅国际”，证券代码：0308.HK）为旅游投资和运营业务经营主体。截至 2025 年底，中旅国际共计投资运营的景区度假区 69 家，其中 5A 景区 17 家、4A 景区 20 家，如沙坡头景区和广西德天景区等，具有文旅全产业链运作、超级 IP 打造和国内领先的综合运营能力。

中国旅游集团投资运营有限公司（暨中旅（海南）投资发展有限公司，以下简称“中旅投资”），是国务院国资委确认的以“房地产开发”为主业的中央企业之一，2025 年 3 月荣膺中指研究院“中国房地产百强企业”第 47 位、观点指数研究院《2025 房地产卓越企业表现》第 46 位、亿翰智库“中国房企综合实力 TOP100”第 49 位等荣誉，稳居行业 TOP50 阵营。

香港中旅发展有限公司（以下简称“中旅发展”）聚焦香港民生需求，服务香港民生、促进香港就业，旗下安信信贷有限公司（以下简称“安信信贷”）是香港地区非抵押私人贷款最大的非银行消费金融公司，也是香港仅有的两家可发行信用卡的非银行金融机构之一，在香港地区非银行类个人信贷行业市场占有率约 30%。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91110000100005554U），截至 2026 年 4 月 30 日，公司本部信贷信息无不良记录。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，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 6 月 23 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理体系未发生重大变化，部分董事和高级管理人员发生变动，对公司经营无重大影响。

跟踪期内，公司管理体系未发生重大变化。

人员方面，2025 年 2 月，吴姜宏离任董事；侯晓于 2025 年 2 月就任董事，并于 2026 年 3 月离任。2025 年 6 月，车尚轮离任董事；沈洪波于 2025 年 6 月就任董事，并于 2026 年 3 月离任。2025 年 8 月，袁久强离任董事；钟平于 2025 年 8 月就任董事，任职至今。2026 年 3 月，石善博离任董事，同时刘昆就任董事，并离任副总经理。2026 年 5 月，胡志敏就任副总经理，任职至今。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司营业总收入同比小幅下降；其中，中旅免税业务收入同比小幅下滑，受毛利率较低的物业管理与仓储物流业务占比提升影响中旅发展毛利率小幅下降，中旅投资地产板块加速结转且高毛利率项目占比提升，带动收入和毛利率同比上升。上述因素综合影响下，公司综合毛利率变化不大。2026 年一季度，公司营业总收入变化不大，综合毛利率小幅增长。

跟踪期内，公司业务布局未发生变化，仍由中旅旅行、中旅国际、中旅投资、中旅免税、中旅酒店、中旅发展、中旅资产、中旅邮轮八大业务单元组成，其中中旅免税仍为收入和毛利润的最主要来源。

2025 年，公司营业总收入同比下降 1.32%。其中，受消费需求放缓及行业周期综合影响，中旅免税收入同比下降 4.93%，板块毛利率同比保持稳定；受益于业务持续拓展，中旅发展收入同比增长 16.88%，受毛利率较低的物业管理与仓储物流业务占比提升影响，中旅发展毛利率小幅下降；中旅投资当期加速去化，收入同比增长 5.81%，受益于当期结转项目毛利率较高，地产板块毛利率同比增加 9.86 个百分点。受上述因素综合影响，公司综合毛利率同比下降 0.13 个百分点。

2026 年一季度，中旅投资收入同比下降 23.81%，中旅旅行收入同比增长 30.24%，综合影响下，公司营业总收入同比变化不大。同期，中旅投资毛利率同比增长 19.74 个百分点，公司综合毛利率随之同比增长 3.65 个百分点。

图表 2 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月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
中旅免税	564.67	65.33%	32.05%	536.86	62.94%	32.76%	169.02	70.48%	33.64%
中旅旅行	54.94	6.35%	21.13%	59.64	6.99%	17.72%	12.23	5.10%	16.28%
中旅发展	31.75	3.67%	62.15%	37.11	4.35%	59.48%	9.82	4.10%	56.72%
中旅国际	39.68	4.59%	27.71%	38.18	4.48%	24.96%	9.64	4.02%	23.40%
中旅酒店	26.36	3.05%	34.85%	27.43	3.22%	31.12%	6.16	2.57%	25.46%

中旅投资	136.49	15.79%	12.09%	144.42	16.93%	21.95%	31.00	12.93%	23.28%
中旅资产	4.21	0.49%	33.33%	4.24	0.50%	34.32%	0.87	0.36%	34.37%
其他旅游业务	6.29	0.73%	38.10%	5.11	0.60%	33.43%	1.06	0.44%	22.01%
合计	864.39	100.00%	29.25%	853.00	100.00%	29.12%	239.80	100.00%	31.69%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，受消费需求疲软以及中国中免对日上免税行（上海）有限公司¹（以下简称“日上上海”）计提减值（3.38 亿元）影响，中国中免净利润同比下降 24.12%；受地产子公司项目计提减值影响，香港中旅集团当期净利润仍亏损；中旅酒店净利润发生亏损，主要系汇率变化导致汇兑损失同比增加所致；受益于高毛利率项目三亚馥棠公馆交付结转，以及合作项目交付带动投资收益增加，中旅投资净利润同比扭亏。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2025 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	所在业务板块	持股比例	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	2024 年净利润	经营性净现金流
香港中旅集团	除免税外其他板块	100.00%	1001.70	161.40	143.80	-17.30	-13.70	-15.70
中国中免	免税	50.30%	749.80	611.30	536.9	36.90	48.62	60.60
中旅旅行	旅行	100.00%	44.90	6.70	60.20	0.30	0.09	-1.70
中旅集团财务有限公司	金融	90.66%	250.80	26.90	4.10	0.50	0.49	23.90
中旅酒店	酒店	100.00%	118.80	42.50	27.40	-0.40	1.14	6.20
中旅投资	地产	100.00%	243.00	48.10	80.60	13.70	-0.07	31.80
中国旅游集团投资和资产管理有限公司	资产	100.00%	44.60	35.60	5.00	0.30	0.94	0.50
本部	--	--	658.50	156.29	0.04	6.17	19.32	-2.72
合并	--	--	2010.79	809.77	853.00	28.46	29.70	101.79

注：图表 2 中旅投资收入 144.42 亿元为管理口径（其中包括中旅投资二级法人公司收入 80.60 亿元以及中旅投资板块管理但法人层级在香港中旅集团的项目公司收入约 63.82 亿元），图表 3 中中旅投资二级法人公司口径收入为 80.60 亿元。

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，受消费需求放缓及行业周期影响，中国中免收入同比下滑，当期毛利率同比保持稳定，主要在建项目年内持续推进，未来仍存在较大资本支出需求。

中旅免税业务运营主体为中国中免。中国中免主要从事以免税业务为主的旅游零售业务，包括烟酒、香化、精品、服饰、电子产品等免税商品的批发、零售等业务。此外，中国中免还从事以免税业务为核心的商业综合体投资开发业务。中国中免下属全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司（以下简称“中免公司”）和中免投资发展有限公司（以下简称“中免投资公司”）分别负责免税业务和旅游目的地商业综合体投资开发业务。中免公司免税业务经营主体主要包括中免国际有限公司（以下简称“中免国际”，主要经营地为中国香港）、中免集团三亚市内免税店有限公司（以下简称“三亚市内免税店”）、日上免税行（上海）有限公司（以下简称“日上上海”）、中免（海口）国际免税城有限公司（以下简称“海口免税城公司”，主要运营 2022 年 10 月开业的海口国际免税城）和海南省免税品有限公司（以下简称“海免公司”）。

2025 年，中免投资公司、中免国际、三亚市内免税店、海口免税城公司和海免公司经营较为平稳，收入同比变化不大，日上上海收入同比下降 25.10%，主要系国内电商平台竞争持续加剧导致，同时，受当年冲回递延所得税资产影响，日上上海当期净利润亏损。

图表 4 • 2025 年中国中免主要下属公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	中国中免持股比例	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
中免投资公司	100.00%	145.46	81.37	18.25	6.61	5.11
中免国际	100.00%	297.64	218.73	371.33	16.81	13.77
三亚市内免税店	100.00%	205.23	46.01	198.30	10.40	8.76
日上上海	51.00%	63.88	53.69	120.10	4.24	-2.08

¹ 中国中免持股比例为 51%。

海口免税城公司	100.00%	117.32	45.58	57.99	0.72	0.31
海免公司	51.00%	38.74	32.75	33.13	0.82	0.68

注：以上子公司数据均为合并口径数据，日上上海的数据经过公允价值调整
资料来源：联合资信根据中国中免年报整理

2025 年，中国中免营业收入同比下降 4.93%，主要系消费需求放缓及行业周期影响所致；受益于高毛利产品占比提升，毛利率同比增加 0.72 个百分点至 32.75%。其中免税商品销售收入同比增长 1.29%，毛利率同比减少 2.53 个百分点至 36.97%；有税商品销售收入同比下降 21.69%，毛利率同比增加 3.68 个百分点至 17.13%。分区域看，海南地区营业收入同比下降 1.23%，毛利率同比减少 0.82 个百分点至 22.91%；上海地区营业收入同比下降 25.10%，毛利率同比增加 0.78 个百分点至 26.58%。

经营模式方面，中免公司统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由中免系统下属免税店销售给出入境或海南离岛旅客。部分距离配送中心地理位置较远的免税店，考虑到运输成本等原因，由供应商直接向这些免税店发货，再由中免系统下属免税店销售给出入境或海南离岛旅客。供应链方面，截至 2025 年底，中国中免与全球超 1600 个知名品牌建立了长期稳定的合作关系，在头部品牌供应商中积累了极高的信誉度，拥有丰富的品牌资源和稳定的产品供应能力。公司在北京、上海、大连、青岛、深圳、三亚、海口和香港设立了覆盖全国的 8 大海关监管物流中心，采用先进的监控体系提升物流效率和水平，在全国范围内实现商品高效快捷配送。采购集中度方面，2025 年中国中免前五名供应商（均为非关联方）采购额合计 203.20 亿元，占年度采购总额的 56.09%，集中度较上年有所提升。渠道方面，2025 年，系统推进免税经营权投标工作，成功中标上海浦东国际机场 T2 航站楼及 S2 卫星厅进出境免税店、上海虹桥国际机场进出境免税店、北京首都国际机场 T3 航站楼进出境免税店、广州白云机场 T3 航站楼出境店等 16 个免税店经营权项目。市内免税店方面，13 家取得经营权的市内免税店均已实现开业或运营，构建沉浸式体验消费新场景，并引入各地特色国产优质商品，开展“离境退税商店”资质申请及“即买即退”模式的落地，构建“语言无障碍、支付无障碍、服务无死角”的消费环境，提升外籍旅客购物体验。

重点项目建设方面，截至 2025 年底，中国中免主要在建项目为海口国际免税城项目和三亚国际免税城一期 2 号地项目。其中，海口国际免税城项目位于海南省琼北综合经济区与西海岸城市副中心，项目占地面积 32.35 万平方米，共分为 6 宗地块，分两期开发，一期项目开发免税商业综合体、公寓和住宅，开发期限为 36 个月；二期项目开发商业街区、写字楼和酒店，开发期限为 42 个月，项目内部收益率约为 14.4%，财务净现值 14.7 亿元，静态回收期 15.8 年，动态回收期 18.3 年。三亚国际免税城一期 2 号地项目位于海棠湾一线海景区域内，占地面积 10.88 万平方米，拟建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，投资内部收益率约为 10.8%，财务净现值 2.8 亿元，静态回收期 15.0 年，动态回收期 15.7 年。上述项目建成后，将增强中国中免在海南市场的业务协同效应，进一步提升其在免税市场的综合竞争力和品牌影响力。

图表 5 • 截至 2025 年底中国中免重大非股权投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	2025 年投入金额	累计投资额	资金来源	累计产生收益	项目进展
海口国际免税城项目	128.60	4.13	85.11	自筹资金及国拨资金	24.97	该项目处于中期阶段，其中地块五海口国际免税城已于 2022 年 10 月 28 日开业运营；地块二悦领湾项目、地块三悦澜庭项目已完工并推进产品销售；地块一甲级写字楼 A 座办公区域第一批已交付，第二批装修施工完成 80%；地块四洲际、逸衡酒店主体结构已封顶，二次结构砌筑完成。
三亚国际免税城一期 2 号地项目	43.15	4.67	23.13	自筹资金	5.90	目前该项目处于中期阶段，其中商业部分三亚国际免税城 C 区已于 2023 年 12 月 28 日开业运营；酒店部分主体结构已封顶，二次结构砌筑已完成，幕墙工程完成约 70%，全面推进机电工程、精装修工程、园林工程施工。
合计	171.75	8.80	108.24	--	30.87	--

资料来源：联合资信根据中国中免年报整理

2025 年，受益于国内外旅游需求持续释放，中旅旅行收入同比增长；受免签政策深化及高毛利签证收入占比下降影响，综合毛利率有所下降。

中旅旅行是公司旗下旅行服务业务的全资子公司。2018 年 10 月，中国旅行社总社有限公司与中国国际旅行社总社有限公司实施战略重组，共同组成中旅旅行。重组后的中旅旅行旅游产业要素更加齐全，包括旅行社业务（包括入境业务、出境业务、国内业务、定制业务、创新业务等）、会展业务、商旅及航票业务、签证及证件业务等。2025 年，受益于旅行服务业务收入增加，中旅旅行收入同比增长 8.58%。

旅行服务业务盈利模式分为两种：一是在前端收取游客费用，后端采购各项旅游要素整合成为旅游产品（旅游线路、酒店、机票、门票、餐费等），获取前端收入和后端成本的差价；二是收取佣金和代理费（或服务费）。跟踪期内，公司旅行服务业务的盈利模式未发生重大变化。

图表 6 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月中旅旅行收入构成及毛利率情况（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
入境游	3.39	6.12%	11.98%	5.01	8%	12%	0.72	6%	13%
出境游	13.71	24.77%	6.44%	15.83	26%	6%	3.53	29%	5%
国内游	25.65	46.34%	17.94%	28.12	47%	18%	5.58	45%	16%
境外签证公司	4.70	8.49%	76.23%	2.59	4%	82%	0.56	4%	83%
港澳旅行社	5.15	9.30%	19.47%	5.29	9%	17%	0.92	7%	18%
境外旅行社	2.76	4.99%	21.49%	3.26	5%	13%	1.06	9%	9%
合计	55.35	100.00%	20.99%	60.10	100%	18%	12.37	100%	17%

注：1.表中数据未经合并抵消，与收入构成表有细微差异；2.尾差系四舍五入导致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

旅行社业务方面，中旅旅行入境游客源市场涵盖欧洲、美洲、大洋洲、亚洲、非洲的 100 多个国家和地区；出境旅游业务涵盖欧洲、北美、南美、中东非洲、澳大利亚、新西兰、日韩、东南亚、港澳台、南北极等目的地，业务类型包括跟团游、自由行、邮轮，以及签证、酒店、当地玩乐等单项业务。2025 年，出境游收入同比增长 15.46%，主要系出境旅游需求持续释放所致，毛利率同比变化不大。国内游方面，中旅旅行国内游产品包括跟团游、自由行、自驾游、房车游、单项产品等。2025 年，受国内旅游市场需求持续复苏影响，国内游收入同比增长 9.63%，毛利率同比变化不大。

签证及证件业务方面，中旅旅行的签证业务主要负责海外中国签证申请服务中心的投资、筹建、运营及中国公民出境签证、认证代办业务；证件业务是经国家移民管理局（原公安部出入境管理局）委托在香港办理《台湾居民来往大陆通行证》及《港澳居民来往内地通行证》的业务。2025 年，受免签政策及净额核算持续影响，境外签证公司收入下降至 2.59 亿元，但毛利率提升至 82%，主要系调整特许费分成比例减少成本所致；受免签政策深化及高毛利签证收入占比下降影响，2025 年中旅旅行综合毛利率有所下降，签证业务整体收入承压。

2026 年一季度，中旅旅行实现收入 12.37 亿元，综合毛利率较上年底小幅下降。

2025 年，随着在港业务的持续拓展及安信信贷发放贷款规模的稳步提升，中旅发展收入实现增长，安信信贷仍为其主要收入来源，逾期贷款规模较上年底小幅下降。

2025 年，随着在港业务的持续拓展及安信信贷发放贷款规模的稳步提升，中旅发展收入同比增长 16.88%，毛利率同比下降 2.67 个百分点，主要系中旅发展业务以消费金融为主，同时物业管理和仓储物流也占有一定比例，2025 年物业管理、仓储物流业务规模占比逐步提升，而生活服务、仓储物流行业毛利率远低于消费金融业务，致使中旅发展综合毛利率下降。

中旅发展主要控股企业为安信信贷（截至 2025 年底公司合计持股 100%）。安信信贷实现的利息收入为中旅发展主要收入来源。截至 2025 年底，安信信贷发放贷款和垫款总额为 106.91 亿元，较上年底变化不大，其中逾期贷款 3.77 亿元（2024 年为 4.28 亿元），主要为逾期 1 天至 90 天的信用贷款；累计计提贷款损失准备 7.94 亿元，其中本期计提 8.34 亿元，本期核销 8.02 亿元（上年同期为 8.08 亿元）。

中旅发展主要参股企业为中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”，证券代码：1216.HK）。截至 2025 年底，公司持有中原银行 2.90% 的股份，计入长期股权投资，期末余额为 25.12 亿元，2025 年贡献投资收益 0.85 亿元（2024 年为 0.81 亿元），同比小幅增长。

2025 年，受消费分级及气候等因素影响，主题公园运营承压；自然人文景区收入和毛利润均出现下降；中旅国际整体收入和毛利率均同比下降。2026 年一季度，公司景区接待人次延续下降趋势。2025 年底，中旅国际完成旅游地产业务的剥离，受此影响，2026 年收入或下降，但亏损资产出清，盈利能力有望得到提升。

2025 年，中旅国际以实物分派方式实施了重大资产重组，将全部旅游地产业务从上市公司剥离；公司将珠海海泉湾、咸阳海泉湾、安吉度假村及大空港、金堂等项目权益重组至新成立的中旅康养度假控股有限公司，并于 2025 年 12 月 22 日按每持有 1 股获派 1 股的比例向股东分派其股份，同时提供每股 0.336 港元的现金替代选项。本次剥离的业务于分派日的资产净值为 48.75 亿港元，2025 年 1 月至 12 月 22 日期间该终止经营业务录得收入 3.33 亿港元、亏损 5.03 亿港元。此次重组使中旅国际总资产减少 25.30% 至 183.25 亿港元、股东应占权益减少 30.03% 至 112.70 亿港元，并因终止经营业务亏损及一次性汇兑差额重分类导致 2025 年股东

应占净利润从上年盈利 1.06 亿港元转为亏损 2.82 亿港元。通过出清持续亏损的旅游地产业务，中旅国际实现业务聚焦，将资源集中于自然人文景区、主题公园及新布局的冰雪经济等核心赛道。此外，2025 年底，根据泸州老窖股份有限公司公告，中旅国际同意注销参股公司中旅泸州老窖文化旅游发展有限公司，后续将不再参与中旅泸州老窖景区的运营。2025 年，中旅国际收入同比下降 3.78%，毛利率下降 2.75 个百分点。

景区板块的盈利模式和收支模式是以门票销售为主，带动旅游产品销售，收入主要分为景区门票收入和二次消费收入两部分。景区门票收入即一次消费，二次消费主要是指游客进入景区后的消费，包括餐饮、住宿等。景区门票销售主要是通过景区现场销售、旅行社代销及网上销售三种方式进行，结算方式主要有两种，一种是现场付款，主要针对一般散客和小型旅行社；一种是月度对账现款结算，主要针对与景区具有长期合作关系的大型旅行社或网络平台公司。

上述重大资产重组完成后，中旅国际旗下主题公园包括世界之窗和锦绣中华；自然人文景区包括沙坡头景区、广西德天景区等。2025 年，主题公园受消费分级及气候等因素影响，运营承压，其中世界之窗营业收入和毛利润分别同比下降 14.18%和 36.10%，锦绣中华营业收入和毛利润分别同比下降 7.07%和 48.13%。同期，中旅国际运营的自然人文景区中，沙坡头景区营业收入和毛利润同比分别下降 1.20%和 7.67%，主要系市场竞争加剧导致客单价承压，同时景区为打造多层次酒店群、举办沙漠星空音乐节等活动增加了运营成本投入所致；广西德天景区营业收入与上年基本持平但受取消登高项目及加大特色营销活动投入影响，毛利润有所下降。同期，中旅国际各景区共接待 963 万人次，同比减少 66 万人次。2026 年一季度，中旅国际下属各景区接待人次为 208 万人次，同比下降 7.56%。

图表 7 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月中旅国际下属主要景区收入及毛利润情况（单位：万元）

业务板块	2024 年		2025 年		2026 年 1—3 月	
	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润	营业收入	毛利润
世界之窗主题公园	40092	19358	34408.84	12369.35	10020.91	4868.90
锦绣中华主题公园	14376	4694	13359.49	2434.57	3965.54	1369.79
沙坡头景区	41528	15513	41028.60	14323.48	1849.44	-1660.33
广西德天景区	26460	8908	26446.31	6793.35	8379.16	2996.86
安吉旅游度假区	10325	3048	12138.33	4210.89	/	/
珠海海泉湾度假区	15515	-7828	15897.09	-6293.98	/	/
咸阳海泉湾度假区	5629	435	3841.35	423.43	/	/
中旅泸州老窖景区	2769	1323	3198	1655	/	/
合计	156694	45451	150318.01	35916.09	24215.05	7575.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，新增酒店收入和境外酒店业务提升推动中旅酒店收入同比增长；受内地酒店租赁收入同比以及英国酒店采购价格上涨影响，毛利率有所下降，利润空间收窄。

2025 年，中旅酒店业务继续保持增长，全年实现营业收入 27.43 亿元，同比增长 4.06%，主要得益于收购雅阁公司带来增量收入和存量境外酒店业务提升；毛利率下降 3.73 个百分点，主要系内地酒店租赁收入同比下降，叠加英国酒店采购价格上涨导致，利润空间收窄。

截至 2025 年底，公司旗下自有酒店（不含输出管理的酒店和英国地区酒店）16 家，主要分布在北京、南京、杭州、重庆等城市，客房数总计 4870 间（其中港澳酒店 2 家，客房数 715 间）。中旅国际下属酒店 8 家，主要分布在香港、澳门等城市，客房数总计 2542 间（其中港澳酒店 7 家，客房数 2327 间）。输出管理酒店 57 家（客房数 12063 间），特许经营酒店 74 家（客房数 13825 间），加盟酒店 2 家（客房数 350 间），主要分布在华北、华东、华南等地，客房数总计 33650 间。另外，英国 KG 自有及管理酒店 43 家，客房数 5286 间，英国 KG 输出管理及合资酒店 9 家，客房数 1504 间。

2025 年，公司地产板块去化速度有所提升，地产类存货规模有所压降，开发成本跌价准备计提增加对地产板块利润影响较大。截至 2025 年底，公司地产业务资金占用规模仍大，且部分完工及在建项目去化率较低，存在跌价风险；在建项目和储备项目未来开发投资规模大，需关注资本支出压力、未来去化进展及盈利压力。

中旅投资聚焦深耕成渝城市群、长三角及海南区域，精选布局北京、粤港澳大湾区、长江中下游，布局包括北京、上海、广州、深圳、三亚、成都等 17 个城市。截至 2025 年底，公司地产类存货规模较去年底明显下降，其中，开发成本较去年底减少 91.44 亿元，主要系中旅投资加快项目建设，部分房地产开发项目完成竣工并结转。同时，公司依据区域存货现行销售情况，结合周围市场

实际价格，针对在建房地产及已完工房地产进行减值测试，并计提存货跌价准备，当期计提主要来自宁波项目。同期末，公司合同负债中的预售房款为 74.33 亿元，地产业务整体资金占用规模大。

图表 8 • 2024—2025 年末公司存货中的房地产类资产情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年末			2025 年末		
	账面余额	存货跌价准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备	账面价值
开发成本	347.24	42.07	305.18	246.99	33.25	213.74
开发产品	105.45	2.01	103.44	119.05	5.39	113.66
尚未开发的土地储备	30.63	0.00	30.63	49.66	3.10	46.56
合计	483.32	44.08	439.25	415.7	41.74	373.96

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，中旅投资坚持“一城一策、一盘一策”的整体去库存策略，地产板块签约销售金额同比增长 7.91%，去化速度加快。2025 年，受益于结转项目增加，中旅投资收入同比增长 5.81%。同期，受高毛利率项目三亚馥棠公馆交付结转以及合作项目交付带动投资收益增加综合影响，毛利率同比上升 9.86 个百分点。2026 年一季度，受结转节奏下降影响，中旅投资收入同比下降 23.81%，毛利率同比上升 19.74 个百分点，主要系结转项目毛利率较高所致。

图表 9 • 中旅投资地产业务情况

项目	2024 年/末	2025 年/末	2026 年 1—3 月/2026 年 3 月末
期末在开发面积（万平方米）	272.1	223.7	129.7
房屋竣工面积（万平方米）	97.2	97.97	9.3
签约销售面积（万平方米）	52.5	43.0	8.3
签约销售金额（亿元）	112.5	121.4	28.9

注：1.以上数据以合并报表口径统计；2.表中结转面积和收入使用合并报表口径，与营业收入构成中的旅游地产收入有细微差异，因未包含部分出租和物业管理收入所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，中旅投资在建、在售地产项目共 16 个，主要分布在广州、宁波、四川、海南和青岛等城市。其中，广州天晨项目规划 4 栋超高层建筑，系 82-144 m²三至四房户型；中旅名门府项目规划 25 栋高层和 12 栋叠墅，在售面积段为 78-142 m²精装三至五房；北站东广场项目住宅面积段约 80-240 m²；杭州湾海泉湾项目包括温泉、酒店、购物中心，其中约 1.2 万 m²温泉已开业。从去化情况来看，已完工在售项目合计去化率 52.67%，其中青岛项目、中旅启境和燕郊学苑去化较好，九龙湖 C 区、三亚海棠湾、杭州湾海泉湾、宁波杭州湾南部新城和成都湖畔院子去化率较低，且已完工时间较长，面临较大的跌价风险，2025 年公司已对宁波项目计提了存货跌价准备。在建项目中，北站东广场、九龙湖 F134 去化率较低，主要系业态为商业/公寓/办公业态，若房地产市场持续低迷，中旅投资地产项目或存在持续计提减值风险，可能对公司整体利润造成进一步侵蚀。中旅投资开发项目资金主要来源为自有资金和开发贷款，在建、在售项目尚需投资金额大，未来仍存在一定资本支出压力。

图表 10 • 截至 2025 年底中旅投资在建、在售项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	所在地（具体到区县）	项目类别	开工年月	预计下一批竣工年月	项目进展（在建在售/已完工在售）	总可售面积	已售面积	预计总投资	已投资	累计回款
1	东山 40#地块	苏州吴中区	住宅	2023 年 4 月	2026 年 3 月	在建	8.40	1.78	13.58	10.73	2.25
2	广州天晨项目	广州市海珠区	住宅	2019 年 6 月	2026 年 6 月	在建在售	8.13	6.48	46.76	38.52	33.52
3	中旅名门府项目	广州市花都区	高层/叠墅	2021 年 10 月	2025 年 12 月	在建在售	46.04	16.10	100.00	66.59	30.22
4	北站东广场项目	广州市花都区	免税综合体/商业/公寓/办公楼	2021 年 12 月	2026 年 10 月	在建在售	24.38	4.3	99.60	42.68	7.20
5	九龙湖 C	广州市花都区花东镇九龙湖度假区	住宅及商业	2022 年 4 月	2024 年 6 月	已完工在售	8.713	3.6	11.28	9.71	7.64
6	九龙湖 F134	广州市花都区花东镇九龙湖度假区	商业	2023 年 3 月	2024 年 12 月	在建在售	14.99	2.59	19.11	7.94	6.98
7	钢旅华府	湖北省武汉市洪山区	住宅/商业/办公楼/其他	2022 年 5 月	2028 年 11 月	在建在售	14.54	8.14	29.13	22.35	15.04

8	宁波杭州湾文化小镇	宁波杭州湾新区	商业	2020年11月	2026年12月	已完工	0.00	0.00	17.37	9.22	0.00
9	宁波杭州湾南部新城	宁波杭州湾新区	住宅	2021年2月	2024年12月	已完工在售	19.31	4.83	22.60	18.17	3.80
10	杭州湾海泉湾	宁波杭州湾新区	住宅/商业	2019年8月	2024年2月	已完工在售	67.97	35.21	57.27	54.09	40.72
11	青岛项目	青岛市即墨区	住宅	2019年6月	2022年10月	已完工在售	9.57	7.66	6.74	6.55	7.70
12	湖畔院子	四川省成都市金堂县	住宅	2020年11月	2023年1月	已完工在售	7.13	1.01	7.62	6.5	1.08
13	中旅启境	四川省成都市成华区	住宅	2022年1月	2024年7月	已完工在售	15.02	12.91	24.71	23.68	21.48
14	港中旅海泉湾学苑项目	河北省三河市燕郊开发区	住宅	2023年7月	2025年12月	已完工在售	4.22	3.46	9.40	8.4	5.35
15	三亚海棠湾	海南省三亚市海棠区	住宅	2023年4月	2025年6月	已完工在售	18.17	10.38	54.8	44.75	61.27
16	中旅三亚湾	海南省三亚市天涯区	住宅/商业/办公楼/酒店	2024年10月	2028年7月	在建未售	11.12	0	41.82	20.94	0
合计	--	--	--	--	--		277.71	118.45	561.79	389.37	244.25

注：上表未包含停工或退地项目；宁波杭州湾文化小镇项目后续拟自持
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025年，中旅投资落实“双核战略”（即核心城市核心地段），新获取合作项目3块地，均位于上海市，其中壹江臻邸项目（持股比例30%）位于上海市浦东区，另外两块地均为安澜上海项目（持股比例4.5%），位于上海市徐汇区。上述新获取地块中旅投资合计出资5.10亿元。截至2026年3月底，中旅投资尚未开发的土地储备主要集中在鞍山、宁波、广州、青岛、河北燕郊等地，部分早期布局项目存在去化风险，需关注资金占用情况。

图表 11 • 截至 2025 年底中旅投资土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目所在地	拟建项目类别	土地取得年份	占地面积	预计总投资	期末投资额	土地出让金额
青岛项目	青岛市即墨区	商业	2007年	28.85	--	0.93	0.82
鞍山项目	鞍山市千山区	住宅	1993年	84.84	55.93	7.94	7.64
九龙湖B区	广州市花都区花东镇九龙湖度假区	住宅	2022年	33.96	76.21	3.4	2.80
天邑湖国王酒店C区二期	广州市花都区花东镇九龙湖度假区	商业	2009年	6.01	4.79	1.02	0.24
杭州湾文化小镇项目	宁波市杭州湾新区	住宅/商业	2018年	8.67	10.39	3.31	3.25
杭州湾海泉湾项目	宁波市杭州湾新区	住宅	2018年	11.69	25.06	7.80	7.69
燕郊项目	河北省三河市燕郊开发区	住宅	2013年	52.30	--	11.2	10.59
名门府AB	广州市花都区	住宅	2021年	10.40	30.14	16.81	15.17
北站一二地块	广州市花都区	商业	2021年	4.45	--	18.93	14.00
湖畔院子二期	四川省成都市金堂县	住宅	2020年	9.68	--	0.91	0.61
总部基地	四川省成都市天府新区	商业	2021年	0.88	--	0.86	0.64
咸阳沣西二期	陕西省西咸新区沣西新城	住宅	2020年	3.94	--	8.33	8.33
合计	--	--	--	255.67	202.52	81.44	71.78

注：部分项目未填写预计总投资系目前正处于与政府洽谈盘活或整体打包出售的阶段，无具体开发计划。
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

公司战略目标明确，未来随着各业务单元有序推进战略实施，公司综合竞争力有望进一步提升。

公司坚持“诚信经营、优质服务”理念，以“旅游报国，服务大众”为使命，实施“立足香港、深耕海南、拓展内地、做精海外”战略，聚焦增强核心功能、提高核心竞争力，创造快乐体验，服务美好生活，努力成为“产品卓越、品牌卓著、创新领先、治理现代”的世界一流旅游产业集团。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并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。

合并范围方面，2025 年，新纳入公司合并范围的主体合计 38 家，其中新设 18 家，并购 10 家，通过一致行动人协议达到控制 8 家，剩余 2 家为收购少数股东股权 40%和修改章程达到控制条件；不再纳入公司合并范围的主体合计 43 家，其中注销 39 家，出售转让 2 家，移交破产管理人 2 家。2026 年一季度，公司合并范围新增 5 家，减少 4 家；截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内共 611 家子公司，其中二级子公司共 15 家。整体看，新增及减少主体相对公司整体规模很小，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，受地产类存货压降影响，公司资产规模有所下降；资产结构变化不大，以货币资金和地产类存货为主的流动资产占比仍较高，若房地产市场持续低迷，公司仍存在计提减值风险。总体看，公司资产受限比例较低，整体资产质量良好。

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底小幅下降 0.27%，变化不大。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1144.04	56.74%	1117.33	55.57%	1142.68	54.99%
货币资金	443.84	22.01%	460.08	22.88%	459.73	22.12%
存货	599.70	29.74%	515.20	25.62%	506.87	24.39%
非流动资产	872.18	43.26%	893.45	44.43%	935.23	45.01%
发放贷款及垫款	101.15	5.02%	98.96	4.92%	95.51	4.60%
长期股权投资	176.36	8.75%	187.74	9.34%	196.74	9.47%
投资性房地产	111.92	5.55%	128.18	6.37%	129.64	6.24%
固定资产	200.32	9.94%	199.82	9.94%	193.62	9.32%
在建工程	50.36	2.50%	59.85	2.98%	59.45	2.86%
无形资产	75.83	3.76%	78.20	3.89%	83.82	4.03%
资产总额	2016.22	100.00%	2010.79	100.00%	2077.91	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

公司资产主要包括货币资金、存货、固定资产、投资性房地产、长期股权投资及发放贷款及垫款。截至 2025 年底，公司货币资金较上年底增长 3.66%，主要系公司主营业务（尤其是免税业务）销售回款规模较大所致。货币资金中有 10.37 亿元受限资金，受限比例为 2.25%，主要为存放央行法定存款准备金、旅游质量保证金、个贷保证金、住宅专项维修基金、履约保证金、保函保证金、法院冻结资金、用于担保的定期存款等。货币资金主要集中在中国中免（截至 2025 年底，中国中免货币资金占合并口径货币资金的 73.42%）。存货较上年底下降 14.09%，主要系房地产开发产品结转成本及新增获取及开发项目减少综合所致。存货主要由开发成本（占比为 43.95%）、开发产品（房地产项目）（占比为 21.18%）及库存商品（免税品等）构成，累计计提跌价准备 46.76 亿元，计提比例为 8.32%。公司存货中地产项目占比较大，若房地产市场持续低迷，公司存货或存在持续计提减值风险。发放贷款及垫款主要为安信信贷在香港地区发放的个人贷款和垫款，截至 2025 年底，公司发放贷款及垫款较上年底下降 2.16%，变化不大。截至 2025 年底，公司长期股权投资较上年底增长 6.45%，主要系追加对华夏国际邮轮有限公司（9.00 亿元）、上海招鼎置业有限公司（4.20 亿元）等联营企业的投资所致，当期权益法核算的长期股权投资收益为-2.54 亿元，主要为确认对星旅远洋国际邮轮有限公司（-3.01 亿元）和中国东方航空集团有限公司（-0.82 亿元）的投资损失；公司投资性房地产较上年底增长 14.52%，主要系存货转入所致；投资性房地产按照公允价值计量，2025 年，公允价值变动损失-0.67 亿元，主要受消费分级、旅游地产市场持续低迷影响，相关度假村及商业物业评估价值下调影响。截至 2025 年底，公司固定资产较上年底变化不大；固定资产主要由房屋及建筑物（占比为 87.04%）构成，累计计提折旧 152.79 亿元；固定资产成新率 58.47%，成新率一般。截至 2025 年底，公司在建工程（合计），较上年底增长 18.84%，主要系在建项目投入增加所致。在建工程主要由海泉湾 1#-3、2#-1、1#-2、珠海海泉湾-二期工程项目、国王酒店 B 栋、北站商业自持、海口国际免税城项目、文化小镇项目、三亚国际免税城一期 2 号地项目为主；受部分项目因规划调整、施工暂停或未来经济效益预期不达标，公司对浦东机场通行证存取系统、浦东 T1 餐厅翻修工程等停止建设的项目全额计提

了减值准备影响，累计计提跌价准备 4.33 亿元；无形资产主要由土地使用权（占 91.21%）构成，较上年底变化不大。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 3.34%。公司资产结构和资产规模均较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司资产受限比例较低。

图表 13 • 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（亿元）	占相应资产的比例	受限原因
存货	74.90	3.72%	抵押
固定资产	23.68	1.18%	抵押
在建工程	2.32	0.12%	抵押
货币资金	10.37	0.52%	七天通知存款、保证金、定期存款、法院冻结、住房基金、法定存款准备金
无形资产	10.23	0.51%	抵押
长期应收款	1.40	0.07%	质押
投资性房地产	15.27	0.76%	抵押
其他	1.90	0.09%	股权质押
合计	140.07	6.97%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，少数股东权益占比较高，权益结构质量一般。

截至 2025 年底，公司所有者权益较上年底增长 1.14%，变化不大。其中，资本公积较上年底增加 12.48 亿元，主要系收到财政部国资预算资金所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 48.27%，实收资本、资本公积和未分配利润占所有者权益的比例分别为 20.27%、13.21%和 12.83%，少数股东权益占比 51.73%，权益结构质量一般。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构均较 2025 年底变动不大。

截至 2025 年底，合同负债减少导致负债规模下降；债务规模变化不大，有息债务以长期债务为主，整体债务负担可控。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底变化不大，其中，预售房款减少导致合同负债下降；短期借款主要由信用借款（占 99.75%）构成；长期借款主要由信用借款（占 73.46%）构成；应付债券中美元债余额为 113.47 亿元（含一年内到期金额）。截至 2026 年 3 月底，随着超短期融资券发行规模回升，公司负债总额有所回升。

截至 2025 年底，公司全部债务为 758.38 亿元，较上年底变化不大；全部债务占同期末负债总额的 63.14%，其中银行借款约占 59%、发行债券约占 31%；2025 年综合融资成本²约为 2.53%，同比下降 0.57 个百分点。债务期限结构方面，短期债务占 44.72%，较上年底小幅提升，2026 年下半年到期的公司信用类债券合计 50.49 亿元。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	700.12	57.59%	708.80	59.02%	803.60	64.15%
短期借款	122.60	10.09%	156.62	13.04%	203.04	16.21%
应付账款	101.03	8.31%	101.26	8.43%	109.88	8.77%
其他应付款（合计）	75.98	6.25%	74.78	6.23%	98.12	7.83%
一年内到期的非流动负债	134.08	11.03%	149.74	12.47%	165.80	13.24%
合同负债	138.94	11.43%	92.03	7.66%	91.20	7.28%
其他流动负债	72.42	5.96%	47.94	3.99%	36.96	2.95%
非流动负债	515.48	42.41%	492.22	40.98%	449.09	35.85%
长期借款	256.98	21.14%	203.79	16.97%	179.53	14.33%
应付债券	176.99	14.56%	184.14	15.33%	173.83	13.88%

²综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2。

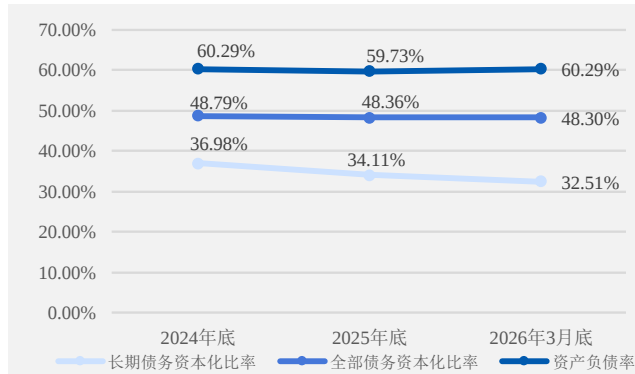
租赁负债	33.63	2.77%	29.90	2.49%	44.17	3.53%
负债总额	1215.60	100.00%	1201.02	100.00%	1252.69	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从债务指标来看，截至 2025 年底，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下降 0.56 个百分点、下降 0.43 个百分点和下降 2.87 个百分点。公司债务负担可控。

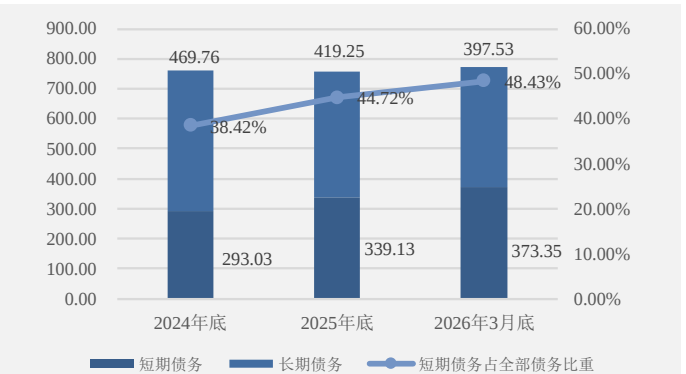
截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 770.87 亿元，较上年底变化不大，债务结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2026 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 0.56 个百分点、下降 0.06 个百分点和下降 1.60 个百分点。

图表15 • 公司负债及债务相关指标变动趋势



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表16 • 公司债务水平及债务期限结构变动趋势（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，公司经营性利润同比保持稳定，减值损失对利润侵蚀影响减弱，利润总额同比小幅增长。2026 年一季度，公司收入变化不大，利润受结转项目毛利率较高影响同比增长。

2025 年，公司营业总收入同比下降 1.32%，毛利润同比增长 2.87%，主要系地产业务结转项目毛利率较高所致。同时，受利息收入同比下降影响，公司当期期间费用规模同比增长 2.72%，对毛利润侵蚀影响加大，经营性利润同比基本保持稳定。

非经常性损益方面，受联营企业投资收益同比大幅下降影响，公司当期投资收益大幅下降并转负；减值损失主要来自安信信贷贷款减值损失计提及地产类存货跌价准备计提，当期信用减值损失和资产减值损失同比有所下降，但仍对利润造成侵蚀。

同期，公司合并口径利润总额仍主要来自经营性利润，同比小幅增长，主业盈利能力极强。2026 年一季度，公司营业总收入同比下降 1.33%，地产业务对毛利润的贡献增加同时减值损失同比回落，综合影响下，利润总额同比增长 17.31%。

图表17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
营业总收入	864.39	853.00	239.80
毛利润	259.15	266.60	77.32
期间费用	164.16	168.63	41.85
其他收益	2.45	1.48	0.16
投资收益	2.40	-0.65	0.67
公允价值变动净收益	-4.29	-0.35	0.09
资产减值损失	-16.13	-13.77	-1.08
信用减值损失	-7.84	-5.61	-1.70
利润总额	50.19	52.78	23.78
营业利润率（%）	28.08	28.56	28.67
总资本收益率（%）	3.25	2.98	--
净资产收益率（%）	3.71	3.51	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年，公司经营活动现金净流入同比增长，投资活动净流出同比收窄，经营活动现金净流入仍足以覆盖投资活动现金缺口；筹资活动现金流量由上年的小额净流入转为净流出，主要系公司主动压降债务规模、偿还债务支付的现金增加所致。考虑到公司仍有在建项目等资本性支出需求，未来仍存在一定的对外融资需求。

2025 年，公司经营活动现金净流入同比增长 4.87%，主要系免税业务销售回款良好及地产项目加速去化所致，经营获现能力保持良好水平；投资活动净流出 46.96 亿元，较 2024 年的 71.70 亿元大幅收窄 34.51%，主要系 2025 年对外股权投资规模较 2024 年显著下降所致；经营活动现金净流入仍足以覆盖投资活动现金净缺口；筹资活动现金流量由上年的小额净流入转为净流出，主要系公司主动压降债务规模、偿还债务支付的现金增加所致。考虑到公司仍有在建项目等资本性支出需求，未来仍存在一定的对外融资需求。

图表 18 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	946.49	962.85	266.96
经营活动现金流出小计	849.43	861.06	243.29
经营现金流量净额	97.06	101.79	23.67
投资活动现金流入小计	39.99	54.56	5.01
投资活动现金流出小计	111.69	101.52	34.29
投资活动现金流量净额	-71.70	-46.96	-29.29
筹资活动前现金流量净额	25.36	54.83	-5.61
筹资活动现金流入小计	406.97	292.19	120.12
筹资活动现金流出小计	400.35	324.17	124.72
筹资活动现金流量净额	6.62	-31.97	-4.60
现金收入比（%）	99.46%	102.12%	97.98%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标表现较好，融资渠道通畅。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	163.41	157.64	142.20
	速动比率（%）	77.75	84.95	79.12
	经营现金流动负债比（%）	13.86	14.36	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.33	0.30	--
	现金短期债务比（倍）	1.52	1.42	1.29
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	102.79	100.55	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.38	7.54	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.13	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.59	5.23	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.33	5.30	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，截至 2025 年底，公司流动资产对流动负债的保障程度下降，但仍处于较好水平；速动资产对流动负债的覆盖能力提升，现金短期债务比小幅下降，但现金类资产对短期债务的保障程度依然充足。银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 2777 亿元，其中未使用额度人民币 2121 亿元。同时，公司下属部分子公司在 A 股和 H 股上市，具备直接融资渠道，公司融资渠道畅通。

长期偿债能力方面，2025 年，受经营性活动现金流量净额增加以及公司债务小幅压降影响，EBITDA 和经营现金对利息覆盖能力增强，但受 EBITDA 同比小幅下降影响，EBITDA 对全部债务保障程度小幅减弱，长期偿债指标仍处于较好水平。

对外担保方面，截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.27 亿元（不含对个人购房客户提供的阶段性连带责任担保），主要系为关联方提供的担保，担保规模很小，或有负债风险低。

未决诉讼方面，截至 2026 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要职能为控股平台，利润主要来自下属企业的分红收益。跟踪期内，公司本部有息债务规模有所增长，债务负担仍重。考虑到公司本部直接持有的中国中免的股权市值高，且未质押，有效提升了公司本部的偿债安全性。

公司本部为持股平台，承担战略决策及部分融资职能，无实际经营业务。

截至 2025 年底，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权，以及对子公司的资金拆借。其中，现金类资产 35.72 亿元，长期股权投资 374.54 亿元（对子公司的投资占 76.10%），其他应收款 111.77 亿元（主要为对子公司的计息拆借款及资金调动产生的往来款），长期应收款 132.31 亿元（主要为对下属企业的资金拆借款）。截至 2026 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司（中国中免）市值为 732.40 亿元，均未质押。

图表 20 • 2025 年末公司本部其他应收款前五情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款总额的比例	坏账准备
香港中旅（集团）有限公司	关联方往来款及代付款	92.06	1 年以内，1-2 年，2-3 年，3 年以上	80%	--
南京维景国际大酒店有限公司	关联方往来款	8.34	3 年以上	7%	3.23
港中旅（中国）投资有限公司	资金拆借	6.66	1 年以内	6%	
芒果网有限公司	关联方往来款及代付款	3.04	1-2 年，2-3 年，3 年以上	3%	
中国旅游集团酒店控股有限公司	资金拆借	1.35	1 年以内	1%	
合计	--	111.45	--	97%	3.23

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司本部全部债务为 399.62 亿元，占合并口径全部债务的 52.69%。其中，短期债务为 233.84 亿元，占全部债务的 58.51%。同期末，公司本部全部债务资本化比率 71.89%，债务负担重。

公司本部利润主要来源于下属子公司分红。2025 年，中国中免分红 13.53 亿元，香港中旅国际投资有限公司分红 18.06 亿元，公司本部实现利润总额为 6.17 亿元。

偿债能力方面，2025 年，公司本部取得投资收益收到的现金 25.30 亿元，足以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 11.27 亿元；考虑到公司本部持股市值规模大且融资渠道畅通，整体偿债能力强。

（五）ESG 方面

公司在经营发展过程中注重环境保护，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现良好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司持续回应“建设美丽中国”和“双碳”的号召，坚持保护优先、节约优先，落实节能减排主体责任，探索低碳转型和高质量发展之路，持续为社会责任贡献生态、健康价值。

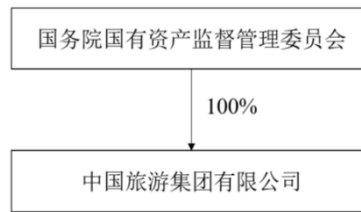
社会责任方面，2025 年，集团深入践行政治责任与社会责任，围绕文旅融合与乡村振兴战略持续发力，定点帮扶工作连续八年获中央单位考核最高等次“好”评价；国际国内影响力显著提升，帮扶的黎平县黄岗村获联合国旅游组织“最佳旅游乡村”称号，西盟县、孟连县分获生态环境部“生态文明建设示范区”及“绿水青山就是金山银山”实践创新基地荣誉；同时，多项帮扶案例及产业项目入选农业农村部、国务院国资委及新华网等权威平台评选的典型案例与蓝皮书，乡村度假品牌“卡莎莎”亦获专项表彰，并荣获香港特区政府“共创明‘Teen’计划”策略伙伴大奖，全面展现了集团在产业帮扶、文旅赋能及社会公益领域的多维贡献与品牌影响力。

公司持续提高现代企业治理体系和治理能力现代化水平，治理结构和内控制度较为完善，成立社会责任工作委员会，在公司“十四五”规划中专设社会责任篇章，在年度党建工作考核责任书中，对各二级公司党委明确提出社会责任工作考核要求，并与各下属企业签订脱贫攻坚或乡村振兴结对帮扶责任书，定期开展考核评价。

七、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险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 中国旅游 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



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 月底）



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）	446.11	480.33	480.16
应收账款（亿元）	15.22	22.92	26.76
其他应收款（合计）（亿元）	23.26	41.36	59.37
存货（亿元）	599.70	515.20	506.87
长期股权投资（亿元）	176.36	187.74	196.74
固定资产（合计）（亿元）	200.32	199.82	193.62
在建工程（合计）（亿元）	50.36	59.85	59.45
资产总额（亿元）	2016.22	2010.79	2077.91
实收资本（亿元）	162.97	164.17	164.17
少数股东权益（亿元）	431.17	418.86	436.63
所有者权益（亿元）	800.62	809.77	825.22
短期债务（亿元）	293.03	339.13	373.35
长期债务（亿元）	469.76	419.25	397.53
全部债务（亿元）	762.79	758.38	770.87
营业总收入（亿元）	864.39	853.00	239.80
营业成本（亿元）	605.24	586.40	162.48
其他收益（亿元）	2.45	1.48	0.16
利润总额（亿元）	50.19	52.78	23.78
EBITDA（亿元）	102.79	100.55	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	859.71	871.06	234.96
经营活动现金流入小计（亿元）	946.49	962.85	266.96
经营活动现金流量净额（亿元）	97.06	101.79	23.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-71.70	-46.96	-29.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.62	-31.97	-4.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	57.23	43.94	--
存货周转次数（次）	0.92	1.05	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.42	--
现金收入比（%）	99.46	102.12	97.98
营业利润率（%）	28.08	28.56	28.67
总资本收益率（%）	3.25	2.98	--
净资产收益率（%）	3.71	3.51	--
长期债务资本化比率（%）	36.98	34.11	32.51
全部债务资本化比率（%）	48.79	48.36	48.30
资产负债率（%）	60.29	59.73	60.29
流动比率（%）	163.41	157.64	142.20
速动比率（%）	77.75	84.95	79.12
经营现金流动负债比（%）	13.86	14.36	--
现金短期债务比（倍）	1.52	1.42	1.29
EBITDA 利息倍数（倍）	4.38	5.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.42	7.54	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 其他应付款、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务；3. “--”表示无意义
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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）	19.98	35.72	19.27
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	136.50	111.77	112.31
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	367.92	374.54	384.12
固定资产（亿元）	0.20	0.23	0.23
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	651.32	658.50	653.68
实收资本（亿元）	162.97	164.17	164.17
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	146.85	156.29	155.00
短期债务（亿元）	138.64	233.84	244.27
长期债务（亿元）	262.17	165.78	185.76
全部债务（亿元）	400.81	399.62	430.03
营业总收入（亿元）	0.04	0.04	0.01
营业成本（亿元）	0.01	0.01	0.00
其他收益（亿元）	-0.07	0.00	0.00
利润总额（亿元）	19.32	6.17	-1.29
EBITDA（亿元）	30.15	16.73	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.58	1.01	0.43
经营活动现金流量净额（亿元）	-3.71	-2.72	-0.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-57.99	25.78	-13.27
筹资活动现金流量净额（亿元）	68.51	-7.48	-2.51
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.33	0.11	--
存货周转次数（次）	42.79	33.83	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	10.02	37.76
营业利润率（%）	-43.44	-6.48	-18.13
总资本收益率（%）	5.48	2.99	--
净资产收益率（%）	13.15	3.95	--
长期债务资本化比率（%）	64.10	51.47	54.51
全部债务资本化比率（%）	73.19	71.89	73.51
资产负债率（%）	77.45	76.27	76.29
流动比率（%）	65.44	44.46	42.73
速动比率（%）	65.44	44.46	42.73
经营现金流动负债比（%）	-1.53	-0.81	--
现金短期债务比（倍）	0.14	0.15	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	1.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.30	23.89	--

注：公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计，“--”表示无意义
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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)
存货周转次数	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%
盈利指标	
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%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×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
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	(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%
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

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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