

中国旅游集团有限公司

2025 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〔2025〕4432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”“21 中旅 01”和“21 中旅 02”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：

二〇二五年六月二十六日

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。

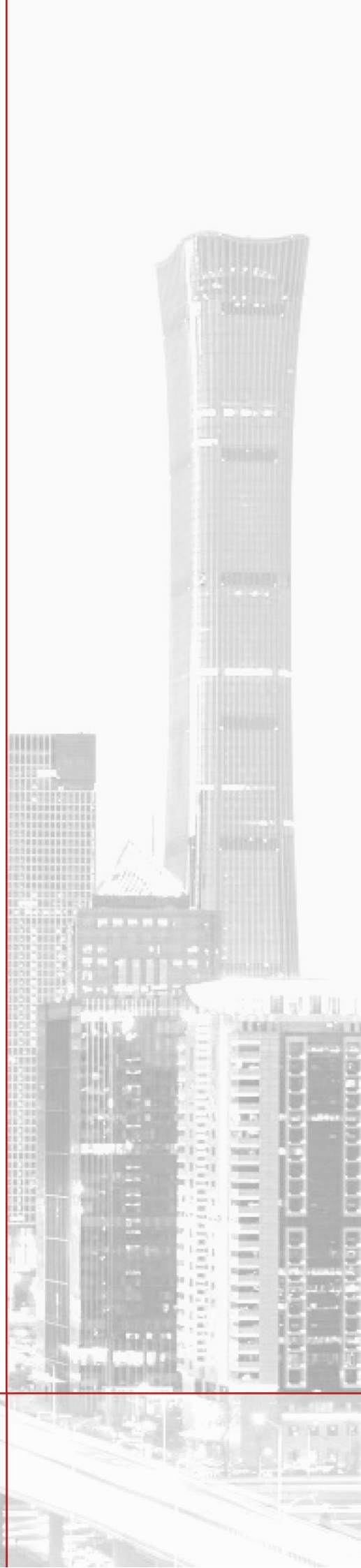
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2025 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	2025/06/26
21 中国旅游 MTN001/ 21 中旅 01/21 中旅 02	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，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。经营方面，受消费需求放缓及行业周期影响，中国中免利润水平同比下滑，但仍保持极强的盈利能力。除旅游服务外，公司其他板块收入均有所增长，但地产业务相关主体受存货跌价准备计提等因素影响持续亏损，考虑到地产行业景气度回升仍面临不确定性，开发项目的去化进展与盈利压力仍有待关注。财务方面，公司现金类资产充裕，资产受限比例低，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；2024 年经营获现仍保持高水平；偿债指标表现良好；本部债务负担较重，但所持上市公司市值对债务覆盖能力强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，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，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。**中国中免为全球最大的旅游零售运营商；2024 年，中国中免实现净利润 48.62 亿元，经营活动现金净流入 79.39 亿元。
- **公司本部持股市值高，对有息债务的保障能力强。**截至 2025 年 3 月底，公司本部直接持有中国中免 50.30%的股权，且未质押，期末参考市值 626.47 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 2025 年 3 月底，公司获得的银行及金融机构授信额度为 2304 亿元，其中尚未使用额度为 1694 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，关注在投项目后续去化进展与盈利压力。**2024 年，公司发生存货跌价损失 15.48 亿元，主要系地产类存货跌价，对公司业绩造成拖累；截至 2024 年底，公司存货为 599.70 亿元，其中房地产类存货占 73.25%。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。
- **公司盈利对免税板块依赖度高，跟踪期内业绩下滑。**2024 年，中国中免净利润为公司合并口径净利润的 2.07 倍。跟踪期内，消费需求放缓叠加行业周期性调整，中国中免业绩承压，公司业绩表现也随之受到拖累。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 旅游企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 旅游企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
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：--				--
评级结果				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

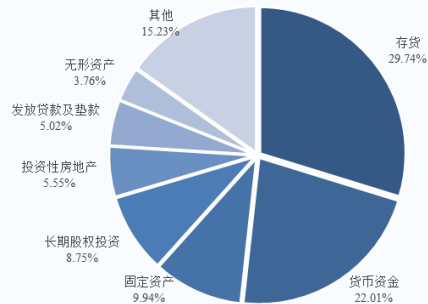
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	410.55	446.11	494.47
资产总额（亿元）	2,041.94	2,016.22	2,050.65
所有者权益（亿元）	777.96	800.62	813.37
短期债务（亿元）	275.71	290.00	321.32
长期债务（亿元）	450.77	469.04	463.97
全部债务（亿元）	726.48	759.04	785.29
营业总收入（亿元）	938.85	864.39	243.03
利润总额（亿元）	68.33	50.19	20.27
EBITDA（亿元）	121.72	102.79	--
经营性净现金流（亿元）	186.50	97.06	43.36
营业利润率（%）	28.88	28.08	26.89
净资产收益率（%）	6.22	3.71	--
资产负债率（%）	61.90	60.29	60.34
全部债务资本化比率（%）	48.29	48.67	49.12
流动比率（%）	163.11	163.41	164.22
经营现金流动负债比（%）	24.43	13.86	--
现金短期债务比（倍）	1.49	1.54	1.54
EBITDA 利息倍数（倍）	4.58	4.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.97	7.38	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	552.45	651.32	648.79
所有者权益（亿元）	122.25	146.85	144.94
全部债务（亿元）	356.85	400.81	370.14
营业总收入（亿元）	0.02	0.04	0.00
利润总额（亿元）	3.46	19.32	-1.92
资产负债率（%）	77.87	77.45	77.66
全部债务资本化比率（%）	74.48	73.19	71.86
流动比率（%）	84.14	65.44	56.02
经营现金流动负债比（%）	-0.94	-1.53	--

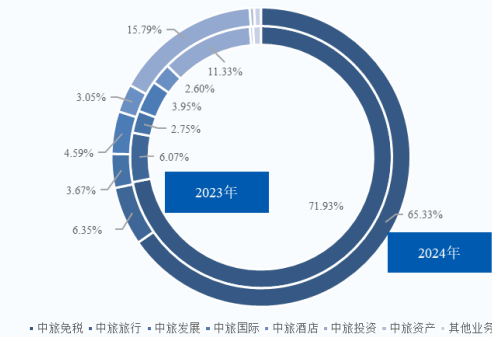
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

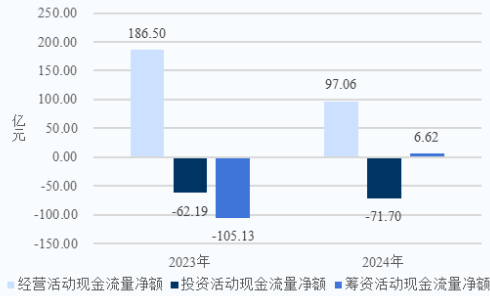
2024 年底公司资产构成



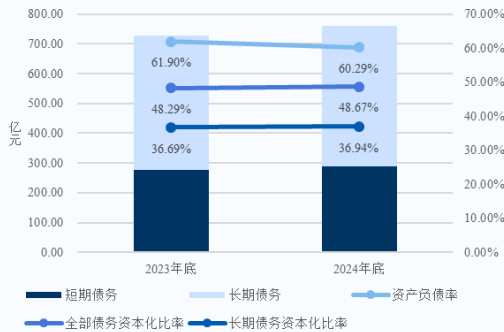
2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 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	--
21 中旅 01	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/08/30	--
21 中旅 02	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/09/07	--

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 MTN001/21 中旅 01/21 中旅 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26	李明 李思雨	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
21 中旅 01/21 中旅 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/05/28	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：李 明 liming@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 2025 年 3 月底，公司注册资本 162.40 亿元，实收资本 162.40 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 2025 年 3 月底，公司总部部门包括战略与企业管理部、运营管理部、法务和风险管理部、港澳工作部、科技信息部（数字化转型办公室）等；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 50.30%，未质押）。截至 2024 年底，公司员工人数超过 4.2 万人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额为 2016.22 亿元，所有者权益合计 800.62 亿元（含少数股东权益 431.17 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 864.39 亿元，利润总额 50.19 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额为 2050.65 亿元，所有者权益合计 813.37 亿元（含少数股东权益 440.76 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 243.03 亿元，利润总额 20.27 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 2025 年 3 月底，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，且均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

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
21 中旅 01	15.00	15.00	2021/08/30	5 年
21 中旅 02	15.00	15.00	2021/09/07	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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆虐破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024 年，旅游业从上年快速复苏转变为稳定发展，国内出游人次和总花费同比均保持增长，但出入境旅游尚处恢复期，签证政策、国际客运航班数量及产品价格等因素对市场表现影响较大。从细分子行业看，受景区经营、各项税费等现金支出增加及上年同期基数较大综合影响，多数景区盈利能力和经营活动现金净流入表现较上年同期有所下滑；酒店业竞争加剧，行业收入、平均房价和出租率较上年同期略有下滑；全国旅行社组织国内旅游人次尚未恢复至 2019 年同期规模，出入境旅游人次仍较少，旅行社收入依然主要依赖国内游；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承压。政策层面，文化和旅游部、国务院办公厅、国家移民管理局等部门出台多项支持政策，从加大产品供给、优化旅游基础设施投入、放宽优化过境免签政策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 [《2024 年旅游行业运行分析》](#)。

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；免税业务行业龙头地位稳固，各细分领域竞争优势得以保持；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。

中国中免作为全球领先的旅游零售运营商，品牌优势明显，2024 年 6 月，根据世界品牌实验室发布的“2024 年中国 500 最具价值品牌”榜单，公司“中免集团”品牌价值为 1,293.47 亿元，在旅游服务行业蝉联第一。中国中免运营和采购能力卓越，与全球超过 1,500 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。中国中免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，2024 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 50,000 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 2024 年底，中旅国际共计投资运营约 60 家国内外景区度假区，其中 5A 景区 18 家、4A 景区 18 家，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%。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91110000100005554U），截至 2025 年 5 月 16 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 2025 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（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。

跟踪期内，公司管理体系未发生重大变化。

人员方面，2024 年 6 月 14 日，王海民担任公司董事长，不再担任公司总经理。2024 年 7 月 12 日，范云军就任公司董事、总经理。此外，吕友清和欧阳谦分别于 2024 年 6 月 30 日和 2024 年 7 月 22 日离任公司董事；石善博于 2024 年 6 月 28 日就任公司董事和集团副总经理；孙承铭于 2024 年 7 月 22 日就任公司董事；简易和林女超分别于 2024 年 9 月 14 日和 2024 年 11 月 26 日就任公司副总经理。

王海民先生，中国旅游集团[香港中旅集团]董事长。经济学学士，工商管理硕士，工程师。

范云军先生，中国旅游集团[香港中旅集团]董事、总经理，兼任中国中免董事长。博士研究生，高级工程师。

石善博先生，中国旅游集团[香港中旅集团]董事，兼任华夏国际邮轮有限公司董事长。经济学硕士。

孙承铭先生，中国旅游集团[香港中旅集团]外部董事。高级管理人员工商管理硕士，高级工程师。

简易先生，中国旅游集团[香港中旅集团]副总经理。法学硕士。

林女超女士，中国旅游集团[香港中旅集团]副总经理。文学硕士。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，受市场环境及行业周期等多重因素影响，公司免税业务收入下滑，拖累营业总收入同比降低；同时，地产板块毛利率同比下行，致使综合毛利率同步下滑。2025 年一季度，地产板块加速去化，拉动公司营业总收入同比小幅增长，但综合毛利率仍同比走低。

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，收入及毛利润占比均保持在 65%以上。

2024 年，公司营业总收入同比下降 7.93%。其中，受市场环境及行业周期等多重因素影响，中旅免税收入同比下降 16.38%；受益于存量长期合约和新并购业务均实现同比增长，中旅发展收入同比增长 22.97%；中旅投资当期加速去化，收入同比增长 28.29%。同期，中旅投资毛利率同比下降 17.35 个百分点，受此影响，公司综合毛利率同比下降 1.91 个百分点。

2025 年一季度，中旅免税收入同比下降 10.95%，中旅投资收入同比大幅增长 138.09%，综合影响下，公司营业总收入同比增长 1.05%。同期，中旅投资毛利率同比下降 31.87 个百分点，公司综合毛利率随之同比下降 5.78 个百分点。

图表 2 • 2023—2024 年及 2025 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	2023 年			2024 年			2025 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	675.30	71.93%	31.81%	564.67	65.33%	32.05%	167.43	68.90%	32.81%
中旅旅行	56.99	6.07%	18.57%	54.94	6.35%	21.13%	9.39	3.86%	20.08%
中旅发展	25.82	2.75%	61.83%	31.75	3.67%	62.15%	8.76	3.60%	58.96%
中旅国际	37.10	3.95%	30.46%	39.68	4.59%	27.71%	8.58	3.53%	27.22%
中旅酒店	24.45	2.60%	21.72%	26.36	3.05%	34.85%	5.95	2.45%	26.90%
中旅投资	106.39	11.33%	29.44%	136.49	15.79%	12.09%	40.69	16.74%	3.54%
中旅资产	3.73	0.40%	42.35%	4.21	0.49%	33.33%	1.04	0.43%	35.85%
其他旅游业务	9.07	0.97%	17.97%	6.29	0.73%	38.10%	1.20	0.49%	35.07%
合计	938.85	100.00%	31.16%	864.39	100.00%	29.25%	243.03	100.00%	28.04%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，受集团内部调整导致的合并范围变动及旗下地产业务结转收入下降影响，香港中旅集团收入同比下降，受地产业务计提减值影响，当期仍亏损但同比实现减亏；受益于 B 端业务业绩改善，中旅旅行当期实现扭亏；中旅投资收入同比大幅增长，亦实现减亏。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2024 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	经营性净现金流
香港中旅集团	除免税外其他板块	100.00%	1,017.90	182.86	152.36	-13.70	10.89
中国中免	免税	50.30%	762.60	609.48	564.74	48.62	79.39
中旅旅行	旅行	100.00%	35.45	6.07	55.47	0.09	-0.32
中旅集团财务有限公司	金融	90.66%	227.29	26.33	3.85	0.49	36.24
中旅酒店	酒店	100.00%	120.70	41.40	26.28	1.14	5.63
中旅投资	地产	100.00%	240.00	32.79	61.17	-0.07	5.88
中国旅游集团投资和资产管理有限公司	资产	100.00%	54.73	35.99	5.29	0.94	0.36
本部	--	--	651.32	146.85	0.04	19.32	-3.71
合并	--	--	2016.22	800.62	864.39	29.70	97.06

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，受市场环境及行业周期等多重因素影响，海南离岛免税销售承压但份额提升，中国中免收入同比下滑，但受益于高毛利产品占比提升，当期毛利率同比保持稳定，主要在建项目年内持续推进。

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”）。2024 年，受市场环境及行业周期等多重因素影响，各主体收入均有不同程度的下滑。其中，受台风“摩羯”自然灾害、出境消费分流、国货品牌挤压免税市场份额以及客群更加追求性价比等因素影响，海南离岛免税销售承压，三亚市内免税店和海免公司营业利润同比分别下降 86.10%和 75.31%，海口免税城公司亏损。2023 年 12 月，日上上海与上海机场相关方签订补充协议，对宣传推广、资源支持、每月费用和提成等进行了重新约定，受此影响，日上上海 2024 年营业利润同比提升。

图表 4 • 2024 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	归属于上市公司股东的净利润
中免投资公司	100.00%	149.05	78.40	15.89	5.57	3.29
中免国际	100.00%	263.00	210.04	371.47	19.64	17.03
三亚市内免税店	100.00%	183.13	40.36	204.18	4.38	3.67
日上上海	51.00%	72.14	55.77	160.35	13.55	5.13
海口免税城公司	100.00%	124.10	45.27	55.74	-1.55	-1.76
海免公司	51.00%	42.14	37.07	35.54	1.26	0.58

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

2024 年，中国中免营业收入同比下降 16.38%，受益于高毛利产品占比提升，毛利率同比增加 0.15 个百分点至 31.51%。其中免税商品销售收入同比下降 12.58%，毛利率同比增加 0.01 个百分点至 39.50%；有税商品销售收入同比下降 23.49%，毛利率同比减少 1.80 个百分点至 13.45%。分区域看，海南地区营业收入同比下降 27.13%，毛利率同比减少 2.03 个百分点至 23.73%；上海地区营业收入同比下降 10.02%，毛利率同比增加 2.00 个百分点至 25.80%。

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，2024 年，中国中免共引进超 200 个国际国内知名品牌，包括中免独家品牌 20 余个；海南各店全年引进超 150 个新品牌。采购集中度方面，2024 年中国中免前五名供应商（均为非关联方）采购额合计 184.28 亿元，占年度采购总额的 47.60%，集中度较上年有所提升。渠道方面，2024 年，在口岸渠道方面，中国中免中标广州白云国际机场 T1 航站楼出境免税店、昆明长水国际机场出境免税店、山东港口青岛邮轮母港客运中心出境免税店等 10 个机场及口岸免税项目经营权，进一步巩固在国内大中型机场及口岸的渠道优势。受益于免签国家范围持续扩容、过境免签政策不断优化和国际客运航班量的持续增加，中国中免境内出入境免税门店销售实现大幅增长。在离岛渠道方面，2024 年，中国中免在海南离岛免税市场的优势地位进一步稳固，市场份额同比提升近 2 个百分点。

重点项目建设方面，截至 2024 年底，中国中免主要在建项目为海口市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 2024 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	2024 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	9.11	80.98	自筹资金及国拨资金	16.68	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，地块一完成各专项工程收尾施工，地块四完成酒店主体结构封顶
三亚国际免税城一期 2 号地项目	47.60	2.64	18.46	自筹资金	3.12	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，酒店部分实现英迪格酒店主体结构封顶
合计	176.20	11.75	99.44	--	19.80	--

资料来源：联合资信根据中国中免年报整理

2024 年，中旅旅行收入同比小幅下降；受益于国内游毛利率同比提升，中旅旅行综合毛利率实现同比小幅提升。

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。2024 年，中旅旅行调整业务类型统计口径，将商旅服务和会展业务收入归入出入境及国内游进行统计。

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 • 2023—2024 年及 2025 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	2023 年			业务板块	2024 年			2025 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	2.08	3.60%	10.48%	入境游	3.39	6.12%	11.98%	0.46	4.80%	10.55%
出境游	6.34	10.97%	8.76%	出境游	13.71	24.77%	6.44%	2.55	26.83%	6.95%
国内游	16.16	27.95%	10.28%	国内游	25.65	46.34%	17.94%	4.47	47.04%	20.90%
商旅服务	3.78	6.53%	67.32%	境外签证公司	4.70	8.49%	76.23%	0.54	5.71%	82.41%
签证业务	6.56	11.34%	62.41%	港澳旅行社	5.15	9.30%	19.47%	0.89	9.36%	23.73%
会展业务	21.55	37.28%	5.71%	境外旅行社	2.76	4.99%	21.49%	0.59	6.25%	13.66%
其他业务	1.35	2.33%	63.15%	--	--	--	--	--	--	--
合计	57.81	100.00%	19.29%	合计	55.35	100.00%	20.99%	9.49	100.00%	20.69%

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的资料整理

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。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。2024 年，国内游毛利率同比增长，主要系结算毛利率较高的团组所致。

会展业务范畴覆盖多方面，包括国际大会会议服务、奖励旅游定制服务、巡演及展览、商务考察和培训、活动策划及体育赛事、差旅管理及接待服务、国内业务、出境业务及入境业务等。

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。2024 年，受免签政策及净额核算影响，签证业务收入同比下降，但毛利率同比增加，主要系调整特许费分成比例减少成本所致。同期，由于前期大部分期限届满的旅游证件已于 2023 年完成续期，旅游证件业务的需求恢复至正常水平，证件业务收入同比有所下降。

2025 年一季度，中旅旅行收入同比下降 12.32%，受免签政策及高毛利的境外签证收入占比下降影响，中旅旅行综合毛利率同比下降 5.78 个百分点。

2024 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上涨。

2024 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 22.97%，毛利率同比增加 0.32 个百分点，仍维持在较高水平。

中旅发展主要控股企业为安信信贷（截至 2024 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 2024 年底，安信信贷发放贷款和垫款总额为 107.87 亿元，其中信用贷款 107.75 亿元，较上年增长 6.47%；期末逾期贷款 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 6.72 亿元，其中本期计提 7.63 亿元，本期核销 8.08 亿元（上年同期为 6.5 亿元）；期末账面价值为 101.15 亿元，较上年底增加 5.83 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 2024 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 24.92 亿元，2024 年贡献投资收益 0.81 亿元，同比大幅增长。

2022 年，中旅发展先后收购佳富物业服务有限公司和威信服务有限公司 100% 股权，交易对价分别为 1.14 亿元和 0.56 亿元。其中，佳富物业服务有限公司专注于为香港特区政府所管辖的公共房屋提供物业管理、清洁、保安及工程维修保养等服务，以及为香港房屋署提供专业服务。威信服务有限公司为香港大中型住宅物业、工商企业、商业大厦、政府机构等多种类型的物业设施提供保安服务。2023 年 12 月，中旅发展收购博朗康乐文化管理有限公司（以下简称“博朗公司”）85% 股权，交易对价为 0.52 亿元（包

括商誉 0.42 亿元)。博朗公司为港铁住宅物业俱乐部管理最大服务商, 主营物业俱乐部管理、游泳池管理、政府体育馆管理、兴趣班和机构健身室管理等业务。

2024 年, 中旅国际旗下主题公园受天气影响游客量大幅减少, 自然人文景区目的地收入及毛利润受益于加强平台合作及主题场景改造同比均实现增长, 休闲度假景区目的地受房地产结转收入减少影响收入同比下滑; 2025 年一季度, 受客流量下降影响, 收入和毛利润同比均有所下滑。

中旅国际旗下主题公园包括世界之窗和锦绣中华; 自然人文景区目的地包括沙坡头景区、广西德天景区、中旅泸州老窖景区等; 休闲度假景区目的地包括安吉旅游度假区、珠海海泉湾度假区和咸阳海泉湾度假区等。2024 年, 主题公园受天气影响游客量大幅减少, 导致收入和利润下降; 自然人文景区目的地中, 沙坡头景区加强与 OTA 平台合作, 提高在线预订的便捷性和服务质量, 与全国多家知名旅行社建立长期合作关系, 通过合作方的渠道资源积极对接打造胡杨林+宁夏的联机产品季节性热点景区的联机, 提升淡季流量, 当期收入和毛利润同比分别增长 46.02%和 31.41%; 由于房地产结转收入减少, 休闲度假景区目的地收入同比下滑。同期, 中旅国际各景区共接待 1029 万人次, 同比减少 382 万人次; 主要景区营业收入同比增长 3.53%。

图表 7 • 2023—2024 年及 2025 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	2023 年		2024 年		2025 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	42,902	21,899	40,092	19,358	10,223	5,501
锦绣中华主题公园	17,436	6,785	14,376	4,694	4,691	2,138
沙坡头景区	28,439	11,805	41,528	15,513	1,594	-1,842
广西德天景区	22,864	8,788	26,460	8,908	6,416	1,715
安吉旅游度假区	11,399	2,560	10,325	3,048	1,767	130
珠海海泉湾度假区	13,410	-5,707	15,515	-7,828	3,628	-1,249
咸阳海泉湾度假区	7,120	1,151	5,629	435	655	-178
中旅泸州老窖景区	7,786	1,513	2,769	1,323	2,446	964
合计	151,356	48,794	156,694	45,451	31,421	7,179

资料来源: 联合资信根据公司提供资料整理

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。

2025 年一季度, 受咸阳海泉湾度假区温泉闭园等因素影响, 中旅国际下属各景区接待人次为 225 万人次, 同比下降 34.21%, 营业收入同比下降 7.32%, 毛利润同比下降 34.38%。

2024 年, 新增酒店投入运营, 推动中旅酒店收入及毛利率同比增长。

2024 年, 随着全球范围旅行限制的放松, 国际游客到访增加, 香港酒店业务前景乐观, 中旅国际旗下红磡维景酒店及柏景轩服务式公寓于 2024 年 5 月投入运营, 扩大利润增长点, 带动中旅酒店营业收入同比增长 7.81%, 毛利率同比增加 13.13 个百分点。2025 年一季度, 中旅酒店营业收入同比增长 4.57%, 毛利率同比下降 6.41 个百分点。

截至 2024 年底, 公司旗下自有酒店 (不含输出管理的酒店、中旅国际和英国地区酒店) 13 家, 主要分布在北京、南京、杭州和重庆等城市, 客房数总计 4017 间 (其中港澳酒店 1 家, 客房数 528 间); 中旅国际下属酒店 8 家, 主要分布在香港和澳门等城市, 客房数总计 2567 间 (其中港澳酒店 7 家, 客房数 2358 间); 输出管理酒店 37 家, 特许经营酒店 17 家, 加盟酒店 6 家, 主要分布在华北、华东和华南地区, 客房数总计 18695 间; 英国 KG 自有及管理酒店 43 家, 客房数 5286 间, 输出管理及合资酒店 8 家, 客房数 963 间。

跟踪期内, 公司地产类存货规模有所压降, 开发成本存货跌价准备金额增加对地产板块利润影响较大; 同期, 中旅投资收入同比增长但毛利率同比下滑, 去化速度有所提升。公司地产业务资金占用规模大、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 2024 年底, 公司地产类存货规模较上年底明显下降, 其中, 开发产品较上年底减少 61.53 亿

元。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，当期计提主要来自广州市和苏州市项目。同期末，公司合同负债中的预售房款为 120.65 亿元，地产业务整体资金占用规模大。

图表 8 • 2023—2024 年末公司存货中的房地产类资产情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年末			2024 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	338.62	32.08	306.54	347.24	42.07	305.18
开发产品	166.60	1.64	164.97	105.45	2.01	103.44
尚未开发的土地储备	36.38	0.00	36.38	30.63	--	30.63
合计	541.60	33.72	507.89	483.32	44.08	439.25

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，地产板块签约销售面积及签约销售金额同比均有所提升，去化速度加快。2024 年，中旅投资收入同比增长 28.29%，但毛利率同比下降 17.35 个百分点。2025 年一季度，中旅投资收入同比增长 138.09%，毛利率同比下降 31.87 个百分点。

图表 9 • 中旅投资地产业务情况

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 1—3 月/2025 年 3 月末
期末在开发面积（万平方米）	419.8	272.1	191.0
房屋竣工面积（万平方米）	90.1	97.2	122.3
签约销售面积（万平方米）	47.0	52.5	9.0
签约销售金额（亿元）	89.2	112.5	23.1

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 2024 年底，中旅投资在建、在售地产项目共 23 个，主要分布在广州、武汉、杭州、成都、三亚、宁波等城市。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。中旅投资开发项目资金主要来自自有资金和开发贷款，在建、在售项目尚需投资金额大，未来存在一定资本支出压力。

图表 10 • 截至 2024 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	项目类别	开工年月	预计竣工年月	项目进展	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	苏州市吴中区东山镇	住宅	2023 年 4 月	2025 年 10 月	在建在售	8.40	1.11	13.58	8.85	1.36
2	广州天晨项目	广州市海珠区	住宅	2019 年 6 月	2027 年 4 月	在建在售	11.40	4.71	45.95	33.49	23.21
3	中旅名门府项目	广州市花都区	高层/叠墅	2021 年 10 月	2027 年 12 月	在建在售	40.35	11.37	100.00	59.93	21.62
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	2027 年 10 月	在建在售	24.38	1.26	99.60	39.60	1.83
5	九龙湖 C 区	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	4.63	3.21	11.28	6.90	6.73
6	钢旅华府	武汉市洪山区	住宅/商业/办公楼/其他	2022 年 5 月	2026 年 12 月	在建在售	14.52	6.45	29.13	21.68	12.32
7	宁波杭州湾文化小镇 3#-d	浙江省宁波市杭州湾新区	商业	2021 年 2 月	2024 年 10 月	在建在售	1.97	0	2.41	2.18	0
8	宁波杭州湾南部新城	浙江省宁波市杭州湾新区	住宅	2021 年 2 月	2024 年 12 月	在建在售	19.29	3.22	22.60	15.37	2.44
9	杭州湾海泉湾	浙江省宁波市杭州湾新区	住宅/商业	2019 年 8 月	2024 年 2 月	已完工在售	39.23	35.09	57.27	52.86	40.69
10	青岛项目	青岛市	住宅/商业	2021 年 3 月	2025 年 12 月	在建未售	3.11	0	2.89	2.07	0
11	湖畔院子	成都市金堂县	住宅	2020 年 11 月	2023 年 1 月	已完工在售	7.05	0.90	7.62	6.74	1.06

12	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	8.79	1.78	19.11	7.20	4.55
13	中旅启境	成都市成华区	住宅	2022 年 1 月	2024 年 7 月	已完工在售	15.02	10.31	24.71	21.84	17.54
14	港中旅海泉湾学苑项目	廊坊市三河市	住宅	2023 年 7 月	2025 年 12 月	在建在售	4.22	1.97	9.40	7.19	3.32
15	三亚海棠湾	三亚市海棠区	住宅	2023 年 4 月	2025 年 7 月	在建在售	18.17	0.07	62.11	36.14	17.83
16	青羊馥棠	成都市青羊区	住宅	2024 年 5 月	2026 年 12 月	在建在售	6.38	0.91	17.24	12.47	2.15
17	中旅三亚湾	三亚市天涯区	住宅/商业/办公楼/酒店	2024 年 10 月	2028 年 6 月	在建未售	11.14	0	41.82	10.02	0
18	中旅日月湾	万宁市兴隆镇	酒店/商业	2023 年 12 月	2025 年 10 月	在建	0	0	6.17	2.10	0
合计	--	--	--	--	--	--	238.05	82.36	572.89	346.63	156.65

注：上表未包含停工或退地项目
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，中旅投资落实“双核战略”（即核心城市核心地段），先后竞得北京翠湖地块（权益比例 30%）、成都青羊地块（权益比例 100%）、上海宝山地块（权益比例 40%）、三亚湾总部基地地块（权益比例 100%）4 个地块，并完成西安 2 个项目（权益比例皆为 30%）的股权交割（拿地时间为 2023 年 11 月），合计新增土储 61.59 万 m²，权益比例地价合计 56.97 亿元。截至 2025 年 3 月底，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，部分早期布局项目可能存在去化风险，需关注资金占用情况。

图表 11 • 截至 2025 年 3 月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	住宅	2007 年	28.85	0.97	0.97	0.97
鞍山项目	鞍山市千山区	住宅	1993 年	84.84	55.93	7.64	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	34.85	76.21	3.40	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	9.39	13.81	3.71	3.71
杭州湾海泉湾项目	宁波市杭州湾新区	住宅	2018 年	11.69	25.06	7.69	7.69
燕郊项目	河北省三河市燕郊开发区	住宅	2013 年	49.84	--	--	8.49
合计	--	--	--	225.47	176.77	24.43	31.54

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 2024 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 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2024 年，新纳入公司合并范围的主体合计 30 家，其中新设 15 家，并购 13 家；不再纳入公司合并范围的主体合计 35 家，其中注销 20 家，出售转让 11 家，移交破产管理人 3 家，失去控制 1 家。2025 年一季度，公司合并范围新增 2 家子公司，减少 9 家；截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内共 608 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 2024 年底，受中国中免商品库存及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，以货币资金和存货为主的流动资产占比仍较高。公司资产受限比例低，整体资产质量良好。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底小幅下降 1.26%至 25.72 亿元，主要系中国中免商品库存及地产类存货减少所致。同期末，存货较上年底减少 112.88 亿元，降幅为 15.84%，主要系中国中免加强供应链管理，减少存货余额，同时中旅投资当期结转部分房地产开发项目成本所致，其中中国中免存货较上年底减少 37.09 亿元，地产类存货较上年底减少 68.64 亿元；长期股权投资较上年底增长 51.23%，主要系中国中免对三亚中免棠畔投资发展有限公司追加投资并参股中国出国人员服务有限公司布局市内免税市场，公司对华夏国际邮轮有限公司及地产合作项目公司新增出资所致。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较 2024 年底增加 34.43 亿元，增幅为 1.71%，其中货币资金较 2024 年底增加 50.41 亿元，存货较上年底减少 58.29 亿元。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	1,245.05	60.97	1,144.04	56.74	1,178.93	57.49
货币资金	410.54	32.97	443.84	38.80	494.25	41.92
存货	712.58	57.23	599.70	52.42	541.41	45.92
非流动资产	796.89	39.03	872.18	43.26	871.72	42.51
发放贷款及垫款	95.32	11.96	101.15	11.60	98.64	11.31
长期股权投资	116.62	14.63	176.36	20.22	179.12	20.55
投资性房地产	122.20	15.33	111.92	12.83	111.71	12.81
固定资产	194.96	24.47	200.32	22.97	197.99	22.71
在建工程	58.04	7.28	50.36	5.77	50.89	5.84
使用权资产	31.02	3.89	39.45	4.52	47.15	5.41
无形资产	65.90	8.27	75.83	8.69	75.22	8.63
资产总额	2,041.94	100.00	2,016.22	100.00	2,050.65	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。其中，货币资金主要集中在中免（截至 2024 年底，中国中免货币资金占合并口径货币资金的 78.44%）；存货主要为中免库存商品（占 28.93%）和地产业务形成的开发成本、开发产品和尚未开发的土地储备（账面价值合计占存货的 73.25%），地产类存货期末跌价准备合计 44.08 亿元，其中当期计提 15.48 亿元，未来去化进展及跌价情况有待关注；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；长期股权投资主要由合营企业三亚中免棠畔投资发展有限公司 12.16 亿元和联营企业上海招潘置业有限公司 11.94 亿元、华夏国际邮轮有限公司 12.01 亿元、中国东方航空集团有限公司（以下简称“东方航空”）39.44 亿元和中原银行 24.92 亿元构成，当期权益法核算的长期股权投资收益为 0.46 亿元（主要包括中原银行 0.81 亿元、中免日上互联科技有限公司 0.54 亿元），大额股权投资对收益的贡献尚未充分显现；在建工程主要由海泉湾 1#-3、2#-1、1#-2 项目 13.69 亿元、珠海海泉湾-二期工程项目 6.25 亿元、海口国际免税城和三亚国际免税城一期 2 号地等项目构成；无形资产主要由土地使用权（占 93.21%）构成。公司资产受限比例很低，整体资产质量良好。

图表 13 • 截至 2024 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	103.98	17.34%	抵押
固定资产	18.18	9.07%	抵押
在建工程	2.00	3.98%	抵押
货币资金	11.33	2.55%	保证金、定期存款、法院冻结、共管户口、住房基金、法定存款准备金
无形资产	4.45	5.87%	抵押
长期股权投资	1.56	0.88%	质押

长期应收款	2.29	46.34%	质押
投资性房地产	26.80	23.95%	抵押
合计	170.59	8.46%	--

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 2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.91%，主要系资本公积、其他综合收益和少数股东权益增加所致。其中，资本公积较上年底增加 4.57 亿元，主要系收到财政部国资预算资金所致；其他综合收益较上年底增加 8.63 亿元，主要系对嘉德投资控股有限公司的投资利得。同期末，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 46.15%，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 20.35%、11.80%和 11.98%，少数股东权益占比较高，权益结构质量一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构均较 2024 年底变动不大。

截至 2024 年底，合同负债减少导致负债规模下降；债务结构方面，以预售房款为主的合同负债占比较高，有息债务以长期债务为主，债务负担可控。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底减少 48.39 亿元，降幅为 3.83%，主要系预售房款减少导致合同负债减少所致。截至 2025 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 2024 年底，公司全部债务为 759.04 亿元，占同期末负债总额的 62.44%，其中银行借款约占 53%、发行债券约占 41%；2024 年综合融资成本¹约为 3.02%，同比下降 0.50 个百分点。债务期限结构方面，短期债务占 38.21%，较上年底小幅提升；2025 年下半年到期的公司信用类债券合计 22.22 亿元。其中，短期借款主要由信用借款（占 98.35%）构成；长期借款主要由信用借款（占 80.75%，较上年底明显提升）构成；应付债券中美元债余额为 137.70 亿元（含一年内到期金额）。

从债务指标来看，截至 2024 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分别为 60.29%、48.67%和 36.94%，债务负担可控。

图表 14 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	763.32	60.39	700.12	57.59	717.92	58.02
短期借款	138.50	18.14	122.60	17.51	119.65	16.67
应付账款	118.57	15.53	101.03	14.43	87.96	12.25
其他应付款	91.44	11.98	75.98	10.85	83.75	11.67
一年内到期的非流动负债	100.74	13.20	134.08	19.15	136.83	19.06
合同负债	201.77	26.43	138.94	19.85	121.77	16.96
其他流动负债	43.37	5.68	72.42	10.34	102.83	14.32
非流动负债	500.66	39.61	515.48	42.41	519.36	41.98
长期借款	156.79	31.32	256.98	49.85	219.09	42.19
应付债券	265.44	53.02	176.99	34.33	207.26	39.91
租赁负债	26.38	5.27	33.63	6.52	37.62	7.24
负债总额	1,263.98	100.00	1,215.60	100.00	1,237.28	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

2024 年，免税业绩下滑致公司收入、毛利双降，虽期间费用压降，但减值损失仍大幅侵蚀利润，利润总额同比下滑。2025 年一季度，地产业务以价换量带动收入微增，利润同比下降但降幅收窄。

2024 年，受市场环境及行业周期等多重因素影响，免税消费需求承压，公司营业总收入同比下降 7.93%，毛利润随之同比下降 13.05%。同时，受益于人民币贬值带来的汇兑收益大幅增加，叠加借款置换实现利息费用节省，公司当期期间费用规模同比下降 7.13%，但仍对毛利润造成侵蚀。非经常性损益方面，受联营企业投资收益同比下降影响，公司当期投资收益减少；减值损失主

¹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。

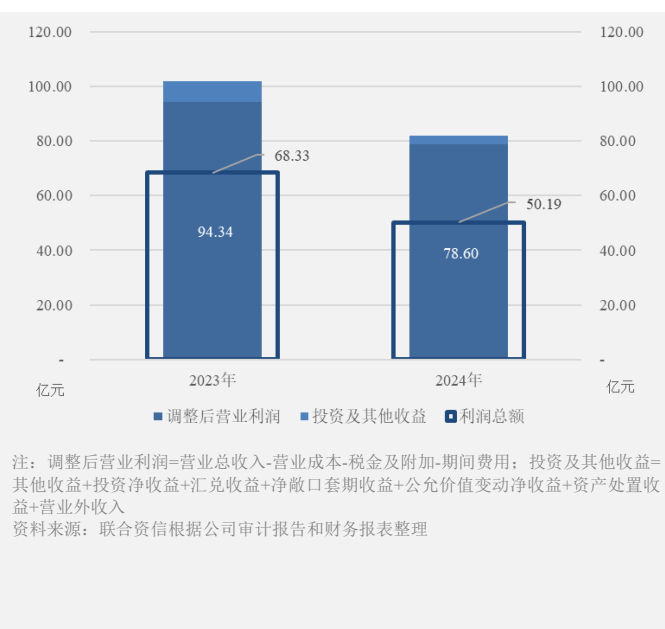
要来自安信信贷贷款减值损失计提及地产类存货跌价准备计提，当期信用减值损失和资产减值损失同比小幅下降，但仍对利润造成侵蚀。同期，公司合并口径利润总额仍主要来自经营性利润，主业盈利能力极强。2025 年一季度，免税业务收入降幅收窄，受益于地产业务加速去化，公司营业总收入同比增长 1.05%，地产业务对毛利润的贡献下降但减值损失同比回落，综合影响下，利润总额同比下降 15.58%。整体来看，公司盈利水平较高，需关注免税业务需求恢复节奏及地产类存货跌价等因素对公司盈利稳定性的影响。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	938.85	864.39	243.03
毛利润	298.05	259.15	69.61
期间费用	176.75	164.16	41.15
其他收益	2.30	2.45	0.27
投资收益	4.62	2.40	0.29
公允价值变动净收益	-1.16	-4.29	0.00
资产减值损失	-16.43	-16.13	-1.27
信用减值损失	-8.50	-7.84	-1.89
利润总额	68.33	50.19	20.27
营业利润率（%）	28.88	28.08	26.89
总资本收益率（%）	4.82	3.26	--
净资产收益率（%）	6.22	3.71	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 16 • 2023—2024 年公司利润构成及变化趋势



2024 年，因免税业务经营现金流入规模缩减，公司经营活动现金净流入同比下降；投资活动净流出同比微增，但仍可由经营活动现金流入覆盖；筹资活动现金流转为小额净流入。考虑到公司地产业务仍存在一定资本支出压力，对外融资需求持续存在。

2024 年，中国中免经营获现水平同比明显下滑，导致公司经营活动现金净流入规模同比大幅下降。2025 年 1—3 月，受益于海南离岛免税销售降幅收窄及地产业务加速去化，公司经营活动现金净流入实现同比小幅增长。

公司在项目建设和参股投资方面始终保持一定规模的资本性支出，2024 年，投资活动现金缺口同比有所增长。其中，收回投资收到的现金主要系下属公司收回投资等；投资支付的现金主要为公司及下属公司支付的投资款及定期存款等。

2024 年，经营活动现金净流入仍足以覆盖投资活动现金净流出，公司对外融资需求一般，现金及现金等价物净增加额持续累积。

图表 17 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1,123.81	946.49	246.58
经营活动现金流出小计	937.31	849.43	203.22
经营现金流量净额	186.50	97.06	43.36
投资活动现金流入小计	77.98	39.99	9.40
投资活动现金流出小计	140.17	111.69	8.48
投资活动现金流量净额	-62.19	-71.70	0.92
筹资活动前现金流量净额	124.31	25.36	44.29
筹资活动现金流入小计	236.98	406.97	100.77
筹资活动现金流出小计	342.11	400.35	85.46
筹资活动现金流量净额	-105.13	6.62	15.31
现金收入比（%）	103.78	99.46	99.86

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

2024 年，公司偿债指标表现良好，融资渠道通畅。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	163.11	163.41	164.22
	速动比率（%）	69.76	77.75	88.80
	经营现金流动负债比（%）	24.43	13.86	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.68	0.33	--
	现金短期债务比（倍）	1.49	1.54	1.54
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	121.72	102.79	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.97	7.38	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.26	0.13	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.58	4.59	--
	经营现金/利息支出（倍）	7.02	4.33	8.19

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 2024 年底，由于现金类资产增加、存货及预收房款规模下降，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改善。2024 年，受经营性净现金流及 EBITDA 同比下降影响，公司长期偿债指标表现弱化，但受益于利息支出减少，EBITDA 对利息的覆盖能力保持稳定。整体看，流动资产对流动负债的保障程度良好，现金类资产对短期债务的保障程度尚可，EBITDA 对利息的覆盖程度强。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.31 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 2025 年 3 月底，公司下属宁波市宁旅房地产开发有限公司作为被告涉及建设工程合同纠纷，案值合计 2.53 亿元，案件正在审理中，公司存在一定或有负债风险。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 2,304 亿元，其中未使用额度人民币 1,694 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。

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 2024 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 19.98 亿元，长期股权投资 367.92 亿元（对子公司的投资占 77.47%），其他应收款 136.50 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 122.93 亿元（主要为对下属企业的资金拆借款）。截至 2025 年 3 月底，公司本部直接持有上市公司（中国中免）市值为 626.47 亿元，均未质押。

图表 19 • 2024 年末公司本部其他应收款前五大情况（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	87.55	3 年以内、3 年以上	68%	--
港中旅（中国）投资有限公司	资金拆借	23.22	1 年以内	18%	--
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	6%	3.23
芒果网有限公司	关联方往来款	3.04	3 年以内、3 年以上	2%	--
中旅邮轮（海南）有限公司	关联方往来款及资金拆借	1.96	3 年以上	2%	--
合计	--	124.10	--	96%	3.23

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司本部全部债务为 400.81 亿元，占合并口径全部债务的 52.80%。其中，短期债务为 138.64 亿元，占全部债务的 34.59%；公司本部 2025 年下半年无到期的公司信用类债券。同期末，公司本部全部债务资本化比率 73.19%，债务负担重。

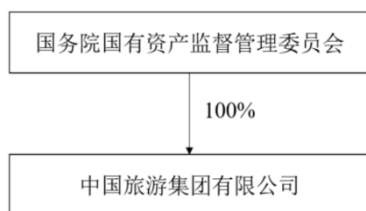
公司本部利润主要来源于下属子公司分红。2024 年，债务规模推升本部利息费用，中国中免分红 17.17 亿元，中国旅游集团投资和资产管理有限公司分红 10.45 亿元，公司本部实现利润总额为 19.32 亿元，同比大幅增长。

偿债能力方面，2024 年，公司本部取得投资收益收到的现金 17.24 亿元，足以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 11.39 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。

七、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 中国旅游 MTN001”“21 中旅 01”和“21 中旅 02”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 2025 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 2025 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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	410.55	446.11	494.47
应收账款（亿元）	14.72	15.22	20.76
其他应收款（亿元）	28.90	23.26	30.18
存货（亿元）	712.58	599.70	541.41
长期股权投资（亿元）	116.62	176.36	179.12
固定资产（亿元）	194.96	200.32	197.99
在建工程（亿元）	58.04	50.36	50.89
资产总额（亿元）	2,041.94	2,016.22	2,050.65
实收资本（亿元）	162.97	162.97	162.40
少数股东权益（亿元）	418.19	431.17	440.76
所有者权益（亿元）	777.96	800.62	813.37
短期债务（亿元）	275.71	290.00	321.32
长期债务（亿元）	450.77	469.04	463.97
全部债务（亿元）	726.48	759.04	785.29
营业总收入（亿元）	938.85	864.39	243.03
营业成本（亿元）	640.80	605.24	173.41
其他收益（亿元）	2.30	2.45	0.27
利润总额（亿元）	68.33	50.19	20.27
EBITDA（亿元）	121.72	102.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	974.33	859.71	242.67
经营活动现金流入小计（亿元）	1,123.81	946.49	246.58
经营活动现金流量净额（亿元）	186.50	97.06	43.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-62.19	-71.70	0.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	-105.13	6.62	15.31
财务指标			
销售债权周转次数（次）	75.07	57.23	--
存货周转次数（次）	0.80	0.92	--
总资产周转次数（次）	0.45	0.43	--
现金收入比（%）	103.78	99.46	99.86
营业利润率（%）	28.88	28.08	26.89
总资本收益率（%）	4.82	3.26	--
净资产收益率（%）	6.22	3.71	--
长期债务资本化比率（%）	36.69	36.94	36.32
全部债务资本化比率（%）	48.29	48.67	49.12
资产负债率（%）	61.90	60.29	60.34
流动比率（%）	163.11	163.41	164.22
速动比率（%）	69.76	77.75	88.80
经营现金流动负债比（%）	24.43	13.86	--
现金短期债务比（倍）	1.49	1.54	1.54
EBITDA 利息倍数（倍）	4.58	4.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.97	7.38	--

注：1. 公司 2025 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
 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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.94	19.98	17.58
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	121.19	136.50	135.15
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	355.67	367.92	368.20
固定资产（亿元）	0.22	0.20	0.20
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	552.45	651.32	648.79
实收资本（亿元）	162.97	162.97	162.40
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	122.25	146.85	144.94
短期债务（亿元）	88.54	138.64	142.72
长期债务（亿元）	268.31	262.17	227.42
全部债务（亿元）	356.85	400.81	370.14
营业总收入（亿元）	0.02	0.04	0.00
营业成本（亿元）	0.01	0.01	0.00
其他收益（亿元）	0.00	-0.07	0.00
利润总额（亿元）	3.46	19.32	-1.92
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.02	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	2.08	1.58	0.23
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.51	-3.71	-0.98
投资活动现金流量净额（亿元）	-69.18	-57.99	2.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	35.71	68.51	-3.34
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.63	0.33	--
存货周转次数（次）	33.38	42.79	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	105.95	0.00	--
营业利润率（%）	-188.41	-43.44	--
总资本收益率（%）	2.68	5.48	--
净资产收益率（%）	2.84	13.15	--
长期债务资本化比率（%）	68.70	64.10	61.08
全部债务资本化比率（%）	74.48	73.19	71.86
资产负债率（%）	77.87	77.45	77.66
流动比率（%）	84.14	65.44	56.02
速动比率（%）	84.14	65.44	56.02
经营现金流动负债比（%）	-0.94	-1.53	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.14	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计
 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