

中国旅游集团有限公司 主体长期信用评级报告

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〔2024〕5391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的信用状况进行综合分析和评估，确定中国旅游集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月五日

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、该评级结果自 2024 年 7 月 5 日至 2025 年 7 月 4 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。

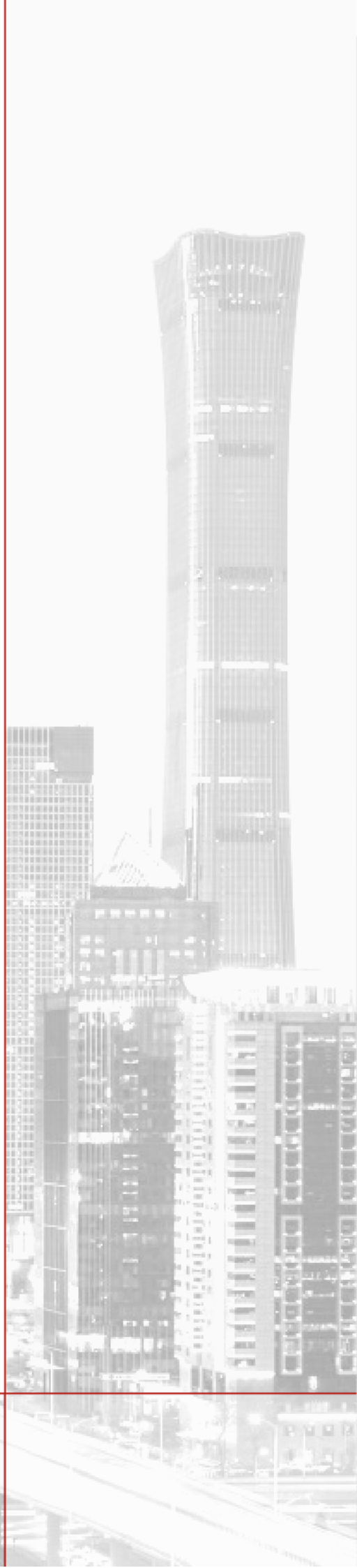
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论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

主体长期信用评级报告

主体评级结果

评级时间

AAA/稳定

2024/07/05

主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）历史可追溯到1923年，截至2024年3月底注册资本158.00亿元，控股股东和实际控制人均为国务院国有资产监督管理委员会；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，按照联合资信评估股份有限公司行业分类标准划分为旅游企业。

评级观点

公司作为唯一一家以旅游为核心主业的央企，战略地位显著；管理体系较为完善；经营方面，公司产业布局涵盖免税、旅游服务、景区、酒店、地产等多个领域，产业链条完整。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，盈利能力极强；随着消费复苏及出入境政策放开，旅游服务、景区、酒店等旅游相关板块收入均有所增长；地产板块受存货跌价准备计提影响持续亏损，考虑到地产行业景气度回升仍面临不确定性，在开发项目去化进展与盈利压力有待关注；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；2023年经营获现水平高；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，公司综合竞争力有望进一步提升。

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。
- **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；2023年，随着消费复苏和部分出入境政策放开，中国中免营业总收入及净利润同比分别增长24.08%和17.42%，当期实现净利润72.66亿元，经营活动现金净流入151.26亿元。
- **公司本部持股市值高，对有息债务的保障能力强。**截至2024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888.92亿元，对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2024年3月底，公司获得的银行及金融机构授信额度为2,328亿元，其中尚未使用额度为1,863亿元，且部分子公司在A股和H股上市，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。**2023年，公司发生存货跌价损失15.90亿元，主要系地产类存货，对公司业绩造成拖累；截至2023年底，公司存货为712.58亿元，其中房地产类存货占71.28%。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有待关注。
- **中旅旅行板块仍亏损，关注后续扭亏情况。**2023年，受高毛利的出入境业务尚未完全放开及境内业务竞争激烈影响，中旅旅行板块经营主体中国旅游集团旅行服务有限公司净利润为-1.89亿元（2022年为-5.11亿元）。

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

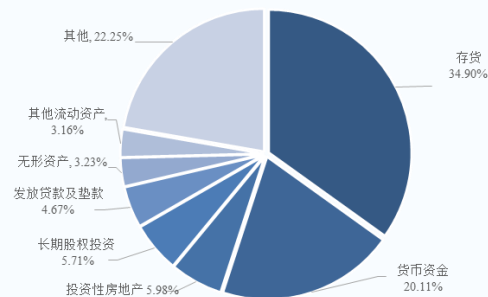
合并口径					
项 目	2021 年	2022 年	2022 年*	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	330.00	408.74	410.51	410.55	401.40
资产总额（亿元）	1,873.03	2,145.85	2,069.43	2,041.94	2,201.08
所有者权益（亿元）	567.41	743.06	742.02	777.96	794.85
短期债务（亿元）	241.71	258.85	258.85	275.71	227.97
长期债务（亿元）	425.45	522.89	523.22	450.77	526.82
全部债务（亿元）	667.17	781.73	782.07	726.48	754.79
营业总收入（亿元）	814.73	732.17	767.88	938.85	240.49
利润总额（亿元）	90.39	52.52	55.41	68.33	24.01
EBITDA（亿元）	136.38	98.86	101.56	121.72	--
经营性净现金流（亿元）	50.65	-67.79	-66.01	186.50	41.39
营业利润率（%）	30.39	26.81	26.72	28.88	31.94
净资产收益率（%）	11.03	4.83	4.71	6.22	--
资产负债率（%）	69.71	65.37	64.14	61.90	63.89
全部债务资本化比率（%）	54.04	51.27	51.31	48.29	48.71
流动比率（%）	143.46	165.77	172.72	163.11	163.86
经营现金流动负债比（%）	6.05	-8.11	-8.68	24.43	--
现金短期债务比（倍）	1.37	1.58	1.59	1.49	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	6.28	4.22	4.33	4.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.89	7.91	7.70	5.97	--

公司本部口径					
项 目	2021 年	2022 年	2022 年*	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	481.49	502.35	502.35	552.45	575.07
所有者权益（亿元）	106.96	119.35	119.35	122.25	119.99
全部债务（亿元）	303.37	295.91	295.91	356.85	355.24
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
利润总额（亿元）	3.92	2.39	6.52	3.46	-2.26
资产负债率（%）	77.79	76.24	76.24	77.87	79.13
全部债务资本化比率（%）	73.93	71.26	71.26	74.48	74.75
流动比率（%）	106.55	100.46	100.46	84.14	72.03
经营现金流动负债比（%）	-1.08	-0.64	-0.64	-0.94	--

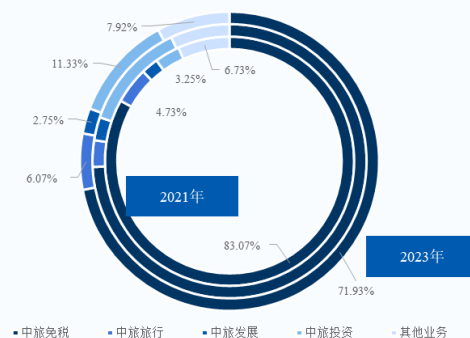
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务；4. 2022 年*为经重述数据

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

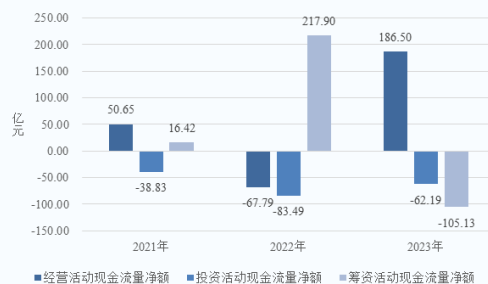
2023 年底公司资产构成



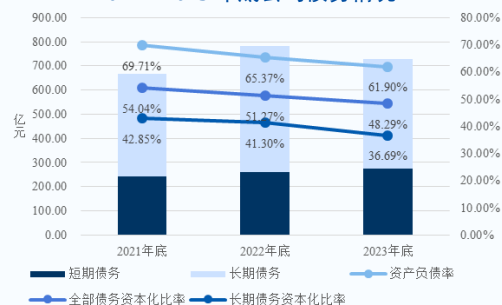
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	核心旅游产业规模（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	调整后营业利润率（%）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA 利息倍数（倍）
公司	AAA	736.85	2,041.94	777.96	938.85	68.33	10.05	61.90	48.29	5.97	4.58
首旅集团	AAA	218.89	1,695.60	522.25	504.81	5.89	1.74	69.20	61.91	6.75	3.77
黄山旅游集团	AAA	14.58	131.56	55.92	30.86	6.32	23.77	57.49	46.86	4.52	8.13

注：首旅集团为北京首都旅游集团有限责任公司；黄山旅游集团为黄山旅游集团有限公司；黄山旅游集团债务数据未调整
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
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
AAA/稳定	2009/02/04	张晓斌 张成 朱海峰	企业主体评级方法（2009 年）	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
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：李思雨 lisy@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、主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“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 2024 年 3 月底，公司注册资本 158.00 亿元，实收资本 162.97 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央企，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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为旅游企业。

截至 2024 年 3 月底，公司总部部门包括战略发展部、运营管理部/环境健康与安全监管部、海外业务部（港澳业务部）、科技信息部（数字化转型办公室）等。截至 2023 年底，公司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，截至 2024 年 3 月底，公司持股比例为 50.30%，未质押）。截至 2023 年底，公司员工人数超过 4.3 万人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额为 2,041.94 亿元，所有者权益合计 777.96 亿元（含少数股东权益 418.19 亿元）；2023 年，公司实现营业收入总收入 938.85 亿元，利润总额 68.33 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额为 2,201.08 亿元，所有者权益合计 794.85 亿元（含少数股东权益 433.66 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业收入总收入 240.49 亿元，利润总额 24.01 亿元。

公司注册地址：海南省海口综合保税区跨境电商产业园国际商务中心 217；法定代表人：陈寅。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

三、行业分析

2023 年，旅游业快速复苏，国内旅游市场高开高走，加速回暖，出入境旅游逐步恢复，旅游经济实现了量与质的有效提升。从细分行业看，多数景区经营状况明显改善，客流量和盈利能力大幅提升，经营活动现金流整体表现为净流入，但盈利能力和现金流水平均未达到 2019 年同期；酒店业平均房价和出租率较上年同期较快增长，每间可供出租客房收入较上年同期显著增长，部分大型酒店集团业绩超过 2019 年；主题公园发展较快，已成为全球游客量最大的主题公园市场，国际品牌主题公园竞争力更强；免税行业竞争格局保持稳定，

离岛免税市场持续复苏，但尚未恢复至 2021 年水平。进入 2024 年，旅游业发展持续向好，春节和清明假期国内旅游市场已超过 2019 年同期水平，出入境旅游尚处于复苏期，受国际客运航班数量、目的地供应链情况及签证政策等因素影响较大。完整版行业分析详见《[2024 年旅游行业信用风险展望](#)》。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为国内旅游龙头企业，产业链条完整；免税业务行业龙头地位稳固，各细分领域竞争优势明显。

公司是唯一一家以旅游为核心主业的央企，产业链条完整，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。

中国中免作为全球最大的旅游零售运营商，品牌优势明显，2023 年 6 月，根据世界品牌实验室发布的“2023 年中国 500 最具价值品牌”榜单，“中免集团”品牌价值为 1,165.29 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 1,400 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。2023 年，中国中免旗下三亚国际免税城 C 区开业，成为全球首家专业经营香化品类的独栋旅游零售广场。

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（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。中旅旅行在全国范围内拥有分支机构近 3,000 家，在全球 28 个国家和地区拥有分支机构 60 家，年均接待旅游者超过 2,000 万人次。其中，入境业务连续多年处于中国入境游市场行业领先地位；中旅旅行拥有市场上最全的中国公民出境签证代办资质，以及外交部授权的领事认证代办资质，签证申请中心在全球中国签证中心中占比超过半数，市场份额稳居首位。

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，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约 200 家，客房近 50,000 间，主要位于中国、英国和泰国。其中，在中国覆盖北京、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，在英国覆盖伦敦、里兹、伯明翰、林肯、朴茨茅斯、布莱顿等 30 多个城市，在泰国覆盖曼谷等热点城市。

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，旗下投资、运营全球范围超 50 家优质景区和度假区，其中包含 17 家 5A 景区、15 家 4A 景区以及众多网红打卡地，年接待游客近 3,000 万人次。

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（包括私人贷款和信用卡）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约 30%。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富；本部员工结构符合公司业务设置，可满足公司现有业务运营需要。

截至 2024 年 6 月底，公司高级管理人员包括副总经理、总会计师和总经理助理，总经理暂时空缺。

王海民先生，经济学学士，工商管理硕士，工程师；2022 年加入公司，历任公司总经理，2024 年 6 月起任公司董事长。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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 2024 年 5 月 7 日，公司本部信贷信息无关注或不良记录。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 2024 年 6 月 26 日，联合资信未发现公司曾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。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构较为完善，总经理暂时缺位。

法人治理方面，公司不设股东会，由国务院国资委代表国务院对公司履行出资人职责；公司设董事会，实际运行情况良好；按照十三届全国人大一次会议通过的国务院机构改革方案，公司不再设立监事会。公司董事中，董事长的产生依照公司法和中央企业领导人员管理规定执行，非由职工代表担任的董事由国务院国资委按权限委派和更换；总理由董事会决定聘任或者解聘，截至本报告出具日暂时缺位。

2 管理水平

公司建立了规范的管理体系和较为完善的内控机制。

公司已建立公司治理、行政办公、新闻外宣、外事管理、战略协同、投资管理、企业管理、经营考评、采购管理、安全管理、人资组干、审计经责、监察巡视、法务风险、科技信息、财务管理等十六大类管理制度。对子公司的管理方面，公司在行政管理、财务管理、企业管理、人力资源管理、审计管理、信息化管理、法律事务管理和后勤管理等多个管理制度方面均涉及了对子公司的管理要求。资金管理方面，公司对属下全资及附属公司融资活动实施集中管理，公司财务部统一负责本部、全资及附属公司外部融资活动的组织和实施以及对集团内部融资的审核和报批；投资管理方面，公司制定了授权管理规定，通过投资管理办法及相关管理规定、回报标准、负面清单、二级公司（事业群）授权清单等的编制和修订，持续完善投资管理体系，建立了集团和二级公司（事业群）两级决策机制，明确了具体的投资决策流程、评价方法和标准，确保决策过程的合规，有效防范重大投资风险。

六、经营分析

1 经营概况

2023 年，随着消费复苏和部分出入境政策放开，公司各主要板块收入均实现同比增长，综合毛利率亦同比提升。2024 年一季度，公司营业总收入及综合毛利率延续增长趋势。

公司业务布局由中旅旅行、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 70% 以上。

2021—2023 年，公司营业总收入年均复合增长 7.35%。2023 年，公司营业总收入同比增长 28.23%。其中，受益于国内旅游市场逐步恢复向好，中旅免税、中旅旅行、中旅国际、中旅酒店收入均实现同比增长；中旅发展收入同比增长 29.42%，主要系发放贷款规模增加所致。

毛利率方面，2021—2023 年，公司综合毛利率有所下降。2023 年，公司综合毛利率同比增长 2.46 个百分点。其中，中旅免税毛利率同比增长 3.33 个百分点，主要系线下业务得以恢复带动毛利率相对较高的免税商品销售收入同比增长所致；随着主题公园和自然人文景区目的地新项目及新产品的相继推出，中旅国际毛利率明显增长；中旅发展毛利率同比减少 16.55 个百分点，主要系业务结构向香港民生业务转型及金融业务融资成本上升所致。

2024 年一季度，在中旅投资收入增长带动下，公司营业总收入同比增长 1.59%。其中，中旅免税收入同比下降 9.45%，受结转进度影响，中旅投资收入同比增加 15.66 亿元。同期，受益于中旅免税毛利率同比提升，公司综合毛利率同比增长 4.26 个百分点。

图表 1 • 2021—2023 年及 2024 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	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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	收入	占比	毛利率
中旅免税	676.75	83.07%	33.76%	544.22	74.33%	28.48%	675.30	71.93%	31.81%	188.02	78.18%	33.39%
中旅旅行	38.55	4.73%	13.69%	22.96	3.14%	20.18%	56.99	6.07%	18.57%	10.71	4.45%	25.29%
中旅发展	18.06	2.22%	83.81%	19.95	2.73%	78.38%	25.82	2.75%	61.83%	7.14	2.97%	60.09%
中旅国际	29.44	3.61%	12.99%	24.97	3.41%	9.22%	37.10	3.95%	30.46%	9.12	3.79%	28.47%
中旅酒店	17.45	2.14%	33.02%	19.04	2.60%	31.23%	24.45	2.60%	21.72%	5.69	2.37%	33.31%
中旅投资	26.51	3.25%	21.44%	93.75	12.80%	24.12%	106.39	11.33%	29.44%	17.09	7.11%	35.41%
中旅资产	4.50	0.55%	44.55%	3.93	0.54%	40.63%	3.73	0.40%	42.35%	0.69	0.29%	51.07%
其他旅游业务	3.46	0.42%	66.60%	3.34	0.46%	72.91%	9.07	0.97%	17.97%	2.03	0.85%	32.56%
合计	814.73	100.00%	32.95%	732.17	100.00%	28.70%	938.85	100.00%	31.16%	240.49	100.00%	33.82%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2023 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
香港中旅集团	除免税外其他板块	100.00%	1,015.60	201.15	194.27	-16.24
中国中免	免税	50.30%	788.69	591.82	675.40	72.66
中旅旅行	旅行	100.00%	35.78	4.95	55.82	-1.89
中旅集团财务有限公司	金融	90.66%	177.59	26.07	3.34	0.34
中旅酒店	酒店	100.00%	112.34	40.58	24.33	0.31
港中旅（深圳）投资发展有限公司	地产	100.00%	264.46	34.28	2.29	-1.08
中国旅游集团投资和资产管理有限公司	资产	100.00%	43.77	38.97	4.89	2.62
合并	--	--	2,041.94	777.96	938.85	48.35

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年，受益于中旅国际和中旅发展收入同比增长，香港中旅集团收入同比增长，但受地产业务计提减值影响，净利润亏损面扩大；受高毛利的出入境业务尚未完全放开及境内业务竞争激烈影响，中旅旅行仍未扭亏；受益于业绩恢复增长，中旅酒店实现扭亏；由于三亚海棠湾尚未实现收益，费用化的借款利息等导致港中旅（深圳）投资发展有限公司当期发生亏损。

2 业务经营分析

（1）中旅免税

2023 年，海口国际免税城全年运营，受益于国内旅游市场逐步恢复向好，中国中免线下业务得以恢复，毛利率相对较高的免税业务收入显著增长，带动中国中免收入同比增长，利润贡献较大的两家子公司营业利润均实现同比增长，主要在建项目年内按计划推进。

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”）。其中，2023 年，中免国际收入和利润均实现同比增长；三亚市内免税店收入同比有所下降，利润同比增长；受益于机场客流恢复较快，日上上海收入同比增长，但租金增加导致利润同比下降；海免公司收入和利润同比均有所下降，主要系离岛免税同业竞争激烈，传统电商平台、跨境电商等销售渠道造成市场分流，以及宏观经济形势影响居民消费意愿下降等综合作用所致；同时，在上述因素作用下，海口免税城公司业绩完成情况不及预期。

图表 3 • 2023 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
中免国际	100.00%	256.14	186.12	460.53	23.26	19.97
三亚市内免税店	100.00%	205.73	60.45	283.64	31.54	26.47
日上上海	51.00%	79.07	45.70	178.21	6.85	2.57
海口免税城公司	100.00%	133.52	47.03	68.38	0.49	0.33
海免公司	51.00%	43.22	36.68	49.18	5.09	1.98

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

2023 年，受益于国内旅游市场逐步恢复向好，中国中免营业收入同比增长 24.08%，其中受益于线下业务得以恢复，免税商品销售收入同比增长 69.91%，毛利率同比增加 0.08 个百分点至 39.49%；有税商品销售收入同比下降 20.12%，毛利率同比减少 2.17 个百分点至 15.25%。分区域看，海南地区营业收入同比增长 14.25%，毛利率同比增加 0.33 个百分点至 25.76%；上海地区营业收入同比增长 25.99%，毛利率同比增加 0.86 个百分点至 23.80%。

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境或海南离岛旅客。供应链方面，2023 年，海南区域新增 177 个国内外知名品牌。采购集中度方面，2023 年中国中免前五名供应商（均为非关联方）采购额合计 187.70 亿元，占年度采购总额的 44.22%，集中度较上年有所下降。渠道方面，2023 年，在口岸渠道方面，中国中免与首都机场、上海机场签署补充协议，中标天津滨海国际机场进出境免税店项目以及大连周水子国际机场、云南天保口岸、云南瑞丽口岸、云南畹町口岸等出境免税店项目经营权，并获得成都双流国际机场、上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、哈尔滨太平国际机场、广州南站等有税项目经营权，进一步巩固在国内大中型机场及口岸的渠道优势；海外渠道方面，获取柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权并实现开业，中标新加坡樟宜机场麒麟精品店经营权，实现“爱达·魔都号”“地中海号”邮轮免税店开业。

重点项目建设方面，截至 2023 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，海口市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 4 • 截至 2023 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	2023 年投入金额	累计投资额	资金来源	累计产生收益	项目进展
海口市国际免税城项目	128.60	12.03	71.87	自筹资金及国拨资金	10.02	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）实现集中交付，地块三（悦澜庭项目）实现竣工验收，地块一实现主体结构封顶，其他地块按计划有序推进中
三亚国际免税城一期 2 号地项目	36.90	5.67	15.82	自筹资金	0.62	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，酒店部分正按照既定计划有序推进中
合计	165.50	17.70	87.69	--	10.64	--

资料来源：联合资信根据中国中免年报整理

（2）中旅旅行

2021—2023 年，中旅旅行收入波动增长；2023 年，中旅旅行各主要业务收入均实现同比增长，随着出入境政策的逐步放开，出境游和签证业务收入占比明显提升；受益于国内游和签证业务毛利率同比提升，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，包括入境游、出境游、国内游、定制游、会奖业务、商旅业务、签证及证件业务等。

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）。

图表 5 • 2021—2023 年及 2024 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	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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	收入	占比	毛利率
入境游	0.48	1.28%	12.42%	0.71	3.09%	12.47%	2.08	3.60%	10.48%	0.46	4.27%	12.23%
出境游	0.45	1.22%	22.16%	1.19	5.13%	21.04%	6.34	10.97%	8.76%	2.29	21.23%	6.68%
国内游	15.90	42.60%	8.45%	7.32	31.62%	7.03%	16.16	27.95%	10.28%	1.77	16.41%	14.26%
商旅服务	2.93	7.86%	57.36%	1.66	7.18%	79.53%	3.78	6.53%	67.32%	0.66	6.11%	76.02%
签证业务	1.16	3.10%	36.02%	1.43	6.18%	30.69%	6.56	11.34%	62.41%	1.32	12.28%	74.01%
会展业务	14.92	39.95%	8.80%	9.15	39.53%	11.87%	21.55	37.28%	5.71%	4.12	38.25%	12.26%
其他业务	1.49	4.00%	29.47%	1.69	7.28%	31.08%	1.35	2.33%	63.15%	0.16	1.45%	62.42%
合计	37.34	100.00%	14.35%	23.14	100.00%	18.25%	57.81	100.00%	19.29%	10.78	100.00%	23.61%

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。2023 年，随着出入境政策的逐步放开，出入境旅游收入均实现同比增长，其中，出境游收入增幅较为显著；受益于国内旅游市场逐步恢复向好，国内游收入同比明显向好，但较 2019 年收入水平仍有较大差距。同期，出境游毛利率同比减少 12.28 个百分点，主要系上年出境游尚未完全放开，收入主要来自毛利率较高的中高端线路，出境游复苏后，毛利率较低的东南亚及日韩线路占比提升所致；签证业务毛利率同比增加 31.72 个百分点，主要系 2023 年国家公布免签政策，合作方同意将免签政策影响国家的分成比例调整为 0 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。2023 年，会展业务收入实现明显增长，但毛利率同比有所下滑。

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。2023 年，随着出入境及港澳通行的逐步恢复，签证及证件业务收入及毛利率同比均呈现明显提升。

2024 年一季度，随着入境游、出境游及会展业务规模持续提升，中旅旅行收入同比增长 37.50%，受益于签证和会展业务毛利率同比增加，中旅旅行综合毛利率同比增加 4.18 个百分点。

（3）中旅发展

2021—2023 年，中旅发展持续拓展在港业务，收入逐年增长；安信信贷为其主要收入来源，发放贷款及垫款规模稳定增长，逾期贷款规模保持稳定。

2021—2023 年，中旅发展收入逐年增长。2023 年，随着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 29.42%，毛利率同比减少 16.55 个百分点，但仍维持在较高水平。

中旅发展主要控股企业为安信信贷（截至 2023 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 2023 年底，安信信贷发放贷款和垫款总额为 101.3 亿元，其中信用贷款 101.2 亿元（上年同期为 88.2 亿元）；期末逾期贷款 3.7 亿元，主要为逾期 1 天至 89 天的信用贷款；累计计提贷款损失准备 6.0 亿元，其中本期计提 5.9 亿元，本期核销 6.5 亿元（上年同期为 4.8 亿元）；期末账面价值为 95.3 亿元，较上年底增加 12.5 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 2023 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 23.74 亿元，2023 年贡献投资收益 0.14 亿元，同比有所下降。

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。

（4）中旅国际

2023 年，受益于旅游业的复苏及新项目和新产品的推出，中旅国际旗下大部分景区收入及毛利润同比均实现显著增长；2024 年一季度收入同比保持稳定，毛利润同比有所下滑。

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。2023 年，随着旅游业的复苏，加之中旅国际相继推出新项目和新产品，除中旅泸州老窖景区（对老窖池提升改造且 2024 年起不再开展旅行团业务）外，其他景区营业收入及毛利润均实现同比增长；中旅国际各景区共接待 1,411 万人次，同比增加 1,153 万人次；主要景区营业收入同比增长 154.80%。

图表 6 • 2021—2023 年及 2024 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	2021 年		2022 年		2023 年		2024 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	营业收入	毛利润
世界之窗主题公园	22,042	1,853	2,307	-2,021	42,902	21,899	11,686	6,816
锦绣中华主题公园	11,427	613	6,566	-3,977	17,436	6,785	4,856	1,954
沙坡头景区	10,574	1,449	10,913	-1,708	28,439	11,805	1,420	-1,498
广西德天景区	8,102	976	1,727	-2,583	22,864	8,788	7,935	3,816
安吉旅游度假区	12,924	-3,536	7,493	1,152	11,399	2,560	2,097	348
珠海海泉湾度假区	8,707	2,171	9,793	-6,307	13,410	-5,707	3,818	-923
咸阳海泉湾度假区	9,188	-442	5,562	-2,297	7,120	1,151	1,711	225
中旅泸州老窖景区	16,101	4,493	15,041	4,740	7,786	1,513	378	202
合计	111,489	13,538	59,402	-13,001	151,356	48,794	33,901	10,940

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。

2024 年一季度，中旅国际下属各景区接待人次为 342 万人次，同比增长 54.75%，营业收入同比增长 1.79%，受珠海海泉湾度假区和中旅泸州老窖景区业绩下降影响，毛利润同比下降 21.92%。

（5）中旅酒店

2021—2023 年，随着旅游市场的复苏及输出管理酒店数量增加，中旅酒店收入逐年增长，毛利率有所下滑；2024 年一季度，中旅酒店收入及毛利率同比均有所提升。

2021—2023 年，中旅酒店收入逐年增长。2023 年，中旅酒店营业收入同比增长 28.41%，受营业成本增速较快影响，毛利率同比减少 9.51 个百分点。2024 年一季度，中旅酒店营业收入同比增长 14.26%，毛利率同比增加 4.63 个百分点。

截至 2023 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）11 家，主要分布在北京、南京、杭州和重庆等城市，客房数总计 3,669 间（其中港澳酒店 1 家，客房数 546 间）；中旅国际下属酒店 6 家，主要分布在香港和澳门等城市，客房数总计 1,926 间（其中港澳酒店 5 家，客房数 1,711 间）；输出管理酒店 87 家（上年底为 27 家），特许经营酒店 21 家，加盟酒店 13 家，第三方管理酒店 2 家，咨询项目 2 家，主要分布在华北、华东和华南地区，客房数总计 37,070 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 21 家，客房数 3,698 间。

（6）中旅投资

2023 年，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；2021—2023 年，中旅投

资板块收入及毛利率均逐年增长。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。

公司作为国务院国资委确认的以“房地产开发和运营”为主业的 16 家中央企业之一，房地产开发和运营是中国旅游集团重点战略业务，经营主体主要为中国旅游集团投资运营有限公司（以下简称“中旅投资”）。中旅投资定位于有特色、高品质的城市地产开发商，聚焦深耕粤港澳大湾区及长三角区域，精选布局长江中下游、成渝城市群，布局主要城市包括北京、广州、香港、深圳、苏州、杭州、宁波、成都等。截至 2023 年底，公司地产类存货规模较上年底明显下降，其中，开发成本较上年底减少 155.21 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。同期末，公司合同负债中的预售房款为 180.42 亿元，地产业务整体资金占用规模大。

图表 7 • 2021—2023 年末公司存货中的房地产类资产情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年末			2022 年末			2023 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	账面余额	存货跌价准备	账面价值
开发成本	479.40	17.89	461.51	477.28	15.53	461.75	338.62	32.08	306.54
开发产品	101.75	3.55	98.20	109.04	0.45	108.59	166.60	1.64	164.97
尚未开发的土地储备	33.12	0.00	33.12	35.48	0.00	35.48	36.38	0.00	36.38
合计	614.27	21.44	592.83	621.80	15.97	605.82	541.60	33.72	507.89

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2021—2023 年，中旅投资签约销售面积逐年下降。2023 年，中旅投资签约销售面积及签约销售金额同比变动不大；结转销售收入同比增长 13.48%，毛利率同比增加 5.32 个百分点。

图表 8 • 中旅投资地产业务情况

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 1—3 月/2024 年 3 月末
期末在开发面积（万平方米）	538.2	331.0	419.8	322.4
房屋竣工面积（万平方米）	95.5	134.3	90.1	38.3
签约销售面积（万平方米）	95.0	48.7	47.0	7.7
签约销售金额（亿元）	224.2	88.2	89.2	8.1

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 2023 年底，中旅投资在建地产项目共 20 个，主要分布在广州、杭州、三亚、宁波等城市，资金主要来自自有资金和开发贷款，未来存在一定资本支出压力。

图表 9 • 截至 2023 年底中旅投资在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	开工年月	预计竣工年月	建筑面积	预计总投资	已投资	投资进度	项目类别	未来三年投资计划		
									2024 年	2025 年	2026 年
1	东山 40#地块	2023 年 4 月	2025 年 10 月	12.88	13.58	7.34	54%	住宅	1.92	2.98	0.95
2	广州天晨项目	2019 年 6 月	2026 年 6 月	13.00	43.28	32.48	75%	住宅	4.18	2.16	4.46
3	中旅名门府项目	2021 年 10 月	2025 年 12 月	64.24	100.00	56.33	56%	高层/叠墅	2.14	8.37	8.27
4	北站东广场项目	2021 年 12 月	2026 年 10 月	55.38	99.60	38.15	38%	免税综合体/商业/公寓/办公楼	2.05	8.57	8.58
5	九龙湖 C 区	2022 年 4 月	2024 年 6 月	10.00	11.28	3.54	31%	住宅及商业	3.95	3.79	--
6	钢旅华府	2022 年 5 月	2026 年 12 月	20.54	29.13	19.74	68%	住宅/商业/办公楼/其他	2.17	1.36	0.26
7	宁波杭州湾文化小镇 2#abc	2020 年 11 月	2026 年 12 月	8.68	10.41	3.71	36%	商业	0.57	3.30	1.92
8	宁波杭州湾文化小镇 2#g	2021 年 5 月	2026 年 12 月	2.10	1.52	0.82	54%	商业	0.27	0.25	0.21
9	宁波杭州湾文化小镇 1#abc	2021 年 6 月	2027 年 12 月	15.81	10.01	2.43	24%	住宅	0.01	--	0.49
10	宁波杭州湾文化小镇 1#e	2020 年 4 月	2029 年 12 月	12.03	8.86	1.67	19%	住宅、商业	--	--	--

11	宁波杭州湾文化小镇 3#-ab	2020 年 11 月	2025 年 3 月	3.62	3.03	1.81	60%	商业	0.24	0.24	0.15
12	宁波杭州湾文化小镇 3#-d	2021 年 2 月	2024 年 10 月	2.75	2.41	1.17	49%	商业	0.32	0.32	0.30
13	宁波杭州湾南部新城	2021 年 2 月	2024 年 12 月	24.90	22.60	13.23	59%	住宅	2.83	3.28	0.73
14	杭州湾海泉湾	2019 年 8 月	2024 年 2 月	73.36	57.27	49.58	87%	住宅/商业	12.75	7.30	4.96
15	青岛项目	2021 年 3 月	2025 年 12 月	3.23	2.89	1.53	53%	住宅/商业	0.86	0.32	--
16	湖畔院子	2020 年 11 月	2023 年 1 月	8.49	7.62	6.02	79%	住宅	1.43	0.96	0.79
17	九龙湖 F134	2023 年 3 月	2024 年 12 月	9.73	19.11	1.03	5%	商业	5.56	6.61	5.91
18	中旅启境	2022 年 1 月	2024 年 7 月	15.97	24.71	19.7	80%	住宅	1.78	0.40	0.20
19	港中旅海泉湾学苑项目	2023 年 7 月	2025 年 12 月	6.67	9.40	6.26	67%	住宅	1.26	0.95	0.18
20	三亚海棠湾	2023 年 4 月	2025 年 7 月	26.11	62.11	24.66	40%	住宅	11.88	8.08	5.19
合计	--	--	--	389.49	538.82	291.20	--	--	56.17	59.24	43.55

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年，中旅投资未新增土地储备，现有土地储备主要集中在鞍山、宁波、广州、青岛、河北燕郊等地，存量土地为旅游地产业务的可持续发展提供了有力保障，同时，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 10 • 截至 2023 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	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	3.16	--	--	0.76
合计	--	--	--	178.79	176.77	24.43	23.81

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3 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。

2024 年，公司将坚持“诚信经营、优质服务”，坚持以文塑旅、以旅彰文，推动文旅深度融合发展，围绕满足人民对美好生活的向往，增强核心功能、提高核心竞争力，深入实施国有企业改革深化提升行动，着力提高企业创新能力和价值创造能力，加快建设现代化产业体系，实现企业高质量发展。

中旅免税方面，2024 年，中国中免计划做好海南市场布局，不断提升消费者满意度、项目影响力和吸引力；继续发力新零售业务，扩展商品和服务边界，完善线上业务各链条协作机制，优化线上平台功能，进一步提升线上运营效率，增强线上平台吸引力，实现线上线下协同发展；加强资源拓展，抓好现有口岸免税店经营管理，争取中标重要渠道免税店经营权，持续关注市内店政策动态，及时调整市内店运营方案；加速国际化发展布局，保障重大项目资金需求，把握“一带一路”及国人热门旅游目的地市场机遇，不断提升国际化水平；按计划推进海口国际免税城项目各地块、三亚国际免税城一期 2 号地酒店部分以及三亚国际免税城三期建设；增强采供销核心能力，提升采供销运营体系的专业化与精细化水平；加速数字化转型升级，推进全供应链数字化平台建设；提升优质服务能力；扩大品牌影响力。

中旅游轮方面，按照国务院国资委要求，公司牵头推动央企邮轮专业化整合，2023 年底成立邮轮运营平台公司——华夏国际邮轮有限公司，下一步相关央企将围绕首艘国产大型邮轮建设运营，积极推动实体邮轮公司整合，创新合作模式，带动更多企业融入邮轮产业链供应链体系，形成高端邮轮产业集群。

七、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年和 2022 年财务报告进行了审计，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围内通过投资设立和现金收购新纳入合并范围的子公司共 28 家，由于清算、出售转让、无偿划出等原因不再纳入合并范围的主体共 29 家。2022 年，公司合并范围内通过投资设立和非同一控制下企业合并新纳入合并范围的子公司共 22 家，由于清算和出售转让等原因不再纳入合并范围的主体共 36 家。2023 年，新纳入公司合并范围的主体合计 27 家，其中新设 25 家，并购 2 家，即公司下属的 Goster Resources Limited 以 8.98 亿港元并购的银达（香港）有限公司和中旅发展并购的博朗公司；不再纳入公司合并范围的主体合计 58 家，其中注销 28 家，出售转让 26 家（主要为各地旅行社），移交破产管理人 4 家。2024 年一季度，公司合并范围新增 5 家子公司，减少 7 家；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内共 616 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。

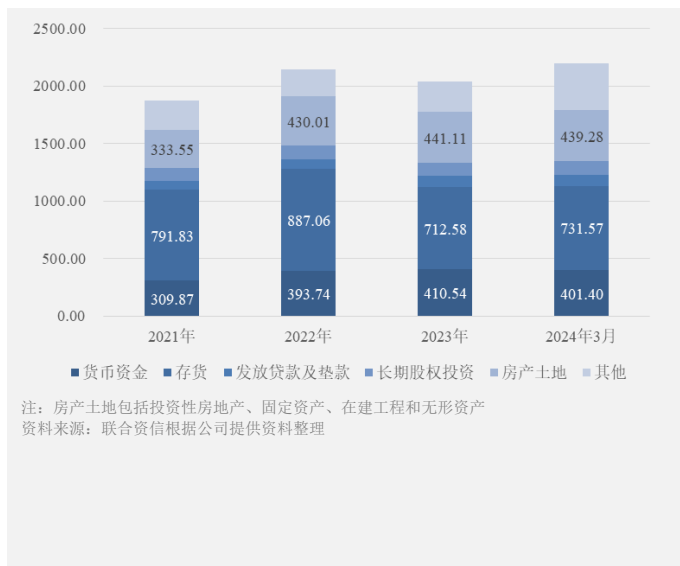
1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产总额有所增长。截至 2023 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。

2021—2023 年末，公司资产总额年均复合增长 4.41%。截至 2023 年底，公司资产总额较上年底减少 103.91 亿元，降幅为 4.84%，主要系中国中免及地产类存货减少所致。同期末，存货较上年底减少 174.48 亿元，降幅为 19.67%，主要系公司加强供应链管理，减少存货余额，同时当期结转部分已售房地产项目所致，其中中国中免存货较上年底减少 68.69 亿元，地产类存货较上年底减少 97.93 亿元；其他流动资产较上年底增长 84.52%，主要系增加大额定期存单和中国中免商品待抵扣进项税增加所致。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额较 2023 年底增加 159.14 亿元，增幅为 7.79%，主要系待抵扣税项以及预缴税金增加导致其他流动资产增加所致。

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国中免（截至 2023 年底，中国中免货币资金占合并口径货币资金的 77.55%）；存货主要为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 71.27%），地产类存货期末跌价准备合计 33.72 亿元，其中当期计提 15.90 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 9.87 亿元和联营企业港中旅（沈阳）置业有限公司 9.72 亿元、中国东方航空集团有限公司（以下简称“东方航空”）40.35 亿元、中原银行股份有限公司 23.74 亿元构成，当期权益法核算的长期股权投资收益为 3.07 亿元（主要包括东方航空 0.69 亿元、中免日上互联科技有限公司 1.03 亿元），大额股权类投资对收益的贡献尚未充分显现；固定资产主要由房屋及建筑物（占 85.71%）构成；在建工程主要由海泉湾 1#-3、2#-1 项目 12.00 亿元、珠海二期土地开发项目 8.36 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 93.20%）构成。公司资产受限比例很低，整体资产质量良好。

图表11·公司各类资产变化情况



图表12·2023年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产 比例	受限原因
存货	41.18	5.78%	抵押
固定资产	17.74	9.10%	涉诉受限
在建工程	10.13	17.44%	抵押
货币资金	9.48	2.31%	保证金、押金、法院冻结、住房基金、按法律法规要求存放中央银行款项与存放同业
无形资产	4.20	6.38%	抵押
投资性房地产	13.21	10.81%	抵押、涉诉受限
长期应收款	2.41	97.95%	抵押
门票收费权	3.10	--	抵押
合计	101.45	4.97%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021 年以来，公司所有者权益持续增长，少数股东权益占比较高，权益结构质量一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益年均复合增长 17.09%。截至 2023 年底，随着利润累积，公司所有者权益较上年底增长 4.70%，其中归属于母公司所有者权益占比为 46.24%，少数股东权益占比为 53.76%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 20.95%、11.56%和 12.78%，权益结构稳定性一般。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2021—2023 年末，公司有息债务规模有所增长，期限以长期债务为主，债务负担可控。

2021—2023 年末，公司负债总额有所下降。截至 2023 年底，公司负债总额较上年底减少 138.81 亿元，降幅为 9.89%，主要系结转部分已售房地产项目、线上销售预收商品款减少及商品积分政策调整综合作用下导致合同负债减少，加之长期借款和应付债券规模下降所致。截至 2024 年 3 月底，随着合同负债、长期借款和应付债券规模回升，公司负债总额回升至 2022 年底水平。

2021—2023 年末，公司全部债务规模有所增长。截至 2023 年底，公司全部债务为 726.48 亿元，占同期末负债总额的 57.48%，其中银行借款约占 46%、发行债券约占 48%、非标融资约占 5%；2023 年综合融资成本¹约为 3.52%。债务期限结构方面，短期债务占 37.95%，较上年底有所提升；2024 年下半年到期的公司信用类债券为 49.52 亿元。其中，短期借款主要由信用借款（占 97.83%）构成；长期借款主要由信用借款（占 65.21%）和抵押借款（占 27.28%）构成；应付债券中美元债余额为 185.46 亿元。

从债务指标来看，截至 2023 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 61.90%、48.29%和 36.69%，债务负担可控。

3 盈利能力

2023 年，随着免税线下业务逐步恢复，公司收入和利润同比增长明显，但销售费用和存货跌价准备对利润的侵蚀大，盈利能力指标处于极强水平。

2021—2023 年，公司营业总收入年均复合增长 7.35%。2023 年，受益于国内旅游市场逐步恢复向好，公司营业总收入同比增长 22.27%，毛利润随之同比增长 39.65%；同时，2023 年以来随着出入境客流的恢复，中国中免与客流挂钩的机场租金费用迅速提升，加之规模较大的海口国际免税城全年运营相应产生的销售费用，推升期间费用规模同比增长 38.55%，对毛利润侵蚀大。非经常性损益方面，受益于东方航空大幅减亏，公司当期投资收益转正；受安信信贷贷款减值损失计提及地产类存货跌价准备计提影响，当期信用减值损失和资产减值损失同比增幅较大，对利润造成侵蚀。公司合并口径利润总额主要来自经营性利润，主业盈利能力极强。整体来看，公司盈利水平较高，需关注地产类存货跌价等因素对公司盈利稳定性的影响。

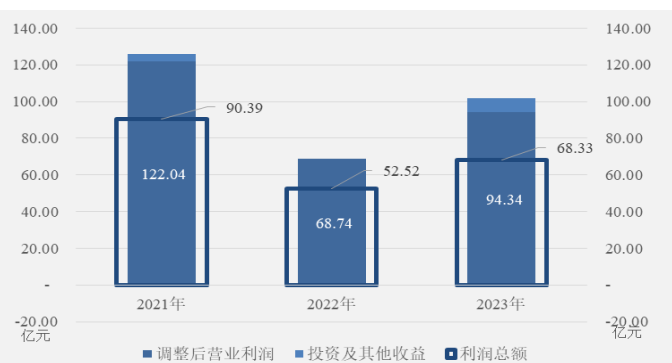
2024 年一季度，公司营业总收入同比增长 1.59%，受存货跌价准备增加影响，资产减值损失同比增加 6.08 亿元至 8.96 亿元，利润总额同比增长 5.24%。

图表13· 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	814.73	732.17	938.85
毛利润	271.32	213.42	298.05
期间费用	125.52	127.57	176.75
投资收益	2.23	-6.28	4.62
资产减值损失	-26.12	-6.04	-16.43
信用减值损失	-4.61	-4.43	-8.50
利润总额	90.39	52.52	68.33
营业利润率	30.39%	26.81%	28.88%
总资本收益率	6.64%	3.71%	4.82%
净资产收益率	11.03%	4.83%	6.22%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表14· 2021—2023年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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。

与所选公司比较，公司整体盈利指标表现较好。

图表 15 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	首旅集团	黄山旅游集团
营业总收入（亿元）	938.85	504.81	30.86
销售毛利率（%）	31.75	30.78	44.92
总资产报酬率（%）	4.53	2.31	5.82
净资产收益率（%）	6.22	-0.69	7.84

注：首旅集团为北京首都旅游集团有限责任公司；黄山旅游集团为黄山旅游集团有限公司
 资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开资料整理

4 现金流

2023 年，受益于免税业务规模恢复增长，公司经营活动现金流转为净流入；投资活动净流出规模同比下降；筹资活动现金流转为净流出。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。

2021—2023 年，公司经营活动净现金流波动较大。2023 年，中国中免商品销售增加导致现金流入增加，带动公司经营活动净现金流同比大幅转正。2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入同比下降 47.79%。

2021—2023 年，公司在项目建设和并购方面始终保持一定规模的对外投资，投资活动现金净流出规模波动增长。2023 年，收回投资收到的现金主要系下属公司收回投资及租赁项目本金等；投资支付的现金主要为下属公司支付的投资款意向金、定期存款及租赁项目本金等；支付其他与投资活动有关的现金主要为下属公司支付的定期存款。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流净额有所波动。2023 年，经营活动现金净流入能够覆盖投资活动现金净流出，公司对外融资需求减弱并偿还部分债务，现金及现金等价物净增加额持续累积。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1,081.74	850.28	1,123.81	258.02
经营活动现金流出小计	1,031.09	918.06	937.31	216.63
经营活动现金流量净额	50.65	-67.79	186.50	41.39
投资活动现金流入小计	147.21	38.27	77.98	11.65
投资活动现金流出小计	186.03	121.76	140.17	46.87
投资活动现金流量净额	-38.83	-83.49	-62.19	-35.22
筹资活动前现金流量净额	11.83	-151.28	124.31	6.17
筹资活动现金流入小计	223.40	466.13	236.98	108.95
筹资活动现金流出小计	206.98	248.24	342.11	97.99
筹资活动现金流量净额	16.42	217.90	-105.13	10.96
现金收入比	124.41%	105.83%	103.78%	97.79%
现金及现金等价物净增加额	25.70	77.47	21.00	15.86

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道通畅。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	143.46%	165.77%	163.11%
	速动比率	48.88%	59.70%	69.76%
	经营现金/流动负债	6.05%	-8.11%	24.43%
	经营现金/短期债务（倍）	0.21	-0.26	0.68

长期偿债指标	现金类资产/短期债务（倍）	1.37	1.58	1.49
	EBITDA（亿元）	136.38	98.86	121.72
	全部债务/EBITDA（倍）	4.89	7.91	5.97
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	-0.09	0.26
	EBITDA/利息支出（倍）	6.28	4.22	4.58
	经营现金/利息支出（倍）	2.33	-2.89	7.02

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，2023 年，受益于存货规模下降、经营性净现金流流转好及 EBITDA 同比提升，公司偿债指标表现整体优于 2022 年，其中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 2024 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.34 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 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在 1.00 亿元以上的尚未了结的可能会对其生产经营产生实质性不利影响的重大诉讼或仲裁。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月末，公司共获得各主要银行授信额度共计 2,328 亿元，其中未使用额度人民币 1,863 亿元。同时，公司下属部分分子公司在 A 股和 H 股上市，具备直接融资渠道，公司融资渠道畅通。。

6 公司本部财务分析

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。2023 年，公司本部有息债务规模有所增长，债务负担重。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 2023 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（货币资金+交易性金融资产）12.94 亿元，长期股权投资 355.67 亿元（对子公司的投资占 80.02%），其他应收款 121.19 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）。截至 2023 年底，公司本部直接持有上市公司（中国中免）市值为 870.91 亿元，均未质押。

图表 18 • 2023 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
港中旅（中国）投资有限公司	资金拆借	52.51	1 年以内，1-2 年，2-3 年	42%	--
香港中旅（集团）有限公司	关联方往来款	48.59	1 年以内	39%	--
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	关联方往来款	3.68	1 年以内	3%	--
芒果网有限公司	关联方往来款	3.00	1 年以内，1-2 年，2-3 年，3 年以上	2%	--
合计	—	116.12	--	93%	3.23

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司本部利润主要来源于下属子公司分红。2023 年，公司本部实现投资净收益 9.11 亿元，其中中国中免分红 8.33 亿元，财务费用为 3.65 亿元，利润总额为 3.46 亿元。

截至 2023 年底，公司本部全部债务为 356.85 亿元，占合并口径全部债务的 49.12%。其中，短期债务为 88.54 亿元，占全部债务的 24.81%；公司本部 2024 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 74.48%，债务负担重。

偿债能力方面，2023 年，公司本部取得投资收益收到的现金 8.41 亿元，未能覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 10.16 亿元；截至 2023 年底，公司本部现金短期债务比为 0.15 倍，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。

八、ESG 分析

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。2022 年，公司综合能源消耗量同比下降。2023 年，海口国际免税城和三亚国际免税城 C 区均已获得 LEED 金级认证²，三亚国际免税城一期二号地商业项目、海口国际免税城（地块一）均获得绿色建筑二星预认证。沙坡头景区依托黄河、高山、沙漠、绿洲为一体的世界性旅游资源和国家科技进步特等奖“麦草方格五带一体治沙”成果，大力发展生态旅游和研学旅游，利用特色鲜明的旅游资源，拓展出一条绿色低碳循环发展的产业体系。

社会责任方面，2021—2022 年，公司纳税总额分别为 87.60 亿元和 104.10 亿元；吸纳就业人数分别为 5,942 人和 8,167 人；公益捐赠总额分别为 4,687.53 万元和 5,413 万元；员工志愿者活动时长分别为 19,985 小时和 64,191 小时³。公司持续推进贵州省黎平县、云南省西盟县、孟连县、香格里拉市、德钦县 5 个县定点帮扶，四川省马边县、雷波县 2 个县协助帮扶和江西省黎川县的对口支援工作，连续 6 年获中央单位定点帮扶工作成效考核评价最高等次“好”。2022 年，公司向 5 个定点帮扶县投入无偿帮扶资金 3,360 万元，引进帮扶资金 837.33 万元，同比增长 28%。2022 年 11 月，公司定点帮扶的贵州省黎平县黄岗村被文化和旅游部授予“全国乡村旅游重点村”称号。作为中国最大的旅游央企，公司专注于产品品质和客户体验，将“诚信经营、优质服务”作为首要经营理念贯穿融入企业文化和服务标准，制定下发《“诚信经营、优质服务”工作方案》，推动各业务单元编制《服务质量工作计划》，从人才、服务、工作体系等多方面做好服务质量提升工作，推动优品和精品战略，提升对客服务能力和服务水平。公司坚持“人才是第一资源”的理念，积极维护员工合法权益，全面提升员工能力素质；2022 年，公司劳动合同签订率、社会保险覆盖率均达 100%；同期，投入员工培训资金 750.91 万元，员工培训总时长为 725,394 学时，培训覆盖率达 100%。公司不断强化与业内各界的交流合作，积极参加展会、论坛等行业交流活动，建立健全供应商管理体系。

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。

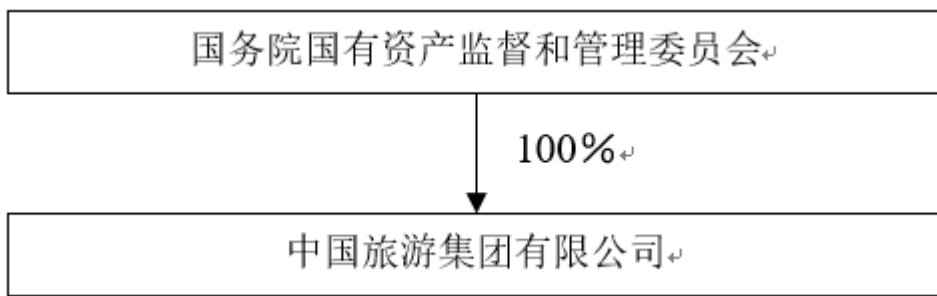
九、评级结论

基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

² LEED (Leadership in Energy and Environmental Design)，意为能源与环境设计先锋奖，由美国绿色建筑委员会建立和认证颁发。

³ 2022 年员工志愿者活动时长为公司全口径。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-3 公司二级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	实收资本 (千元)	业务性质	持股比例	享有表决权	取得方式
香港中旅（集团）有限公司	2,637,477	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
中国旅游集团酒店控股有限公司	6,774,858	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
港中旅（深圳）投资发展有限公司	3,835,071	旅游地产及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
中旅集团财务有限公司	2,000,000	理财、金融咨询	90.06%	100.00%	投资设立
中国旅游集团中免股份有限公司	2,068,859	旅游及相关业务	50.30%	50.30%	同一控制下的企业合并
中国旅游集团投资和资产管理有限公司	1,037,158	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	同一控制下的企业合并
中旅发展（深圳）有限公司	150,000	理财、金融咨询	100.00%	100.00%	投资设立
中国旅游集团旅行服务有限公司	1,598,791	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
港中旅投资（上海）有限公司	50,100	理财、金融咨询	100.00%	100.00%	投资设立
招商局上海国际旅行社有限责任公司	1,500	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	同一控制下的企业合并
中国旅游集团迪庆香格里拉旅游投资发展有限公司	15,000	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
Sunny Express Enterprise Corp.	--	投资与资产管理	100.00%	100.00%	投资设立
中旅邮轮（海南）有限公司	--	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
中旅芒果网发展（深圳）有限公司	--	旅游及相关业务	100.00%	100.00%	投资设立
中旅数智科技（深圳）有限公司	--	软件信息	100.00%	100.00%	投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2022 年*	2023 年	2024 年 3 月
财务数据					
现金类资产（亿元）	330.00	408.74	410.51	410.55	401.40
应收账款（亿元）	9.72	10.15	10.15	14.72	16.99
其他应收款（亿元）	20.09	21.17	21.25	28.90	48.96
存货（亿元）	791.83	887.06	826.98	712.58	731.57
长期股权投资（亿元）	116.95	116.68	113.39	116.62	122.23
固定资产（亿元）	146.30	180.64	180.77	194.96	183.84
在建工程（亿元）	41.64	60.42	60.42	58.04	58.57
资产总额（亿元）	1,873.03	2,145.85	2,069.43	2,041.94	2,201.08
实收资本（亿元）	162.97	162.97	162.97	162.97	162.97
少数股东权益（亿元）	295.01	391.38	391.38	418.19	433.66
所有者权益（亿元）	567.41	743.06	742.02	777.96	794.85
短期债务（亿元）	241.71	258.85	258.85	275.71	227.97
长期债务（亿元）	425.45	522.89	523.22	450.77	526.82
全部债务（亿元）	667.17	781.73	782.07	726.48	754.79
营业总收入（亿元）	814.73	732.17	767.88	938.85	240.49
营业成本（亿元）	543.40	518.74	539.59	640.80	157.60
其他收益（亿元）	5.44	4.86	4.86	2.30	0.15
利润总额（亿元）	90.39	52.52	55.41	68.33	24.01
EBITDA（亿元）	136.38	98.86	101.56	121.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1,013.62	774.84	777.35	974.33	235.19
经营活动现金流入小计（亿元）	1,081.74	850.28	852.79	1123.81	258.02
经营活动现金流量净额（亿元）	50.65	-67.79	-66.01	186.50	41.39
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.83	-83.49	-83.49	-62.19	-35.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.42	217.90	217.90	-105.13	10.96
财务指标					
销售债权周转次数（次）	80.16	71.47	74.95	75.07	--
存货周转次数（次）	0.80	0.62	0.67	0.80	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.36	0.39	0.45	--
现金收入比（%）	124.41	105.83	101.23	103.78	97.79
营业利润率（%）	30.39	26.81	26.72	28.88	31.94
总资本收益率（%）	6.64	3.71	3.65	4.82	--
净资产收益率（%）	11.03	4.83	4.71	6.22	--
长期债务资本化比率（%）	42.85	41.30	41.35	36.69	39.86
全部债务资本化比率（%）	54.04	51.27	51.31	48.29	48.71
资产负债率（%）	69.71	65.37	64.14	61.90	63.89
流动比率（%）	143.46	165.77	172.72	163.11	163.86
速动比率（%）	48.88	59.70	63.99	69.76	76.25
经营现金流动负债比（%）	6.05	-8.11	-8.68	24.43	--
现金短期债务比（倍）	1.37	1.58	1.59	1.49	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	6.28	4.22	4.33	4.58	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.89	7.91	7.70	5.97	--

注：1. 公司 2024 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. 2022 年*为经重述数据
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2022 年*	2023 年	2024 年 3 月
财务数据					
现金类资产（亿元）	58.13	47.98	47.98	12.94	3.37
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	96.69	122.23	122.23	121.19	147.06
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	273.17	265.12	265.12	355.67	362.01
固定资产（亿元）	0.24	0.25	0.25	0.22	0.21
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	481.49	502.35	502.35	552.45	575.07
实收资本（亿元）	162.97	162.97	162.97	162.97	162.97
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	106.96	119.35	119.35	122.25	119.99
短期债务（亿元）	76.09	84.42	84.42	88.54	111.94
长期债务（亿元）	227.28	211.49	211.49	268.31	243.29
全部债务（亿元）	303.37	295.91	295.91	356.85	355.24
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	3.92	2.39	6.52	3.46	-2.26
EBITDA（亿元）	--	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	1.34	19.82	1.86	2.08	1.02
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.60	-1.10	-1.10	-1.51	-1.03
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.39	-16.68	-16.68	-69.18	-22.67
筹资活动现金流量净额（亿元）	15.87	7.57	7.57	35.71	14.12
财务指标					
销售债权周转次数（次）	--	0.01	0.01	0.63	--
存货周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	33.38	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	--	0.00	0.00	105.95	--
营业利润率（%）	--	-8747.62	-8747.62	-188.41	--
总资本收益率（%）	3.44	2.97	3.97	2.68	--
净资产收益率（%）	3.67	2.00	5.46	2.84	--
长期债务资本化比率（%）	68.00	63.92	63.93	68.70	66.97
全部债务资本化比率（%）	73.93	71.26	71.26	74.48	74.75
资产负债率（%）	77.79	76.24	76.24	77.87	79.13
流动比率（%）	106.55	100.46	100.46	84.14	72.03
速动比率（%）	106.55	100.46	100.46	84.14	72.03
经营现金流动负债比（%）	-1.08	-0.64	-0.64	-0.94	--
现金短期债务比（倍）	0.76	0.57	0.57	0.15	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 2022 年*为经重述数据
 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%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 营业收入×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 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

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。