

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〔2025〕8005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

二〇二五年八月二十六日

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、该评级结果自 2025 年 8 月 26 日至 2026 年 8 月 25 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。

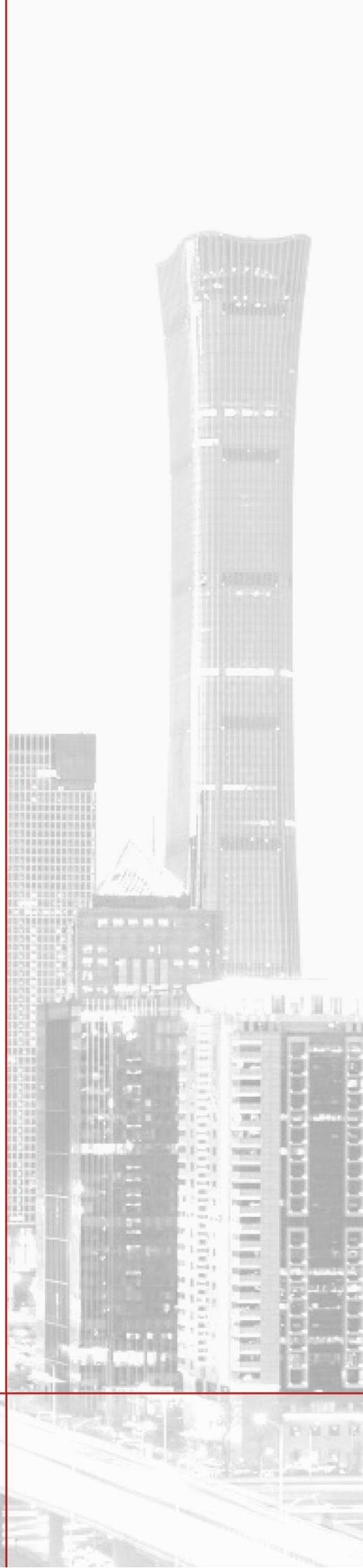
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、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	2025/08/26

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 2025 年 3 月底注册资本 162.40 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、中旅资本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。

评级观点 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。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，中国中免利润水平有所下滑，但仍保持极强的盈利能力。除免税业务外，公司其他主业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；2023 年以来经营获现保持高水平；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。整体看，公司财务风险极低。

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。
- **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。**2022—2024 年，公司分别发生存货跌价损失 5.78 亿元、15.90 亿元和 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，2024 年业绩下滑。**2024 年，中国中免净利润为公司合并口径净利润的 2.07 倍。同期，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
财务风险	F1	现金流	经营分析	2
			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：无				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：无				--
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：公司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

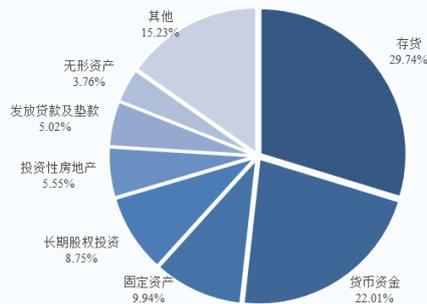
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	408.74	410.55	446.11	494.47
资产总额（亿元）	2145.85	2041.94	2016.22	2050.65
所有者权益（亿元）	743.06	777.96	800.62	813.37
短期债务（亿元）	258.85	275.71	290.00	321.32
长期债务（亿元）	522.89	450.77	469.04	463.97
全部债务（亿元）	781.73	726.48	759.04	785.29
营业总收入（亿元）	732.17	938.85	864.39	243.03
利润总额（亿元）	52.52	68.33	50.19	20.27
EBITDA（亿元）	98.86	121.72	102.79	--
经营性净现金流（亿元）	-67.79	186.50	97.06	43.36
营业利润率（%）	26.81	28.88	28.08	26.89
净资产收益率（%）	4.83	6.22	3.71	--
资产负债率（%）	65.37	61.90	60.29	60.34
全部债务资本化比率（%）	51.27	48.29	48.67	49.12
流动比率（%）	165.77	163.11	163.41	164.22
经营现金流动负债比（%）	-8.11	24.43	13.86	--
现金短期债务比（倍）	1.58	1.49	1.54	1.54
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	4.58	4.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.91	5.97	7.38	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	502.35	552.45	651.32	648.79
所有者权益（亿元）	119.35	122.25	146.85	144.94
全部债务（亿元）	295.91	356.85	400.81	370.14
营业总收入（亿元）	0.00	0.02	0.04	0.00
利润总额（亿元）	2.39	3.46	19.32	-1.92
资产负债率（%）	76.24	77.87	77.45	77.66
全部债务资本化比率（%）	71.26	74.48	73.19	71.86
流动比率（%）	100.46	84.14	65.44	56.02
经营现金流动负债比（%）	-0.64	-0.94	-1.53	--

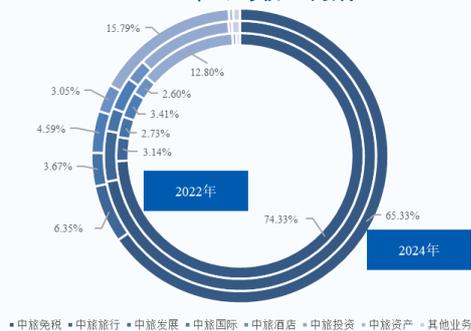
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他应付款、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的有息债务已计入长期债务

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



2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 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）	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	630.80	2,016.22	800.62	864.39	50.19	28.08	60.29	48.67	7.38	4.59
首旅集团	AAA	217.44	1,666.24	520.43	477.76	6.61	27.52	68.77	62.20	6.89	4.01

注：北京首都旅游集团有限责任公司简称为首旅集团；公司相应指标按期末汇率折算为人民币

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	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
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：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、主体概况

中国旅游集团有限公司（以下简称“公司”或“中国旅游集团”）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、中旅资本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。

二、宏观经济和政策环境分析

2025年上半年出口拉动国民经济向好，工业产品价格探底。宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。

2025年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。信用环境方面，5月7日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6月，央行打破惯例两度提前公告并实施1.4万亿元买断式逆回购操作。

下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化。随着基数升高，三、四季度经济增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性积极有为的宏观政策呵护。下阶段，宏观政策或将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。

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年上半年报）》](#)。

三、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。从细分行业看，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降；酒店业竞争加剧，行业收入和出租率较上年同期略有下滑，平均房价略有增长；全国旅行社数量保持增长，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。旅游发债企业整体为盈利状态，但收入水平较上年同期有所下滑，债务期限结构相对均衡；偿债指标表现一般，行业整体偿债压力可控。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。具体请见《[旅游行业 2025 半年度总结及展望](#)》。

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”“旅居”“丽都公寓”“舍野”等品牌，覆盖超高端、高端、中高端、中端、公寓、民宿等各类产品线，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54,000间。其中，中国覆盖北京、上海、重庆、深圳、海口、三亚、南京、杭州、武汉、西安、长春、沈阳、哈尔滨、苏州等内地70多个城市和香港、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，以及泰国、法国、葡萄牙、土耳其、巴西、摩洛哥、老挝等多个国家。

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%。

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 2025 年 3 月底，公司高级管理人员包括总经理、副总经理、总会计师和总经理助理。

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，曾任公司总经理，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 2025 年 6 月 6 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 8 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。

五、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构较为完善。

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有关规定执行，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。

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

2022—2024 年，公司营业总收入和综合毛利率均波动增长。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，中旅投资毛利率同比下行，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。

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、中旅资本、中旅邮轮八大业务单元组成，其中中旅免税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。

2022—2024年，公司营业总收入年均复合增长8.66%。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%。毛利率方面，2022—2024年，公司综合毛利率波动增长。2024年，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1·2022—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	2022年			2023年			2024年			2025年1—3月		
	收入	占比	毛利率									
中旅免税	544.22	74.33%	28.48%	675.30	71.93%	31.81%	564.67	65.33%	32.05%	167.43	68.90%	32.81%
中旅旅行	22.96	3.14%	20.18%	56.99	6.07%	18.57%	54.94	6.35%	21.13%	9.39	3.86%	20.08%
中旅发展	19.95	2.73%	78.38%	25.82	2.75%	61.83%	31.75	3.67%	62.15%	8.76	3.60%	58.96%
中旅国际	24.97	3.41%	9.22%	37.10	3.95%	30.46%	39.68	4.59%	27.71%	8.58	3.53%	27.22%
中旅酒店	19.04	2.60%	31.23%	24.45	2.60%	21.72%	26.36	3.05%	34.85%	5.95	2.45%	26.90%
中旅投资	93.75	12.80%	24.12%	106.39	11.33%	29.44%	136.49	15.79%	12.09%	40.69	16.74%	3.54%
中旅资本	3.93	0.54%	40.63%	3.73	0.40%	42.35%	4.21	0.49%	33.33%	1.04	0.43%	35.85%
其他旅游业务	3.34	0.46%	72.91%	9.07	0.97%	17.97%	6.29	0.73%	38.10%	1.20	0.49%	35.07%
合计	732.17	100.00%	28.70%	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2·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

2 业务经营分析

（1）中旅免税

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，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。公司主要在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 3 • 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 4 • 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

(2) 中旅旅行

2024 年公司旅行收入主要由国内游和出境游组成。2022—2024 年，中旅旅行收入波动增长；2024 年，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 5 • 2022—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	2022 年			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	收入	占比	毛利率
入境游	0.71	3.09%	12.47%	2.08	3.60%	10.48%	入境游	3.39	6.12%	11.98%	0.46	4.80%	10.55%
出境游	1.19	5.13%	21.04%	6.34	10.97%	8.76%	出境游	13.71	24.77%	6.44%	2.55	26.83%	6.95%
国内游	7.32	31.62%	7.03%	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	1.66	7.18%	79.53%	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	1.43	6.18%	30.69%	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	9.15	39.53%	11.87%	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	1.69	7.28%	31.08%	1.35	2.33%	63.15%	--	--	--	--	--	--	
合计	23.14	100.00%	18.25%	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。

(3) 中旅发展

2022—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，中旅发展收入逐年增长，安信信贷为其主要收入来源，2024 年逾期贷款规模较上年末小幅上涨。

2022—2024 年，中旅发展收入逐年增长。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，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，较上年末增长 6.47%；期末逾期贷款

4.28 亿元（上年底为 3.7 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。

（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，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。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。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 6 • 2022—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	2022 年		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	营业收入	毛利润
世界之窗主题公园	2,307	-2,021	42,902	21,899	40,092	19,358	10,223	5,501
锦绣中华主题公园	6,566	-3,977	17,436	6,785	14,376	4,694	4,691	2,138
沙坡头景区	10,913	-1,708	28,439	11,805	41,528	15,513	1,594	-1,842
广西德天景区	1,727	-2,583	22,864	8,788	26,460	8,908	6,416	1,715
安吉旅游度假区	7,493	1,152	11,399	2,560	10,325	3,048	1,767	130
珠海海泉湾度假区	9,793	-6,307	13,410	-5,707	15,515	-7,828	3,628	-1,249
咸阳海泉湾度假区	5,562	-2,297	7,120	1,151	5,629	435	655	-178
中旅泸州老窖景区	15,041	4,740	7,786	1,513	2,769	1,323	2,446	964
合计	59,402	-13,001	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%。

（5）中旅酒店

2023年，随着旅游市场的复苏及输出管理酒店数量增加，中旅酒店收入同比增长，毛利率同比下滑。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。

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，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。

（6）中旅投资

2022—2024年，公司地产类存货规模逐年压降，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，中旅投资收入逐年增长但毛利率波动下滑，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去年底明显下降，其中，开发产品较去年底减少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7·2022—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	2022年末			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	账面余额	存货跌价准备	账面价值
开发成本	477.28	15.53	461.75	338.62	32.08	306.54	347.24	42.07	305.18
开发产品	109.04	0.45	108.59	166.60	1.64	164.97	105.45	2.01	103.44
尚未开发的土地储备	35.48	0.00	35.48	36.38	0.00	36.38	30.63	--	30.63
合计	621.80	15.97	605.82	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

2022—2024年，中旅投资收入逐年增长，但毛利率波动下滑。2024年，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8·中旅投资地产业务情况

项目	2022年/末	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）	331.0	419.8	272.1	191.0
房屋竣工面积（万平方米）	134.3	90.1	97.2	122.3
签约销售面积（万平方米）	48.7	47.0	52.5	9.0
签约销售金额（亿元）	88.2	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82-144m²三至四房户型；中旅名门府项目规划25栋高层和12栋叠墅，在售面积段为78-142m²精装三至五房；北站东广场项目住宅面积段约80-240m²；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9 • 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	杭州湾海棠湾	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	港中旅海棠湾学苑项目	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

2023年，中旅投资未新增土地储备。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㎡，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10 • 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
杭州湾海棠湾项目	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

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。

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。

七、财务分析

公司提供了2022—2024年财务报告，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对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年和2024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2025年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，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，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 资产质量

2022—2024年末，公司资产总额逐年下降。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。

2022—2024年末，公司资产总额年均复合下降3.07%。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 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022年底		2023年底		2024年底		2025年3月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	1,386.32	64.60	1,245.05	60.97	1,144.04	56.74	1,178.93	57.49
货币资金	393.74	28.40	410.54	32.97	443.84	38.80	494.25	41.92
存货	887.06	63.99	712.58	57.23	599.70	52.42	541.41	45.92
非流动资产	759.53	35.40	796.89	39.03	872.18	43.26	871.72	42.51
发放贷款及垫款	82.81	10.90	95.32	11.96	101.15	11.60	98.64	11.31
长期股权投资	116.68	15.36	116.62	14.63	176.36	20.22	179.12	20.55
投资性房地产	119.15	15.69	122.20	15.33	111.92	12.83	111.71	12.81
固定资产	180.64	23.78	194.96	24.47	200.32	22.97	197.99	22.71

在建工程	60.42	7.95	58.04	7.28	50.36	5.77	50.89	5.84
使用权资产	29.47	3.88	31.02	3.89	39.45	4.52	47.15	5.41
无形资产	69.79	9.19	65.90	8.27	75.83	8.69	75.22	8.63
资产总额	2,145.85	100.00	2,041.94	100.00	2,016.22	100.00	2,050.65	100.00

注：表中“流动资产”与“非流动资产”的占比，系占资产总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重
 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%）；存货主要为中国中免库存商品（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），大额股权类投资对收益的贡献尚未充分显现；在建工程主要由海棠湾 1#-3、2#-1、1#-2 项目 13.69 亿元、珠海海棠湾-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 12 • 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

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年末，公司所有者权益逐年增长，少数股东权益占比较高，权益结构质量一般。

2022—2024 年末，公司所有者权益年均复合增长 3.80%。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。

（2）负债

2022—2024 年末，公司负债规模逐年下降。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。

2022—2024年末，公司负债总额逐年下降。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。

2022—2024年末，公司全部债务规模波动下降。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 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	836.31	59.62	763.32	60.39	700.12	57.59	717.92	58.02
短期借款	149.85	17.92	138.50	18.14	122.60	17.51	119.65	16.67
应付账款	113.06	13.52	118.57	15.53	101.03	14.43	87.96	12.25
其他应付款	79.03	9.45	91.44	11.98	75.98	10.85	83.75	11.67
一年内到期的非流动负债	44.78	5.35	100.74	13.20	134.08	19.15	136.83	19.06
合同负债	322.34	38.54	201.77	26.43	138.94	19.85	121.77	16.96
其他流动负债	68.99	8.25	43.37	5.68	72.42	10.34	102.83	14.32
非流动负债	566.47	40.38	500.66	39.61	515.48	42.41	519.36	41.98
长期借款	182.36	32.19	156.79	31.32	256.98	49.85	219.09	42.19
应付债券	312.19	55.11	265.44	53.02	176.99	34.33	207.26	39.91
租赁负债	27.16	4.80	26.38	5.27	33.63	6.52	37.62	7.24
负债总额	1402.79	100.00	1,263.98	100.00	1,215.60	100.00	1,237.28	100.00

注：表中“流动负债”与“非流动负债”的占比，系占负债总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重
 资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

3 盈利能力

2022—2024年，公司营业总收入波动增长；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。

2022—2024年，公司营业总收入年均复合增长8.66%。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。

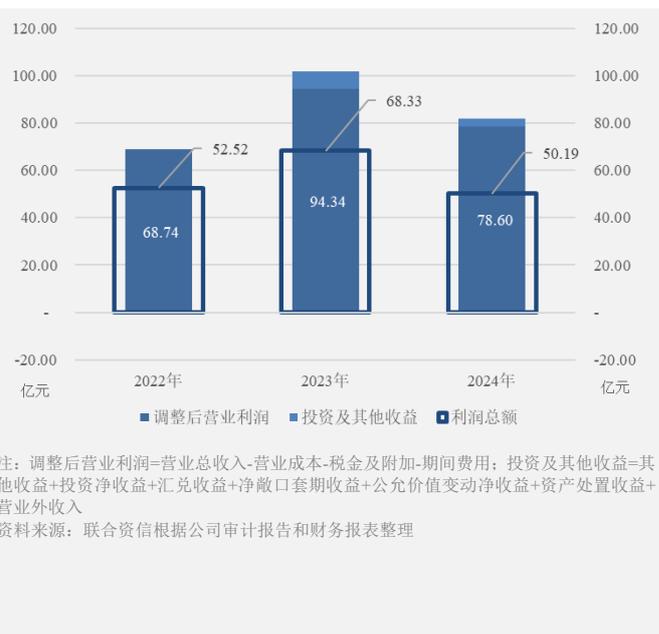
¹综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	732.17	938.85	864.39	243.03
毛利润	213.42	298.05	259.15	69.61
期间费用	127.57	176.75	164.16	41.15
其他收益	4.86	2.30	2.45	0.27
投资收益	-6.28	4.62	2.40	0.29
公允价值变动净收益	-0.69	-1.16	-4.29	0.00
资产减值损失	-6.04	-16.43	-16.13	-1.27
信用减值损失	-4.43	-8.50	-7.84	-1.89
利润总额	52.52	68.33	50.19	20.27
营业利润率（%）	26.81%	28.88	28.08	26.89
总资本收益率（%）	3.71%	4.82	3.26	--
净资产收益率（%）	4.83%	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 15 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



4 现金流

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增长，但仍可由经营活动现金净流入覆盖；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。

2022—2024 年，公司经营活动净现金流波动较大。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。

2022—2024 年，公司筹资活动前现金流净额波动大。2024 年，经营活动现金净流入仍以覆盖投资活动现金净流出，公司对外融资需求一般，现金及现金等价物持续累积。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	850.28	1,123.81	946.49	246.58
经营活动现金流出小计	918.06	937.31	849.43	203.22
经营现金流量净额	-67.79	186.50	97.06	43.36
投资活动现金流入小计	38.27	77.98	39.99	9.40
投资活动现金流出小计	121.76	140.17	111.69	8.48
投资活动现金流量净额	-83.49	-62.19	-71.70	0.92
筹资活动前现金流量净额	-151.28	124.31	25.36	44.29
筹资活动现金流入小计	466.13	236.98	406.97	100.77
筹资活动现金流出小计	248.24	342.11	400.35	85.46
筹资活动现金流量净额	217.90	-105.13	6.62	15.31
现金收入比（%）	105.83	103.78	99.46	99.86
现金及现金等价物净增加额	77.47	21.00	31.52	57.99

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	165.77	163.11	163.41	164.22
	速动比率 (%)	59.70	69.76	77.75	88.80
	经营现金流动负债比 (%)	-8.11	24.43	13.86	--
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.26	0.68	0.33	--
	现金短期债务比 (倍)	1.58	1.49	1.54	1.54
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	98.86	121.72	102.79	--
	全部债务/EBITDA (倍)	7.91	5.97	7.38	--
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.09	0.26	0.13	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	4.22	4.58	4.59	--
	经营现金/利息支出 (倍)	-2.89	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。

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。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 18 • 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。

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。2023—2024 年，公司环保总投资分别为 2310.10 万元和 4269.88 万元。2022—2024 年，公司综合能源消耗量分别为 3.75 万吨标准煤、6.94 万吨标准煤和 9.01 万吨标准煤。

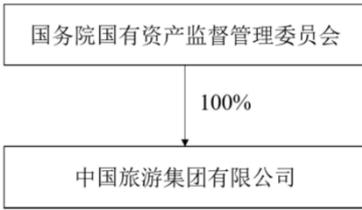
社会责任方面，2022—2024 年，公司纳税总额分别为 104.10 亿元、71.36 亿元和 97.51 亿元；公益捐赠总额分别为 5,413 万元、5735 万元和 4527 万元；累计服务游客数分别为 4798 万人次、8804 万人次和 8259 万人次；客户满意度分别为 93.16%、93.29%和 93.27%。截至 2024 年底，公司员工总数为 41813 人。公司持续推进贵州黎平县，云南香格里拉市、德钦县、西盟县、孟连县 5 个市县定点帮扶以及江西黎川县对口支援工作，协助中央纪委国家监委开展四川马边县、雷波县 2 个县产业帮扶工作。2025 年 6 月，中央农村工作领导小组通报了 2024 年度中央单位定点帮扶工作成效考核评价情况，公司获得中央单位定点帮扶工作成效考核评价最高评价等次，这是公司自 2017 年以来连续八年获得该成绩。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。2024 年，公司累计培训员工 37.7 万人次、163 万学时。公司不断强化与业内各界的交流合作，持续完善“1+N”采购管理制度体系。

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。

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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	408.74	410.55	446.11	494.47
应收账款（亿元）	10.15	14.72	15.22	20.76
其他应收款（亿元）	21.17	28.90	23.26	30.18
存货（亿元）	887.06	712.58	599.70	541.41
长期股权投资（亿元）	116.68	116.62	176.36	179.12
固定资产（亿元）	180.64	194.96	200.32	197.99
在建工程（亿元）	60.42	58.04	50.36	50.89
资产总额（亿元）	2145.85	2041.94	2016.22	2050.65
实收资本（亿元）	162.97	162.97	162.97	162.40
少数股东权益（亿元）	391.38	418.19	431.17	440.76
所有者权益（亿元）	743.06	777.96	800.62	813.37
短期债务（亿元）	258.85	275.71	290.00	321.32
长期债务（亿元）	522.89	450.77	469.04	463.97
全部债务（亿元）	781.73	726.48	759.04	785.29
营业总收入（亿元）	732.17	938.85	864.39	243.03
营业成本（亿元）	518.74	640.80	605.24	173.41
其他收益（亿元）	4.86	2.30	2.45	0.27
利润总额（亿元）	52.52	68.33	50.19	20.27
EBITDA（亿元）	98.86	121.72	102.79	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	774.84	974.33	859.71	242.67
经营活动现金流入小计（亿元）	850.28	1123.81	946.49	246.58
经营活动现金流量净额（亿元）	-67.79	186.50	97.06	43.36
投资活动现金流量净额（亿元）	-83.49	-62.19	-71.70	0.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	217.90	-105.13	6.62	15.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	71.47	75.07	57.23	--
存货周转次数（次）	0.62	0.80	0.92	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.45	0.43	--
现金收入比（%）	105.83	103.78	99.46	99.86
营业利润率（%）	26.81	28.88	28.08	26.89
总资本收益率（%）	3.71	4.82	3.26	--
净资产收益率（%）	4.83	6.22	3.71	--
长期债务资本化比率（%）	41.30	36.69	36.94	36.32
全部债务资本化比率（%）	51.27	48.29	48.67	49.12
资产负债率（%）	65.37	61.90	60.29	60.34
流动比率（%）	165.77	163.11	163.41	164.22
速动比率（%）	59.70	69.76	77.75	88.80
经营现金流动负债比（%）	-8.11	24.43	13.86	--
现金短期债务比（倍）	1.58	1.49	1.54	1.54
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	4.58	4.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.91	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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	47.98	12.94	19.98	17.58
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	122.23	121.19	136.50	135.15
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	265.12	355.67	367.92	368.20
固定资产（亿元）	0.25	0.22	0.20	0.20
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	502.35	552.45	651.32	648.79
实收资本（亿元）	162.97	162.97	162.97	162.40
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	119.35	122.25	146.85	144.94
短期债务（亿元）	84.42	88.54	138.64	142.72
长期债务（亿元）	211.49	268.31	262.17	227.42
全部债务（亿元）	295.91	356.85	400.81	370.14
营业总收入（亿元）	0.00	0.02	0.04	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.00	-0.07	0.00
利润总额（亿元）	2.39	3.46	19.32	-1.92
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.02	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	19.82	2.08	1.58	0.23
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.10	-1.51	-3.71	-0.98
投资活动现金流量净额（亿元）	-16.68	-69.18	-57.99	2.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.57	35.71	68.51	-3.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.01	0.63	0.33	--
存货周转次数（次）	0.00	33.38	42.79	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	105.95	0.00	#DIV/0!
营业利润率（%）	-8747.62	-188.41	-43.44	#DIV/0!
总资本收益率（%）	2.97	2.68	5.48	--
净资产收益率（%）	2.00	2.84	13.15	--
长期债务资本化比率（%）	63.92	68.70	64.10	61.08
全部债务资本化比率（%）	71.26	74.48	73.19	71.86
资产负债率（%）	76.24	77.87	77.45	77.66
流动比率（%）	100.46	84.14	65.44	56.02
速动比率（%）	100.46	84.14	65.44	56.02
经营现金流动负债比（%）	-0.64	-0.94	-1.53	--
现金短期债务比（倍）	0.57	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 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。