



Overweight

관심종목

*CP 2025년 9월 10일

대한항공(003490)

BUY | TP 30,000원 | CP 23,900원

진에어(272450)

BUY | TP 10,000원 | CP 8,500원



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 9월 11일 | 산업분석

운송 중국이 온다

무비자 효과는 크다. 사드 이전 수준의 중국인 인바운드 기대

2025년 7월 중국인 입국자 수는 60만명으로 전년 동기 대비 23% 증가하며 사드 사태 이후 월간 최대치를 기록했다. 사드사태 이전인 2016년의 월평균 중국인 입국자 수는 67만명(7월은 92만명)이었기에 단체관광객 무비자 효과를 고려하면 2026년 상반기에는 2016년 수준의 방한 중국인을 기대하는 것은 무리가 아니다. 1)비자 허들은 중국인에게는 해외여행에 대한 가장 큰 장애물 중 하나이고, 2)2019년 대비 중국의 가처분소득은 34% 증가했으며 환율도 우호적이다. 3)중국의 주요 해외여행지인 태국 수요가 감소하며 일본/싱가폴 등 선진국 향 여행 수요 증가세가 가파르다. 한국은 9월 29일부터 중국 단체관광객을 대상으로 비자를 면제할 예정이고, 이로써 중국의 해외여행 수요를 큰 부분 흡수할 수 있을 것으로 기대한다. 또한 내국인 중국 아웃바운드도 회복세를 시현하며 한-중 노선 트래픽은 2026년 상반기 30% 이상 성장할 것으로 전망된다. 반면 공급 측면에서 현재 중국 노선의 운항 편수는 주간 1,171회로 파악되는데, 이는 2019년 대비 94%, 2016년 대비 90%에 불과하다. 항공 여객 특성상 단기간 공급이 증가할 가능성도 낮고, 중국 항공사는 이미 공급을 대부분 회복한 상황이다.

국내 항공사는 내국인 아웃바운드+중국인 인바운드 모두 흡수 가능

과거에는 중국 관광객이 주로 중국 항공사를 이용하며 국내 항공사 향 수요는 제한적이었다. 현재는 공급이 감소한 상황에서 수요가 크게 증가하는 상황이기 때문에, 한국 항공사는 내국인 아웃바운드+중국인 인바운드 효과를 모두 누릴 수 있을 것으로 전망한다. 내국인의 중국 관광 수요는 무비자 시행 이후로도 1~2개 분기간 후행하여 발생하였으나, 반대의 경우 관광정보/패키지 등이 이미 잘 구비되어 있어 수요 촉진은 보다 즉각적일 예정이다. 지금 여행상품은 과거 천편일률적인 패키지 관광에서 다변화한 모습이 눈에 띈다.

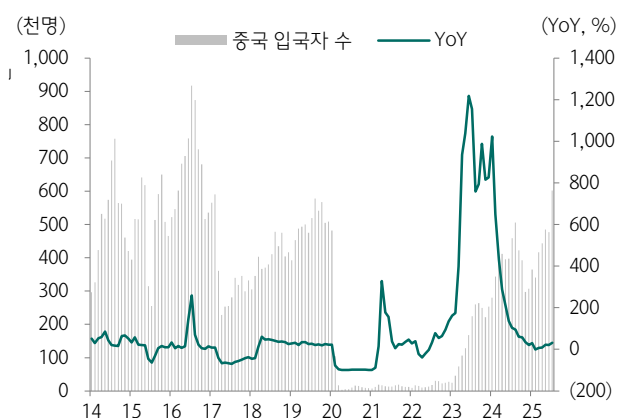
Top Pick: 대한항공, 한-중 노선 점유율 30% 예정

국내에서 중국 노선을 가장 많이 보유한 항공사는 대한항공/아시아나항공이며 노선 점유율이 17%/14%로 추정된다. 양사 운수권 재배분 예정이나 규모는 크지 않을 것으로 추정되기 때문에 통합 대한항공의 한-중 노선 점유율은 30% 수준으로 예상한다. 중국 수요 활성화 효과로 대한항공의 매출액 증분은 2025년/2026년 각각 2,000억원, 아시아나항공은 2,500억원/1,500억원으로 예상한다. 통합 대한항공을 바라볼 때는 추가 항공사 진입이 어려운 노선(미주/유럽/중국)에서의 지배력 강화가 핵심이다. 중국 노선 수요가 부각되면서 통합 대한항공의 모멘텀이 강조될 수 있다는 판단이다.

1. 중국인 인바운드 사드 이전까지 업사이드 충분

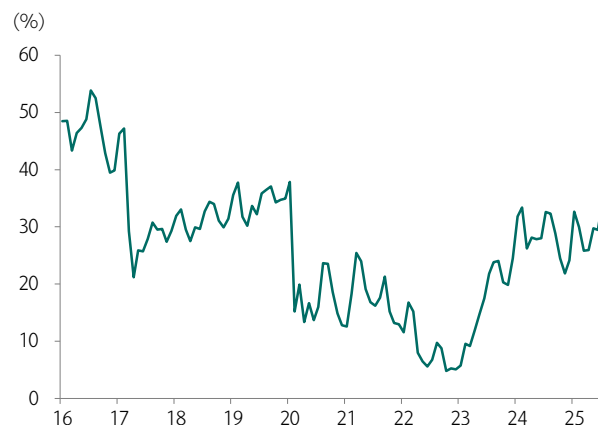
2025년 7월 중국인 입국자 수는 60만명으로 전년 동기 대비 23% 증가하며 사드 사태 이후 월간 최대치를 기록했다. 사드사태 이전인 2016년의 월평균 중국인 입국자 수는 67만명에 달했다. 2016년은 한국에 입국하는 외국인 중 절반이 중국인이었다. 지금은 전체 입국자 중 중국인 비중이 30% 까지 낮아진 상태다.

도표 1. 방한 중국인 추이



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 2. 한국 입국자 중 중국인 비중



자료: Datalab, 하나증권

2017년 사드사태 이후 중국 방문객은 눈에 띄게 줄어들었다. 우선 단체 관광이 2017년 3월부로 중단되었기 때문에, 한국에 방문하려면 개별 방문 비자를 받았어야만 했다. 중국인의 한국 방문 비자 발급은 일주일 가량 소요되고, 비용은 5만원, 개인정보 제공 뿐만 아니라 개인의 자산 내역에 대한 증빙도 필요하기 때문에 허들이 높다. 2017년 3월 이전까지는 월간 평균 중국인 방문객이 55만명이었으나, 곧바로 30만명 미만으로 급감했다.

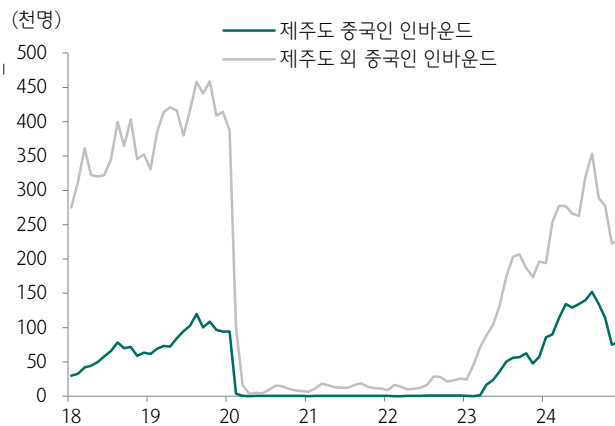
중국의 한국 여행 수요가 살아난 것은 2024년부터다. 사실상 중국인이 해외여행을 본격적으로 재개한 시점은 2024년부터라고 보아도 무방하다. 2024년에는 대부분의 주요 해외여행지 향 중국인 인바운드가 빠르게 증가했다. 2024년 한국에서는 제주도 위주로 중국인 관광객 증가세가 뚜렷했는데, 2019년 중국인 방문객 중 제주도 방문 비중은 18%에 불과했으나, 2024년은 30% 수준까지 상승했다.

도표 3. 중국인 인바운드 중 제주도 비중



자료: 한국관광공사, 제주관광공사 하나증권

도표 4. 제주도와 제주도 외 지역의 중국인 인바운드 추이

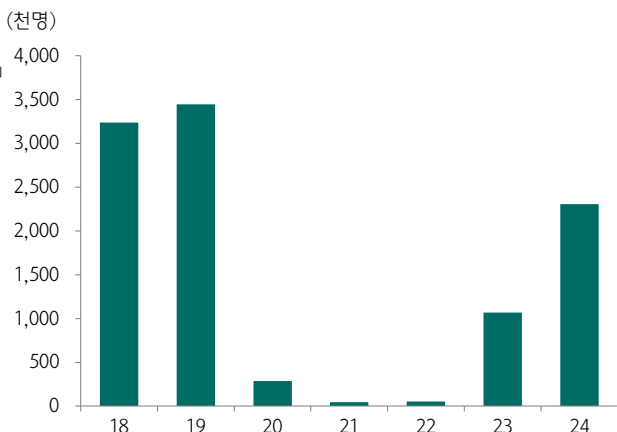


자료: 한국관광공사, 제주관광공사 하나증권

2024년부터 내국인의 중국 아웃바운드도 회복에 속도가 붙었다. 2019년 연간 350만명에 달하던 중국향 출국자 수는 2024년에 230만명 수준으로 2019년 대비 67% 수준으로 회복했다. 한-중 노선뿐만 아니라, 중국 국제선 여객 수송량은 2024년 2019년 대비 84% 수준이고, 운항 편수는 75% 회복에 그쳤다. 전세계적으로는 중국 관광 수요가 가장 회복이 느린 편에 속한다. IATA 집계상 글로벌 항공운송 트래픽이 2024년 2019년 수준을 회복한 것과는 대조적인 회복 속도이다.

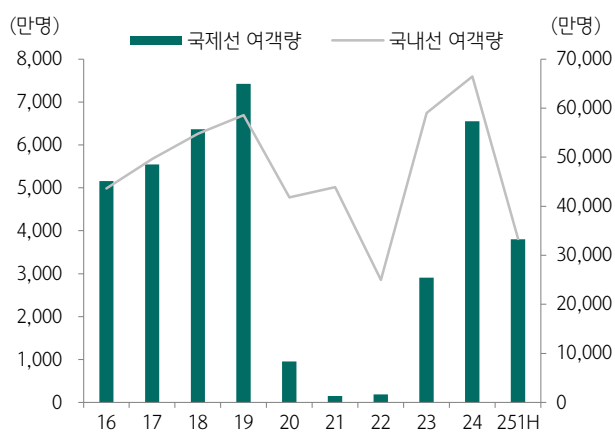
이러한 항공여객 회복 지연과 관광객 감소를 타개하기 위해서 중국 정부는 한국을 포함한 주요 국가에게 무비자 관광을 허용하기 시작했다. 현재 중국은 한국과 일본을 비롯한 46개국에 대해 중국 입국 관광 비자 면제 정책을 시행 중이고, 태국/말레이시아/싱가폴은 중국과 상호 비자 면제 협의를 체결했다.

도표 5. 중국 향 내국인 아웃바운드 추이(연간)



자료: 법무부, 하나증권

도표 6. 중국의 국제선/국내선 여객량 추이

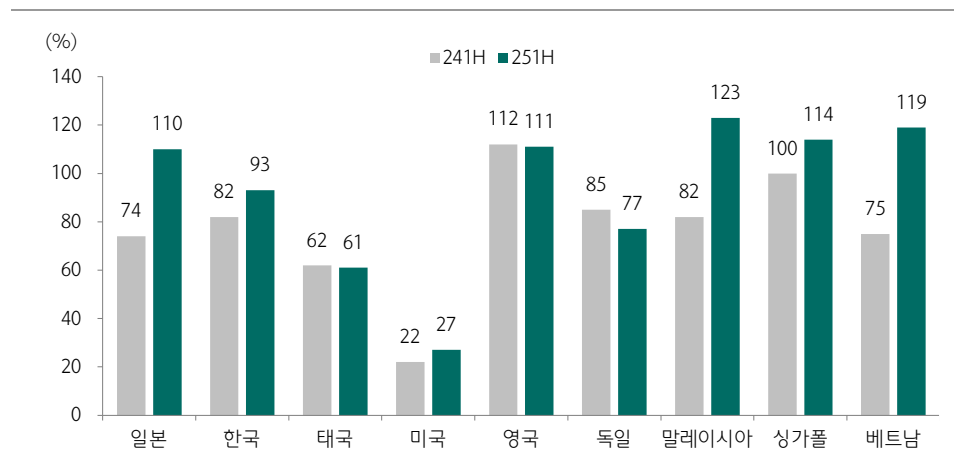


자료: 중국민항국, 하나증권

한국정부도 2025년 9월 29일부터 2026년 6월 30일까지 중국 단체 관광객에 대한 한시적 무비자를 허용하기로 결정했는데, 이러한 무비자 허용은 양국 모두에게 처음 있는 일이다. 중국인은 대부분의 나라에 입국할 때 비자 발급이 요구되는데, 이는 중국인의 해외여행 난이도를 높이는 요인으로 작용하고 있다. 2019년 중국의 국제선 여객 수는 7,425만명으로 전체 인구 대비 현저히 낮은 비중이다. 비자 발급 난이도가 해외여행 수요를 억제하고 있는 요인 중 하나다. 중국 국내선 여객량은 2023년 이미 코로나19 이전 수준을 회복한 것과는 대조적으로, 국제선 여객량은 2025년 상반기 들어서야 2019년 여객량을 넘어서다.

중국 관광객 대상 비자 요건이 완화되고 있다. 중국의 해외여행수요는 일본/한국 및 동남아 국가에 편중되어 있는데, 이 중 태국/싱가폴은 2024년 3월/2월부터 중국 관광객 대상 무비자 정책을 시행했고, 일본의 경우 2025년 연초부터 중국인 대상 비자발급 요건을 완화했다. 말레이시아도 2025년 7월부터 중국 관광객 대상 무비자 관광을 허용하고 있다. 효과는 분명했다. 2019년 대비 중국발 국제선 회복이 빠른 국가는 대부분 관광비자 요건을 완화한 인접 국가들이라는 특징이 있다. 태국의 경우 내전과 안전 이슈가 부각되며 수요가 크게 반등하지 못했다.

도표 7. 중국 국제선 공급 회복률

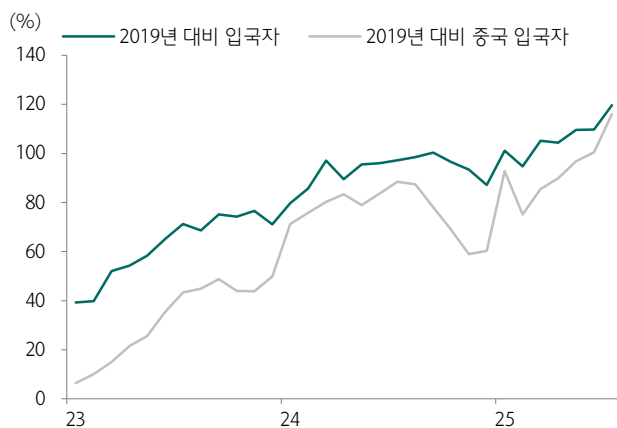


자료: DAST, 하나증권

한국은 다른 나라 대비 비자 요건 완화가 오히려 늦은 셈이다. 그럼에도 불구하고 공급 회복이 90% 이상 이루어졌고, 방한 중국인 수는 2025년 6월부터 이미 2019년 수준을 넘어서었다. 아직 무비자 정책이 시행되기도 전이라는 점을 감안하면 보다 큰 업사이드를 충분히 기대할 수 있다.

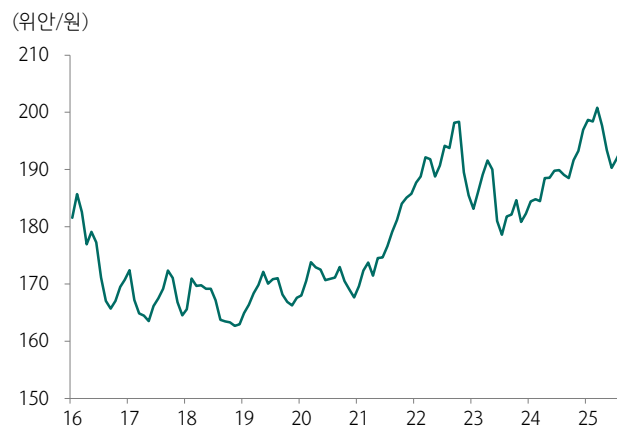
중국의 가처분소득은 2024년 40,000위안(약 780만원)을 돌파하며 2019년 대비 34% 증가했다. 반면 인당 국내 여행 지출은 2019년 대비 8% 밖에 늘어나지 않았다. 환율도 우호적이다. 현재 환율은 190원/위안 수준을 기록하고 있는데, 이는 2019년 대비 15% 절상된 것이기 때문에, 실질적으로 2019년 대비 소비 여력은 가처분소득 증가분 이상으로 올라왔다는 판단이다.

도표 8. 2019년 대비 입국자수 회복률



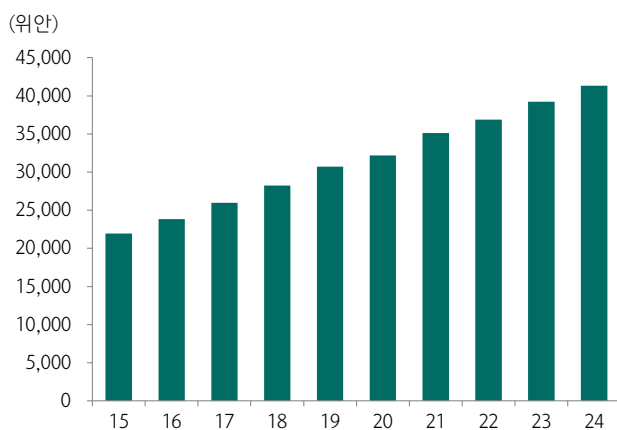
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 9. CNY/KRW 환율 추이



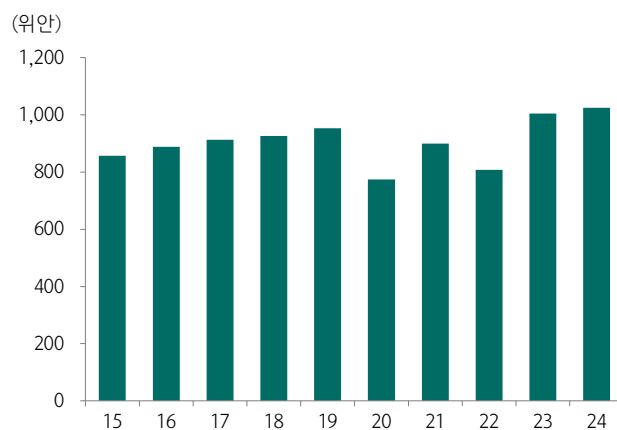
자료: 한국은행, 하나증권

도표 10. 중국 인구당 가처분소득 추이



자료: CBIC, 하나증권

도표 11. 중국 인당 국내 여행 소비



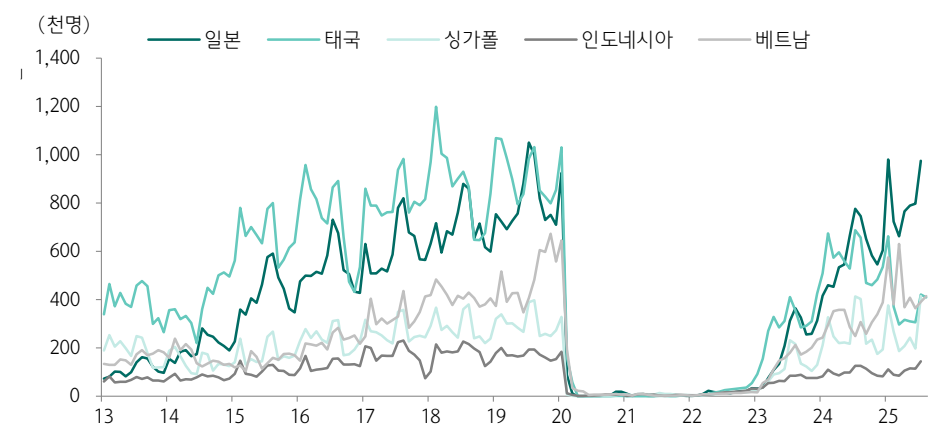
자료: CBIC, 하나증권

중국인들의 주요 해외여행지 중에서, 팬데믹 이전의 중국 방문객 전고점 수준까지 회복한 곳은 일본과 싱가포르 2곳이다. 싱가폴은 2024년 2월부터, 일본은 2025년부터 무비자/비자발급간소화를 시행중이다. 반면 인도네시아/베트남은 중국 방문객에 대해서 별도의 비자 간소화 조치를 취하지는 않았다.

일본과 싱가포르의 중국 관광객 추이를 살펴보면, 비자 요건이 완화된 이후 바로 여객량이 반등하는 것은 아니나, 하방을 지지하면서 상승 동력을 제공하는 것은 틀림없다.

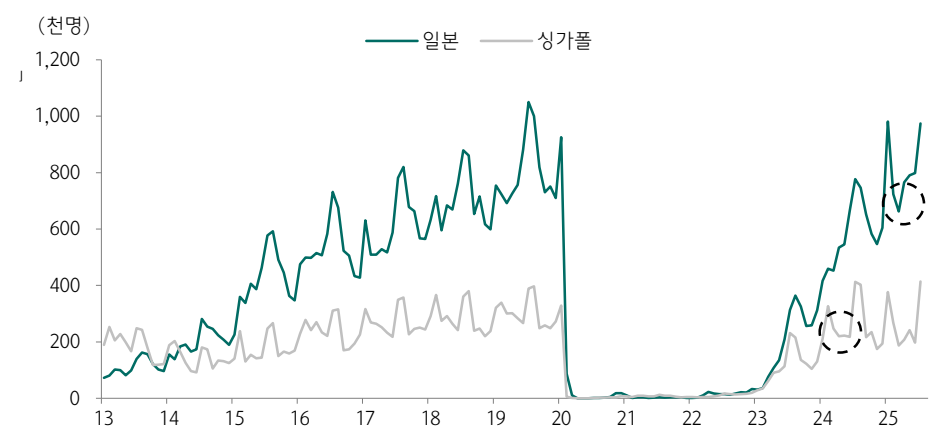
또한 태국의 중국 배우 인신매매 사건(2025년 1월 발생)이 태국 여행 수요에 결정적으로 타격을 입혔는데, 이로 인해 동남아 지역 전반에 대한 불안이 심화되면서 치안 상태가 양호한 일본/싱가폴로 수요가 집중되는 것으로 해석된다. 태국은 2019년 중국의 최대 여행지였고, 연간 중국인 방문객 수가 670만명을 기록했다. 이러한 수요 분산은 상대적으로 인접한 선진 국가(일본, 싱가포르, 한국)에게 보다 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

도표 12. 주요 여행지별 중국인 인바운드 추이



자료: Wind, CEIC, 하나증권

도표 13. 일본/싱가폴의 중국인 인바운드 추이(비자 요건 완화 시점 표시)



자료: Wind, CEIC, 하나증권

이 모든 요인을 종합적으로 고려하면, 단체 관광객 무비자 효과가 있는 2026년 상반기에는 2016년 수준의 방한 중국인을 기대하는 것은 무리가 아니라는 판단이다. 2016년 대비 방한 중국인은 66% 수준에 불과하다. 중국인 인바운드의 연간 업사이드는 30% 이상으로 파악된다. 2016년 연간 중국인 입국자 수는 800만명에 달한다. 2025년 상반기에는 250만명에 불과했다. 따라서 2025년 총 입국자 수는 1,850만명(+13% (YoY))으로 전망하고, 2026년은 2,160만명(+17%)으로 전망한다.

도표 14. 입국자수 추이 및 전망

단위: 백만명

	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25F	26F
입국자 수	12.2	14.2	13.2	17.2	13.3	15.3	17.5	2.5	1.0	3.2	11.0	16.4	18.5	21.6
YoY		17	(7)	30	(23)	15	14	(86)	(62)	231	245	35	13	17
중국인 입국자 수	4.3	6.1	6.0	8.1	4.2	4.8	6.0	0.7	0.2	0.2	2.0	4.6	5.4	6.6
YoY		42	(2)	35	(48)	15	26	(89)	(75)	34	788	139	18	21
일본 입국자 수	2.7	2.3	1.8	2.3	2.3	2.9	3.3	0.4	0.0	0.3	2.3	3.2	3.7	3.9
YoY		(17)	(19)	25	1	28	11	(87)	(96)	1845	680	20	15	5
중국+일본 비중	58	59	59	60	49	50	53	44	19	16	39	48	50	49

자료: 한국관광공사, 통계청, 하나증권

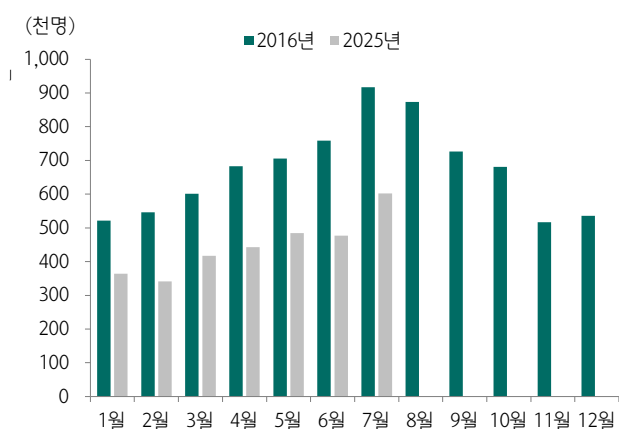
2. 반면 공급은 2019년 대비 94% 수준

2025년 하계 기준으로 한-중 노선의 주간 운항 횟수는 약 1,170회로 파악되는데, 2019년 하계에는 1,260회, 2016년 하계에는 1,317회 운항했음을 감안하면 아직 공급 회복은 더딘 상황이다. 국제선 전체 운항횟수는 2025년 하계에 4,783회로 2019년 대비 94% 수준에 불과하다.

기본적으로 중국 노선은 운수권 기반으로 운영되는데(산둥/하이난 지역 제외), 대규모 운수권 배분은 한-중간의 항공회담을 통해서 결정된다. 한-중 항공회담은 과거 2014년, 2019년에 개최된 바 있는데, 각각 98회, 70회의 운수권이 늘어났다. 따라서 기본적으로 2016년과 2019년의 중국 운수권 보유량은 유사하고, 그때그때 수요에 맞추어 주당 운항 횟수를 결정하는 구조이다.

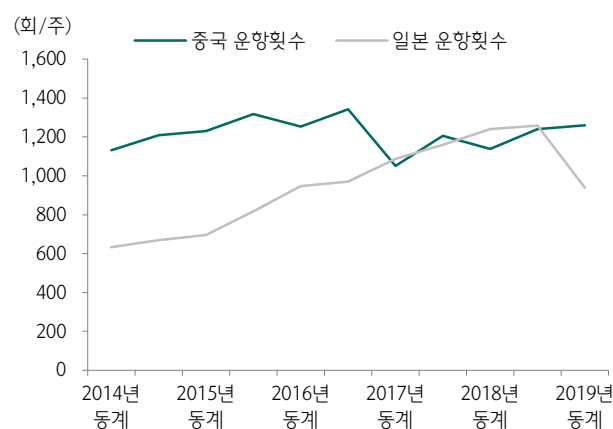
하지만 2025년 현재는 상황이 다르다. 팬데믹을 거치면서 항공사가 보유하고 있던 중국 운수권이 많이 회수된 것으로 파악된다. 운수권 유지를 위해서는 연간 20주 이상 해당 노선을 비행해야 하는데 수요 회복이 더딘 중국 노선의 취항을 포기한 LCC들이 많기 때문이다. 이렇게 회수된 운수권은 소멸되는 것은 아니고 국토부가 가지고 있다가 타 항공사에게 재배분하여 준다.

도표 15. 방한 중국인 비교(2016년 vs. 2025년)



자료: Datalab, 하나증권

도표 16. 한국-중국/일본 노선 2014년~2019년 운항횟수



자료: 중국민항공, 하나증권

특히 코로나19 기간 중국 노선에서의 국내 LCC들의 이탈이 많았다. 과거 중국 운수권을 보유했던 LCC들이 팬데믹 기간에 대거 이탈하면서 대한항공/아시아나항공의 중국 노선 점유율이 더 올라간 상황이다. 인천-베이징(서우두), 선전 등 노선에는 대한항공/아시아나항공밖에 취항하지 않는다. 2019년 운수권 비중이 FSC와 LCC간 7:3이었다면, 현재는 8:2 수준으로 파악된다.

결론적으로 한-중간 신규 운수권 협상보다는 국토부에서 기존 보유하고 있는 중국 노선을 재배분 하는 것이 우선일 것으로 예상된다. 재배분 노선에는 대한항공/아시아나항공의 중국 노선도 포함된다. 베이징(서우두), 장자제, 시안, 선전 노선이 주요 대상이다.

도표 17. 대한항공-아시아나항공 기업결합 관련 공정위 시정조치 주요내용 요약

구분	노선	구조적 조치	행태적 조치
국제선 운수권 필요	파리, 로마, 프랑크푸르트, 이스탄불, 장자제, 시안, 선전, 베이징 , 자카르타, 시드니	• 운수권/국내 공항 슬롯 반납 • 외국공항 슬롯 등 지원 • 코드쉐어/인터라인 등 지원	• 운임인상 제한 • 공급좌석 축소 금지 • 상품/서비스의 불리한 변경 금지
국제선 운수권 불필요	뉴욕, LA, 샌프란, 시애틀, 호놀룰루, 바르셀로나, 칭다오, 나고야, 프놈펜, 팔라우, 푸켓, 다낭, 세부, 괌	• 국내공항 슬롯 반납 • 외국공항 슬롯 등 지원 • 코드쉐어/인터라인 등 지원	

자료: 공정위, 하나증권

금번 재배분될 운수권은 대한항공 계열사와 제주항공을 제외한 이스타항공/티웨이항공에게 많이 배분될 것으로 예상한다. 티웨이항공의 항공기 보유 대수는 44대이며, 이스타항공은 18대로 Capa 자체는 충분하다. 티웨이항공의 경우 중국 노선 매출 비중이 5% 남짓인데, 이스타항공도 유사한 수준일 것으로 예상한다. 중국 노선은 운수권 기반이기 때문에 1개 노선에 취항할 수 있는 항공사 수가 제한적이고, 경쟁강도도 낮다. 따라서 중국 노선을 신규 취항할 수 있다면 기존 일본/동남아 노선 의존도를 낮추면서 수익성에도 긍정적으로 작용할 수 있다는 판단이다. 또한 중국 노선은 화물 수요도 크기 때문에 벨리카고로 화물을 운송하며 추가 수익을 창출할 수 있다는 점도 긍정적이다.

최근 LCC 항공기 인도량이 티웨이항공/이스타항공 중심으로 늘어났으나(2025 YTD 인도량 각각 6대/3대), 대부분 중국 노선 취항에 사용될 것으로 예상되어 LCC의 기타 노선 경쟁 강도는 크지 않을 것으로 기대해 볼 수 있다. 제주항공의 YTD 항공기 도입은 4대이고, 진에어/에어부산/에어서울은 합산 0대이다.

도표 18. 2025년 하계 중국 노선 주간 운항횟수

	2025년 하계	주간 운항횟수	중국항공사	한국항공사	국내 LCC 진입 여부
인천	광저우	50	21	29	
	난징	28	14	14	
	다롄	35	14	21	
	베이징(다싱)	21	21	0	
	베이징(서우두)	57	20	37	
	상하이(푸둥)	146	74	72	이스타항공
	샤먼	14	7	3	
	선양	42	21	21	티웨이항공
	선전	34	19	15	
	스자좡	4	2	2	제주항공
	시안	21	9	12	
	싼야	9	9	0	
	옌청	3	0	3	
	옌타이	46	46	0	
	우시	17	17	0	
	우한	8	0	8	티웨이항공
	원저우	10	10	0	
	웨이하이	31	21	10	제주항공
	자무쓰	1	0	1	제주항공
	장자제	6	0	6	에어서울
	정저우	19	6	13	이스타항공
	지난	27	19	8	제주항공, 에어로K
	창사	12	2	10	
	창춘	23	9	14	
	청두	17	10	7	
	충칭	14	7	7	
	칭다오	109	75	34	
	쿤밍	7	3	4	
	톈진	33	8	25	
	하얼빈	17	10	7	제주항공
	하이커우	3	3	0	
	항저우	24	14	10	
	허페이	5	0	5	
	어저우	5	5	0	
	이창	2	0	2	제주항공
	양저우	2	2	0	
	푸저우	11	7	4	
김해	베이징(서우두)	12	6	6	
	상하이(푸둥)	34	13	21	제주항공
	선양	2	2	0	
	스자좡	2	0	2	제주항공
	장자제	7	0	7	에어부산, 제주항공
	칭다오	14	0	14	에어부산
	시안	2	0	2	에어부산
청주	장자제	8	4	4	이스타항공
대구	상하이(푸둥)	7	7	0	
	장자제	6	2	4	티웨이항공
제주	광저우	4	4	0	
	난징	11	11	0	
	베이징(다싱)	10	6	4	제주항공
	베이징(서우두)	14	4	10	제주항공
	상하이(푸둥)	71	57	14	진에어, 이스타항공
	선양	7	7	0	
	선전	7	7	0	
	시안	2	0	2	제주항공
김포	항저우	12	12	0	
	베이징(다싱)	7	7	0	
	베이징(서우두)	19	6	13	
합계		1,171	660	507	

자료: 에어포탈, 하나증권

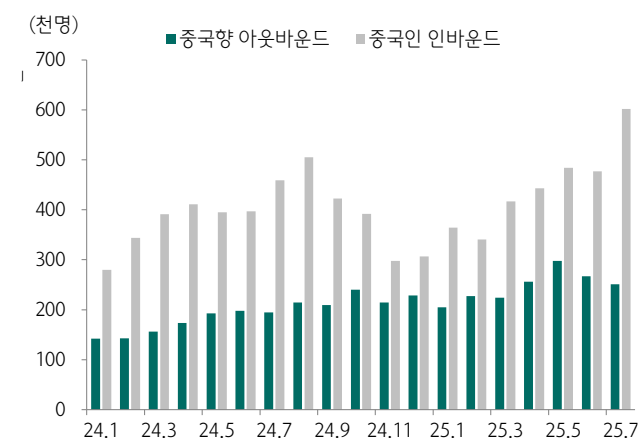
그렇다면 한국 항공사가 중국 관광객 증가에 따른 수혜를 누릴 수 있는지를 점검해 볼 필요가 있다. 2019년과 비교해보면 중국인 인바운드의 2024년 회복률은 76%, 한국인 중국향 아웃바운드의 회복률은 67%에 불과하다. 당연히 공급도 이에 맞춰 축소되었다. 항공여객 특성상 단기간 공급량을 대폭 확대하기는 쉽지 않다. 운수권을 재배분 받더라도 본격 취항까지는 3~4개월 가량 소요된다.

한-중 노선 수요가 인바운드/아웃바운드 모두 빠르게 증가하고 있다는 점을 주목한다. 2025년 7월 YTD로 한국인 중국향 아웃바운드는 44% (YoY) 증가했고, 중국인 인바운드는 17% 증가했다. 전체 한-중 노선 트래픽은 25% (YoY) 증가했다. 중국인 인바운드의 숫자가 대개 한국인 아웃바운드보다 2배 많기 때문에, 한국인 아웃바운드 수요를 보수적으로 감안해도, 중국인 단체 무비자 효과가 더 크다. 2026년 상반기 중국 노선 트래픽은 30% (YoY) 증가할 것으로 예상된다.

또한 중국은 지방공항이 많다. 한국은 인천공항/김해공항/제주공항 위주의 국제선 노선이 형성되어 있으나, 중국은 기항지가 많고, 넓게 분포되어 있다. 베이징/상하이 허브공항 노선도 수요가 많으나, 이외 지방에도 인구가 많고 항공수요도 적지 않다. 지방공항의 경우 기본적으로 항공 노선수가 제한적이기 때문에 경쟁 강도가 크지 않다.

결론적으로 수요는 공급을 크게 초과할 가능성이 높고, 경쟁 강도는 제한적이다. 이에 따라 한/중 항공사 모두 트래픽 증가에 따른 매출액/영업이익 증가 효과가 나타날 것으로 기대한다.

도표 19. 한-중 항공 노선 수요 추이



자료: 법무부, KOSIS, 하나증권

도표 20. 중국 운수권 배분 기준(2019년 제정)

- (1유형) 韓 허브공항(인천) - 中 허브공항(베이징·상하이),
- (2유형) 韓 지방공항 - 中 허브공항(베이징·상하이),
- (3유형) 韓 허브공항(인천) - 中 지방공항,
- (4유형) 韓 지방공항 - 中 지방공항

< 유형별 운수권 현황(여객) >

기 존(예시)	개 선
01. 인천-베이징 : 주 31회	1유형 주 129회
02. 인천-광저우 : 주 21회	2유형 주 103회
...	3유형 주 289회
70. 부산-장가계 : 주 2회	4유형 주 87회
70개 노선별 설정 총 548회	4개 유형별 설정 총 608회(+60)

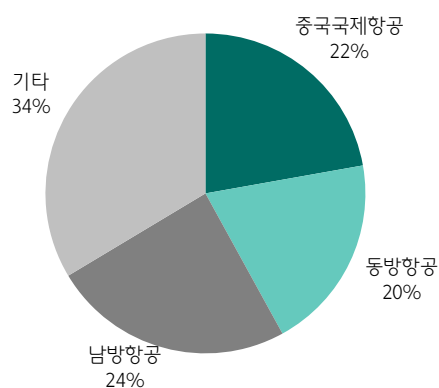
유형별 운수권 현황. /자료=국토교통부

자료: 국토교통부

하지만 그럼에도 불구하고 몇가지 리스크 요인들을 주지할 필요는 있다. 우선 중국 항공사의 국내선 경쟁 심화가 벌어지고 있다. 중국국제항공/동방항공/남방항공 모두 상반기 적자를 기록했는데, 2025년 상반기 중국 국내선 이코노미 클래스의 평균 운임이 7% (YoY) 하락하며 수익성 훼손의 주 요인으로 작용했다. 주요 항공사 모두 ASK가 2019년 수준에 근접하였으나, 국제선 운임은 하락세가 나타나고 있다. 이는 한국 항공사에게는 운임 경쟁 강도를 높이는 요인으로 작용할 수 있다.

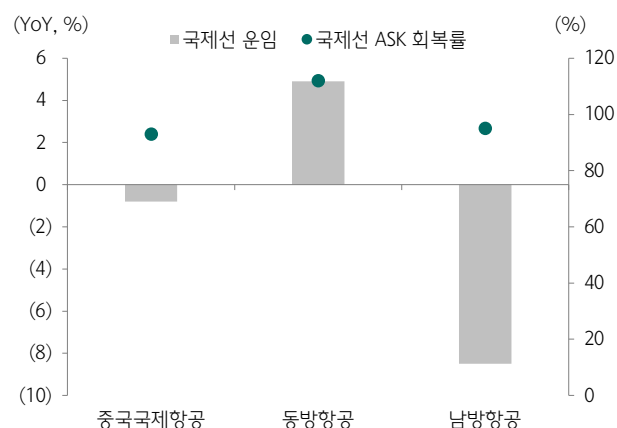
다만 중국 항공사의 경우 국제선 노선 회복률이 2025년 상반기 100%를 초과하였기 때문에 운항편수 제약이 있는 노선에서는 추가 공급 증가 여력이 크지 않다. 반면 외항사의 경우 공급 회복률이 65%에 불과하기 때문에 공급 증가는 외항사가 주도할 것으로 예상된다.

도표 21. 중국 내 항공사 점유율(여객수송량 기준)



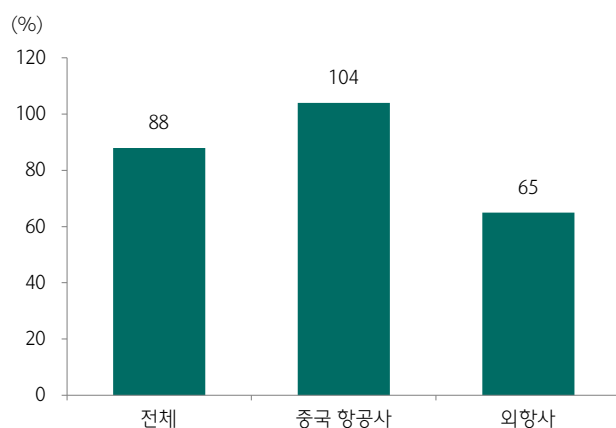
자료: 중국민항공, 하나증권

도표 22. 중국 항공사의 2025년 상반기 국제선 운임/회복률



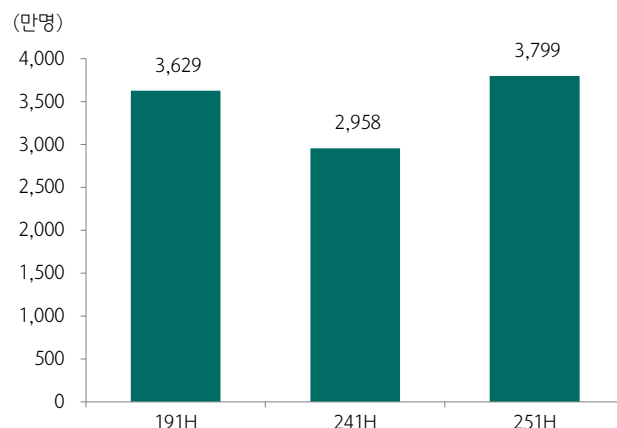
자료: 각 사, 하나증권

도표 23. 2025년 상반기 중국 국제선 회복률



자료: 중국민항공, 하나증권

도표 24. 2025년 상반기 중국 국제선 여객 수송량

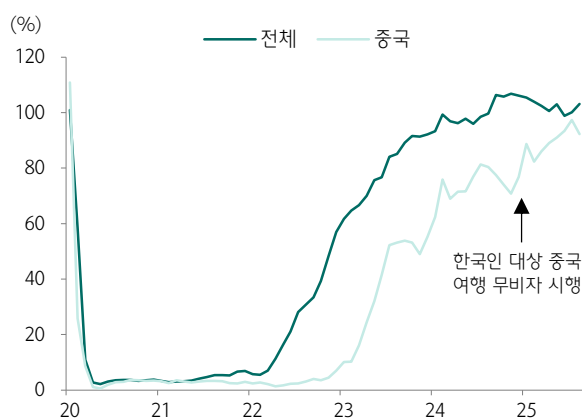


자료: 중국민항공, 하나증권

3. 중국 관광객 유입 본격화는 예상 대비 빠를 수 있다

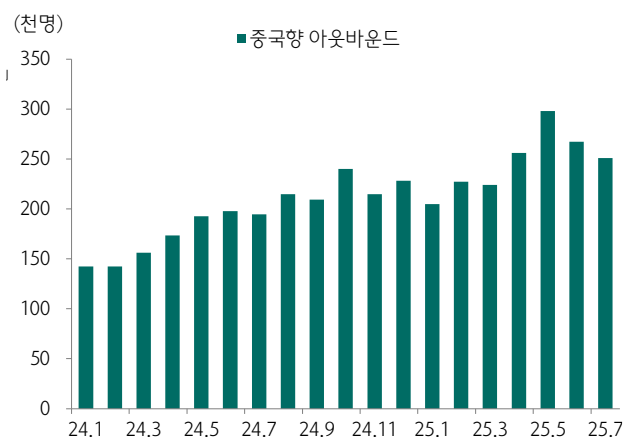
한국은 2024년 11월부터 중국 무비자 여행이 가능했으나, 이는 단기간 내에 중국 노선 수요를 촉발시키지는 않았다. 2025년 1분기에도 중국향 출국자 수는 QoQ로는 오히려 감소했다. 무비자 효과가 가시화 된 것은 2025년 2분기부터다. 월간 중국향 방문객 수가 25만명 이상으로 레벨업했다. 2분기가 여객 비수기인 점을 감안하면 두드러지는 성장세이다. 무비자 효과가 이연되어 나타난 것은 중국 여행에 대한 정보가 부족했고, 패키지 여행도 미비한 상황에서 주요 관광지(장가계/시안)향 항공편 운임이 높았기 때문으로 파악된다. 인천-장가계 향 직항은 대한항공/에어서울 밖에 없는데, 그마저도 운항편수가 제한적이기 때문에 대구에서 출발하거나, 창사공항에 도착하여 장가계로 이동하는 패키지가 많다. 대도시의 자유여행이 가능한 상하이 위주로 여객 수요가 집중되고 있다.

도표 25. 인천공항 중국노선 여객량 회복률(2019년 대비)



자료: 인천공항공사, 하나증권

도표 26. 내국인 중국향 출국자 수 추이



자료: 법무부, 하나증권

반면 중국인들의 한국 관광에 대한 수요는 무비자 모멘텀과 보다 빠르게 상승할 수 있다고 예측한다. 이미 패키지 관광이 잘 형성되어있고, 주요 관광지(서울/부산) 항공편 가격도 합리적이다. 과거 몇십명 단위의 패키지(면세점을 경유하는)가 일반적이었던, 요즘은 소규모(10인 이내), 자유여행을 결합한 패키지를 더 선호하는 추세이다. 한국 입국 시 비자를 면제 받을 수 있는 중국인 단체 관광객 기준은 3명이기 때문에, 향후 중국 관광객은 대부분 단체 관광 형식으로 입국 할 것으로 예상된다.

과거 천편일률적인 패키지 구성과는 달리, 근래 한국여행 패키지는 선택 관광이 많다. 관광 스팟을 선택할 수 있게 코스를 나누는 경우도 많고, 서울 내 신규 관광지(청와대/성수동 등)을 발굴한 점도 눈에 띈다. 또한 서울-부산, 서울/제주도를 묶어서 구성한 패키지의 선택률이 높다는 점도 주목할 만하다. 씨트립 한국 패키지 상품 중(베이징 출발 기준), 서울+부산 선택률이 27%에 달하고, 단순 서울 관광의 선택률은 10%에 불과하다.

또한 전통적인 의미의 단체관광뿐만 아니라 자유여행 형식의 단체관광도 다수 유입되고 있다. 이러한 단체관광을 위시한 개인관광은 대부분 자체적으로 항공편을 예약하고, 비자 발급만 여행사에서 대행한다.

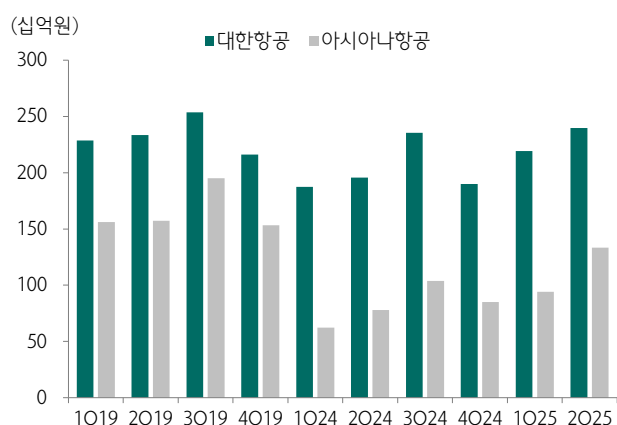
4. Top Pick: 대한항공, 한-중 노선의 30% 보유할 예정

국내 항공사 중 중국 노선을 가장 많이 보유하고 있는 항공사는 대한항공과 아시아나항공이다. 대한항공의 중국 노선 운항횟수는 주당 195회인데, 이는 한-중 노선 공급의 17% 가량으로 추정된다. 아시아나항공의 경우 주당 164회로 한-중 노선 점유율은 14%로 파악된다. 재배분 될 운수권 수량은 크지 않을 가능성이 높다. 중국 항공사의 노선 점유율이 50% 이상이기 때문이다. 따라서 운수권 재배분을 감안하더라도 대한항공과 아시아나항공 합산하여 30% 수준의 한-중 노선 점유율이 가능할 것으로 예상된다.

2017년~2019년 대한항공의 중국노선 매출 비중은 12%였고, 그간 평균 운임 상승률은 40% 수준이나 믹스 효과를 감안하면 동일 노선의 운임 상승률은 25% 수준으로 추정된다. 2019년의 대한항공 중국노선 매출액은 1조원, 2024년은 8,000억원이었다. 중국 노선의 매출액 업사이드는 2025년/2026년 각각 연간 2,000억원 수준으로 추정한다. 중국 노선의 경우 벨리카고로 적재되는 화물 수요도 있기 때문에, 중국 노선의 수익성 기여도는 전사 평균 수준까지는 상승 가능할 것으로 짐작한다. 대한항공의 올해 별도 매출액은 16.4조원, 영업이익은 1.6조원에 달하기 때문에 중국 노선 회복으로 전체 실적을 견인하는 역할은 기대하기 어렵다.

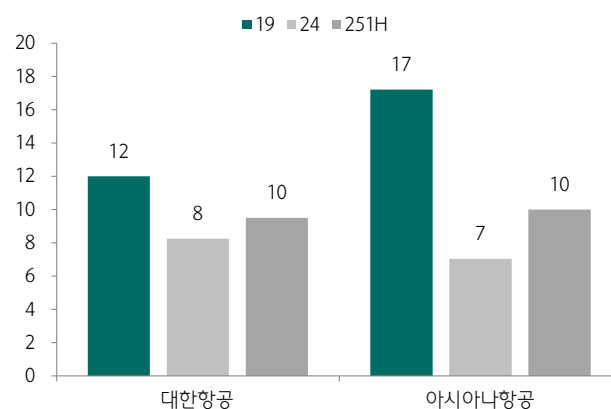
아시아나항공에게는 중국 노선 회복 영향이 보다 더 크게 작용할 것으로 전망한다. 2019년 아시아나항공의 중국 노선 매출 비중은 17%(매출액 6,600억원)에 달했었으나, 2024년에는 7%(매출액 3,300억원)로 대폭 축소되었다. 따라서 2025년 중국 노선 매출액 증가폭은 2,500억원, 2026년은 1,500억원으로 예상된다.

도표 27. 대한항공/아시아나항공 중국 노선 매출액 추이



자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

도표 28. 대한항공/아시아나항공 중국 노선 매출비중 비교



자료: 대한항공, 아시아나항공, 하나증권

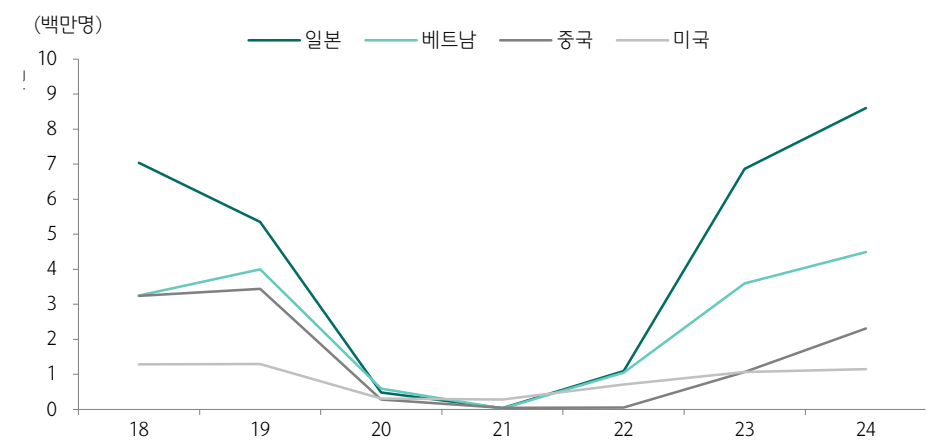
통합 대한항공 측면에서는 추가 항공사 진입이 어려운 노선에서의 지배력 강화가 포인트이다. 팬데믹 기간 화물 노선으로 수익성이 담보되었기 때문에 대한항공과 아시아나항공이 중국 노선을 유지할 수 있었고, 이는 2025년 중국인 모멘텀을 흡수할 수 있는 기반으로 작용했다.

한-중 항공 노선의 활성화는 FSC에게 추가적인 기회를 제공한다. 중국-미국 간 항공편수가 2019년 대비 30% 미만이고, 한국은 중국의 환승수요를 흡수할 수 있는 지리적 요인을 갖추었다. 대한항공/아시아나항공은 중국->한국->미국 전 노선 포트폴리오를 다 가지고 있기 때문에 향후 중국인 환승 수요는 견조하게 이어질 것으로 기대한다.

항공 수요는 기본적으로 순환한다. 2019년 하반기는 “노재팬”으로 일본 여행객이 급감했으나, 지금은 일본 여행 수요가 급증하며 소도시로도 확장하고 있다. 반면 동남아 여행 수요는 2024년 회복하더니 2025년 이후 치안/기후 등 이유로 감소 중이다. 팬데믹 이전 대한항공 항공화물의 매출 비중은 21% 였는데, 2021년에는 76%까지 상승했다. 여객 수요가 순환하기 때문에, 근원적으로는 가장 다양한 여객 노선을 보유하고 있고, 화물 사업부 비중도 큰 대한항공이 가장 실적 안정성이 돋보인다.

지금 대한항공의 주가에는 통합 대한항공으로서의 Valuation이 들어가 있지 않다. 대한항공은 미주/유럽 뿐만 아니라 중국 노선에서도 절대적인 지위를 보유하고 있고, 이는 곧 장기적인 경쟁 완화를 의미한다. 중국 노선 수요가 부각되면서 통합 대한항공의 모멘텀이 부각되기를 바란다.

도표 29. 주요 국가별 내국인 아웃바운드 추이

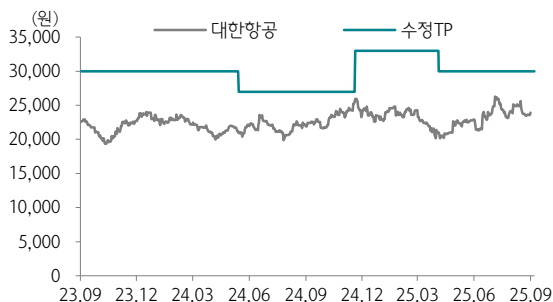


자료: 법무부, 하나증권

LCC 중에서는 제주항공이 가장 많은 중국 노선을 보유하고 있기 때문에, 제주항공의 빠른 여객 회복을 기대해 볼 수 있다. 실제로 8월 인천공항 수송여객을 보면 제주항공 수송여객 수는 전년 동기 수준으로 회복한 모습을 관찰할 수 있다. 항공참사 이후 제주항공 운임이 큰 폭으로 하락하면서 기타 LCC에게도 운임 제약 요인으로 작용했다. 제주항공 영향이 제거되고, 티웨이항공/이스타항공이 중국 노선을 확대한다면 LCC 전반에 있어 공급 분산이 이루어지면서 실적 턴어라운드를 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

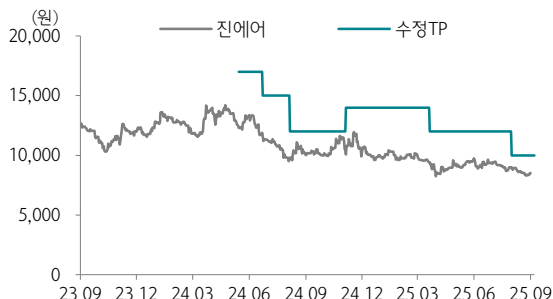
대한항공



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.14	BUY	30,000		
24.11.29	BUY	33,000	-29.18%	-22.27%
24.5.24	BUY	27,000	-17.14%	-5.74%
24.5.20	담당자 변경		-	-
24.5.4	1년 경과		-	-
23.5.4	BUY	30,000	-24.66%	-12.50%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

진에어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.10	BUY	10,000		
25.3.30	BUY	12,000	-24.12%	-18.83%
24.11.14	BUY	14,000	-27.59%	-14.71%
24.8.15	BUY	12,000	-12.71%	-3.17%
24.7.2	BUY	15,000	-28.65%	-24.27%
24.5.24	BUY	17,000	-25.59%	-21.35%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 9월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 9월 11일 현재 해당회사의 유가증권으로 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.89%	4.11%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 07일