2025년 8월 28일 | Global Equity

메이퇀(3690.HK)

2Q25 Re: 배달 경쟁으로 조정 순이익 크게 감소

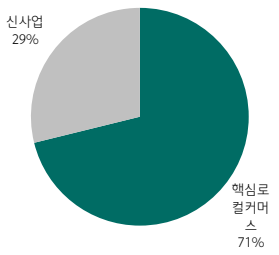
중국

TP(컨센서스)	162.92 HKD
CP(8.27)	116.30 HKD

Key Data

국가			중국
상장거래소			홍콩
산업 분류			자유소비재
주요 영업			레스토랑 & 레저
홈페이지			www.meituan.com
시가총액(십억HKD)			710.7
시가총액(조원)			127.2
52주최고/최저(HKD)			217/101.6
주요주주 지분율(%)			
Xing Wang			9.22
블랙록			5.45
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(7.8)	(30.6)	13.0
상대	(8.3)	(38.2)	(29.8)

매출구성



Financial Data (백만 CNY)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	276,745	337,592	386,996	444,519
영업이익	14,418	41,438	33,846	47,205
순이익	13,856	35,807	32,844	45,043
EPS(CNY)	2.2	5.9	5.4	7.4
EPS(YoY, %)	(304.6)	162.3	(7.7)	37.4
ROE(%)	9.9	22.1	17.3	19.8
PER(배)	33.4	24.4	16.6	12.7
PBR(배)	3.1	5.0	3.1	2.6
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

Analyst 송예지 yeajisong@hanafn.com
Analyst 백승혜 sh_baek@hanafn.com

하나증권 리서치센터

매출/순이익 컨센서스 하회, 조정 순이익률 YoY -15%p 하락

2Q25 메이퇀 매출은 918억위안(YoY +12%)으로 컨센서스를 2% 하회했고, 조정 순이익은 15억위안(YoY -89%)으로 컨센서스를 85% 하회했다. 징동의 배달 시장 진출이 촉발한 중국 배달 경쟁으로 인해 메이퇀은 6월부터 막대한 보조금을 지출 중이다. 이에 따라 2Q25 전사 마진율/영업이익률/조정 순이익률은 33.1%/0.2%/1.6%로 YoY -8.1%p/-13.4%p/-14.9%p 하락했다. 사업부문별로는 핵심로컬커머스(배달)의 영업이익률이 5.7%로 YoY -19.4%p/QoQ -15.3%p 급락했고, 신사업부의 영업이익률은 -7.1%로 QoQ +3.1%p 개선되었다.

신사업부는 신선식품 퀵커머스와 해외 배달 사업 확장

2Q25 핵심로컬커머스/신사업 매출은 각각 YoY +8%/+23% 증가했다. 2Q25의 일일 배달건수는 최대 1.5억건까지 증가했으나, 보조금이 늘어났기 때문에 핵심로컬커머스 매출 증가율은 1Q25 YoY +18%에서 2Q25 YoY +8%로 둔화되었다. 신사업 매출은 해외 배달 사업과 신선식품 퀵커머스 사업 확장에 따라 1Q25(YoY +19%)와 유사한 수준의 증가세를 유지했다. 해외 배달 플랫폼 Keeta는 현재 홍콩과 사우디아라비아 20개 도시에서 운영 중이며, 8월 카타르 도하에서 서비스를 개시했고, 브라질 진출을 준비 중이다. 또한, 신사업부는 공동구매 사업인 Meituan Select을 대규모로 철수하는 대신, 신선식품 퀵커머스인 "샤오샹 슈퍼마켓"을 공격적으로 확장 중이다. 샤오샹 슈퍼마켓은 현재 20개 도시에 약 1천개 창고를 보유 중이며 향후 본격적으로 1~2선 도시 커버를 목표로 하고 있다.

3Q25 배달 보조금 지출 지속 예상, 보수적 접근 권고

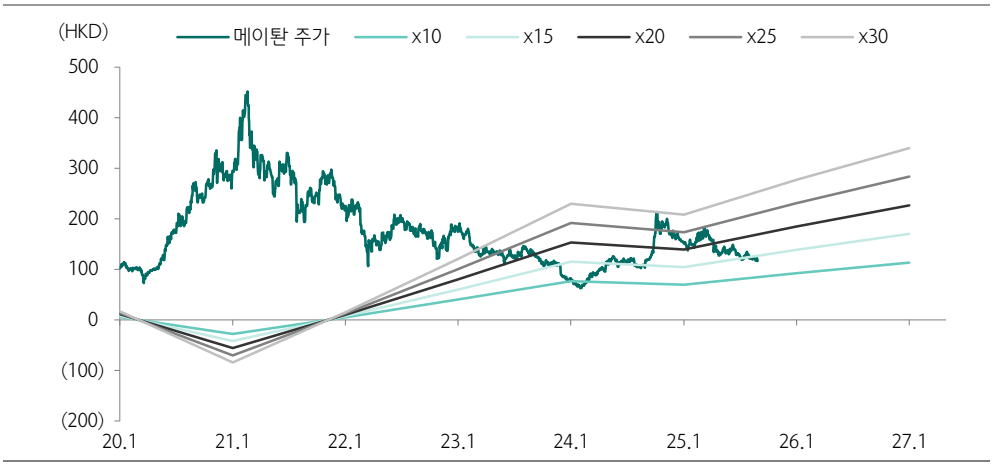
배달 경쟁이 지속됨에 따라 핵심로컬커머스의 3Q25 매출은 마이너스 성장 전환이 예상되며, 핵심로컬커머스 영업이익은 적자전환될 것으로 예상된다. 또한, 신사업부는 Keeta의 해외 사업 확장으로 영업손실이 QoQ 확대될 것으로 예상된다. 다만, 경영진은 메이퇀은 여전히 업계에서 운영 효율성 우위를 유지하고 있고, 금번 배달 경쟁이 종료되면 핵심로컬커머스는 다시 안정적인 현금흐름을 창출할 것이라 언급했다. 배달 경쟁에 따른 비용 부담으로 수익성이 훼손될 가능성은 이미 시장에서 예견되었으나 이번 실적에서 나타난 순이익 하락폭은 컨센서스를 크게 하회하였다. 이에 따라 메이퇀 주가는 실적 발표 직후 약 -12% 급락했다. 중국 당국 또한 과열 양상을 제어하기 위한 규제 움직임을 보이고 있으며, 경쟁에 참여 중인 메이퇀/알리바바/징동 모두 현 상황을 인지하고 있음에도 불구하고, 강도 높은 보조금 경쟁은 3Q25까지 이어질 가능성이 높다. 이로 인해 주가는 추가적인 조정 압력을 받을 수 있는 상황이기에 하반기 보수적인 접근이 타당하다고 판단된다.

도표 1. 메이퇀 분기별 실적 (단위: 백만CNY)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출액	67,965	76,467	73,696	73,276	82,251	93,577	88,487	86,557	91,840
핵심로컬커머스	51,200	57,691	55,131	54,626	60,682	69,373	65,567	64,325	65,347
신사업	16,765	18,776	18,565	18,650	21,569	24,204	22,920	22,232	26,493
배달서비스	20,375	22,984	21,927	21,065	23,021	27,784	26,195	25,723	23,656
수수료	18,912	21,537	19,996	20,657	22,825	26,890	24,968	25,207	26,472
광고	10,307	11,439	10,984	10,391	12,360	13,539	12,951	11,947	13,650
기타	18,370	20,507	20,789	21,163	24,045	25,364	24,373	23,680	28,064
YoY,%	*33.4*	*22.1*	*22.6*	*25.0*	*21.0*	*22.4*	*20.1*	*18.1*	*11.7*
핵심로컬커머스	*39.2*	*24.5*	*26.8*	*27.4*	*18.5*	*20.2*	*18.9*	*17.8*	*7.7*
신사업	*18.4*	*15.3*	*11.5*	*18.5*	*28.7*	*28.9*	*23.5*	*19.2*	*22.8*
배달서비스	*27.7*	*14.3*	*10.9*	*24.6*	*13.0*	*20.9*	*19.5*	*22.1*	*2.8*
수수료	*47.8*	*30.7*	*33.9*	*27.2*	*20.7*	*24.9*	*24.9*	*22.0*	*16.0*
광고	*40.9*	*32.0*	*41.4*	*33.5*	*19.9*	*18.4*	*17.9*	*15.0*	*10.4*
기타	*23.5*	*18.1*	*17.8*	*19.7*	*30.9*	*23.7*	*17.2*	*11.9*	*16.7*
매출원가	42,567	49,485	48,703	47,579	48,361	56,823	55,043	54,143	61,426
YoY,%	*20.4*	*12.2*	*12.7*	*22.6*	*13.6*	*14.8*	*13.0*	*13.8*	*27.0*
매출총이익	25,398	26,982	24,993	25,697	33,890	36,754	33,444	32,414	30,414
YoY,%	*63.1*	*45.8*	*47.6*	*29.7*	*33.4*	*36.2*	*33.8*	26.1	(10.3)
마진율,%	*37.4*	*35.3*	*33.9*	*35.1*	*41.2*	*39.3*	*37.8*	37.4	33.1
영업이익	4,713	3,359	1,758	5,209	11,257	13,685	6,693	10,566	226
YoY,%	*흑전*	*239.9*	*흑전*	*45.3*	*138.8*	*307.5*	*280.7*	*102.8*	*(98.0)*
핵심로컬커머스	11,139	10,096	8,019	9,699	15,234	14,582	12,900	13,491	3,721
신사업	(5,193)	(5,112)	(4,833)	(2,757)	(1,314)	(1,026)	(2,176)	(2,273)	(1,881)
영업이익률, %	*6.9*	*4.4*	*2.4*	*7.1*	*13.7*	*14.6*	*7.6*	*12.2*	*0.2*
핵심로컬커머스	*21.8*	*17.5*	*14.5*	*17.8*	*25.1*	*21.0*	*19.7*	*21.0*	*5.7*
신사업	*(31.0)*	*(27.2)*	*(26.0)*	*(14.8)*	*(6.1)*	*(4.2)*	*(9.5)*	*(10.2)*	*(7.1)*
조정 EBITDA	7,682	6,189	3,744	8,070	14,997	14,529	11,523	12,302	2,782
조정 순이익	7,660	5,727	4,375	7,488	13,606	12,829	9,849	10,949	1,493
조정 순이익률,%	*11.3*	*7.5*	*5.9*	*10.2*	*16.5*	*13.7*	*11.1*	*12.6*	*1.6*

자료: 메이퇀, 하나증권

도표 2. 메이퇀 역사적 PER 밴드



주: 12M Fwd 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만CNY)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	219,955	276,745	337,592	386,996	444,519
매출총이익	61,753	97,191	129,785	146,408	172,193
판관비	70,082	85,982	92,742		
영업이익	(4,680)	14,418	41,438	33,846	47,205
이자 비용	1,583	1,424	1,337		
기타영업손익	(648)	(2,030)	(2,477)		
세전이익	(6,756)	14,022	37,985		
법인세	(70)	165	2,177		
소수주주이익	1	2	1		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	(6,686)	13,856	35,807	32,844	45,043
성장률(YoY)					
매출	22.8	25.8	22.0	14.6	14.9
영업이익	적지	흑전	187.4	(18.3)	39.5
순이익	적지	흑전	158.4	(8.3)	37.1
수익성(%)					
매출총이익률	28.1	35.1	38.4	37.8	38.7
영업이익률	(2.1)	5.2	12.3	8.7	10.6
순이익률	(3.0)	5.0	10.6	8.5	10.1

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만CNY)

	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	88,306	147,829	143,145	183,116	209,735
현금성자산	17,094	32,513	20,159	33,340	70,834
매출채권	1,031	1,793	2,053	2,743	2,653
비유동자산	78,269	92,825	101,336	109,913	114,620
투자자산	10,870	20,333	25,509	29,323	29,037
유형자산	13,917	22,814	22,201	25,978	30,239
자산총계	324,355	324,355	324,355	324,355	324,355
유동부채	51,148	68,593	76,430	107,936	107,936
비유동부채	17,793	46,504	39,345	40,199	43,815
부채총계	68,941	115,097	115,775	141,073	151,751
자본금	263,156	311,222	316,744	325,579	308,862
이익잉여금	(165,463)	(185,608)	(187,982)	(173,566)	(136,199)
자본총계	97,634	125,557	128,706	151,956	172,604

투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(CNY)					
EPS	(1.1)	2.2	5.9	5.4	7.4
BPS	20.8	24.3	28.6	33.9	41.5
SPS	35.7	44.5	55.1	70.0	80.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER	-	33.4	24.4	16.6	12.7
PBR	7.4	3.1	5.0	3.1	2.6
EV/EBITDA	253.9	17.8	16.6	11.2	8.7
PSR	4.3	1.7	2.6	1.7	1.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	(5.3)	9.9	22.1	17.3	19.8
ROA	(2.8)	5.2	11.6	10.0	11.6
ROIC	(3.3)	6.7	16.5	-	-
부채비율	45.1	39.9	35.6	-	-
유동비율	1.9	1.8	1.9	-	-
이자보상배율(배)	(3.9)	9.4	27.7	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만CNY)

	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	9,905	(3,611)	11,757	42,443	61,077
감가/무형상각비	5,194	8,928	9,730	7,997	8,421
비현금자본증감	1,627	6,999	(366)	12,938	6,356
투자활동	(22,881)	(59,512)	(16,221)	(27,164)	5,848
유형자산처분	280	106	408	301	897
유형자산취득	(15,801)	(9,010)	(5,731)	(6,880)	(10,999)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	16,673	78,543	(7,891)	(2,099)	(29,431)
배당금	0	0	0	0	-
장기부채증감	17,853	32,866	(9,479)	(2,306)	(4,328)
자본금증감	499	275	170	193	(25,938)
잉여현금흐름	(5,896)	(12,621)	6,026	35,564	50,078

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송예지, 백승혜)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 8월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(송예지, 백승혜)는 2025년 8월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다
- 메이퇀(3690.HK)는 투자자문업(타 자산운용사가 운용하는 펀드의 종목 선정 또는 포트폴리오 비중 의견 제시 등)에 활용된 법인으로, 실제 펀드 편입 여부에는 관여하지 않음.

본 조사자료는 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.