

Square 与 Cash app 并驾齐驱，新增长极开拓无惧短期亏损

——Block 2Q2022 业绩点评

核心观点

- **Square 与 Cash app 净收入环比均保持增长态势，2B 与 2C 端已呈现并驾齐驱之势。**1) 公司 2Q22 实现净收入 14.70 亿美元，同比增长 28.80%，环比增长 13.49%；实现归母净利润-2.08 亿美元，同比转盈为亏，连续第三个季度亏损。2) 从净收入构成来看，公司 Square 与 Cash App 生态圈净收入分别为 7.55/7.05 亿美元，同比+29.10%/29.09%，环比+14.25%/13.03%，占比分别为 51%与 48%。公司已逐渐形成 2B 与 2C 两大生态圈并驾齐驱之势，共同驱动业绩中长期增长。
- **GPV 保持快速增长，订购增值服务高增驱动公司群组经济模式持续发力，比特币业务表现疲软但对业绩影响有限。**1) 2Q22 公司实现 GPV524.99 亿美元，同比增长 22.58%，环比增长 20.67%，带动公司实现交易费净收入为 6.0 亿美元，同比增长 10.56%，环比增长 16.66%。2) 公司 2Q22 实现订购服务收入 8.82 亿美元，同比大增 57.02%，环比增长 15.44%。订购服务净收入占比继 21 年超过 50%之后，2Q22 已高达 59.99%，显然增值服务在持续挖掘用户需求与价值、驱动公司群组经济 (Cohort Economics) 模式持续发力方面扮演关键角色。3) 公司实现比特币做市净收入 0.41 亿美元，同比下滑 24.14%，环比下滑 4.32%，受加密货币市场持续低迷的影响，公司比特币业务表现持续疲软，但考虑到贡献度较低，其对业绩影响较小。
- **发展 BNPL 业务及开拓 TBD 与 TIDAL 两大新生态圈已成为当务之急，虽然影响短期业绩实现，但是却带来了中长期新的增长极。**2Q22 公司营业费用 16.83 亿美元，同比增长 65.68%，环比增长 10.62%，其中产品研发与销售费用分别同比增长 60.02%与 41.52%，成为了业绩连续三季亏损的主因；然而考虑到 BNPL(先买后付) 业务具有重要的战略意义——成为有效连接 Square 与 Cash app 两大生态圈的桥梁，TBD 与 TIDAL 新生态圈带来新的增长极，我们重申看好公司中长期发展前景。

盈利预测与投资建议

- 由于投入加大导致费用率上调以及比特币收入下调等原因，将公司 22-23 年归母净利润预测值由 6.81/14.68 下调至-3.84/3.26 亿美元，新增 24 年预测值 11.05 亿美元，参考可比公司估值，分别给予公司 2B 与 2C 端 2022 年 6.60x 与 7.30xPS (C 端维持 30%溢价)，对应价值 745.86 亿美元，下调目标价至 126.38 美元。维持买入评级。

风险提示

- “先买后付”业务及两大新生态圈发展不及预期；国际化业务发展增速不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	9497.58	17661.20	18268.39	22976.85	27905.44
同比增长	101.50%	85.95%	3.44%	25.77%	21.45%
营业利润 (百万美元)	-18.82	161.11	-357.70	353.01	1220.98
同比增长	44.65%	61.70%	51.69%	31.55%	26.46%
归母净利润 (百万美元)	213.10	166.28	-383.96	326.27	1104.92
同比增长	-43.24%	-21.97%	-330.90%	NA	238.65%
每股收益 (美元)	0.36	0.28	-0.65	0.55	1.87
毛利率	28.78%	25.03%	36.70%	38.39%	39.97%
净利率	2.24%	0.90%	-2.01%	1.45%	4.04%
净资产收益率	9.69%	5.30%	-3.27%	1.64%	4.68%
市盈率 (倍)	224.69	287.96	-124.71	146.76	43.34
市销率 (倍)	9.53	6.09	4.40	3.48	2.84

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算；市销率采用调整后营业收入

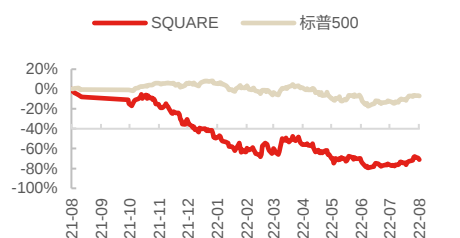
投资评级

买入 (维持)

股价 (2022年08月08日)	81.13 美元
目标价格	126.38 美元
52 周最高价/最低价	279.73/57.51 美元
总股本/流通股 (亿股)	5.90/5.30
美股市值 (亿美元)	478.82
国家/地区	美国
行业	非银行金融
报告发布日期	2022 年 08 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.27	21.05	-3.26	-70.51
相对表现	4.17	15.33	-6.54	-63.43
标普 500	0.09	5.72	3.29	-7.08



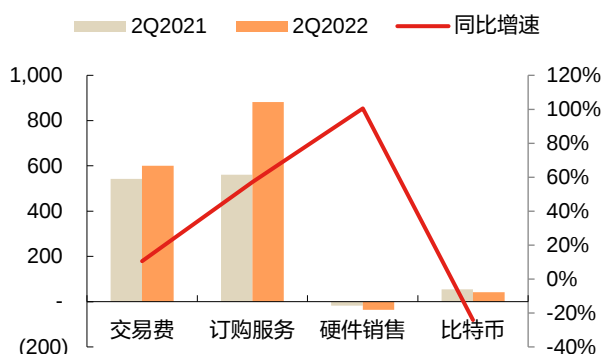
证券分析师

孙嘉庚	021-63325888*7041 sunjiageng@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520080006
唐子佩	021-63325888*6083 tangzipei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860514060001 香港证监会牌照: BPU409

相关报告

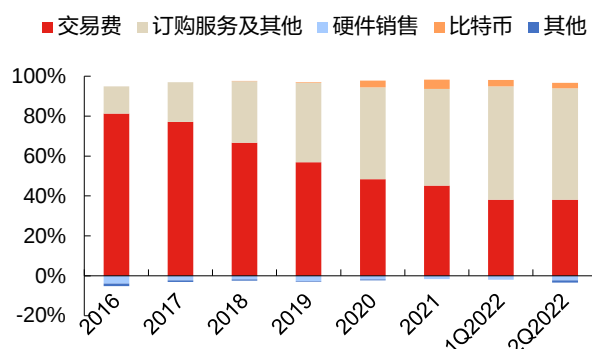
Seller 与 Cash 并驾齐驱，净收入保持高速增长：——Square2021 年三季报点评	2021-11-28
Cash App 拉动 2C 端高增，收购 Afterpay 进军“先买后付”：——Square2021 年中报及收购事件点评	2021-08-09
双生态驱动、高科技赋能，2B 电子支付龙头剑指更广阔 2C 市场：——SQUARE 首次覆盖报告	2021-06-29

图 1：公司各业务板块净收入（百万美元）及同比增速



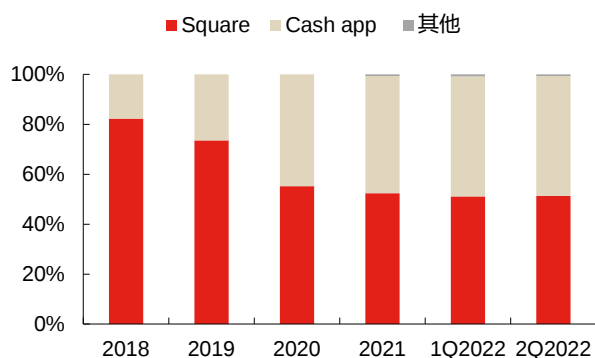
数据来源：公司中报、东方证券研究所

图 2：2016-2Q2022 公司净收入结构（利润表口径）



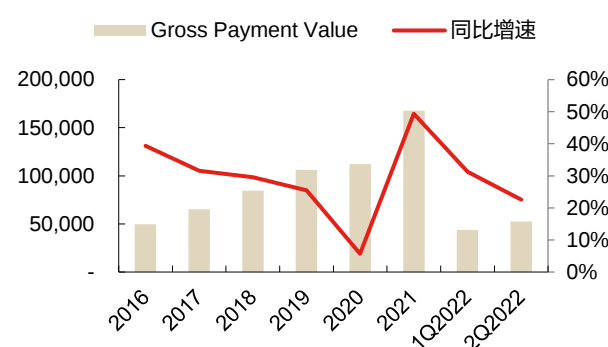
数据来源：公司中报、东方证券研究所

图 3：2018-2Q2022 公司净收入结构（分生态圈）



数据来源：公司中报、东方证券研究所

图 4：2016-2Q2022 公司 GPV（百万美元）及同比增速



数据来源：公司中报、东方证券研究所

表 1：核心假设指标调整

	调整前		调整后	
	2022E	2023E	2022E	2023E
Square 指标				
Square GPV(百万美元)	136,163.32	153,150.82	192,196.76	225,214.92
GPV 增速 (%)	14.25%	12.48%	25.78%	17.18%
佣金率 (%)	2.94%	2.94%	2.85%	2.85%
交易业务成本/GPV	1.84%	1.82%	1.58%	1.55%
SaaS 收入/GPV	0.55%	0.60%	0.80%	0.95%
Cash App 指标				
MAU (百万)	57	65	51	58
人均交易费收入 (美元)	13.00	15.00	11.18	12.85
人均 SaaS 收入 (美元)	60.48	66.53	61.88	73.45
比特币收入增速 (%)	60%	30%	-24%	25%
营业收入结构				
营业收入-交易费	20.18%	18.44%	33.08%	31.15%
订购服务及其他收入	16.19%	16.30%	23.96%	25.96%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

计算机硬件销售收入	0.64%	0.62%	1.58%	1.75%
比特币收入	63%	65%	41%	41%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：分类收入预测调整（百万美元）

	调整前		调整后	
	2022E	2023E	2022E	2023E
营业收入-交易费	4,687.43	5,423.77	6,042.52	7,158.44
增速	19.36%	15.71%	26.07%	18.47%
占比	20.18%	18.44%	33.08%	31.15%
订购服务及其他收入	3,759.29	4,795.79	4,376.96	5,965.76
增速	45.26%	27.57%	61.53%	36.30%
占比	16.19%	16.30%	23.96%	25.96%
计算机硬件销售收入	149.78	183.78	288.05	401.58
增速	25.68%	22.70%	97.73%	39.41%
占比	0.64%	0.62%	1.58%	1.75%
比特币收入	14628.94	19017.62	7560.86	9451.07
增速	60.00%	30.00%	-24.49%	25.00%
占比	62.99%	64.64%	41.39%	41.13%
营业收入	23,225.45	29,420.96	18,268.39	22,976.85

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：盈利预测调整

	调整前		调整后	
	2022E	2023E	2022E	2023E
营业收入（百万美元）	23225.45	29420.96	18268.39	22976.85
变化率			-21.34%	-21.90%
营业利润（百万美元）	675.74	1491.42	-357.70	353.01
变化率			-152.93%	-76.33%
净利润（百万美元）	680.74	1467.78	-366.74	332.93
变化率			-153.87%	-77.32%
每股收益（美元）	1.28	2.63	-0.65	0.55
变化率			-150.80%	-78.98%
每股调整后营业收入（美元）	17.31	20.38	18.45	23.34
变化率			6.62%	14.48%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

由于公司有两个核心的生态圈：Square 与 Cash app 生态圈，且其模式与估值不尽相同，因此我们采用分部估值分别对公司两个业务板块分别进行估值。

1) Square 生态圈——选择 PS 估值法替代 PE 估值法进行估值。公司 2B 端业务包含交易支付业务（即收单业务）与 SaaS 业务（含硬件）：i) 交易支付业务包含传统收单业务及其衍生增值服务，同时也包含 BNPL（先买后付）业务，我们选取交易同类型收单支付公司 PayPal、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

Global Payment 以及美国 BNPL 龙头 Affirm 作为交易支付业务的可比公司；ii) SaaS 业务方面，我们选取美股上市、与本公司所提供的 2B 端软件服务重合度较高的 Shopify、Adobe 作为可比公司。由于 2B 业务已经进入盈利状态，因此采用 PE 方法估值最为恰当，考虑到我们无法单独分拆出业务板块的净利润，但是公司及其可比公司的利润率已经趋于稳定，因此用 PS 估值基本可以替代 PE 估值方法，五家公司调整后（剔除最高值与最低值）平均 22PS 为 6.60x；我们参考可比公司估值，给予公司 Square 生态圈 2022 年 6.60xPS，对应目标价值 463.02 亿美元（22 年 Square 生态圈营业收入预计为 70.15 亿美元）；

表 4: Square 生态圈可比公司 PS（股价按 2022 年 8 月 9 日收盘价）

股票代码	可比公司	2021A	2022E	2023E	2024E
PYPL	PayPal	4.31	3.91	3.43	2.98
AFRM	Affirm	10.72	6.96	4.94	4.29
GPN	Global Payment	4.67	4.38	4.02	3.71
SHOP	Shopify	10.05	8.44	6.79	5.49
ADBE	Adobe	12.65	11.30	9.90	8.75
	调整后平均值	8.50	6.60	5.20	4.50

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所 注：调整后为剔除最高值与最低值

2) Cash app 生态圈——我们同样选取 PS 估值方法进行估值。考虑到公司当前 2C 端业务当前仍然处于盈亏平衡附近的位置，并没有显著盈利，因此我们同样选取 PS 估值方法进行估值。针对公司目前开展的 2C 端三个最重要业务板块——电子支付交易、BNPL（先买后付）、证券投资交易、比特币交易，我们分别选取 PayPal、Affirm、Robinhood、Coinbase 作为可比公司，四家公司平均 22PS 为 5.60x，考虑到公司正在逐渐将未来战略重心向 2C 端倾斜，且随着更多增值服务的推出，公司 Cohort Economics 模式持续发力，2C 端业务条线日趋多元化，公司 2C 端流量变现能力将持续提升，即表现出明显更高的成长性（公司 22-24 年 2C 端营收 CAGR 预计为 31.41%，明显高于可比公司平均值 21.11%），因此给予公司 2C 端业务 30%的估值溢价。我们预计公司 22 年 Cash app 生态圈营业收入预计为 38.75 亿美元（由于公司比特币业务采用做市商模式，因此为了统一可比口径，将公司比特币业务收入调整为净收入口径）。我们参考可比公司估值同时给予 30%估值溢价，给予公司 Cash app 生态圈 2022 年 7.30xPS，对应目标价值 282.84 亿美元。

表 5: 2C 业务可比公司 P/S（股价按 2022 年 8 月 9 日收盘价）

股票代码	可比公司	2021A	2022E	2023E	2024E	2022-24CAGR
PYPL	PayPal	4.31	3.91	3.43	2.98	14.56%
AFRM	Affirm	10.72	6.96	4.94	4.29	27.41%
HOOD	Robinhood	4.90	6.50	4.83	4.27	23.44%
COIN	Coinbase	2.48	5.19	4.38	3.67	19.02%
	平均值	5.60	5.60	4.40	3.80	21.11%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

综合来看，公司整体目标价值为 745.86 亿美元，对应每股目标价 126.38 美元。维持公司买入评级。

表 6：SOTP 分部估值汇总表（亿美元）

I.Square 生态圈	2021A	2022E	2023E	2024E
支付交易收入	43.83	54.78	64.19	74.45
订购服务及其他收入	6.64	12.50	17.38	22.36
硬件销售收入	1.46	2.88	4.02	5.07
营业收入	51.93	70.15	85.58	101.89
Square 生态圈目标价值		463.02		
II.Cash app 生态圈	2021A	2022E	2023E	2024E
支付交易收入	4.10	5.65	7.40	9.39
订购服务及其他收入	18.93	31.27	42.27	54.37
比特币收入	100.13	75.61	94.51	113.41
比特币成本	-97.95	-73.78	-92.04	-110.26
比特币净收入	2.18	1.82	2.47	3.15
营业收入	123.15	112.53	144.18	177.17
调整后营业收入	25.21	38.75	52.14	66.90
Cash app 生态圈目标价值		282.84		
公司目标价值		745.86		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

- 1) “先买后付”业务与 Square/Cash app 两大生态圈融合进度不及预期，
- 2) TIDAL 与 TBD 两大新生态圈发展不及预期；
- 3) 国际化业务发展增速不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						主要比率						
单位：百万美元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
货币资金	3,158	4,444	4,691	6,251	7,362	成长能力						
短期投资	695	869	1,462	1,552	2,195		营业收入	101.50%	85.95%	3.44%	25.77%	21.45%
应收账款	1,025	1,172	2,003	1,984	2,839		营业收入-交易费	6.94%	45.47%	26.07%	18.47%	17.12%
客户资金-流动资产	2,038	2,831	2,213	4,128	3,779		订购服务及其他收入	49.24%	76.03%	61.53%	36.30%	28.61%
持作转售的贷款	463	518	792	923	1,276		计算机硬件销售收入	8.46%	58.95%	97.73%	39.41%	26.34%
其他流动资产	383	687	987	1,272	1,641	比特币收入	785.15%	119.02%	-24.49%	25.00%	20.00%	
固定资产-物业及设备	234	282	308	380	424	营业支出	139.54%	95.76%	-12.67%	22.42%	18.33%	
商誉	317	519	11,982	13,180	14,498	毛利	44.65%	61.70%	51.69%	31.55%	26.46%	
购入的无形资产	138	257	2,148	2,255	2,481	研发费用	31.50%	58.66%	67.72%	24.04%	21.29%	
长期投资	464	1,526	1,525	2,380	2,363	销售费用	77.60%	45.74%	47.54%	24.16%	20.81%	
经营租赁使用权资产非流动	457	449	667	802	1,055	管理费用	32.77%	69.77%	77.27%	21.44%	15.92%	
其他非流动资产	499	371	46	42	560	营业利润	-170.86%	-956.07%	-322.02%	-198.69%	245.88%	
资产总计	9,870	13,926	28,824	35,151	40,475	净利润	-43.24%	-25.47%	-330.90%	-190.78%	238.65%	
应付客户账款-流动负债	3,009	3,980	4,961	5,618	6,611	综合收益	-38.72%	-49.29%	-411.01%	-188.20%	242.55%	
结算应付款-流动负债	239	255	352	366	464	留存收益	-43.24%	26.35%	-242.60%	-184.98%	238.65%	
预提费用	361	639	584	864	810	留存率	100.00%	161.92%	100.00%	100.00%	100.00%	
经营租赁负债流动	53	64	101	111	151	资产分布						
流动性金融融资	464	498	547	602	662		货币资金/总资产	52.65%	52.24%	23.95%	29.53%	27.53%
长期借款	2,587	4,559	2,449	5,203	3,852		投资资产/总资产	11.74%	17.20%	10.36%	11.19%	11.26%
经营租赁负债非流动	390	395	562	697	905		应收账款/总资产	10.38%	8.41%	6.95%	5.65%	7.02%
其他非流动负债	85	223	143	290	211		客户资金/总资产	20.65%	20.33%	7.68%	11.74%	9.34%
负债总计	7,188	10,612	9,700	13,751	13,667	其他流动资产/总资产	20.49%	24.36%	26.11%	29.41%	31.24%	
股本溢价	2,955	3,317	19,498	21,447	25,737	收入及成本分布						
其他综合收益	23	-16	-20	-26	-35		营业收入-交易费	34.69%	27.14%	33.08%	31.15%	30.05%
留存收益	-297	-28	-412	-86	1,019		订购服务及其他收入	16.21%	15.34%	23.96%	25.96%	27.49%
股东权益合计	2,682	3,314	19,124	21,400	26,808		计算机硬件销售收入	0.96%	0.82%	1.58%	1.75%	1.82%
负债和股东权益合计	9,870	13,926	28,824	35,151	40,475		比特币收入	48.13%	56.69%	41.39%	41.13%	40.64%
利润表						研发费用	9.28%	7.92%	12.84%	12.67%	12.65%	
						销售费用	11.68%	9.16%	13.06%	12.89%	12.83%	
						管理费用	6.10%	5.57%	9.54%	9.21%	8.79%	
						交易及垫款损失	1.87%	1.06%	2.94%	1.92%	1.20%	
						净利润驱动指标						GPV 增速
佣金率	2.95%	2.87%	2.85%	2.85%	2.85%							
交易业务成本/GPV	1.70%	1.63%	1.58%	1.55%	1.53%							
MAU(百万)	36.00	44.00	51.54	58.97	66.13							
人均交易费收入	6.49	9.31	11.18	12.85	14.14							
销售费用	-1,110	-1,617	-2,386	-2,963	-3,579	人均 SaaS 收入	32.31	43.02	61.88	73.45	81.86	
管理费用-一般及行政费用	-579	-983	-1,743	-2,117	-2,454	比特币收入增速	785.15%	119.02%	-24.49%	25.00%	20.00%	
交易及垫款损失	-178	-188	-536	-441	-335	比特币成本收入比	97.88%	97.83%	97.59%	97.39%	97.22%	
收购客户资产摊销	-4	0	0	0	0	获利能力						
数字货币减值	N/A	-71	-50	-36	-35		净利率	2.24%	0.90%	-2.01%	1.45%	4.04%
营业利润	-19	161	-358	353	1,221		ROA	2.96%	1.33%	-1.72%	1.04%	2.98%
处置集团的损失或收益	0	0	0	0	0		ROE	9.69%	5.30%	-3.27%	1.64%	4.68%
利息及其他收入(支出)	-57	-33	-78	-84	-84		每股指标（美元）					
其他收入/(支出)净额-经营	292	29	68	81	81	摊薄每股收益 EPS		0.36	0.28	-0.65	0.55	1.87
所得税	-3	1	1	-18	-91	每股调整后营业收入		8.51	13.33	18.45	23.34	28.60
净利润(含少数股东权益)	213	159	-367	333	1,127	估值比率						
归母净利润	213	166	-384	326	1,105			市盈率	224.69	287.96	-124.71	146.76
综合收益总额	235	119	-370	327	1,119		市销率	9.53	6.09	4.40	3.48	2.84

资料来源：WIND、东方证券研究所 市销率采用调整后营业收入

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn