

# 鹏华优质治理混合型证券投资基金（LOF）

## 2025 年第 4 季度报告

2025 年 12 月 31 日

基金管理人：鹏华基金管理有限公司

基金托管人：中国工商银行股份有限公司

报告送出日期：2026 年 1 月 21 日

## § 1 重要提示

基金管理人的董事会、董事保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带的法律责任。

基金托管人中国工商银行股份有限公司根据本基金合同规定，于2026年01月20日复核了本报告中的财务指标、净值表现和投资组合报告等内容，保证复核内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利。

基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，投资者在作出投资决策前应仔细阅读本基金的招募说明书及其更新。

本报告中财务资料未经审计。

本报告期自2025年10月01日起至2025年12月31日止。

## § 2 基金产品概况

基金简称	鹏华优质治理混合（LOF）
场内简称	鹏华优质治理 LOF
基金主代码	160611
基金运作方式	上市契约型开放式（LOF）
基金合同生效日	2007年4月25日
报告期末基金份额总额	812,205,378.79份
投资目标	投资于具有相对完善的公司治理结构和良好成长性的优质上市公司，为基金份额持有人谋求长期、稳定的资本增值。
投资策略	<p>本基金采取“自上而下”的资产配置和“自下而上”的选股策略相结合的主动投资管理策略。</p> <p>1、整体资产配置策略</p> <p>本基金主要根据宏观经济、政策环境、利率走势、市场技术指标、市场资金构成及流动性情况，运用定性和定量相结合的分析手段，对证券市场现阶段的系统性风险以及未来一段时期内各大类资产的风险和预期收益率进行分析评估，并据此制定本基金股票、债券、现金等大类资产之间的配置比例、调整原则和调整范围。</p> <p>2、行业配置策略</p> <p>本基金的行业配置将以经济周期的不同阶段，不同行业或产业的发展所呈现出的差异性以及不同行业分享经济增长所呈现出的差异</p>

	<p>性作为配置的出发点，重点投资于具有竞争优势和比较竞争优势的行业。</p> <p>行业配置的主要步骤为：</p> <p>①通过以下分析，确定行业相对投资价值</p> <p>1) 宏观经济分析：分析宏观经济周期对行业发展的影响，确定宏观经济变量的变动对不同行业的影响程度；</p> <p>2) 行业景气趋势分析：立足全球视野，在深度分析和评估全球/区域行业效应后，对国内行业发展趋势和发展环境进行分析，判断行业或产品的增长前景；</p> <p>3) 优势行业的发展模式分析；</p> <p>4) 行业的财务状况分析。</p> <p>②确定行业配置比例和行业调整比例：基金经理根据对各行业投资时机的判断，结合行业研究小组的行业评估报告和行业配置建议，制定基金股票投资的行业配置策略以及行业配置的调整策略，确定基金在一定时期内的行业布局。</p> <p><b>3、个股选择策略</b></p> <p>本基金遵循“自下而上”的个股选择策略，主要投资于具有相对完善的公司治理结构和良好成长性的优质上市公司的股票。除此以外，本基金还将高度重视和跟踪那些过去基本面情况差但现在已有明显好转的上市公司股票，深入分析其基本面发生转变的根本性原因，同时采用多种价值评估办法多角度地对其进行投资价值分析，甄选出那些基本面已得到改善，同时具有潜在高盈利增长趋势的个股作为投资对象。</p> <p>本基金个股选择的步骤如下：</p> <p>(1) 股票所属上市公司的治理结构评估</p> <p>本基金将通过定性和定量相结合的方式对股票所属上市公司的治理结构中影响公司价值较大的一系列治理机制进行综合评估，所评估的内容既包括内部治理机制，也包括外部治理机制。内部治理机制的评估主要考查以下四个方面：</p> <p>1) 董事会的治理机制：如董事会中独立董事的比例、公司董事长是否和公司的最高管理者（CEO）相分离、公司的最高管理者（CEO）是否控制或部分控制了董事会等；</p> <p>2) 管理层和董事会的薪酬机制：如管理层和董事会的薪酬机制和激励约束机制是否能确保管理层以股东利益最大化为目标；</p> <p>3) 股权结构：如公司主要股东的分散程度如何、股权结构是否过于集中、控股股东是否过大、企业是否拥有母公司、母公司对子公司的干预控制程度与支持力度如何、是否国有控股等；</p> <p>4) 股东权益保护条款：如公司章程等行为规范文件中是</p>
--	--

	<p>否规定重大事项须由股东大会通过；是否允许累计投票；是否为小股东质疑控股股东提供渠道等；</p> <p>5) 财务信息披露和透明度：公司管理者是否及时、充分和准确地提供及公开披露公司经营状况、财务状况和外部经营环境等相关信息。外部治理机制的评估主要考查以下两个方面：</p> <p>6) 企业控制权市场机制：一个活跃的企业控制权的竞争市场对有效分配资源至关重要；</p> <p>7) 法制基础和中小投资者权益保护机制：是否有比较严格的监督条例和健全的法律体系使得中小投资者的权益得到较好的保护。</p> <p>为了对上市公司的治理水平科学地、综合地进行定量评估，我公司还将借助“利华公司治理研究中心”的“上市公司治理结构综合评估系统”对上市公司的综合治理水平进行评估和排名。</p> <p>通过对上市公司治理结构的定性和定量评估，筛选出具有治理水平相对较高的股票，并以此作为本基金股票投资的选择对象。</p> <p>(2) 历史成长性股票筛选</p> <p>个股是否具有良好的历史成长性是本基金个股选择的重要考量因素之一。本基金将主要借助于我公司的股票历史成长性评估系统对按上述步骤筛选出来的股票的历史成长性进行评估和排名，并由此筛选出具有良好的历史成长性股票。其中历史成长性评估系统中成长性排名的方法是借鉴新华富时600成长指数中的有关成长性排名的方法构建的，但构建中所选取的指标却是不尽相同的7个指标，包括4个价值因子指标和3个成长因子指标。价值因子指标分别是净资产与市值比率(B/P)、每股盈利/每股市价(E/P)、年现金流/市值(cashflow-to-price)以及销售收入/市值(S/P)；成长因子分别是ROE×(1-红利支付率)、过去2年每股收益复合增长率以及过去2年主营业务收入复合增长率。</p> <p>(3) 成长性股票筛选</p> <p>对按上述步骤筛选出来的股票，行业研究小组会从影响股票所属上市公司未来的成长性和持续盈利增长潜力的各个方面进行综合评估，其中“未来两年的预期主营业务收入复合增长率”以及“未来两年的预期每股收益复合增长率”将是研究员评估股票的“成长性潜力”的主要考量指标。具体而言，主要包括以下两个方面：</p> <p>① 行业因素</p> <p>这主要从企业的市场空间、行业景气周期以及行业成长</p>
--	---

的推动力等方面加以考察，重点关注那些企业收入主要来源所在行业市场空间巨大，远未饱和，消费需求持续增长；企业所属行业处入发展期或成熟期前期，或行业正从衰退中复苏；企业所属行业的成长性对企业的盈利有明显地推动力（由于企业在市场、产品结构、技术、原料等方面的差异，行业成长对不同行业具有不同的推动力）的上市公司中的股票。

## ②企业因素

这主要从以下几个方面加以考虑：

- 1) 规模：企业规模尚有发展潜力，未来成长空间巨大；
- 2) 产能：企业可加大投入，不断扩大产能，并有配套的销售能力和市场空间；
- 3) 创新：包括技术创新、产品创新、制度创新和管理创新企业。企业创新投入较大、创新能力较强，新产品、高技术含量产品的收入比例不断提高；
- 4) 竞争优势：相比竞争对手而言，企业有难以模仿的竞争优势，如在资源、技术、人才、销售网络等方面的优势等，借此优势，企业可不断提高市场占有率；
- 5) 管理：企业内部具有较大的可挖掘潜力，可通过提高管理水平，降低成本；
- 6) 购并：企业内部有潜在发生重组、购并的可能性或机会，重组、购并后可极大地提升企业的盈利能力，且购并实现的可能性较大。

## （4）股票的价值评估

本基金对按上述步骤筛选出来的股票将进一步地进行价值评估。针对不同的

股票其所属行业特点的不同，本基金将采取不同的股票估值模型，同时本基金将立足全球视野，在综合考虑股票历史的、国内的、国外的估值水平的基础上，对企业进行相对价值评估，甄选价值相对低估的个股作为本基金的投资对象。

## （5）存托凭证投资策略

本基金将根据本基金的投资目标和股票投资策略，基于对基础证券投资价值的深入研究判断，进行存托凭证的投资。

## 4、债券投资策略

本基金的债券投资采用久期控制下的主动投资策略，本着风险收益匹配最优、兼顾流动性的原则确定债券各类属资产的配置比例。在个券选择上，本基金综合运用利率预期、收益率曲线估值、信用等级分析、流动性评估等方法来评估个券的投资价值。

## 5、权证投资策略

	<p>本基金将权证看作是辅助性投资工具，其投资原则为有利于基金资产增值，有利于加强基金风险控制。</p> <p>本基金在权证投资中将对权证标的证券的基本面进行研究，同时综合考虑权证定价模型、市场供求关系、交易制度设计等多种因素对权证进行定价，主要运用的投资策略为：杠杆交易策略、对冲保底组合投资策略、保底套利组合投资策略、买入跨式投资策略、Delta 对冲策略等。</p> <h2>6、投资决策程序</h2> <p>(1) 决策依据</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) 国家有关法律、法规和本基金合同的有关规定；</li> <li>(b) 国家宏观经济环境及其对证券市场的影响；</li> <li>(c) 货币政策的变化；</li> <li>(d) 利率走势与通货膨胀预期；</li> <li>(e) 地区及行业发展状况；</li> <li>(f) 上市公司价值发现；</li> <li>(g) 国内及国际著名研究机构的研究报告。</li> </ul> <p>(2) 决策程序</p> <p>本基金的投资主要参照以下流程进行运作，在有效控制投资风险的前提下，为基金份额持有人谋求长期、稳定的资本增值：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(a) 行业研究小组研究人员通过自身研究以及借助外部研究机构的研究成果，形成宏观、策略方面的研究报告，为基金资产配置提供决策支持。</li> <li>(b) 投资决策委员会依照基金经理提供的投资组合建议书审定投资原则与方向，即确定股票、债券和现金等大类资产之间的配置比例。</li> <li>(c) 金融工程部借助公司的《上市公司治理结构综合评估系统》定期或不定期的提交上市公司治理结构综合评估的数量化分析报告，同时借助公司的《股票成长性评估系统》定期提交有关股票成长性的数量化分析报告，作为决策支持。</li> <li>(d) 行业研究员通过个股的财务评级、所处行业的定位分析、市场和经济环境分析等途径，对上市公司成长性和盈利性以及投资价值的各个方面进行综合评估，自下而上地筛选出具有相对完善的公司治理结构和良好成长性的优质上市公司，并以此作为本基金股票投资的备选股。</li> <li>(e) 本基金的行业配置以行业景气预测为基础，结合对产业政策、行业相关特征指标和财务指标的分析，对行业进行综合评价，行业研究小组将定期提交行业景气预测报告和行业配置建议。</li> <li>(f) 基金经理及助理依据行业研究小组的投资建议报告，再结合自己对市场时机的判断，确定行业配置比例。</li> </ul>
--	--

	<p>以及个股权重，构建股票投资组合，再通过 Barra Aegis 风险管理系统的优化分析以及基金经理小组的判断对组合作进一步的调整优化。</p> <p>(g) 固定收益小组与基金经理在充分考虑基金投资的安全性和基金资产的高流动性的前提下，构建债券组合。</p> <p>(h) 交易室按有关交易规则执行交易指令，并将有关信息反馈给基金经理。</p> <p>(i) 金融工程研究部负责对基金持仓的品种进行风险监控、风险预警以及投资业绩评估。</p> <p>(j) 金融工程研究部绩效评估研究员定期为投资决策委员会、投资总监、基金经理提供基金业绩评估报告，基金经理对于投资决策委员会和风险管理人员认为具有较大风险的投资品种拟定改进方案，并必须在规定的时间内调整投资组合。</p> <p>(k) 监察稽核部对投资流程的合法合规性进行监控。</p>	
业绩比较基准	沪深 300 指数收益率×75%+中证综合债指数收益率×25%	
风险收益特征	本基金属于混合型基金，其预期的风险和收益高于货币型基金、债券基金，低于股票型基金，为证券投资基金中具有中高风险、中高收益的投资品种。	
基金管理人	鹏华基金管理有限公司	
基金托管人	中国工商银行股份有限公司	
下属分级基金的基金简称	鹏华优质治理混合(LOF)A	鹏华优质治理混合(LOF)C
下属分级基金的场内简称	鹏华优质治理 LOF	-
下属分级基金的交易代码	160611	019789
报告期末下属分级基金的份额总额	743,703,128.40 份	68,502,250.39 份
下属分级基金的风险收益特征	风险收益特征同上	风险收益特征同上

注：无。

### § 3 主要财务指标和基金净值表现

#### 3.1 主要财务指标

单位：人民币元

主要财务指标	报告期（2025年10月1日-2025年12月31日）	
	鹏华优质治理混合(LOF)A	鹏华优质治理混合(LOF)C
1.本期已实现收益	44,074,405.26	3,811,656.62
2.本期利润	45,756,455.77	4,393,230.02
3.加权平均基金份额本期利润	0.0617	0.0666
4.期末基金资产净值	1,057,390,668.58	91,588,552.65
5.期末基金份额净值	1.4218	1.3370

注：1.本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他收入（不含公允价值变动收益）扣

除相关费用和信用减值损失后的余额，本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益等未实现收益。

2. 所述基金业绩指标不包括持有人认购或交易基金的各项费用（例如，开放式基金的申购赎回费、基金转换费等），计入费用后实际收益水平要低于所列数字。

### 3.2 基金净值表现

#### 3.2.1 基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

鹏华优质治理混合（LOF）A

阶段	净值增长率①	净值增长率标 准差②	业绩比较基准 收益率③	业绩比较基准 收益率标准差 ④	①-③	②-④
过去三个月	4.43%	1.22%	0.01%	0.71%	4.42%	0.51%
过去六个月	19.14%	1.07%	12.96%	0.68%	6.18%	0.39%
过去一年	40.47%	1.27%	13.43%	0.71%	27.04%	0.56%
过去三年	22.04%	1.38%	19.11%	0.80%	2.93%	0.58%
过去五年	-8.96%	1.36%	-1.99%	0.85%	-6.97%	0.51%
自基金合同 生效起至今	84.13%	1.48%	57.94%	1.19%	26.19%	0.29%

鹏华优质治理混合（LOF）C

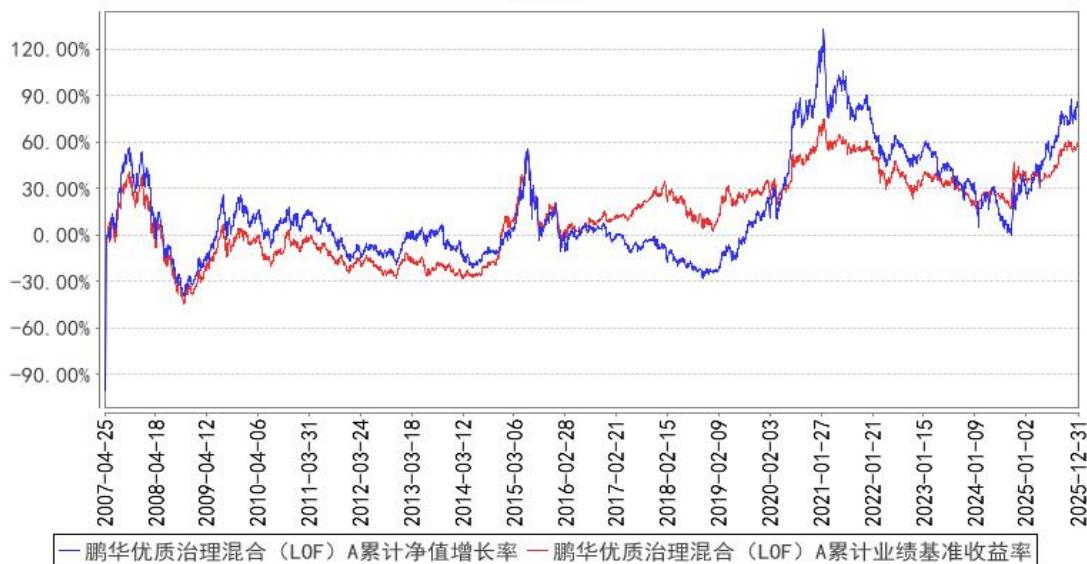
阶段	净值增长率①	净值增长率标 准差②	业绩比较基准 收益率③	业绩比较基准 收益率标准差 ④	①-③	②-④
过去三个月	4.27%	1.22%	0.01%	0.71%	4.26%	0.51%
过去六个月	18.77%	1.07%	12.96%	0.68%	5.81%	0.39%
过去一年	39.63%	1.27%	13.43%	0.71%	26.20%	0.56%
自基金合同 生效起至今	33.70%	1.52%	25.06%	0.85%	8.64%	0.67%

注：业绩比较基准=沪深300指数收益率×75%+中证综合债指数收益率×25%。

#### 3.2.2 自基金合同生效以来基金累计净值增长率变动及其与同期业绩比较基准收益

## 率变动的比较

鹏华优质治理混合（LOF）A累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



鹏华优质治理混合（LOF）C累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



注：1、本基金基金合同于 2007 年 04 月 25 日生效。2、截至建仓期结束，本基金的各项投资比例已达到基金合同中规定的各项比例。

### 3.3 其他指标

注：无。

## § 4 管理人报告

### 4.1 基金经理（或基金经理小组）简介

姓名	职务	任本基金的基金经理期限	证券从业	说明
----	----	-------------	------	----

		任职日期	离任日期	年限	
陈金伟	本基金的基金经理	2023-11-09	-	11 年	陈金伟先生，国籍中国，经济学硕士，11年证券从业经验。曾任中国人寿资产管理公司研究员，宝盈基金管理有限公司基金经理。自2023年4月加盟鹏华基金管理有限公司，现担任权益投资二部副总监/基金经理。2023年11月至今担任鹏华产业精选灵活配置混合型证券投资基金管理人，2023年11月至今担任鹏华优质治理混合型证券投资基金（LOF）基金经理，2024年08月至今担任鹏华成长先锋混合型证券投资基金基金经理，陈金伟先生具备基金从业资格。

注：1. 任职日期和离任日期均指公司作出决定后正式对外公告之日；担任新成立基金基金经理的，任职日期为基金合同生效日。2. 证券从业的含义遵从行业协会关于从业人员资格管理办法的相关规定。

#### 4.1.1 期末兼任私募资产管理计划投资经理的基金经理同时管理的产品情况

姓名	产品类型	产品数量（只）	资产净值（元）	任职时间
陈金伟	公募基金	3	1,881,738,994.83	2023-11-09
	私募资产管理计划	1	217,759,850.97	2024-10-18
	其他组合	-	-	-
	合计	4	2,099,498,845.80	-

注：无。

#### 4.2 管理人对报告期内本基金运作遵规守信情况的说明

报告期内，本基金管理人严格遵守《证券投资基金法》等法律法规、中国证监会的有关规定以及基金合同的约定，本着诚实守信、勤勉尽责的原则管理和运作基金资产，在严格控制风险的基础上，为基金份额持有人谋求最大利益。报告期内，本基金运作合规，不存在违反基金合同和损害基金份额持有人利益的行为。

#### 4.3 公平交易专项说明

##### 4.3.1 公平交易制度的执行情况

报告期内，本基金管理人严格执行公平交易制度，确保不同投资组合在研究、交易、分配等各环节得到公平对待。公司对不同投资组合在不同时间窗口下（日内、3日内、5日内）的同向交

易价差进行专项分析，未发现不公平对待各组合或组合间相互利益输送的情况。

#### 4.3.2 异常交易行为的专项说明

报告期内，本基金未发生违法违规且对基金财产造成损失的异常交易行为。本报告期内未发生基金管理人管理的所有投资组合参与的交易所公开竞价同日反向交易成交较少的单边交易量超过该证券当日成交量的 5%的情况。

#### 4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析

绝大部分基于基本面的投资大体可以分为三个要素：估值、景气度、公司质地。对应的是深度价值策略、趋势（产业趋势）投资、以及成长投资策略，假设每个投资者总共有 100 分，需要将 100 分分配给这三个要素。极度看重产业趋势的投资者，会把大部分分数给产业趋势，选出来的标的多属于新兴行业；深度价值投资者会特别看重估值的重要性；成长投资策略会特别强调好生意好公司、长坡厚雪的重要性。从我们的角度，我们愿意把 50 分给好公司，40 分给低估值，10 分给产业趋势。

首先，我们是成长股投资，投资的是扩张的行业和公司，并且我们相信优秀公司的力量，只不过我们对于优秀公司的定义不限于核心资产，所有治理结构完善，对小股东相对友好、在细分行业内具有竞争力，行业天花板没有见顶并且持续扩张的公司都在我们的选股范围中。

其次，我们比较看重估值的重要性，估值的重要性在于即使判断出现失误，损失也是有限的，高估值意味着苛刻的假设，这些假设在长时间看来未必是能够实现的，尤其是时间越长，看错的可能性就越大，我们比较看重估值也是认识到自身研究的局限性，接受自己的不完美。

再次，我们认同产业趋势的价值，产业趋势意味着增量市场空间，在增量市场下，企业更有可能实现扩张避免陷入内卷，但产业趋势确定性不等同于公司的确定性，尤其是确定的产业趋势会带来确定的供给增加，确定的供给增加会冲击现有公司的确定性，因此我们把产业趋势放在相对靠后的位置。

以上三者是有顺序的，我们的顺序是好公司、低估值、产业趋势，分配权重是 50%，40%，10%。

此外，我们提供的是一个基于 A 股（部分产品包含 H 股）的主观多头策略投资工具，我们的选股策略可以概括为“低估值成长”，我们的产品包含两点假设：1. 世界会越来越好；2. 资本市场长期能够反映企业内在价值。这两个假设我们不去质疑，而基于这两个假设带来的短期波动我们也不试图去避免。我们认为长期看，持有权益资产好于持有现金，因此除了在极端情况下，我们很少做仓位方面的择时。

展望 2026 年，我们最看好的两个方向是中游周期以及内需属性的消费医药。

## 一、中游周期：

我们看好受益于“反内卷”的中游周期，并从三季度初开始大幅增持化工为代表的中游行业，我们在三季报中说明了看好的理由，这些方向下半年有一定表现，但还有巨大预期差，下面以化工为例，来阐述我们的观点，大部分观点也适用于其他中游行业。

### 预期差一：化工其实具备资源品属性

不同于有色等上游资源品，化工在普遍意义上被认为可以随便扩产，但我们不这样认为。

中游可以随便扩产可能是我们身处中国而产生的错觉，如果把过去五年全球化工行业资本开支拆分来看，中国以外几乎没有多少新增资本开支。如果中国通过反内卷能够有效控制增量产能，那么化工就具备了“类资源品”的属性。

在其他国家，建一座化工厂难度非常大。除了基础设施、优质劳动力、高效政府等中国制造业的共性优势外，我们还想强调化工独有的“网络效应”。我们经常提及“制造业出海”，但化工领域，中资企业出海或发展中国家自己建厂其实并不多，且较多集中于轮胎、尿素、改性塑料等领域，这些行业往往具备“产业链条相对短且下游单一”的特征。而大部分企业的产品是一张网而非一条线，比如化工品 A 副产 B，在国内可以轻易找到 B 的下游，但是在其他国家可能根本没有 B 的下游。中国现阶段这张化工网络堪称举世无双，在其他国家复制在很长时间内都不可能。某国曾对我国化工品征收高额关税，近期取消，因为他们发现这些化工品大部分产能都在中国，在其他国家根本找不到稳定的供应商。这些化工品都是最基础的化工品，但需求是绕不开的刚需。中国化工产业的优势在未来十年甚至更长维度，都是难以颠覆的，这是重估的基础。

### 预期差二：反内卷其实理解成需求端政策更好

部分投资者在分析“反内卷”的时候，认为供给和需求是两个完全独立的问题。他们把反内卷定义为一个供给端政策，然后强调“需要需求端政策配合才能见效”，同时喜欢强调，十年前的“供给侧改革”搭配需求刺激才取得了成功，但我们不这样认为。

在研究微观问题的时候，每一个行业都在讲“需求去地产化”的故事，地产基建在需求中占比降低，而出口制造业在需求中占比提高。但当我们分析宏观问题的时候，似乎又期待强力的内需刺激政策，从当下很多行业的需求结构看，即使有所谓的“强力刺激政策”，难道就有非常大的需求增量吗？如果我们看清很多行业外需权重越来越高，以及我们在部分行业的定价权已经接近垄断地位这两个关键事实，我们就不再那么执念于需求刺激。

过去我们压低要素价格抢占了大量份额，补贴了海外消费者红利，短期结果是，我们部分行业，产能占到全球百分之八十以上，但全行业亏损。长期看，我们收获了这些领域近乎垄断的定价权。反内卷就是把这种定价权变现，去修正历史最强定价权和历史最差盈利之间的割裂状态，

把海外消费者红利，通过反内卷的方式，转移到股东回报（财产性收入）、员工工资（工资性收入）供应商利润（经营性收入），这就是最直接的需求刺激政策，且这种需求刺激比大家期待的部分方式可持续得多。

### 预期差三：反内卷可行性相当高

部分投资者认为反内卷违反经典博弈论。强调其可行性低，但我们不这样认为。

我们承认困难客观存在，但我们也提出一个视角，过往的价格协同，如果没有谈成，往往短期不会再谈，而这次反内卷，即使没有达成一致，一般会换一种方式继续推进。背后原因在于博弈的模型变化了，从单次博弈变成未知次数重复博弈。

中游行业过去五年的资本开支，几乎都在头部公司。十年前，一个行业有五十家公司，而现在在一个行业可能只有五家公司，且都是大公司，从不好的一面，如果是自然出清，十年前参与者多，成本曲线更陡峭，更有利尾部产能出清，而当下普遍都是大企业，其实更难出清。但从好的一面，当下的头部公司，普遍已经有一种“无法通过价格竞争将其他企业出清”的心态，这其实是把单次博弈演变成未知次数的重复博弈，其实更容易协同。最关键的是，行业盈利水平如果能回归合理，对于每一个参与者都是有益的，其实做的是增量。当下即使是最不看好反内卷的企业或者投资者，是否比半年前更相信了一些呢？

### 预期差四：这一轮周期，价格高度短期可能并不高，但价格持续性可能远超预期

本轮机会或许不在价格高度，而在价格持续时间。因此我们当下更看好产业龙头，而非弹性品种。

虽然我们看好中游周期，但我们也指出两个问题：一是这一轮玩家基本都是大企业，成本曲线更扁平，意味着价格弹性可能不高，很难以历史估值中枢来衡量合理价格。二是缺乏一个强力的产业，使得需求具有很高的斜率，短期大部分行业并不存在刚性的供需缺口，因此对于价格的高度，暂时不宜过高期待。而且把反内卷理解成抱团坐庄炒涨价，违背了反内卷的初衷。反内卷的目的是在我们的优势产业实现有序的供需再平衡，实现员工、股东、客户和供应商的共赢。

但我们对于价格持续的时间，或许可以更乐观一些，结合以上分析，再参考氟化工、味精、维生素等化工品，过去几年走过的路，可能这一轮下来，很多行业真的没有必要再卷了。

## 二：内需属性的消费医药

我们最看好的第二个方向是内需属性的消费和医药，消费和医药是过去五年表现最差的板块。但可能是未来五年空间最大，预期差最大的板块。我们在基本减持完创新药后，现在持有的医药股也多是内需属性的消费医疗，因此以消费为代表来说明。

我们从24年下半年开始看好内需的结构性机会，从结果角度，这个判断在过去一年多的时间

里是不成功的，内需整体行情很差，虽然我们选的品种相比内需板块有比较明显的相对收益，但和整个指数相比相对收益不高，且大幅跑输主流的科技板块。在这个过程中我们的观点没有变化，但角度其实一直在变化。

我们24年下半年开始看好内需的时候，更多基于赔率视角，叠加部分细分行业基本面也不差。我们认为靠投资和出口拉动经济的模式遇到了瓶颈，从总量角度，出口大幅提升的空间不大，长期看，经济转向内需是一种必然。

25年一季度，我们一度看到内需的曙光，但三季度以来，随着宏观微观数据的走弱，以及部分公司业绩低于预期，内需板块股价继续下跌。

来到当下，市场继续一边倒地不看好消费，有明显非理性成分，比如一个科技行业的利好，会被解读成对消费的利空，一个消费微观变好的数据，会有人想方设法论证其不可持续。但我们认为内需的复苏路径其实已经比较清晰，拐点就在眼前。

**预期差一：消费不等于十四亿人的消费，每个人差异巨大。**

部分投资者强调收入预期没有改善且房价持续下跌，因此长期全面看空消费，但我们不这样认为。

消费的复苏需要收入预期的改善，这一点毋庸置疑，但我们想强调，收入的变化并不是十四亿人同步。在社会中，我们每个人周围大多也是与年龄、职业、阶层、地区以及经历的时代事件相近的人，这些人的经济状况和消费习惯大多是相似的。我们不能把自己的体感当作全貌。过去几年不同城市的社零数据，也因其产业结构、人口结构等差异，有巨大的分化。换一个角度，2020年消费大牛市，也不是十几亿人的收入预期改善，只是几千万人的消费，而2020年因为疫情冲击，反而是过去若干年全社会收入增长最差的一年，恐怕下一轮消费牛市，和这几千万人关系也是不大的，如果仍然只盯着这个人群，大概率会错过即将到来的消费大牛市。

1. 受冲击最大的人群负面影响在减弱：房地产价格对财富效应的拖累逐年减少，从数量角度，具有投资属性的房产是很小一部分，且随着绝对金额的下降，这种拖累在见底。不可否认这一部分群体是消费力最强的人群，是上一轮消费的主力，这也导致了消费过去几年的低迷。过去几年消费当然难言乐观，但如果只盯着这一人群，会把问题想的过于悲观。并且这部分人群的消费，仍然是未来选股需要尽量规避的。

2. 大量“个人资产负债表”干净的人群，如95后年轻人、老年人、二线及以下城市普通居民、农村居民等，他们近几年受到房地产财富效应的拖累并不大，且所处行业在过去几年受到冲击较小。他们数量庞大且收入预期稳定，但单体消费能力较弱。这些人群的结构亮点是收入预期非常稳定的老年人，和房价下跌带来“挤出效应”下降，反而提升消费意愿的95后年轻人。他们是消

费的基本盘，但部分对应不到上市公司。

3. 产业升级，带来高收入岗位占比提升：科技和消费从来不是对立面，消费和科技的对立仅仅存在于二级市场的筹码争夺层面，其实科技和消费从来都是互相促进的，全球最大的消费国和科技最强国是同一个国家，我国过去科技和消费的快速提升也是同步的。消费是科技进步最大的受益者。科技产业发达的杭州，社零数据在大城市中是一枝独秀的。科技产业的问题在于人均产值过高，我们能看到一线城市顶级豪宅的销售持续火爆，但一名“科技新贵”能够消耗的普通消费品，也不会比普通人多太多。他们是消费的结构亮点，目前体量较小，但在迅速壮大。

4, 反内卷：中国居民收入构成整体分为工资性收入、财产性收入、经营性收入、转移性收入，其中转移性收入占比只有百分之十几，且大部分构成是养老金和医保，市场最关注的补贴其实是非常小的一部分。对于制造业，通过反内卷的方式，把海外消费者红利，转移到股东回报（财产性收入）、员工工资（工资性收入）供应商利润（经营性收入），这其实是一种非常高效且可持续的需求刺激政策。随着反内卷的推进，我们有望迎来全社会收入预期的提升，尤其是制造业收入预期的提升。这个人群数量非常庞大，且收入基数不低，可能成为新中产阶级，如果再考虑他们的家庭，有望成为未来消费复苏的中流砥柱。且能对应到上市公司的收入。

综上，过去几年消费的下行，受损最严重的人群恰恰是上一轮消费牛市受益最明显的人群，这部分群体将从“拖后腿”的状态见底，而其他人群过去几年相对稳定且不乏结构性亮点。而未来随着企业盈利的复苏，全社会的收入将会出现向上的拐点。

#### 预期差二：消费的机会可能不等于肌肉记忆下上一轮的消费明星股

部分投资者认为消费等于某些五年前的部分明星股，因此认为这一轮空间最大的还是这些公司，但我们持保留意见。

##### 1. 在商品消费中，我们更看好大众品消费

以往的部分明星消费股，本质上是“宏观三驾马车”中的投资，通过投资产生的“涓滴效应”带动消费，所以过去有“白酒是早周期，大众品是晚周期”的说法。未来随着投资收益率的下行，以及投资类别和主体的变化，我们对于传统投资带动的以白酒和部分高端消费为代表的上一轮明星消费股不抱乐观期待。这一轮，我们看好的是收入再分配直接驱动的消费，因此我们更看好大众品消费。在商品消费中，我们会沿着二线及以下城市的消费升级、年轻人的消费、老年人的消费、新中产的消费寻找线索。

##### 2. 服务消费的基本面已经来到右侧，且未来空间无比巨大

之前我们已经分析过服务消费的空间和基本面的变化，我们想特别强调，服务消费未来的需求增长是爆发式的。

如果说商品消费和“可支配收入”相关，那么服务消费除了受“可支配收入”影响，还受“可支配时间”影响，尤其是“可支配时间”的弹性更大。

随着经济发展从增量时代过渡到存量时代，越来越多的行业增量机会变少，大家用更多时间休闲娱乐是一个长期必然的趋势，这既是政策鼓励的方向，也是自然规律。我国平均工作时长在23年是高点，之后24年持平，今年以来已经看到了统计的平均工作时长的缩短（已经考虑了就业率因素）

一天24小时，真正自主支配的时间大概就在3小时左右，包括主动的工作、学习、休闲、陪伴家人等，但过去大部分被工作占据，可支配时间近似等于0，我们看到手机使用时长今年都在快速增长，带来的是游戏等传媒类公司的机会。一周7天，且不论制造业和互联网等行业存在大量的单休或大小周，即使是双休日，真正可以周末不工作的人非常少，即使是周末近郊游，对于大部分人也是一种奢望，那么这种需求过去近乎等于0。由于过去服务消费需求在“可支配时间”有限的情况下极低的基数，他们渗透率的提升空间是非常大的。

需要花费“可支配时间”且具备悦己属性的服务消费，如游戏、旅游、体育、影视等，将成为新的“长坡厚雪”。其中，具备“可以产品化”特征的景区和游戏，是我们最看好的方向，部分公司可类比上一轮消费牛市中的白酒。而对于其他服务消费，我们也保持跟踪。

### 预期差三：消费股的空间远未达到天花板

部分投资者认为消费股没有空间。但我们不这样认为。我们认为消费有巨大的空间，而市场当下认为空间巨大的一部分赛道，可能并没有多大空间，仅有巨大的“波动率”。

#### 1. 过去的优势——优秀的商业模式依然存在，稳态盈利理应给予更高估值

如果比短期盈利弹性，消费无法和科技、周期、制造相提并论，但消费有其独特的优势。消费的一些“老生常谈”的优势，优秀的现金流、稳定的需求、相对较弱的周期性等等，这些优势在5年前被定价出很高的泡沫，但当下泡沫已经完全不存在了，反而我们去看这些当年被炒出泡沫的消费公司，过去几年在弱市下相对稳定的业绩表现，可以说当时对这些优势的判断，其实并没什么问题，只是低估了宏观因素对他们的影响。消费当下的低估值源于持续的通缩预期，一旦扭转这一预期（不需要太高），消费可以回归其“长坡厚雪”的本来估值水平。

#### 2. 当下的机遇——内需是必答题而不是选答题

我们25年的出口数据确实是超预期的，但这并不能打消我们对出口的长期顾虑。从出口结构上，亚非拉强于欧美，资本品强于消费品。举一个例子，我们如果出口服装，可以出口一百年，但出口做服装的设备，可能只能出口几年，几年后还会影响我们自己服装的出口。虽然我们出口商品的附加值一直在提升，但从总量角度大幅提升的空间不大。在这种背景下，内需是必答题，

而不是选答题。

### 3. 未来空间——“真消费”元年，真实需求远未触及天花板

我国消费率偏低，部分研究将其归因于价格优势和汇率偏离。但我们认为价格优势和汇率偏离确实使得我们的消费率比真实消费率看起来还低，但这并不代表我们的消费没有空间。

比如部分投资者常用中国人均蛋白摄入量已经超过美国、日本等发达国家来证明中国消费没有提升空间，但美国的蛋白摄入中，70%是肉类蛋白，而我国只有40%，日本也有60%，我们的商品消费过去取得了非常显著的进步，但升级的需求远未达到天花板，更不用说可选属性的服务消费。很多一线城市习以为常的消费，如果放在十四亿人的视角下，渗透率还有巨大的提升空间。每个人都想过的更好一点，这是永恒的需求。

上一轮的很多明星消费股，其实并不是“消费”，而是过往发展模式下的“投资”。投资和消费有促进也有对立，一方面投资行为可以产生涓滴效应，间接拉动消费，此外民生相关领域的投资给居民提供了低成本的公共服务，居民可以有更多可支配收入用于消费；但很多内卷式的投资，反而压低了企业盈利和居民收入，挤占了真正的消费，使得我们的很多产业一方面具有全球领先的竞争优势，但是无法产生高收入的就业岗位。幸运的是，我们已经观察到一些积极的变化。无论是政策层面还是数据层面，我们看到从“生产驱动”向“需求驱动”未来有望实现供需平衡的一些信号，我们相信这些变化会使得收入改善预期更加持续，而不是一次性的刺激。从这个角度，“高质量增长”其实是消费的巨大利好。

对于“内需政策”的观察，远远不应局限于补贴，涉及治理取向的方方面面。在当下时间点，我们认为这种变化意义深远，已经看到了积极信号，会持续基于新的线索跟踪并调整组合。

资本市场喜欢用“元年”来形容一个产业有光明的未来，我们认为2026年是“真消费”元年，不再是过去“为别人的消费”，而是“为自己的消费”。

需要强调的是，我们会区分“应然”和“实然”，消费整体基本面尚处在左侧，我们买入组合的公司，都是已经出现基本面右侧信号的公司，并非基于某种愿景。如果把“基本面”默认定义为“短期可跟踪的景气度”或者“季度净利润同环比增速”，那我们看好的两个方向，短期都没有很强的所谓“基本面”，我们的信心源自于我们大量制造业，在全球具有绝对领先的份额和定价权，但全行业亏损或微利，以及政策已经开始对这种矛盾进行修正，这种转向，带来的既是中游周期的机会，也是内需消费医药的机会，更是整个市场的机会。

## 4.5 报告期内基金的业绩表现

截至本报告期末，本报告期A类份额净值增长率为4.43%，同期业绩比较基准增长率为0.01%；C类份额净值增长率为4.27%，同期业绩比较基准增长率为0.01%。

#### 4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

无。

### § 5 投资组合报告

#### 5.1 报告期末基金资产组合情况

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	1,085,368,885.76	94.07
	其中：股票	1,085,368,885.76	94.07
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	-	-
	其中：债券	-	-
	资产支持证券	-	-
4	贵金属投资	-	-
5	金融衍生品投资	-	-
6	买入返售金融资产	-	-
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	-	-
7	银行存款和结算备付金合计	67,596,309.83	5.86
8	其他资产	852,484.40	0.07
9	合计	1,153,817,679.99	100.00

#### 5.2 报告期末按行业分类的股票投资组合

##### 5.2.1 报告期末按行业分类的境内股票投资组合

代码	行业类别	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
A	农、林、牧、渔业	-	-
B	采矿业	-	-
C	制造业	825,844,891.60	71.88
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	23,767,980.64	2.07
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	35,971,680.44	3.13
G	交通运输、仓储和邮政业	-	-
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	35,583,278.00	3.10
J	金融业	-	-
K	房地产业	-	-
L	租赁和商务服务业	20,355,771.00	1.77
M	科学研究和技术服务业	15,534.08	0.00
N	水利、环境和公共设施管理业	143,829,750.00	12.52

0	居民服务、修理和其他服务业	-	-
P	教育	-	-
Q	卫生和社会工作	-	-
R	文化、体育和娱乐业	-	-
S	综合	-	-
	合计	1,085,368,885.76	94.46

### 5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

注：无。

### 5.3 期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的股票投资明细

#### 5.3.1 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细

序号	股票代码	股票名称	数量(股)	公允价值(元)	占基金资产净值比例(%)
1	002064	华峰化学	10,132,200	111,454,200.00	9.70
2	002627	三峡旅游	14,601,300	108,341,646.00	9.43
3	301087	可孚医疗	2,243,678	100,225,096.26	8.72
4	000830	鲁西化工	4,886,396	80,967,581.72	7.05
5	605507	国邦医药	2,826,723	70,102,730.40	6.10
6	300596	利安隆	1,411,000	59,558,310.00	5.18
7	300973	立高食品	916,400	39,405,200.00	3.43
8	600426	华鲁恒升	1,183,200	37,187,976.00	3.24
9	002727	一心堂	2,795,100	35,944,986.00	3.13
10	603199	九华旅游	965,400	35,488,104.00	3.09

### 5.4 报告期末按债券品种分类的债券投资组合

注：无。

### 5.5 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名债券投资明细

注：无。

### 5.6 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名资产支持证券投资明细

注：无。

### 5.7 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名贵金属投资明细

注：无。

### 5.8 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名权证投资明细

注：无。

## 5.9 报告期末本基金投资的股指期货交易情况说明

### 5.9.1 报告期末本基金投资的股指期货持仓和损益明细

注：本基金基金合同的投资范围尚未包含股指期货投资。

### 5.9.2 本基金投资股指期货的投资政策

本基金基金合同的投资范围尚未包含股指期货投资。

## 5.10 报告期末本基金投资的国债期货交易情况说明

### 5.10.1 本期国债期货投资政策

本基金基金合同的投资范围尚未包含国债期货投资。

### 5.10.2 报告期末本基金投资的国债期货持仓和损益明细

注：本基金基金合同的投资范围尚未包含国债期货投资。

### 5.10.3 本期国债期货投资评价

本基金基金合同的投资范围尚未包含国债期货投资。

## 5.11 投资组合报告附注

### 5.11.1 本基金投资的前十名证券的发行主体本期是否出现被监管部门立案调查，或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形

本基金投资的前十名证券中本期没有发行主体被监管部门立案调查的、或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的证券。

### 5.11.2 基金投资的前十名股票是否超出基金合同规定的备选股票库

本基金投资的前十名证券没有超出基金合同规定的证券备选库。

### 5.11.3 其他资产构成

序号	名称	金额（元）
1	存出保证金	295,093.13
2	应收证券清算款	-
3	应收股利	-
4	应收利息	-
5	应收申购款	557,391.27
6	其他应收款	-
7	其他	-
8	合计	852,484.40

### 5.11.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

注：无。

### 5.11.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

注：无。

### 5.11.6 投资组合报告附注的其他文字描述部分

由于四舍五入的原因，投资组合报告中数字分项之和与合计项之间可能存在尾差。

## § 6 开放式基金份额变动

单位：份

项目	鹏华优质治理混合（LOF）A	鹏华优质治理混合（LOF）C
报告期期初基金份额总额	745,108,531.37	67,232,594.78
报告期期间基金总申购份额	36,434,991.25	43,191,847.94
减：报告期期间基金总赎回份额	37,840,394.22	41,922,192.33
报告期期间基金拆分变动份额（份额减少以“-”填列）	-	-
报告期期末基金份额总额	743,703,128.40	68,502,250.39

## § 7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况

### 7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况

注：无。

### 7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

注：无。

## § 8 影响投资者决策的其他重要信息

### 8.1 报告期内单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况

注：无。

### 8.2 影响投资者决策的其他重要信息

无。

## § 9 备查文件目录

## 9.1 备查文件目录

- (一) 《鹏华优质治理混合型证券投资基金（LOF）基金合同》；
- (二) 《鹏华优质治理混合型证券投资基金（LOF）托管协议》；
- (三) 《鹏华优质治理混合型证券投资基金（LOF）2025年第4季度报告》（原文）。

## 9.2 存放地点

深圳市福田区福华三路168号深圳国际商会中心第43层鹏华基金管理有限公司。

## 9.3 查阅方式

投资者可在基金管理人营业时间内免费查阅，也可按工本费购买复印件，或通过本基金管理人网站（<http://www.phfund.com.cn>）查阅。

投资者对本报告书如有疑问，可咨询本基金管理人鹏华基金管理有限公司，本公司已开通客户服务系统，咨询电话：400-6788-533。

鹏华基金管理有限公司

2026年1月21日