

鹏华优质治理混合型证券投资基金
(LOF)
2025 年第 1 季度报告

2025 年 3 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：2025 年 4 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 2025 年 04 月 18 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 01 月 01 日起至 2025 年 03 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	727,273,619.58 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	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。 1、整体资产配置策略 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。 2、行业配置策略 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。 行业配置的主要步骤为： ①通过以下分析，确定行业相对投资价值 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； 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； 3）优势行业的发展模式分析； 4）行业的财务状况分析。 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。 3、个股选择策略 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。 本基金个股选择的步骤如下： （1）股票所属上市公司的治理结构评估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： 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； 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； 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； 4) 股东权益保护条款：如公司章程等行为规范文件中是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； 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： 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； 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。 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。 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。 （2）历史成长性股票筛选 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 $ROE \times (1 - \text{红利支付率})$、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。 （3）成长性股票筛选 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： 1) 行业因素 这主要从企业的市场空间、行业景气周期以及行业成长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： 3) 规模：企业规模尚有发展潜力，未来成长空间巨大； 4) 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； 5) 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； 6) 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； 7) 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； 8) 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 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。 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。 6、投资决策程序 （1）决策依据 （a）国家有关法律、法规和本基金合同的有关规定； （b）国家宏观经济环境及其对证券市场的影响； （c）货币政策的变化； （d）利率走势与通货膨胀预期； （e）地区及行业发展状况； （f）上市公司价值发现； （g）国内及国际著名研究机构的研究报告。 （2）决策程序 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： （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。 （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。 （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。 （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票。 （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。 （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。 （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。 （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。 （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。 （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員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。 （k）监察稽核部对投资流程的合法合规性进行监控。	
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	556,158,164.14 份	171,115,455.44 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

§ 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 1 月 1 日-2025 年 3 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	20,944,766.12	4,308,535.63
2. 本期利润	39,348,319.96	2,559,754.73

3. 加权平均基金份额本期利润	0.0701	0.0354
4. 期末基金资产净值	601,920,188.95	174,947,482.55
5. 期末基金份额净值	1.0823	1.0224

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	6.93%	1.15%	-1.02%	0.69%	7.95%	0.46%
过去六个月	12.53%	1.69%	-1.73%	1.05%	14.26%	0.64%
过去一年	12.27%	1.69%	9.09%	0.99%	3.18%	0.70%
过去三年	-8.97%	1.29%	-1.75%	0.85%	-7.22%	0.44%
过去五年	20.22%	1.40%	11.27%	0.88%	8.95%	0.52%
自基金合同 生效起至今	40.16%	1.49%	37.82%	1.20%	2.34%	0.29%

鹏华优质治理混合（LOF）C

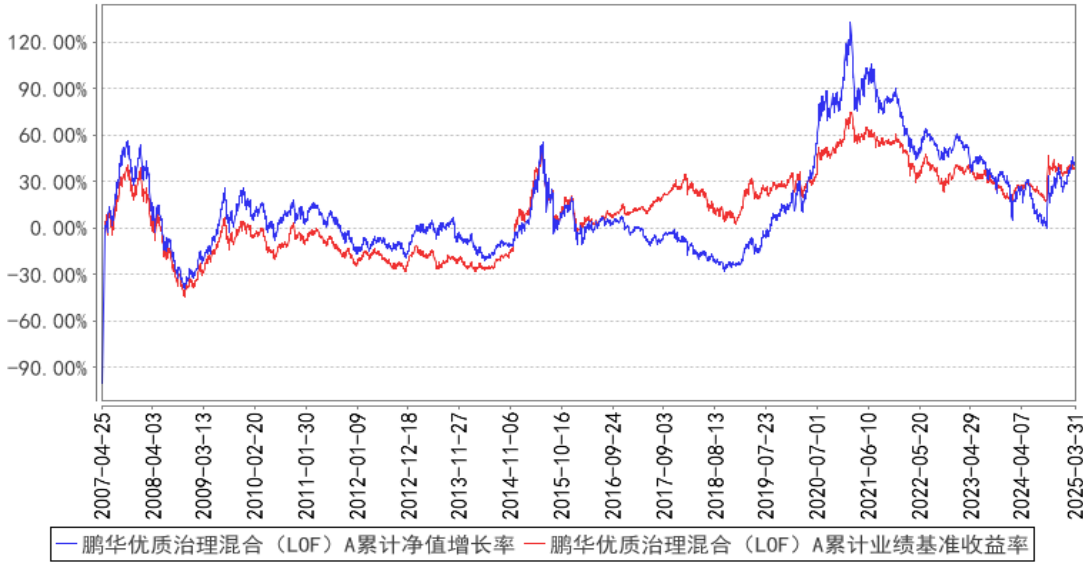
阶段	净值增长率①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①—③	②—④
过去三个月	6.78%	1.15%	-1.02%	0.69%	7.80%	0.46%
过去六个月	12.22%	1.69%	-1.73%	1.05%	13.95%	0.64%
过去一年	11.62%	1.69%	9.09%	0.99%	2.53%	0.70%
自基金合同	2.24%	1.63%	9.12%	0.92%	-6.88%	0.71%

生效起至今						
-------	--	--	--	--	--	--

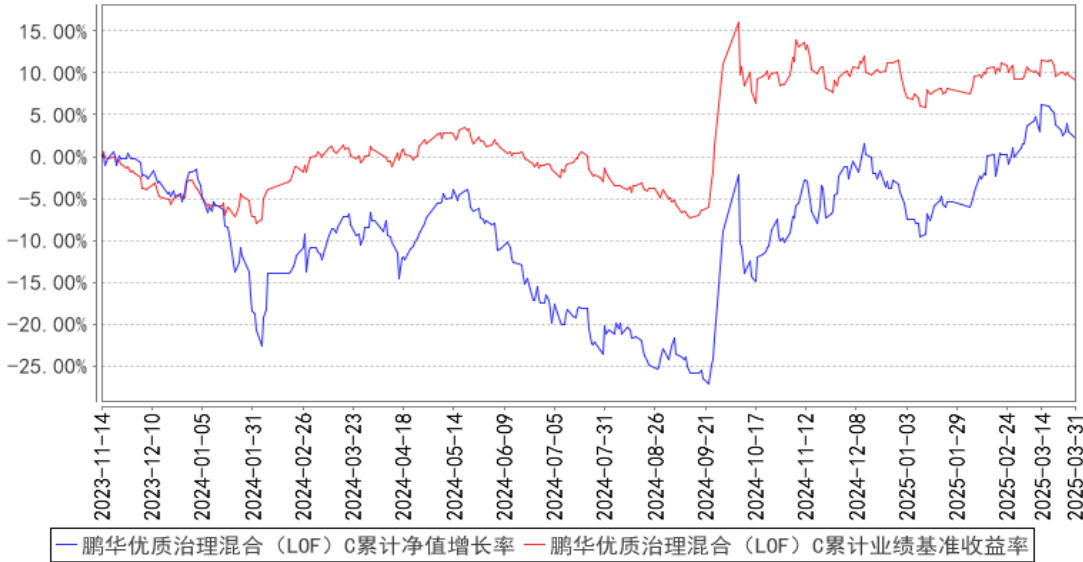
注：业绩比较基准=沪深 300 指数收益率×75%+中证综合债指数收益率×25%。

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

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		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
陈金伟	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基金经理, 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	1,238,763,739.02	2023-11-09
	私募资产管理计划	1	162,438,198.91	2024-10-18
	其他组合	—	—	—
	合计	4	1,401,201,937.93	—

无。

4.2 管理人对报告期内本基金运作合规守信情况的说明

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。本报告期内，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。

一季度以来，以 AI 应用、机器人、深海科技、可控核聚变等为代表的主题投资表现突出，表现最差的则是过去几年表现最好的红利类资产，我们持仓的内需相关的医药、消费及中游周期类行业表现介于二者之间，因此我们的表现也无功无过。我们对于热门的主题行业也进行了一些学习，希望努力不被时代淘汰，但是我们没有参与投资。我们对这些股票上涨的理解是，股票市场同时具有投资和融资两种属性，新兴产业的发展需要资本市场适度泡沫来输血，对于产业资本和这些行业的创业者，只有二级市场的泡沫足够大，产生足够高的回报，才能激励他们去不断投身这些高风险的行业，使得他们视角下的高风险低回报，变成高风险高回报，新能源、半导体等很多产业早期的发展都是主题。所以基于 A 股市场的融资属性角度，这些股票的上涨具有合理性，且对社会能产生正外部性。即使不持有这些股票的人不会因为这些股票的上涨受益，但是长期看会因为这些产业的发展而在现实生活中受益。只不过我们对自身投资的理解还是做定价，寻找一些能够定价的资产。所以我们尊重这些股票的上涨的合理性，但是我们没有参与，两者并不冲突。

展望未来，我们认为当下极有可能是一轮风格切换的拐点，我们看好的内需类资产，不是特朗普关税下的权宜之计，不是避险，更不是“高低切”。每一轮风格切换最开始都会被解读成“高低切”，因为这个时候，之前占优的行业或者风格，交易非常拥挤，但是反而因此能有更多看好的声音，每一个顶部，都有一个当时看似完美，但是事后看来十分可笑的逻辑。而未来占优的行业或者风格，在底部线索往往不那么清晰，看起来往往是“跌的足够多、筹码足够轻、估值足够低、很难更差”之类似是而非的理由。

我们最看好的两个行业是内需相关的消费和医药，我们的仓位绝大部分在这两个行业，同时我们认为一部分中游周期（包括化工、钢铁、新能源等）也值得关注。

我们强烈看好消费：

1. 短期，一部分消费品在复苏，而且是在没有强政策刺激下的复苏，除了“新消费”以外，“老消费”也有亮点

过去两年消费的机会，更多是“新消费”等结构性机会，而从今年春节后，我们看到了一些传统消费复苏的迹象，如餐饮链、眼科等都实现了弱复苏，从中观角度，二手房销售等数据也是超预期的。背后的原因，我们认为是财富效应带来的对未来预期的企稳，从月度调查来看，9 月底政策转向以后，随着资产价格企稳，一线城市及高收入群体的信心直线提升。内需已经从过去

几年的负 beta，到了一个零 beta 附近，在这一背景下，不同类型消费的分化会非常大。有些人质疑收入预期的提升才能增加消费，其实收入预期不下降，就会去消费，只不过是更加理性的消费，消费者在重新调整收入预期后，更加理性的选择出的新品种尤其值得重视。

2. 中期，新质生产力带动了政府和企业的资本开支，提升了社会的活力

坦率地说，目前为止我们没有看到 AI 和人形机器人成熟的应用场景，也没有任何持仓，我们对这方面也没什么深入的研究。但是我们非常希望 AI 和人形机器人为代表的新质生产力能够尽快走出来，因为 AI 和人形机器人都是提升生产效率的工具，新技术会带来社会财富的增加。有人用马车夫看到汽车来形容人类会被 AI 和人形机器人代替，但是我们认为马车被汽车代替，不仅仅是因为汽车效率更高，更是因为汽车产业及上下游创造了更多的财富和工作岗位。新技术的未来一定意味着总量层面更多的总需求。而中短期看，无论 AI 和人形机器人能不能尽快找到应用场景，我们都已经看到了社会信心的提升，这和半年前“失去三十年”的时候，截然不同，地方政府和以科技类公司为代表的企业投入资本开支的动力更足。这些都会实实在在产生至少一部分群体的收入预期提升，而这会直接拉动内需。二十年前，承载资本开支的载体是房地产，十年前是制造业，而今天很可能就是机器人和 AI 代表的新质生产力，美中不足就是这些产业目前找到的应用场景很少，以及这些产业链条相对较短，拉动的实物消耗量较小（相比地产和汽车）。

3. 长期，消费在经济增长中从选答题变成必答题

从长期看，我们认为依靠出口的经济增长模式已经走到一个瓶颈。对于普通制造业来说，我们在全球占比已经很高了，提升空间其实不大。以化工行业为例，中国化工行业产值已经达到全球的 50%，如果继续试图提升份额，一方面从禀赋角度可能已经不允许，一方面也会面临地缘政治的冲突。

而对于消费品或者高端制造这些相对高附加值的行业，因为文化认同的原因，我们出海到欧美相对比较困难。中国占全球经济总量接近 20%，欧盟占 20%，美国占 20%多，日韩澳新等其他发达国家加起来占 20%，剩下其他国家加起来占 20%左右，坦率地说，过去两年的出海其实是到剩下 20%经济体量的国家，因为消费品跟人口基数、人均收入有关，而高端制造业和产业结构有关，剩下 20%国家的市场在高端制造业和消费品的市场潜力，静态看还比较有限，而且这还没有考虑部分国家政局不稳定的因素。我们不怀疑部分优秀公司能够通过自身的竞争力，能够持续在海外扩张，但是从整个国家角度，未来依靠出口增长的空间已经相对有限了，这是与关税税率是多少关系不大的。

从对经济总量的贡献来看，消费在 18 年的时候占比能达到接近 60%，而去年这个比例降到

只有 40%左右，这里的差值主要就是出口占比提升带来的，这一方面确实说明中国的制造业竞争优势在这几年是在增强的，但是根据我们上面的分析，我们认为未来如果仅仅依靠制造业出口的难度会相当大。内需未来的重要性从一个选答题，变成了一个必答题。

第一、从场景角度，我们认为服务类消费好于实物类消费，我们看好旅游、文娱、餐饮及供应链、人力资源服务等细分行业

从消费提升潜力角度，中国很多实物类消费的人均消费量已经持平甚至超出发达国家，但是服务类消费还存在较大提升空间。

从实现路径角度，严格执行双休日，学生春假，大厂反内卷等举措，都能起到增加服务类消费时间的效果，而这些方案并不需要消耗太多财政资源，虽然从某种程度上可能会提升企业成本，但是导向的变化是最重要的，以制造业为例，制造业目前仍大量存在单休日或者大小周交替的现象，从某种程度上存在合理性，制造业是重资产行业，职工可以下班，但是机器无法随时开停，工厂需要保持开工来摊薄固定资产折旧，但是制造业的财务人员或者人力资源是否没有必要单休？虽然很多问题在具体执行的时候有种种困难，但是未来的导向是低效的加班和内卷不再成为一种政治正确。

从对经济拉动角度，服务类消费的连带作用更大，比如我们去看一场球赛，除了买门票之外，还会产生餐饮、交通及纪念品等连带消费。

第二、从品类角度，相比传统消费，我们更看好银发经济、谷子经济、首发经济、宠物经济等为代表的新型消费；相比传统的品牌消费，我们更看好回归产品本质的具有强产品力的公司，如餐饮供应链等的相关机会

A 股上市的品牌消费品公司大部分依托于过去 20 年中产群体数量的增加，及这一群体收入预期的提升。因为大部分品牌消费品公司的核心消费群体没有产生显著的收入改善预期，因此这些公司没有产生实质基本面变化。我们需要强调的是，随着培育传统中产的几大重点行业（金融、地产、医疗、互联网等）发展先后从高速发展期进入成熟期，以及未来刺激消费的方式可能从间接（通过投资刺激）转向直接，我们难以期待这一情况有非常大的改善。

我们更看好的是新型消费。除了中产对应的品牌消费，过去消费倾向较低，或者不被传统公司视为重点客户的老年人以及更年轻人群存在很大的消费潜力，包括银发经济、首发经济、谷子经济等。

我们强烈看好医药：

从供给端看：我们认为医药是委托代理模型，使用 and 支付分离，存在信息差，即使是最标准的药品，我们认为也不应该理解成标准化的消费品，更不用说器械和服务，这种信息不对称意味

无论何种政策，行业整体都存在天然的超额盈利。其次，药品企业和器械企业都承担了创新风险，理应有相应的超额利润，从商业模式角度，医药相比其他行业仍然优势突出。

从需求端看，市场普遍担心政策压力。首先，大部分院外消费本来就是政策免疫的，在此不赘述。对于院内需求，不同于大部分医药投资者的观点，我们认为医保的问题并非医药自身的问题，而是社会长期创造财富能力下降的问题，而医药是唯一矛盾可以后置的行业，在矛盾全面爆发之前，我们可以通过商保等诸多方式来开源。而医药的底层需求是最真实的刚需，且随着人口老龄化而持续扩大。此外，医药的估值无论是横向比较还是纵向比较，都处在性价比极高的位置。

复盘过去几年医药最强赛道，我们会发现一些有趣的规律：

2019-2020 年医药最强赛道消费医疗，背后是消费升级，在全市场映射的是茅台为代表的高端消费，这一类股票也是贯穿 19-20 年全市场表现最好的资产。21 年表现最好的低质耗材，背后是海外疫情造成供应链转移到国内，出口产业链的高景气，映射的也是当年最强主线之一的制造业出口；22 年整体上是一个熊市，当年表现最好的资产是中药为代表的低估值防御类公司，映射的也是当年全市场最抗跌的低估值类红利资产。23 年开始创新药一枝独秀，而同期 AI 的横空出世也使得科技类资产表现突出。24 年整体上是医药熊市，但是上半年的原料药，以及四季度的生命科学上游都产生了阶段性的超额收益，在全市场分别映射了出海（原料药本质上是外需）以及四季度小市值并购重组的投资机会。25 年一季度以来，AI 医疗和创新药的表现最为突出，其实和 AI 应用、机器人是类似属性的资产。一方面在微观上我们看到的是医药每个子行业产业逻辑在每一年发生的变化是这些子行业相对表现的主导因素，但是背后是否还有一种可能，就是这些子行业的表现是全市场某种特定宏观环境的映射呢？

基于此，我们更看好当下不被看好的院外消费医疗，也是因为我们认为未来消费属性的内需空间会更大，我们认为消费医疗的机会不一定是上一轮的明星股，因为上一轮的明星股增长的驱动还是中产阶级的消费消费升级，这一群体的收入预期在过去几年受到冲击较大，展望未来，我们看好这一群体的收入预期能有一定修复，但是并不看好这一群体会有很大的弹性。我们更看好刚需属性，且终端使用者是老年人，受益于老龄化的家用医疗器械和药店。过往的医药主要是围绕需求的研究，而最近两三年，除了创新药外，大部分子行业的需求都是受到压制的，而药店可能是医药行业内部，第一个出现供给收缩的子行业。参考消费和周期等传统行业，都出现过在需求不增长甚至收缩的环境下，供给驱动的十倍股，我们认为药店是有这种潜力的。

我们也看好院内严肃医疗，尤其是创新链条，包括创新药和创新器械等，我们认为在全市场的科技类公司中，创新药是还没有泡沫化的，同时中国创新药企业的全球竞争优势是被显著低估

的。除了创新链条，我们认为，集采政策纠偏，会使得仿制药从螺旋通缩预期，变成低利润水平下稳定盈利预期，积极向创新药转型且仿制药业务能提供稳定现金流的公司有望得到重估。

总之我们认为医药不是局部被低估，是全面被低估。

我们关注中游周期：

中游周期行业，以化工为例，很多处在成本曲线左侧的公司已经破净，从品类上看，很多产品的产能投产今年基本结束。因此板块具备足够的赔率。但是由于需求侧驱动不强，以及供给侧目前还缺乏供给侧改革或者环保督察类型的强力政策，因此基本面尚处在左侧。

从好的一面看，我们看到传统的中游周期行业，很多公司都在积极拥抱 AI 和机器人，短期看，这是他们的投资机会。但是当很多不相关的公司也积极拥抱 AI、机器人等科技趋势，积极“AI+”、“机器人+”的时候，我们也看到很多公司还在处理上一轮“新能源+”甚至是上上轮“互联网+”产生的坏账和减值。对于他们的同行竞争对手来说，这种“AI+”或者“机器人+”其实是一种变相的产能出清，所以长期看，这其实是他们竞争对手的机会。

对于中游周期行业，我们认为还没有到板块的大机会，但是我们保持跟踪，并且其中一部分供需格局良好的小品种已经率先走出来了，我们也会努力捕捉。

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 6.93%，同期业绩比较基准增长率为-1.02%；C 类份额净值增长率为 6.78%，同期业绩比较基准增长率为-1.02%。

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	720,537,817.43	91.22
	其中：股票	720,537,817.43	91.22
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	60,219,409.25	7.62
8	其他资产	9,098,030.11	1.15
9	合计	789,855,256.79	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	546,806,341.56	70.39
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	—	—
E	建筑业	—	—
F	批发和零售业	62,238,551.92	8.01
G	交通运输、仓储和邮政业	21,255.20	0.00
H	住宿和餐饮业	8,393,286.00	1.08
I	信息传输、软件和信息技术服务业	153,500.22	0.02
J	金融业	—	—
K	房地产业	—	—
L	租赁和商务服务业	27,797,138.00	3.58
M	科学研究和技术服务业	3,215,261.53	0.41
N	水利、环境和公共设施管理业	49,328,535.00	6.35
O	居民服务、修理和其他服务业	—	—
P	教育	5,872,268.00	0.76
Q	卫生和社会工作	16,711,680.00	2.15
R	文化、体育和娱乐业	—	—
S	综合	—	—
	合计	720,537,817.43	92.75

5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

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	301087	可孚医疗	1,574,427	53,876,891.94	6.94

2	300119	瑞普生物	3,011,300	53,420,462.00	6.88
3	300973	立高食品	1,092,800	44,914,080.00	5.78
4	603214	爱婴室	1,657,800	33,255,468.00	4.28
5	688192	迪哲医药-U	670,540	32,856,460.00	4.23
6	688089	嘉必优	1,312,674	32,423,047.80	4.17
7	688068	热景生物	325,514	31,093,097.28	4.00
8	603939	益丰药房	1,163,512	28,983,083.92	3.73
9	300298	三诺生物	1,212,232	28,838,999.28	3.71
10	600576	祥源文旅	3,144,500	28,772,175.00	3.70

5.4 报告期末按债券品种分类的债券投资组合

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

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

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

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

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

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

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

浙江祥源文旅股份有限公司在报告编制日前一年内受到中国证券监督管理委员会浙江监管局的处罚。

以上证券的投资已执行内部严格的投资决策流程，符合法律法规和公司制度的规定。

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	258,037.37
2	应收证券清算款	8,814,418.05
3	应收股利	—
4	应收利息	—
5	应收申购款	25,574.69
6	其他应收款	—
7	其他	—
8	合计	9,098,030.11

5.11.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

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

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	564,422,798.35	13,266,016.86
报告期期间基金总申购份额	1,306,137.13	162,645,010.87
减:报告期期间基金总赎回份额	9,570,771.34	4,795,572.29
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	556,158,164.14	171,115,455.44

§ 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

无。

7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

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

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 1 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：4006788999。

鹏华基金管理有限公司

2025 年 4 月 21 日