

鹏华优质治理混合型证券投资基金
(LOF)
2026 年第 1 季度报告

2026 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：2026 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 2026 年 04 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 2026 年 01 月 01 日起至 2026 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	1,025,506,710.75 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 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 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</p>

	<p>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。</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>3、个股选择策略</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。</p> <p>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</p>
--	---

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×(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。

(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

	<p>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。</p> <p>②企业因素</p> <p>这主要从以下几个方面加以考虑：</p> <p>1) 规模：企业规模尚有发展潜力，未来成长空间巨大；</p> <p>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；</p> <p>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；</p> <p>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；</p> <p>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；</p> <p>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。</p> <p>（4）股票的价值评估</p> <p>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。</p> <p>（5）存托凭证投资策略</p> <p>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。</p> <p>4、债券投资策略</p> <p>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</p>
--	---

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

	<p>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。</p> <p>(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。</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。</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	813,573,951.10 份	211,932,759.65 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 (2026 年 1 月 1 日-2026 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	105,889,893.06	16,626,558.90

2. 本期利润	1,452,808.85	-33,033,423.63
3. 加权平均基金份额本期利润	0.0018	-0.1637
4. 期末基金资产净值	1,171,865,692.71	269,154,650.71
5. 期末基金份额净值	1.4404	1.2700

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	1.31%	1.49%	-2.68%	0.73%	3.99%	0.76%
过去六个月	5.80%	1.35%	-2.67%	0.72%	8.47%	0.63%
过去一年	33.09%	1.35%	11.53%	0.72%	21.56%	0.63%
过去三年	21.45%	1.43%	11.74%	0.80%	9.71%	0.63%
过去五年	1.01%	1.31%	-2.69%	0.82%	3.70%	0.49%
自基金合同 生效起至今	86.53%	1.48%	53.71%	1.18%	32.82%	0.30%

鹏华优质治理混合 (LOF) C

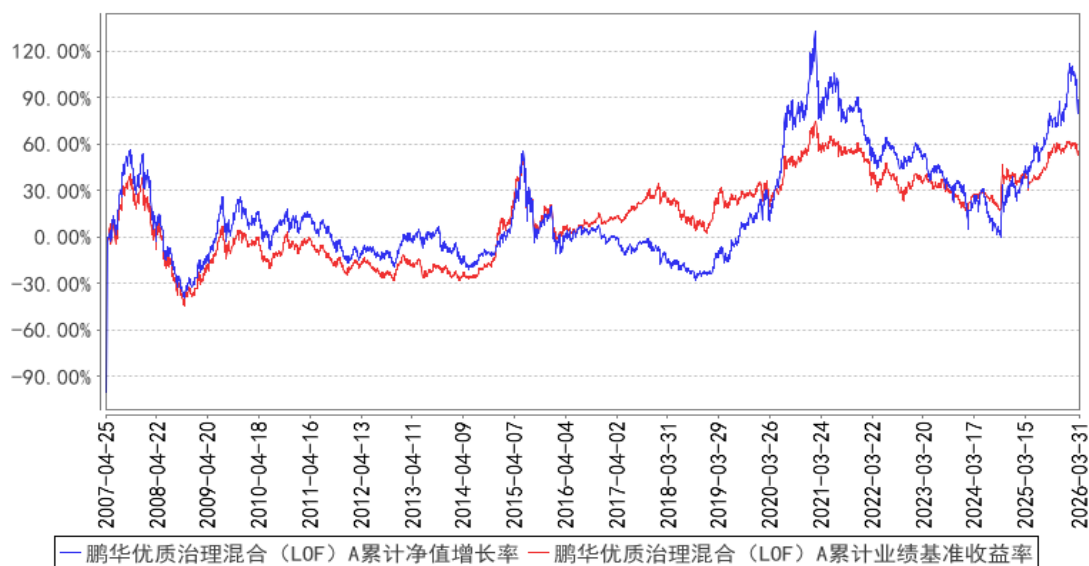
阶段	净值增长率①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①—③	②—④
过去三个月	1.16%	1.49%	-2.68%	0.73%	3.84%	0.76%
过去六个月	5.48%	1.35%	-2.67%	0.72%	8.15%	0.63%
过去一年	32.29%	1.35%	11.53%	0.72%	20.76%	0.63%
自基金合同	35.25%	1.52%	21.70%	0.84%	13.55%	0.68%

生效起至今						
-------	--	--	--	--	--	--

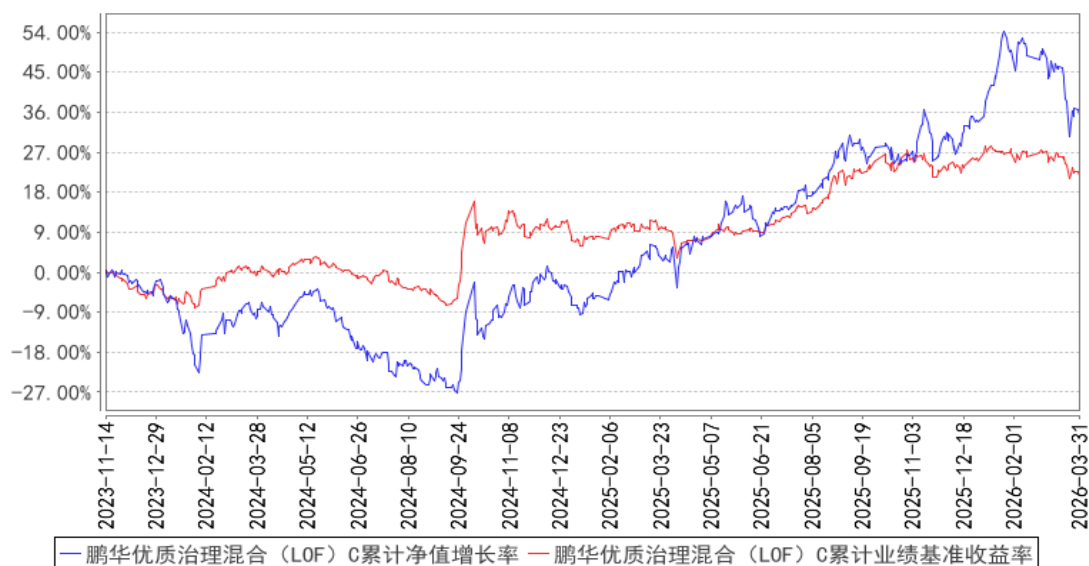
注：业绩比较基准=沪深 300 指数收益率×75%+中证综合债指数收益率×25%。

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

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		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
陈金伟	本基金的基金经理	2023-11-09	-	12 年	陈金伟先生, 国籍中国, 经济学硕士, 12 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/投资经理。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规定的有关规定。

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	2,554,053,568.26	2023-11-09
	私募资产管理计划	1	170,803,685.65	2024-10-18
	其他组合	-	-	-
	合计	4	2,724,857,253.91	-

注：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制造以及内需属性的消费医药。一季度，我们减持了部分短期上涨较多的化工，增持了短期下跌较多的必选消费以及刚需消费医疗。这并不改变我们中期看好中游的观点，仅仅是基于短期预期回报率的差异做了一些平衡。

关于化工为代表的中游制造，我们前期的观点一部分得到了市场的验证。我们的核心观点在于，反内卷本质上是一个需求刺激政策，既通过反内卷的方式，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）和供应商利润（经营性收入）。内卷并非都是坏的，在特定的历史阶段，他起到了积极的作用，而当下，我们面临一定的必要性，去推动生产向消费的转型，在这个过程中，中游周期制造和消费都将显著受益，在此不再赘述，

我们认为当下化工行业进入了一个短期（月度-季度维度）的观察验证期，我们持续在这方面跟踪和研究，从中期（1-2 年）看，化工为代表的中游行业仍然是我们最看好的行业之一。我们对于化工能向下游传导上游成本压力非常有信心，这种信心源自化工的供给格局和全球断层领先的竞争优势。

而短中长期，我们最看好的另一个行业是消费的部分子行业，这一方向是过去五年表现最差的方向，一季度表现依然糟糕，但可能是长期（3-5 年）空间最大的方向，因此重点阐述。需要强调，我们看好消费并非基于避险，甚至不想强调他下跌久/筹码结构好/估值低，单独这些理由并不足以支撑板块的上涨，也不是我们买入任何一个行业或公司的理由，我们最重视的永远是中长期的成长性。我们多花一些文字说明消费，并不代表我们只看好消费，只是市场对这个行业的偏见实在太多了。

一、消费股的问题出在哪里？

消费当下基本面纵向比较处在底部爬坑过程中，横向比较其实也并不差，真正的问题出在长期通缩预期，消费是较弱的现实，极弱的预期

消费当下基本面肯定不算好，但也不算差。纵向比较，我们看到社零数据已经企稳，微观上，23-24 年，消费行业上市公司中数据表现较好的可能只有 1%，25 年数据表现较好的占比可能是 5-10%，所以有了 25 年第二季度的“新消费”行情，但是“新消费”这个概念本身就意味着没有产业链的线索，更多是个股的点状线索，只能用“新”概括。而今年消费行业数据好的比例预估是 20-30%，其实已经在变好，且已经有比较明显的产业链线索，如服务消费、餐饮供应链等，我们持有的大部分公司都有能接受的增长；只是还没有好到能够引起市场共鸣。行业见底弱

复苏是当下的现状。

横向比较，过去五年整体上是公认的消费熊市和科技牛市，这种牛熊的差别在普遍意义上被认为是基本面驱动的。我们选取消费最有代表性的食品饮料和科技最有代表性的电子行业，把当下业绩和上一个公认的盈利高点 21 年作比较，计算每个行业 25 年前三季度盈利超过 21 年前三季度盈利（年报还没有出全）的比例，这一比例食品饮料是略超过电子的（同时远超其他内需型科技行业），这虽然不够严谨，我们认为科技硬件的上涨具有非常扎实的基本面基础，如通信行业绝大部分公司业绩是大幅超出的，同时股价表现也非常亮眼，但家电行业业绩超过 21 年的比例同样很高，但是股价却持续低迷。我们只是想提醒，虽然大家认为涨跌是基于真实的利好或利空，但同样的利好和利空，在不同行业反应是不同的，而这种差异，背后反应的更多是未来的预期，较少是因为当下的现实。

现在被调侃的，当年 70 倍市盈率的白酒，100 倍的酱油，也并不是因为他们业绩当期增长有多快。而是当时他们增长 20%，但大家默认未来十年都有这样的增长，而当下消费低估的原因是，如果一个消费公司有 20% 增长，大家默认明年是不增长的。其背后就是当下对于通胀缺乏信心。

因此概括消费基本面现状，消费短期的基本面在从底部缓慢复苏，近两年一年比一年好，当下整体一般，但是不同区域、不同品类分化巨大，如果横向对比，整体并不算差，消费是较弱的现实，极弱的预期。

消费的稳定性溢价，以及龙头的竞争优势，在当下都没有被定价

消费过去五年处在下行周期，但是消费股稳定性一直存在，至少被调侃的白酒龙头和酱油龙头的 25 全年盈利都超过了 20-21 年的盈利，而当时同样风光的很多科技龙头，很多亏损或大幅下滑；同样比如“优秀公司溢价”，在五年前一个口才好的董秘，或者一个颜值高的创始人，都会让市场认为这个公司应该给予溢价，部分研究甚至成了颂歌，当时对于优秀的定义，很大程度是“说”出来的，而在消费下行五年后，一些公司用最简单粗暴的收入利润逆势增长证明了自身的优秀，而这种溢价在当下反而不被承认。

消费的长期结构性问题，都存在正反两个方面，当下没有任何悲观的理由。

在研究消费的长期问题上，市场五年前把长期利好研究的有多“深刻”，当下就把长期利空研究的有多“深刻”，在这里我们不详细展开。从整体角度，我们非常乐观，至少老生常谈的几个所谓长期问题背后都隐含了长期机会。比如消费长期在政策中定位是否重要，取决于我们是把消费当作投资生产活动的附属，还是驱动经济增长的动能；再比如人口结构问题，取决于我们观察的是哪部分人群；再比如长期需求见顶问题，取决于你认为供给质量是否还有提升空间，还是

你认为所有消费都可以直接穿透到一系列简单的数字，比如所有食物都可以用简单的“蛋白质摄入量”来代表，无论去哪都可以用“人均出行次数”来代表；再比如房地产影响，我们已经分析过，对于不同群体影响不一。甚至比如 AI 引起的潜在失业，这些长期结构性问题都存在利弊两个方面，但是五年前我没听到任何“弊”的方面，而当下好像都是“弊”。总之，一部分人群和品类的消费会继续衰落，但是同时另一部分人群和品类的消费会继续崛起，从总量角度，消费的提升空间很大。

二、消费的基本面可能如何起来？

我们认为消费估值低迷，背后是通缩的预期，而这种通缩的预期是否有可能被打破成了关键。相当一部分投资者会把内需政策，理解为直接发钱或者补贴，并感慨一句“还是没有真金白银”，但是从我们的角度，我们更看重供需的再平衡带来的企业盈利改善。

从高层定调“供强需弱矛盾突出”来看，能够指出“供强”，是与之前只是提到需求不足有本质不同，客观的讲，在不算少数的行业，全球假设只有中国一国生产，也足以满足全球需求，这也是当下我们反内卷的必要性所在。我们已经看到了通过供需再平衡实现物价改善的路径。我们以“反内卷”为例，来阐述供需再平衡的影响，当然这不是唯一的路径：

不同于市场主流看法，把反内卷当成一个供给端政策，在我们看来，反内卷主要是一个需求刺激政策。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。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补贴可持续得多。一次性的补贴不一定会带来消费，消费的关键影响因素在于长期收入预期。

驱动企业盈利回升的路径，不只是狭义的反内卷带来的价格上涨，也包括更广泛意义上的“反内卷”，也就是中国制造从价格竞争走向技术附加值提升的反内卷，包括中国出海商品复杂

度提升。从初级加工品到高端制造，中国出口商品，从折价到平价再到溢价的提升，以及科技发展带来的产业升级。这也是我们一直以来的观点，消费和科技并不是对立面，我们发展的科技基本上都是民用科技，服务目的是经济增长、民生改善、商业应用，科技的发展带来的高附加值产业发展，以及高收入岗位数量增加，都会带动消费的增长。

我们目前看到了什么？

我们一再强调，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。我们是在赔率资产找胜率买点，因此，跟踪验证和及时修正就很重要，如果用短期可跟踪的需求同环比增速来定义狭义的“基本面”，消费基本面整体上还在左侧，但是为什么我们觉得当下就是买点？因为我们看到政策已经在“供”和“需”之间做了选择，也看到了部分数据的修复，以及我们提到的前置指标企业盈利已经开始改善。

中短期看，传导路径越来越清晰，右侧信号越来越多

很多人会说“经济不好，所以消费起不来”其实这是比较的模棱两可的观点，因为这解释不了过去几年 GDP 和消费的分化，从 GDP 的支出法角度，GDP 包括投资、净出口和消费。比如制造业投资下滑会拖累投资项，从而拖累 GDP，但是制造业投资下滑意味着供给收缩，利好物价回升，利好消费，因此一件拖累“经济”的事情可能是利好消费的。2026 年，GDP 目标下调至 4.5-5%，和 2016 年供给侧改革期间也是制定区间目标一样，在去产能的背景下，GDP 当期增速必然受拖累，但会带来物价和企业盈利的提升。理解我们过去几年 GDP 和消费的分化，可以去参照部分中游龙头公司 23-24 年在建工程和净利润的分化，前者与 GDP 相关，而后者与消费相关，通过这些数据，就能理解 GDP 和消费的分化在哪里，供给和需求的矛盾是什么，以及平衡的路径，在这里不展开。

我们认为今年就是通缩到通胀的拐点，PPI 带动 CPI 的修复正在发生。当然油价上涨带来的冲击并不在我们定义的良好通胀的范畴内，但基于(1)我们对中国中游产业垄断定价权的信心，(2)当下 PPI 仍处在低位的现实(3)战争之前 PPI 及 CPI 已经处在上升通道中，我们认为油价的冲击带来的负面影响整体上是可控的，并没有影响我们今年良性通胀的判断。

长期看，不同于普遍被关注的“发钱”，制度改革带来的社会资源分配，才是最重要的消费政策

目前市场普遍将消费政策的关注点放在补贴，也就是所谓的“真金白银”，似乎消费只依赖于直接发钱，但是我们之前已经分析过，补贴仅仅是“转移性收入”中很小的一部分，我们绝大部分的收入，必然来自于企业的盈利（无论是工资、财产增值还是经营所得）。即使在转移性收

入内部，我们更关注的也是养老金、医保以及民生投资，也就是所谓的“投资于人”。

我们已经逐渐观察到制度改革带来的社会资源再分配。比如创业板 IPO 改革，鼓励新型消费和现代服务业，其意义堪比 19 年推出科创板。之前消费板块的一个困境是缺乏新增供给，消费的 IPO 改革至少包含两方面利好：其一是给我们早期买到优质成长公司的机会。其二是行业发展早期，往往是高风险的，而 IPO 给了企业家和一级市场资本一条退出渠道，将会调动更多社会资源投入这一行业。再比如带薪年假的落实以及春秋假的推行，除了对服务消费的具体影响之外，我们还看到政策已经在生产和消费之间做了再平衡，因为增加假期增加了企业的成本。同样类似于消费税的改革，由于目前方向尚不明朗，以及限于篇幅不便展开。

以上变化，都不是所谓的“真金白银”，但其意义远非“真金白银”可比，这些都体现出我们已经把内需真正摆在重要的位置上。所以我们当下布局消费不是预期消费数据周期性复苏带来的反弹，也不是作为避险品种看待，而是看好消费板块持续数十年的变化，以及持续数年的消费牛市。

三、消费的空间在哪里？

基于我们追求长期成长的投资框架，我们虽然认可很多一线龙头的价值，但我们将消费当成一种“进攻”，而非“避险”，因此会适度淡化确定性和股息率，适度追求空间。我们目前找到的消费未来空间比较大的线索有以下三个，这三个方向从潜在市场空间角度都是数倍甚至十数倍的：

服务消费

从战略意义上，服务业是吸纳就业的主战场，且目前在经济总量中的占比有极大提升空间。如果说商品消费受“可支配收入”影响，那么服务消费受“可支配时间”影响更大。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，25 年已经出现下滑（已经考虑了就业率因素）。需要花费“可支配时间”且具备悦己属性的服务消费，如旅游、体育、游戏等，将成为新的“长坡厚雪”。

商品消费中的大众消费，尤其关注下沉市场

过去几年的社零数据，下沉市场是显著好于一线城市的，这种高线和低线消费的差异来自于几个方面：一是产业结构带来的工资性收入差异；二是资产负债表中房产比例的差异，三是房地产价格下跌时间的差异，四是就业结构带来的工资性收入、财产性收入、经营性收入比例的差异。

从总体消费数据上，我们实际上已经能看到很多消费数据在复苏，全国范围的社零数据其实

已经企稳一段时间，市场之所以难以认同，一个重要原因是，二级市场大部分专业投资机构都分布在一线城市，这一群体对于消费的过度悲观受到所处行业、地区、自身资产负债表结构以及周围群体的影响很大，如果全局看，我们并不觉得消费现状很好，但是远没有一线城市感受的那么糟糕。比如 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工资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，所以我们虽然看好消费，我们也不看好大部分上一轮消费牛市的主力消费人群的消费，这一部分消费会有周期性复苏，但是从成长角度空间有限。

我们认为二线及以下城市的消费升级空间巨大。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商品消费没有提升空间，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，三四线城市有中国 70%的人口和 60%的社零。其隐含的潜在天花板，是上一轮消费牛市天花板的数倍。

很多一线城市眼中消费降级的品类，其实是下沉市场的消费升级，有大量的商品消费，虽然在一线城市有很高的渗透率，但在下沉市场几乎空白。在一线城市，质价比，强调的是“价”，基本和“消费降级”是近义词，但在二线及以下城市，更多强调的是“质”，因此我们能看到一方面一线城市在消费降级，但是对于二线以下城市，只有便宜而没有品质的商品反而不好卖了，他们反而开始追求质量的升级。部分投资者对政策中提到“用优质供给刺激消费”嗤之以鼻，对于相对高收入的一线城市专业机构投资者群体来说，那些供给或许不够“优质”，但在大部分三四线及以下城市，能找到一个高品质的咖啡厅、烘焙店都是很难的，哪怕这些品牌，是一线城市眼中的“降级”。就像二十多年前，麦当劳是考试取得好成绩的奖励，十多年前，必胜客在班级聚餐这种场景才能吃到，在广大的二三四线城市，一线城市过去二十年的消费升级将会重新上演一遍，不同的是，这一轮的受益人群可能是上一轮的十倍。

下沉市场消费，类似 22-23 年的亚非拉资本品出海，大部分公司还没有将相关业务分拆出来，但是在这些区域有布局的公司，已经在报表层面体现出和其他公司的差异。过去几年从社零驱动因素上看，下沉市场已经成为主力，这些市场的消费相当一部分属于地方品牌，因此在全国性上市公司的收入中占比尚不明显，随着这些地区的消费从区域品牌向全国品牌升级，这一影响会越来越显性。

刚需属性的消费医疗

也即医药中的必选消费，包括家用医疗、连锁药店和功能医学，也是我们尤其看好的方向。

在医药行业内部基于技术壁垒的“鄙视链”来看，他们或许处在末端，但是在我们的视角下，他们在老龄化大背景下承载的服务职能是被严重低估的，未来的空间可能也是最大的。在医药内部，他们相对政策脱敏，且负面影响基本出清，在消费内部，他们的需求来自于刚性的对健康的追求，且随着人口老龄化，在未来数十年都有确定性的增量。不同于过往主要以“变美”为目的的消费医疗，我们看好的消费医疗普遍以“变健康”为目的。

四、我们正站在消费新周期的起点

坦率地说，我们上一轮的消费明星股，大多是投资和生产活动的附属，很多是“为了别人而消费”，而我们看好的这三大类资产，普遍都是更关注自身需求，消费不再是投资、生产活动的附属品，也不再是为了甲方/上级/异性的消费，也不需要给别人看，而是给“老己”的消费。一次旅游的体验，一杯奶茶，并没有商务上的目的，也没有炫耀的属性，但是绝对不是消费降级，而是给自己的消费升级。奶茶永远替代不了高端白酒在商务上起的作用，但对于 99%的人来说奶茶比白酒好喝。

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 1.31%，同期业绩比较基准增长率为-2.68%；C 类份额净值增长率为 1.16%，同期业绩比较基准增长率为-2.68%。

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	1,355,405,903.55	92.58
	其中：股票	1,355,405,903.55	92.58
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	105,057,736.90	7.18

8	其他资产	3,577,280.62	0.24
9	合计	1,464,040,921.07	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	36,149.82	0.00
C	制造业	912,552,872.23	63.33
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	153,098,860.00	10.62
G	交通运输、仓储和邮政业	37,953,529.50	2.63
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	-	-
J	金融业	-	-
K	房地产业	-	-
L	租赁和商务服务业	-	-
M	科学研究和技术服务业	-	-
N	水利、环境和公共设施管理业	251,764,492.00	17.47
O	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	1,355,405,903.55	94.06

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	002627	三峡旅游	16,030,500	127,282,170.00	8.83
2	605507	国邦医药	4,215,523	109,561,442.77	7.60
3	002004	华邦健康	19,629,400	102,661,762.00	7.12
4	300596	利安隆	2,324,800	95,502,784.00	6.63

5	002727	一心堂	7,004,500	88,817,060.00	6.16
6	603199	九华旅游	2,134,600	82,310,176.00	5.71
7	301087	可孚医疗	1,297,026	72,931,771.98	5.06
8	600189	泉阳泉	9,717,400	72,783,326.00	5.05
9	603939	益丰药房	2,634,500	64,281,800.00	4.46
10	300973	立高食品	1,873,757	60,709,726.80	4.21

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	473,727.34
2	应收证券清算款	3,008,513.24
3	应收股利	-
4	应收利息	-
5	应收申购款	95,040.04
6	其他应收款	-
7	其他	-
8	合计	3,577,280.62

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	743,703,128.40	68,502,250.39
报告期期间基金总申购份额	141,589,337.74	258,613,744.35
减：报告期期间基金总赎回份额	71,718,515.04	115,183,235.09

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	813,573,951.10	211,932,759.65

§ 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）2026 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：400-6788-533。

鹏华基金管理有限公司

2026 年 4 月 21 日