

鹏华优质治理混合型证券投资基金
(LOF)
2025 年第 3 季度报告

2025 年 9 月 30 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 10 月 27 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 10 月 24 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 07 月 01 日起至 2025 年 09 月 30 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	812,341,126.15 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： 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 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	745,108,531.37 份	67,232,594.78 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 7 月 1 日-2025 年 9 月 30 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	50,526,803.98	9,027,503.90

2. 本期利润	108,156,549.00	22,302,182.15
3. 加权平均基金份额本期利润	0.1638	0.1808
4. 期末基金资产净值	1,014,477,285.36	86,208,649.45
5. 期末基金份额净值	1.3615	1.2822

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	14.09%	0.92%	12.94%	0.63%	1.15%	0.29%
过去六个月	25.80%	1.35%	14.59%	0.72%	11.21%	0.63%
过去一年	41.56%	1.52%	12.60%	0.89%	28.96%	0.63%
过去三年	19.33%	1.36%	20.76%	0.82%	-1.43%	0.54%
过去五年	0.17%	1.37%	8.21%	0.85%	-8.04%	0.52%
自基金合同 生效起至今	76.32%	1.48%	57.92%	1.19%	18.40%	0.29%

鹏华优质治理混合（LOF）C

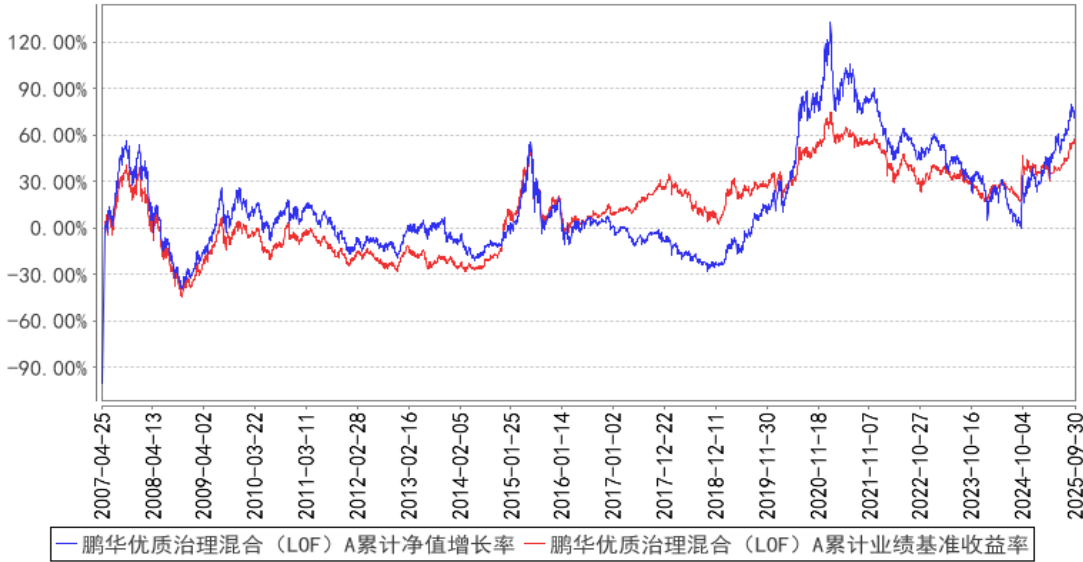
阶段	净值增长率①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①—③	②—④
过去三个月	13.90%	0.92%	12.94%	0.63%	0.96%	0.29%
过去六个月	25.41%	1.35%	14.59%	0.72%	10.82%	0.63%
过去一年	40.73%	1.52%	12.60%	0.89%	28.13%	0.63%
自基金合同	28.22%	1.56%	25.04%	0.87%	3.18%	0.69%

生效起至今						
-------	--	--	--	--	--	--

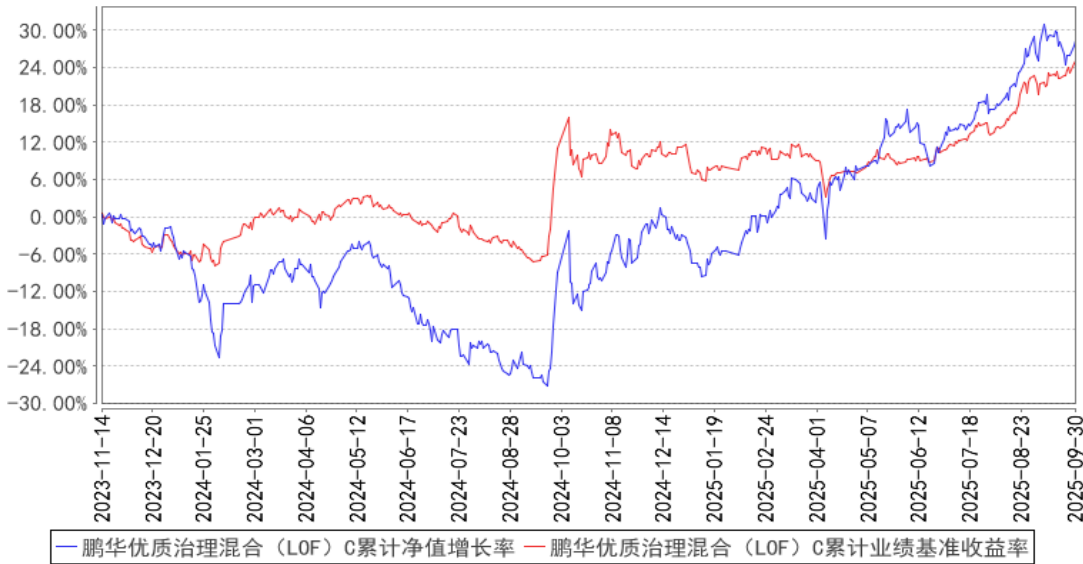
注：业绩比较基准=沪深 300 指数收益率×75%+中证综合债指数收益率×25%。

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	—	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	1,768,634,985.32	2023-11-09
	私募资产管理计划	1	211,501,737.24	2024-10-18
	其他组合	—	—	—
	合计	4	1,980,136,722.56	—

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内。

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。

三季度，市场呈现出“慢牛”的特征，极少数科技龙头负责“牛”，其他股票负责“慢”，以沪深 300 为例，整个三季度上涨约 18%，但涨幅前 10 的股票贡献了沪深 300 接近一半的收益，而这 10 只股票仅有一只不属于科技行业。

新兴产业与传统行业的分化引起了一些争论，但更多是底层价值观的分歧，从我们的角度就是“未来是否可以预测”，以我们不算长的从业经历来看，没有任何一次基本面向下拐点和泡沫破裂是同步的，甚至前瞻指标都是无效的，仅仅可以解释过去，无法预测未来，因为每一次的泡沫都不一样，每一次的泡沫仅仅会对下一次增加一个变量来解释，但是下一次泡沫的破裂一定不是因为这个相同的变量。只要你的变量足够多，你可以解释历史上所有股价的拐点，除了下一次。买入或者高位持有这些股票相当于相信能跟踪或者把握到这个拐点，我们不相信我们能跟踪到或者把握到这个股价向下的拐点，我们的代价就是我们基本上会踏空所有泡沫的机会，这也无所谓对错。

年轻的时候接触的事情很多可以把握和预测，比如考试，熬夜多复习一下，就会考的高一点，写研究报告，加班多查点数据，就会比之前写得好一些，因此容易产生“股价的上涨是由我扎实的案头分析、深入的实地调研，精准的盈利预测决定的”的想法，这时候普遍喜欢相信趋势，但是当工作久了，你可能发现，股票在某个阶段的涨跌，甚至过去的成功或者挫折可能很大程度上是一个偶然，比如你入行的行业，做基金经理以后前几年是顺风还是逆风，乃至更大的人生选择，都不是能预测甚至你自己决定的，这个时候就会发现其实未来可预测性没那么高，因此有可能会更相信价值，敬畏不确定性。不同价值观也没什么高低。我们也并不属于两个极端，年轻的优势在于可以无限试错，但是我觉得还需要增加了一个考量：你的资金属性是什么，资金属性是否适合“无限试错”？

我们因没有持有科技股，在这个阶段大幅落后，但是我们也乐于见到科技股的大幅上涨。

首先，股票市场本来就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，才能激励他们不断投身这些高风险行业，使得他们视角下的高风险低回报，变成高风险高回报，科技泡沫对于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，但长期会因为这些产业的发展而在现实生活中受益。

其次，我们布局的方向偏内需，而上涨的科技方向历来是群众基础最高的方向，这些方向的

上涨将阶段性改善投资者的经济状况，提振消费信心，间接刺激到我们持仓的方向。此外，正在发生在这些领域的减持，也会长期改善大股东和高管的经济状况，这是他们辛勤工作以及创造社会价值的合理回报，这对于内需也是有积极作用的。

第三，少数股票的大幅上涨为其他股票的上涨打开了空间。如果一个市场上，市场认可度最高的方向都无法涨出高度，那其他股票也不会涨到那里去。

第四，我们虽然没有科技股，但我们的同行超配科技股获得了不错的收益，整体跑赢指数，这会提升整个主动权益行业的社会形象，对比前两年在非工作场合，我们尽可能避免提及自身的职业，在这个角度上我们也是受益的。

三季度我们大幅增持了中游周期龙头，主要是化工，也有少量新能源、轻工，我们认为市场上存在一些对反内卷的偏见：

1. 反内卷是否是反市场化？其实我们认为内卷才是反市场化，因为市场化背景下，效率低的产能会自发出清，从而实现行业盈利回升。但是内卷的根源并非仅仅是企业自身行为，更是来自于各地方政府绑定企业无止境扩张，对于环保、劳动保障等方面的无底线宽容，这造成了一个怪现象，一方面中国的制造业全球无敌，但是另外一方面，大部分制造业盈利低下，无法为员工提供高收入，也无法为他们的上游供应商提供盈利和就业岗位，更无法为股东创造回报，而统一大市场恰恰是通过市场化手段反内卷，去除地方保护，实现资源更高效的配置。

反内卷是否仅仅是供给端政策？反内卷同时是需求端政策，因为反内卷意味着要素的市场化改革，意味着劳动力要素、土地要素、资本要素等等回报率提升，这本身就是最直接的内需刺激政策。举一个最直观的例子，快递的反内卷改善了几百万快递小哥的收入，本身就是直接的消费刺激政策，这只是劳动力要素一个角度，其他要素同理。

反内卷是否一定要大幅去产能？对于很多行业，反内卷不一定要大幅去增量，控制增量的效果已经可以很好。以化工为例，在大家印象中，21 年后化工行业新增了大量产能，且需求低迷，但如果稍做研究不难发现大部分化工品当下开工率并不低，主要原因包括：近几年化工品的单边下跌，带来了用量的提升；化工品海外需求占比越来越高，填补了内需不振的缺口，尤其是从化工品大类角度，制造业在替代传统地产链在需求中的拉动；海外竞争对手如欧洲企业在退出等等。

反内卷是否等同于价格暴涨？我们当下能预期价格见底，PPI 逐渐转正，龙头盈利修复，但是暂不期待价格暴涨。对于很多行业来说，龙头和二三线公司的差距在过去几年是在拉大的，在周期底部，龙头有能接受的盈利水平，而二三线公司已经亏到现金流。这一轮我们暂不期待价格的暴涨，所以我们认为现阶段只有行业龙头公司具有较大空间，我们目前配置的主要是龙头而非

弹性品种。

在中游行业中，我们现阶段买的最多的是化工，主要理由有几个

产业链条相对较长，使得化工龙头相比二线公司优势足够大。

下游较分散，也就意味着供需反转后，价格弹性能够充分体现，对比某些下游较集中的行业，但即使供需发生反转，因为下游集中度高且核心技术多掌握在下游客户手中，价格向下游传导的难度较大。

需求端整体跟随全球消费，整体上受到生产强度，以及 AI 资本支出等因素扰动较小，一方面这解释了化工品价格近几年相比其他大宗商品的弱势，但是另外一方面，也造成它的周期位置更好，未来资本开支更少。

化工行业在全球竞争优势已经断层领先，历史上也发生过产品价格从短期协同到继续内卷的循环，但是现在和当时的环境已经不同。以前的内卷虽然造成阶段性盈利承压，但是长期看，企业在全中国范围获取了更大的市场份额，但是这一轮，从很多细分行业的角度，我们在全中国的份额已经非常高，很多细分行业中国产能占全球 70-80%甚至更高，从企业定价策略角度，内卷意义已经不大，那么定价更理性是必然的。更需要强调的是，化工是链条非常长的产业，比如一个化工品 A 副产 B，在国内可以很容易找到 B 的下游从而消化掉，但是在其他国家可能根本没有 B 的下游，造成 B 只能白白浪费，这样的例子其实很多，除了其他中国制造业的优势，这样的网络在其他国家复制，在很长时间内都不可能，因此我们这一轮除了可以期待化工企业盈利的修复，还有可能看到部分产品随着新增产能的减少，企业定价策略的长期变化，以及中国最具优势的产业得到重估。各个科技行业的“deepseek 时刻”令人激动，但毕竟是追赶者的身份，而中国的化工产业则是真正的遥遥领先，在全中国范围内地位相比美国科技有过之而无不及。试想一个场景，某一个化工品，需求是绕不开的刚需，中国少数几家产能占到全球 80%，国外仅存的少量产能都处在亏损状态，国内新增产能受到反内卷的压制，海外复制这条产业链在若干年内都不可能，而需求端还在稳定增长，可以说这样的行业在全中国范围已经进入“终局”状态，而这样的化工细分行业数量越来越多，而当下这些公司处在盈利周期和估值的双底部，未来的空间不可限量。

我们仍然看好医药和消费的一部分细分领域，理由在这里不再赘述。但是我们想特别强调服务消费的投资机会，主要受益于两个关键约束的放开。

第一个是供给约束。很多人质疑服务消费财政补贴不足，其实服务消费基本不需要财政补贴，难道谁因为财政补贴才会玩游戏？如果服务消费还需要大量补贴，那么说明产品本身就没有生命力。服务消费往往是供给创造需求，我们看到无论是管制的放开，还是内容的创新，供给的约束都在逐渐放开。

第二个更重要的是时间约束。商品消费主要受制于收入约束，服务消费除了受制于收入约束，更受制于时间约束。尤其是在收入短期难以大幅提升的背景下，时间约束显得更重要。如果考虑购买力平价因素，中国的商品消费其实已经达到发达国家水平，但是在服务消费如旅游、游戏、影视等方面有较大提升空间，这也说明时间约束对服务消费的影响。

国内除假日时长低于欧美，休假形式也有差异。比如黄金周无论国内国外的景点都挤满了中国的游客，因为旅游不仅仅需要钱，更需要时间，中国的旅游需求几乎仅限于 3 个黄金周集中释放，而国外的主动休假制度造成他们的旅游需求更平滑。中国游客热衷于拍照打卡，因为他们一年能旅游的机会并不多，喜欢通过拍照的方式抵御时间的不可复制性，和美好永恒挂钩。而欧美游客，因旅游更频繁，普遍更重视体验，因此在景区相对较少看到欧美游客拍照打卡。

工作时间缩短对服务消费的影响不是线性的，而是爆发式的。时间约束的解除带来需求爆发式增长，最具代表性的例子就是老年人。这几年我们看到银发旅游团数量大幅增加，原因就是，一个人在退休前后，最大的变化就是一年可以长途旅游的时间从 2-3 周，变成全年 52 周，那么针对中老年人旅行特征（重休闲）的旅游形式，如不需要做攻略的游轮游等需求开始爆发式增长。

从更广泛的人群角度，我国工作时长在 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），背后原因可能有以下几个：

第一是自然发生的：当一个行业从快速增长期进入成熟期，行业会经历一个从短期更卷到长期相对不卷的过程，这一现象在部分行业已经看到。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，都在变得没有以前“卷”。包括劳动力的代际变化，我们身边也能看到 00 后和 90 后、80 后对待工作时长的差异。

第二是政策引导：如部分省份已经开始的中小学春秋假、假期的延长等。参照历史，1999 年的黄金周制度是当时刺激消费，走出通缩的重要抓手之一。

第三是企业推动：体制内和部分国有企业已经在自发进行反内卷，互联网和制造业公司以前大量存在的单休、大小周的情况，今年以来也有减少迹象。

实际上过去几年服务消费已经开始独立于商品消费增长，老生常谈的收入预期问题我们之前也已经分析过，这种收入预期的变化是分行业、分地区的，仿制药到创新药的升级，传统制造到高端制造的升级，带来的是相关从业人员收入的大幅提升，历史上没有任何科技进步的结果是经济的倒退（可能个别行业或者个别人会成为代价），否则这种科技进步就不会也不该发生，而在未来值得期待的就是时间约束放开带来的服务消费爆发。

除了旅游之外，我们对游戏、影视、体育等其他可选属性的服务消费也保持关注。巨大的市

场、强大的基建、高素质劳动力过去带动了中国制造业的崛起，未来也会带动服务业的崛起。

当下投资者普遍不相信反内卷和促内需，只相信科技牛，而一个真正的长牛，尤其是科技股的长牛，最需要的恰恰是“反内卷”和“促内需”。

对于硬科技，只有反内卷成功，产业合理分工，企业不再盲目追求规模和一体化，硬科技的盈利周期才可以不像历史上那么短。虽然资本周期在任何国家都存在，但是在中国周期特别短，造成无论什么行业，盈利均值回归特别快的原因，恰恰是因为内卷，需求有增长从而更容易吸引资本涌入的硬科技行业反而比传统行业更需要“反内卷”。从这个角度，海外需求主导的科技硬件，也无需将高盈利过度归因于高壁垒或强产业趋势，因为海外需求主导的桌椅板凳也比国内的桌椅板凳有高得多的盈利水平。

对于软科技，促进内需，投资于人，认可人的价值，认可服务和专业的价值，使得下游客户都愿意为服务付费而不是只为硬件付费，软科技类的公司，才可以真正实现长期的盈利，而不是在大部分时间都在“海外映射”。从这个角度，大多缺乏实体承载的软科技类公司，可能比消费更需要“促内需”。

如果没有未来的行业真的没有未来，那么有未来的行业也不会有未来，如果有未来的行业真的有未来，那么没有未来的行业也会有未来。

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14.09%，同期业绩比较基准增长率为12.94%；C类份额净值增长率为13.90%，同期业绩比较基准增长率为12.94%。

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	1,041,852,042.80	94.27
	其中：股票	1,041,852,042.80	94.27
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	62,810,613.72	5.68
8	其他资产	550,934.63	0.05
9	合计	1,105,213,591.15	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	718,494,682.34	65.28
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	884,627.47	0.08
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	32,872,898.39	2.99
G	交通运输、仓储和邮政业	117,028,357.00	10.63
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	12,822,647.76	1.16
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	18,256.34	0.00
N	水利、环境和公共设施管理业	159,730,573.50	14.51
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	1,041,852,042.80	94.65

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	002928	华夏航空	10,266,600	102,871,332.00	9.35
2	002627	三峡旅游	15,591,800	93,706,718.00	8.51
3	002064	华峰化学	9,318,300	84,982,896.00	7.72
4	000830	鲁西化工	4,886,396	70,950,469.92	6.45
5	600426	华鲁恒升	2,512,300	66,852,303.00	6.07
6	300596	利安隆	1,379,400	53,851,776.00	4.89
7	601636	旗滨集团	7,408,700	53,194,466.00	4.83
8	605507	国邦医药	2,240,860	51,136,425.20	4.65
9	002960	青鸟消防	3,525,200	44,734,788.00	4.06
10	688192	迪哲医药-U	581,395	41,401,137.95	3.76

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	287,490.18
2	应收证券清算款	212,277.51
3	应收股利	—
4	应收利息	—
5	应收申购款	51,166.94
6	其他应收款	—
7	其他	—
8	合计	550,934.63

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

序号	股票代码	股票名称	流通受限部分的公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）	流通受限情况说明
1	688192	迪哲医药-U	41,401,137.95	3.76	非公开发行 流通受限

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	588,163,755.03	170,651,514.73
报告期期间基金总申购份额	206,649,350.36	51,564,133.59
减:报告期期间基金总赎回份额	49,704,574.02	154,983,053.54
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	745,108,531.37	67,232,594.78

§ 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 3 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

2025 年 10 月 27 日