

鹏华产业精选灵活配置混合型证券投资基金

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	鹏华产业精选混合
基金主代码	005812
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2018 年 5 月 9 日
报告期末基金份额总额	434,484,681.75 份
投资目标	在严格控制风险的前提下，积极把握产业发展趋势，通过对产业和个股的精选，力求超额收益与长期资本增值。
投资策略	<p>1、资产配置策略</p> <p>本基金将通过跟踪考量通常的宏观经济变量（包括 GDP 增长率、CPI 走势、M2 的绝对水平和增长率、利率水平与走势等）以及各项国家政策（包括财政、货币、税收、汇率政策等）来判断经济周期目前的位置以及未来将发展的方向，在此基础上分析研判 A 股市场以及港股市场、债券市场、货币市场的预期收益与风险，并据此进行大类资产的配置与组合构建，合理确定本基金在股票（包括 A 股和港股）、债券、现金等金融工具上的投资比例，并随着各类资产风险收益特征的相对变化，适时动态地调整各资产投资比例。</p> <p>2、股票投资策略</p> <p>本基金通过自上而下及自下而上相结合的方法挖掘 A 股和港股的优质公司，构建股票投资组合。核心思路在于：1) 自上而下地分析行业的增长前景、行业结</p>

	<p>构、商业模式、竞争要素等分析把握其投资机会；2)自下而上地评判企业的核心竞争力、管理层、治理结构等以及其所提供的产品和服务是否契合未来行业增长的大趋势，对企业基本面和估值水平进行综合的研判，深度挖掘优质的个股。</p> <p>(1) 自上而下的行业遴选</p> <p>本基金将自上而下地进行行业遴选，重点关注行业增长前景、行业利润前景和行业成功要素。对行业增长前景，主要分析行业的外部发展环境、行业的生命周期以及行业波动与经济周期的关系等；对行业利润前景，主要分析行业结构，特别是业内竞争的方式、业内竞争的激烈程度、以及业内厂商的谈判能力等。基于对行业结构的分析形成对业内竞争的关键成功要素的判断，为预测企业经营环境的变化建立起扎实的基础。</p> <p>(2) 自下而上的个股选择</p> <p>本基金通过定性和定量相结合的方法进行自下而上的个股选择，对企业基本面和估值水平进行综合的研判，精选优质个股。</p> <p>1) 定性分析</p> <p>本基金通过以下两方面标准对股票的基本面进行研究分析并筛选出优质的公司：</p> <p>一方面是竞争力分析，通过对公司竞争策略和核心竞争力的分析，选择具有可持续竞争优势的公司或未来具有广阔成长空间的公司。就公司竞争策略，基于行业分析的结果判断策略的有效性、策略的实施支持和策略的执行成果；就核心竞争力，分析公司的现有核心竞争力，并判断公司能否利用现有的资源、能力和定位取得可持续竞争优势。</p> <p>另一方面是管理层分析，通过着重考察公司的管理层以及管理制度，选择具有良好治理结构、管理水平较高的优质公司。</p> <p>2) 定量分析</p> <p>本基金通过对公司定量的估值分析，挖掘优质的投资标的。通过对估值方法的选择和估值倍数的比较，选择股价相对低估的股票。就估值方法而言，基于行业特点确定对股价最有影响力的关键估值方法（包括市盈率（PE）、市盈率相对盈利增长比率（PEG）、市净率（PB）、市销率（PS）、企业价值倍数（EV/EBITDA）等）；就估值倍数而言，通过业内比较、历史比较和增长性分析，确定具有上升基础的股价水平。</p> <p>(3) 港股通标的股票投资策略</p> <p>本基金还将关注以下几类港股通标的股票：</p> <p>1) 在港股市场上市、具有行业代表性的优质中资公司；</p>
--	--

<p>2) 具有行业稀缺性的香港本地和外资公司； 3) 港股市场在行业结构、估值、AH 股折溢价、分红率等方面具有吸引力的投资标的。</p> <p>(4) 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。</p> <p>3、债券投资策略 本基金债券投资将采取久期策略、收益率曲线策略、骑乘策略、息差策略、个券选择策略、信用策略等积极投资策略，自上而下地管理组合的久期，灵活地调整组合的券种搭配，同时精选个券，以增强组合的持有期收益。</p> <p>(1) 久期策略 久期管理是债券投资的重要考量因素，本基金将采用以“目标久期”为中心、自上而下的组合久期管理策略。</p> <p>(2) 收益率曲线策略 收益率曲线的形状变化是判断市场整体走向的一个重要依据，本基金将据此调整组合长、中、短期债券的搭配，并进行动态调整。</p> <p>(3) 骑乘策略 本基金将采用基于收益率曲线分析对债券组合进行适时调整的骑乘策略，以达到增强组合的持有期收益的目的。</p> <p>(4) 息差策略 本基金将采用息差策略，以达到更好地利用杠杆放大债券投资的收益的目的。</p> <p>(5) 个券选择策略 本基金将根据单个债券到期收益率相对于市场收益率曲线的偏离程度，结合信用等级、流动性、选择权条款、税赋特点等因素，确定其投资价值，选择定价合理或价值被低估的债券进行投资。</p> <p>(6) 信用策略 本基金通过主动承担适度的信用风险来获取信用溢价，根据内、外部信用评级结果，结合对类似债券信用利差的分析以及对未来信用利差走势的判断，选择信用利差被高估、未来信用利差可能下降的信用债进行投资。</p> <p>4、权证投资策略 本基金通过对权证标的证券基本面的研究，并结合权证定价模型及价值挖掘策略、价差策略、双向权证策略等寻求权证的合理估值水平，追求稳定的当期收益。</p> <p>5、中小企业私募债投资策略</p>
--

	<p>中小企业私募债券是在中国境内以非公开方式发行和转让，约定在一定期限还本付息的公司债券。由于其非公开性及条款可协商性，普遍具有较高收益。本基金将深入研究发行人资信及公司运营情况，合理合规合格地进行中小企业私募债券投资。本基金在投资过程中密切监控债券信用等级或发行人信用等级变化情况，尽力规避风险，并获取超额收益。</p> <p>6、股指期货投资策略</p> <p>本基金将根据风险管理的原则，以套期保值为目标，选择流动性好、交易活跃的股指期货合约，充分考虑股指期货的风险收益特征，通过多头或空头的套期保值策略，以改善投资组合的投资效果，实现股票组合的超额收益。</p> <p>7、资产支持证券的投资策略</p> <p>本基金将综合运用战略资产配置和战术资产配置进行资产支持证券的投资组合管理，并根据信用风险、利率风险和流动性风险变化积极调整投资策略，严格遵守法律法规和基金合同的约定，在保证本金安全和基金资产流动性的基础上获得稳定收益。</p> <p>未来，如果港股通业务规则发生变化或出现法律法规或监管部门允许投资的其他模式，基金管理人在履行适当程序后可相应调整。</p> <p>未来，随着证券市场投资工具的发展和丰富，本基金可相应调整和更新相关投资策略，并在招募说明书中更新公告。</p>	
业绩比较基准	沪深 300 指数收益率 \times 70% + 中证综合债指数收益率 \times 30%	
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市场基金、债券基金，低于股票型基金。本基金将投资港股通标的股票，会面临港股通机制下因投资环境、投资标的、市场制度以及交易规则等差异带来的特有风险。	
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	鹏华产业精选混合 A	鹏华产业精选混合 C
下属分级基金的交易代码	005812	019776
报告期末下属分级基金的份额总额	275,084,722.92 份	159,399,958.83 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)	
	鹏华产业精选混合 A	鹏华产业精选混合 C
1. 本期已实现收益	27,228,601.30	3,729,914.08
2. 本期利润	24,184,812.31	7,513,942.38
3. 加权平均基金份额本期利润	0.0791	0.0827
4. 期末基金资产净值	511,301,389.17	211,443,807.32
5. 期末基金份额净值	1.8587	1.3265

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

鹏华产业精选混合 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	4.74%	1.24%	0.06%	0.66%	4.68%	0.58%
过去六个月	19.29%	1.09%	12.04%	0.63%	7.25%	0.46%
过去一年	40.62%	1.27%	12.59%	0.66%	28.03%	0.61%
过去三年	15.45%	1.40%	18.93%	0.74%	-3.48%	0.66%
过去五年	-25.05%	1.43%	-0.17%	0.79%	-24.88%	0.64%
自基金合同 生效起至今	85.87%	1.53%	28.99%	0.85%	56.88%	0.68%

鹏华产业精选混合 C

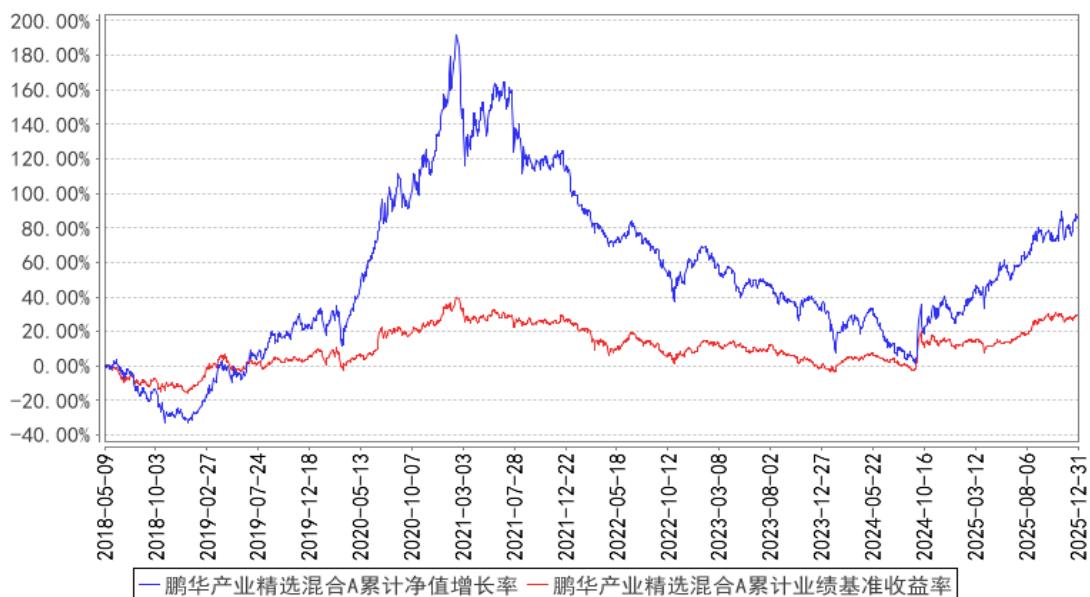
阶段	净值增长率①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标 准差④	①-③	②-④
过去三个月	4.58%	1.24%	0.06%	0.66%	4.52%	0.58%

过去六个月	18.94%	1.09%	12.04%	0.63%	6.90%	0.46%
过去一年	39.79%	1.27%	12.59%	0.66%	27.20%	0.61%
自基金合同生效起至今	32.65%	1.53%	23.37%	0.79%	9.28%	0.74%

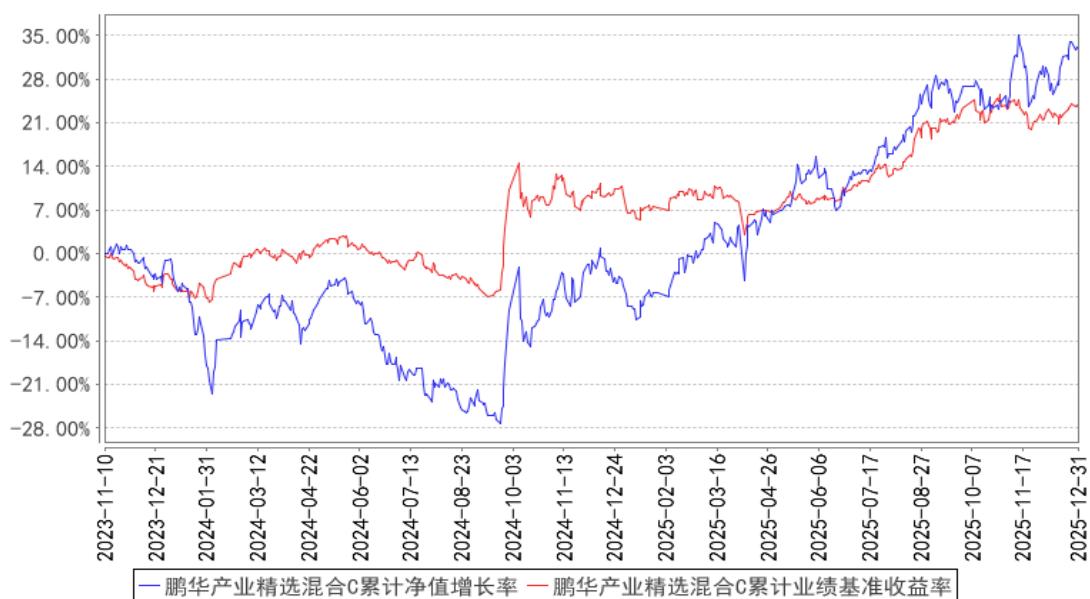
注：业绩比较基准=沪深 300 指数收益率×70%+中证综合债指数收益率×30%。

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

鹏华产业精选混合 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



鹏华产业精选混合 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 2018 年 05 月 09 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管理人, 2024 年 08 月至今担任鹏华成长先锋混合型证券投资基金管理人, 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。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，更有利于尾部产能出清，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。

但对于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，但如果我们只盯着这一人群，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. 未来的机会——“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 4.74%，同期业绩比较基准增长率为 0.06%；C 类份额净值增长率为 4.58%，同期业绩比较基准增长率为 0.06%。

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	682,468,709.39	91.62
	其中：股票	682,468,709.39	91.62
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	42,174,227.50	5.66
8	其他资产	20,270,969.82	2.72
9	合计	744,913,906.71	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	516,150,324.66	71.42

D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	18,805,032.96	2.60
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	21,799,960.44	3.02
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	21,470,214.23	2.97
J	金融业	-	-
K	房地产业	-	-
L	租赁和商务服务业	13,654,050.00	1.89
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	90,573,593.02	12.53
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	682,468,709.39	94.43

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	8,628,281	64,021,845.02	8.86
2	301087	可孚医疗	1,380,882	61,683,998.94	8.53
3	002064	华峰化学	5,365,000	59,015,000.00	8.17
4	000830	鲁西化工	3,475,600	57,590,692.00	7.97
5	605507	国邦医药	1,536,700	38,110,160.00	5.27
6	300596	利安隆	834,100	35,207,361.00	4.87
7	603199	九华旅游	722,300	26,551,748.00	3.67
8	300973	立高食品	530,399	22,807,157.00	3.16
9	002727	一心堂	1,693,100	21,773,266.00	3.01
10	002960	青鸟消防	2,069,976	21,755,447.76	3.01

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：无。

5.9.2 本基金投资股指期货的投资政策

本基金将根据风险管理的原则，以套期保值为目标，选择流动性好、交易活跃的股指期货合约，充分考虑股指期货的风险收益特征，通过多头或空头的套期保值策略，以改善投资组合的投资效果，实现股票组合的超额收益。

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	178,786.81
2	应收证券清算款	—
3	应收股利	—
4	应收利息	—
5	应收申购款	20,092,183.01
6	其他应收款	—
7	其他	—
8	合计	20,270,969.82

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	鹏华产业精选混合 A	鹏华产业精选混合 C
报告期期初基金份额总额	315,609,809.56	82,510,744.25
报告期期间基金总申购份额	15,173,632.95	141,867,238.71
减：报告期期间基金总赎回份额	55,698,719.59	64,978,024.13
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	275,084,722.92	159,399,958.83

§ 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）《鹏华产业精选灵活配置混合型证券投资基金基金合同》；
- （二）《鹏华产业精选灵活配置混合型证券投资基金托管协议》；
- （三）《鹏华产业精选灵活配置混合型证券投资基金 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