

Alpha Helix Asset Management

投資備忘錄(七十八)

2025.08.31

UNH 聯合健康:跌深後的醫保巨頭,為什麼對沖基金都在買?

為什麼波克夏, 大賣空的 Michael Berry 等投資巨頭都在買 UNH?

最近美國 13F 公布的機構持股資料顯示,許多大型對沖基金同時加碼了 UnitedHealth Group (簡稱 UNH)。對新手投資人來說,13F 可以視為「聰明錢」的風向球,當一堆基金經理人都買進同一家公司,通常代表他們認為利空已經消化,未來有翻身的機會。

HF	% Position	% Percentage Change
Appaloosa LP	11.85%	1300%
Scion Asset Management	11.09%	inf
Abdiel Capital Advisor	8.37%	inf
Lone Pine Capital	3.82%	inf
BloombergSen	1.99%	inf
Dodge & Cox	1.64%	117%
Ensign Peak Advisors	1.07%	33%
Fisher Asset Management	0.65%	-1%
Berkshire Hathaway Inc	0.61%	inf
Yacktman Asset Management	0.54%	inf
Soros Fund Management	0.54%	41%
Tiger Global	0.40%	0%
Neuberger Berman Group LLC	0.32%	55%
Baillie Gifford	0.16%	-2%
Sequoia Fund	0.11%	-1%
Primecap	0.08%	2528%
Tweedy Browne	0.01%	200%
Night Owl Capital Management	0.00%	-100%

(圖一)和奕研究部內部每季 13F 的報告數據顯示,許多家大型的投資機構都在上一季大量加倉聯合健康 (UNH)

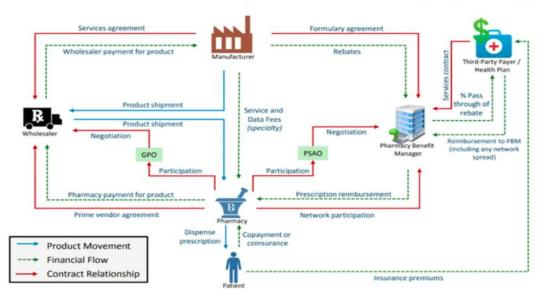
UNH: 美國最大的保險提供商之一,醫療服務的巨頭,生態系巨大

那 UNH 到底是做什麼的呢?簡單來說,這家公司是全美最大的健保龍頭,旗下有兩大主力:一是保險事業,特別是在聯邦老人保險 Medicare Advantage(簡稱 MA)領域,市佔率高達約29%,遠遠領先同業。二是 Optum 生態系,裡面包含三個環節:Optum Rx 負責藥品談判和處方管理(PBM)、Optum Health 經營診所、醫療服務網路,Optum Insight 則是資料處理與支付清算。換句話說,從藥品採購、看病、理賠到支付,整條鏈都在 UNH 手裡,形成一個難以取代的「醫療大平台」。

既然這麼厲害,為什麼股價會跌?

- 1. 監管改革帶來壓力。美國政府在 2024-2025 收緊了評等制度(Stars)以及新的風險調整模型 V28. 讓保險公司的獲利短期被壓縮。
- 2. 醫療使用量回升。疫情後美國人重新去醫院、看醫生、醫療費用大幅增加、推升 MLR (理赔率),也讓獲利受擠壓。
- 3. UNH 自身還遇到麻煩。像是子公司 Change Healthcare 的資安事件、司法部調查,以及管理層異動,讓市場信心一度下滑。這些因素加總,導致股價一路修正,評價回落到預估本益比僅 13–14 倍,比過去平均還低。

U.S. Distribution and Reimbursement System: Patient-Administered, Outpatient Drugs



(圖二) 聯合健康(UNH) 在美國醫療保險複雜產業關係的重要節點均占有領先地位,生態系和議價能力 巨大。source: Drug Channel

短期逆風帶來的長期價值投資機會

不過,這正是基金們認為的「抄底機會」。首先,CMS(聯邦醫療主管機關)已經公布 2026 年 MA 支付增幅將高於預期,等於替這兩年的壓力開了「修復之門」。再加上 UNH 在品質與會員管理上已經加大投入,投資人相信 2026—2027 能把評等(Stars)拉回 4 星以上,屆時又能重新拿到 5% 獎金,獲利自然會有「彈簧效應」。

再者·UNH 的垂直整合讓它即使在 PBM (藥品談判)被監管收緊的情況下·仍能靠醫療服務和 數據業務來平衡風險。規模越大·越能把政策衝擊攤薄·這是小公司比不上的優勢。

總結來說,UNH 雖然短期面對政策與醫療通膨的挑戰,但長期競爭力依舊穩固。跌深後的估值已經釋放壓力,若你想找一檔醫療保險產業的龍頭股,這家公司或許正值得關注。