

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」。

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 (理賠率)，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。

The diagram illustrates the flow of products, money, and contracts between various stakeholders in the pharmaceutical supply chain. The stakeholders are: Manufacturer, Wholesaler, Pharmacy, Patient, Third-Party Payer/Health Plan, Pharmacy Benefit Manager (PBM), and Pharmacy Service Organization (PSAO).

Legend:

- Blue arrow: Product Movement
- Green dashed arrow: Financial Flow
- Red solid arrow: Contract Relationship

Key Interactions:

- Manufacturer to Wholesaler:** Product shipment (blue arrow), Services agreement (red arrow), Wholesaler payment for product (green dashed arrow).
- Wholesaler to Pharmacy:** Product shipment (blue arrow), Negotiation (red arrow), Pharmacy payment for product (green dashed arrow), Prime vendor agreement (red arrow).
- Pharmacy to Manufacturer:** Service and Data Fees (specialty) (green dashed arrow), Dispense prescription (blue arrow).
- Pharmacy to Patient:** Dispense prescription (blue arrow), Copayment or coinsurance (green dashed arrow).
- Pharmacy to PBM:** Network participation (red arrow), Prescription reimbursement (green dashed arrow).
- PBM to Pharmacy:** Reimbursement to PBM (including any network spread) (green dashed arrow).
- Pharmacy to PSAO:** Participation (red arrow).
- PSAO to PBM:** Negotiation (red arrow).
- PBM to Third-Party Payer/Health Plan:** Reimbursement to PBM (including any network spread) (green dashed arrow), % Pass through of rebate (green dashed arrow).
- Third-Party Payer/Health Plan to PBM:** Services contract (red arrow), Insurance premiums (green dashed arrow).
- Manufacturer to PBM:** Rebates (green dashed arrow), Formulary agreement (red arrow).

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。