

# 身份安全面临范式转型, 迁移红利与 AI 增量驱动增长

## 核心观点

市场低估 AI 部署带来的“治理刚需”以及 SaaS 迁移带来的确定性红利。SailPoint 作为 IGA (身份治理与管理) 领域的龙头, 正处于从“合规工具”向“AI 安全中枢”转型的拐点。短期内, 存量客户上云带来的 ACV(年合同价值)提升为增长托底; 长期看, 机器身份 (Machine Identity) 和 Agent 治理将开启第二增长曲线, 推动 NRR (净收入留存率) 突破 115%, 估值有望从当前的 EV/Rev 9.3x 向 12x+ 修复。

## 投资观点

### 身份安全市场面临较大变化

传统的身份安全关注“人”的访问, 而 AI 时代的核心挑战在于数量庞大、行为动态的 AI Agent。目前攻击面转移, 黑客攻击路径已从“攻破防火墙”转向“窃取身份”。AI Agent 作为高频调用数据的新颖实体, 其权限管理成为安全短板。IGA 价值升维: IGA 从卖“工牌”(合规审计), 低频静态, 转向卖“电子身份证”(实时生命周期管理)。根据 CyberArk, Agent 数量是员工的 80 倍, 且需要细粒度的数据访问控制, 大多数缺乏安全工具防护。SailPoint 通过“身份图谱 + 数据理解 + 实时风险控制”构建了深层壁垒。

### PAM/IGA 都具备一定先发优势, PAM 胜在 ROI 明确, IGA 则是治理深度难以被快速追赶

虽然 CyberArk (PAM) 在特权管理上占优, 但 SailPoint 在“全量身份治理 + 深层数据授权/理解”上具备天然优势。IGA 与 PAM 将长期共存, 但 AI Agent 的泛化治理需求 (谁创建了 Agent? 它能看什么数据?) 更利好 IGA 的 TAM 扩张。

### SailPoint 有望受益于云迁移+新产品增长

我们认为市场目前定价了存量本地客户迁移至云平台带来的收入增速提升, 目前仅迁移了 10-15% 的存量维护基数, 剩余庞大客户群将在未来 3-5 年内持续释放迁移红利。但若迁移加速增速仍有超预期空间。此外, ML/Non-Employee 等新产品我们预计 FY27-28 可达中高个位数的 ARR 占比, 驱动 ARR 增速维持 25%+, Agent Identity 可能加速这一进程。

## SailPoint(SAIL.O)

### 首次评级

### 买入

#### 崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

#### 许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期: 2025 年 12 月 17 日

当前股价: 21.02 美元

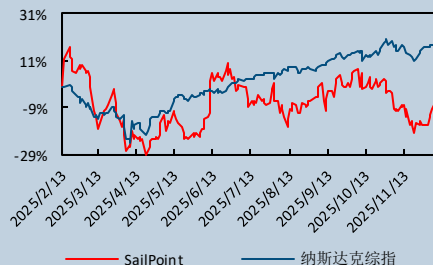
目标价格 6 个月: 30 美元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	6.22/3.39	1.74/-6.37	/
12 月最高/最低价 (美元)			25.70/15.65
总股本 (万股)			56,160.42
流通股本 (万股)			56,160.42
总市值 (亿美元)			118.05
流通市值 (亿美元)			118.05
近 3 月日均成交量 (万)			209.39
主要股东			
Thoma Bravo			86.20%

### 股价表现



### 相关研究报告

**投资建议:**我们预计公司 FY26-28 分别实现营业收入 10.7 亿/12.9 亿/15.7 亿美元,同比增长 24%/20%/22%,其中 ARR 分别实现 11.3 亿/14.4 亿/17.8 亿美元,同比增长 29%/27%/24%, SaaS ARR 分别实现 7.5 亿/10.1 亿/13.2 亿美元,同比增长 39%/35%/30%。Non-GAAP 毛利润分别实现 8.3 亿/10.1 亿/12.4 亿美元,对应 Non-GAAP 毛利率 77.6%/78.1%/78.7%, Non-GAAP 净利润分别实现 1.3 亿/2.0 亿/2.9 亿美元,对应 Non-GAAP 净利率 12.5%/15.9%/18.5%。当前公司交易于 FY27 9.3x EV/Rev, 处于 6 个月内均值-1x 标准差水平,且较可比公司存在一定折价。

我们认为网安在软件板块内 AI 受益逻辑扎实,主要由于需求刚性,而网安内部身份安全近年逐步开始整合, AI Agent 部署加速云化/平台化进程, SailPoint/CyberArk/Okta 是细分领域核心厂商,其中我们认为 PAM/IGA 的整合胜算更高(前者对于高价值/JIT 的布局更贴近 AI Agent 部署顺序,后者掌握身份图谱,虽然受益顺序靠后但壁垒更深)。相比于 Palo Alto Network 直接收购 CyberArk 带来的重估, SailPoint 从估值上仍未反映 Agent 受益的积极情绪。SailPoint 实际上仍然受益于云迁移带来的份额扩张(从 2022 年的~16%提升至 24 年的 20%),目前存量客户迁移上云仅有 10%,这将在中短期(3 年内)持续为增速托底,我们认为市场已经定价该部分驱动力。然而, SailPoint 新产品例如 Non-Employee Risk Management / Machine Identity Security / Agent Identity Security / Data Access Security 等已经开始贡献 NRR 的 Low Single Digits, 考虑到同比 100%+增速,我们预计 FY27-28 新产品可能达到总体 ARR 的中高个位数,逐步拉动增速提升。考虑到公司之前私有化估值处于 Forward 11-12x EV/Rev, 当前的估值已经反映大股东减持风险 + AI Agent 安全贡献有限等潜在风险,我们认为 Risk/Reward 在身份安全领域具备较强吸引力,首次覆盖并给予“买入”评级。

## 目录

投资概要：Agentic AI 有望驱动行业预算支出转向身份安全 .....	1
市场规模测算：~40 亿 IGA 市场，Agent 可能贡献 1x 以上空间 .....	5
增长驱动拆分：迁移+Agent 拉动 FY27-28 增速上修至 High 20s/Low 30s .....	10
产业链思考：IGA 受益顺序略微滞后 PAM，FY27 可能看到 AI 产品贡献加速 .....	15
盈利预测与估值 .....	19
投资评价和建议 .....	20
风险分析 .....	21
报表预测 .....	22

## 图目录

图 1:全球 IAM 市场规模及增速（十亿美元，%） .....	2
图 2:IGA 市场规模及增速（十亿美元，%） .....	3
图 3:PAM 市场规模及增速（十亿美元，%） .....	4
图 4:IdaaS/PAM/IGA 市场的关联 .....	4
图 5:IAM 市场中审计、配置等功能与 IGA 重合度较高 .....	5
图 6:企业 IGA 市场目前的采用率情况 .....	6
图 7:IGA 市场规模 2024 年预估是 37.6 亿美元 .....	7
图 8:2023-24 年 SailPoint 绝对收入增量在 1.4-1.6 亿美元，增量市场份额为 42-67% .....	7
图 9:SailPoint 管理层定义的连接三维度，大多数同行在浅层可见度竞争，而核心壁垒在于治理和动态权限管理 .....	8
图 10:IGA 连接器示意图 .....	9
图 11:SailPoint 在连接器深度/广度方面具备优势 .....	9
图 12:IGA 厂商需要实现定义可见度，数据访问理解，动态风险管理，AI Agent 尤其对后两者挑战加剧 .....	10
图 13:Oracle OIG 12c 产品将于 2026 年 12 月后停止支持，引导客户迁移至 14c .....	11
图 14:IBM IAM 产品 Verify 10.0 版本预计 2026 年 4 月停止支持服务，9.0 版本已经于 2022 年 4 月停止支持 .....	12
图 15:SAP 身份安全产品预计于 2027 年停止支持服务，2030 年完全终止支持 .....	13
图 16:迁移对 FY26-28 ARR 的贡献测算，Base Case 按照~10%/12.5%/16% 幅度计算，Bull Case 按照自上而下份额获取测算 .....	14
图 17:按照产品拆分 SailPoint ARR 增长预估 .....	15
图 18:FY25Q4-3Q26 SailPoint 的关键业绩指标 .....	17
图 19:GTLB/TEAM/CYBR/SAIL 估值走势（Forward 1 Year EV/Rev） .....	18
图 20:FY26Q3 业绩会要点 .....	18
图 21:SailPoint 目前交易于一致预期 9.3x EV/Rev，处于均值-1 倍标准差附近 .....	19
图 22:SailPoint 相比于可比公司估值对比 .....	20

## 投资概要：Agentic AI 有望驱动行业预算支出转向身份安全

回顾 SailPoint 的发展历史，SailPoint 2005 年聚焦于配置（provisioning）和生命周期管理（life cycle management）<sup>1</sup>，①所谓的配置指的是自动或半自动地为用户提供访问其所需系统和资源的权限的过程，例如员工入职或切换岗位时授予/调整相应系统的权限；②生命周期管理则是根据员工入职、升职、调动、离职等动态调整员工权限。SailPoint 早期业务更类似于 IT 工具，提升企业运营效率，随着规模扩张员工保持快速融入企业工作流。

2017 年前后规模瓶颈驱动 SailPoint 引入 AI 自动化，即从治理转向广义的身份安全领域。公司 CEO Mark McClain 提到，2017 年前后他意识到面对客户所处理的巨大规模和复杂性，如果不使用大量的智能和自动化，仅仅依靠人工通过电子表格来管理身份无法解决这些问题。具体而言，SailPoint 所服务的客户（全球最大、最复杂的跨国公司）面临的身份管理问题已经达到了一个临界点，即无法再依靠人工方法来解决，这种管理涉及到员工、应用程序和权限之间的数十亿种组合，需要精确地保持这些访问权限的准确性，这是一个极其复杂的问题。

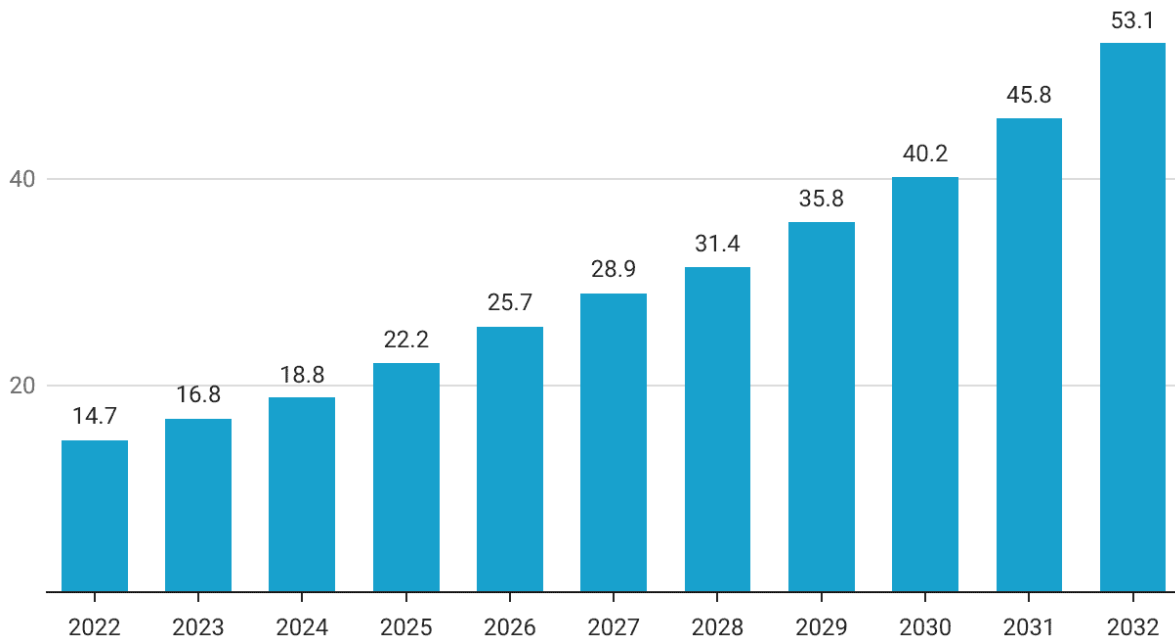
为什么引入 AI 自动化，身份权限治理工具就能转向身份安全？行业最大的转变是“攻击行为者的攻击途径已经变成了身份”。黑客不再是猛攻防火墙，而是窃取一个合法的“身份”潜入系统。因此过去安全防护的策略是基于规则、特征码判断攻击行为，但 2010 年以后普遍转向基于行为的安全防护策略。而与行为密切关联的就是权限管理。因此在新的攻防策略下，引入 AI 后，身份治理工具的能力从“被动合规”升级为“主动防御”。AI 能够“筛选海量数据，查看模式，理解关注点”。如果从安防本质看，身份安全实际上是实现目的的手段。SailPoint 真正保护的是数据和应用程序。需要注意的是，IGA 领域非常特殊，AI 既提高 SailPoint 帮助客户提升安全能力，同时也增加攻击者的能力。这种对威胁的积极应对和持续创新，正是身份安全（Identity Security）而非传统治理（Governance）的特征。

IAM 是现代企业 IT 架构的基础安防。其核心职能是通过统一的身份验证（Authentication）和授权（Authorization）策略，来管理所有用户（员工、客户、合作伙伴）对企业所有数字资源的访问入口。其根本目标是确保“正确的实体，在正确的时间，能访问正确的资源”，即回答“你是谁，你能进来吗？”这一基础性问题。

IAM 市场驱动力源于数字化转型和云迁移的浪潮。随着 SaaS 应用（如 O365、Salesforce）、混合云环境和远程工作的普及，传统的企业网络边界（防火墙）已经失效。企业必须在分散的 IT 环境中，为用户提供统一、便捷且安全的访问体验。除了适应新的 IT 架构，IAM 还能通过提供单点登录（SSO）和多因素认证（MFA）等功能，极大提升员工的生产力（无需记忆和输入多个密码），并为企业提供抵御凭证盗窃的第一道关键防线，从而显著降低账户被接管的风险。

<sup>1</sup> Beyond the SailPoint Partnership with Seth Boro, Mark McClain and Matt Mills.

图 1:全球 IAM 市场规模及增速（十亿美元，%）



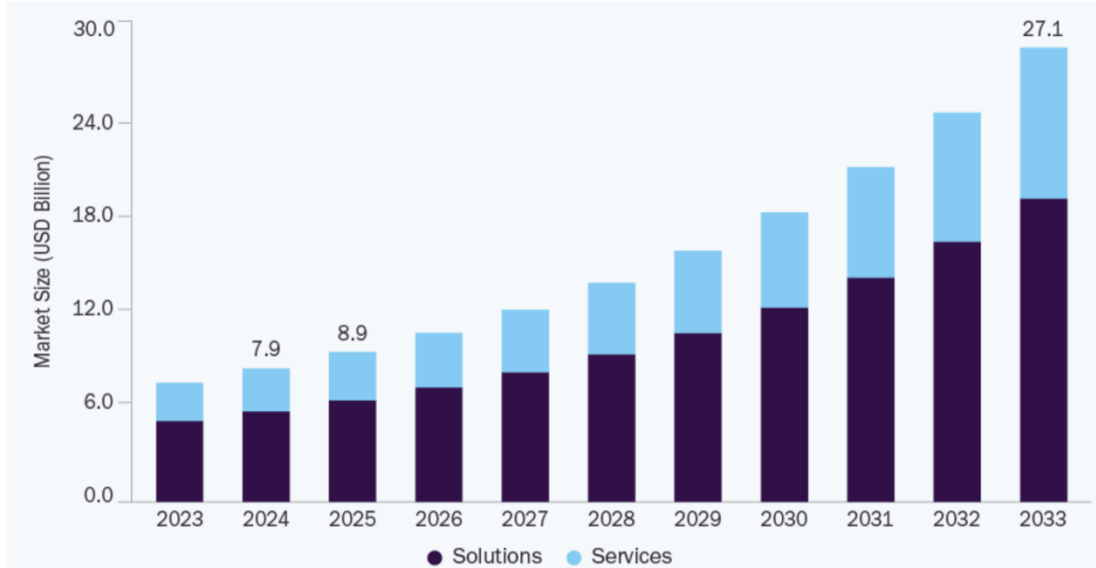
数据来源: Scoop<sup>2</sup>, 中信建投

**IGA 是企业身份与访问管理体系的中枢。**其核心职能是通过连接企业内部所有应用系统,来管理访问审批、权限配置与回收、定期认证以及策略违规等问题,其根本目标是回答“谁能访问什么”这一基础性问题。

**IGA 市场驱动力源于监管与审计的压力。**联邦法律、数据隐私法规（如 GDPR、SOX、HIPAA）以及内部审计要求,迫使企业,尤其是在金融、医疗等受到严格监管的行业,必须部署强大的 IGA 解决方案。一位大型保险公司的首席信息官（CIO）证实,对于受监管行业而言,安全态势至关重要,而 IGA 是其中“非常重要的一环”。除了满足合规要求,IGA 还能通过自动化身份生命周期管理（员工入职、调岗、离职流程），降低因“孤儿账户”带来的安全风险,并为访问请求提供一个集中化平台,从而显著提升运营效率。

<sup>2</sup> <https://scoop.market.us/identity-and-access-management-statistics/>

图 2:IGA 市场规模及增速（十亿美元，%）



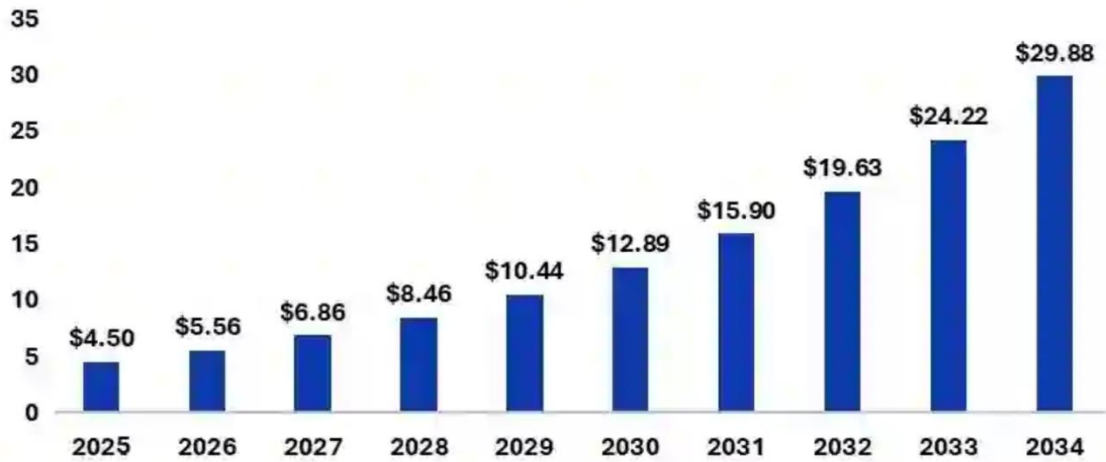
数据来源: GrandViewResearch<sup>3</sup>, 中信建投

**PAM是企业安全防御体系中的核心保险库。**其核心职能是专门针对企业内部拥有最高权限的“特权账户”（如系统管理员、root 账户、数据库管理员账户）进行严格的隔离、控制、监控和审计。其根本目标是回答“谁能访问系统的‘万能钥匙’，以及他们用它做了什么？”这一高风险问题。

**PAM市场的驱动力源于高级网络威胁（APT）和勒索软件攻击的急剧增加。**攻击者（无论是外部黑客还是内部威胁）深知，窃取一个特权账户是其在网络内部横向移动、窃取核心数据或部署勒索软件的最快途径。除了抵御外部的高级威胁，PAM 还能通过实施“最小权限”和“即时（Just-in-Time）”访问原则，以及对所有特权操作进行会话录屏和审计，显著降低内部人员误操作或恶意破坏的风险，并为安全事件溯源提供不可否认的证据，从而满足最严格的合规要求。

<sup>3</sup> <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/identity-governance-administration-market-report>

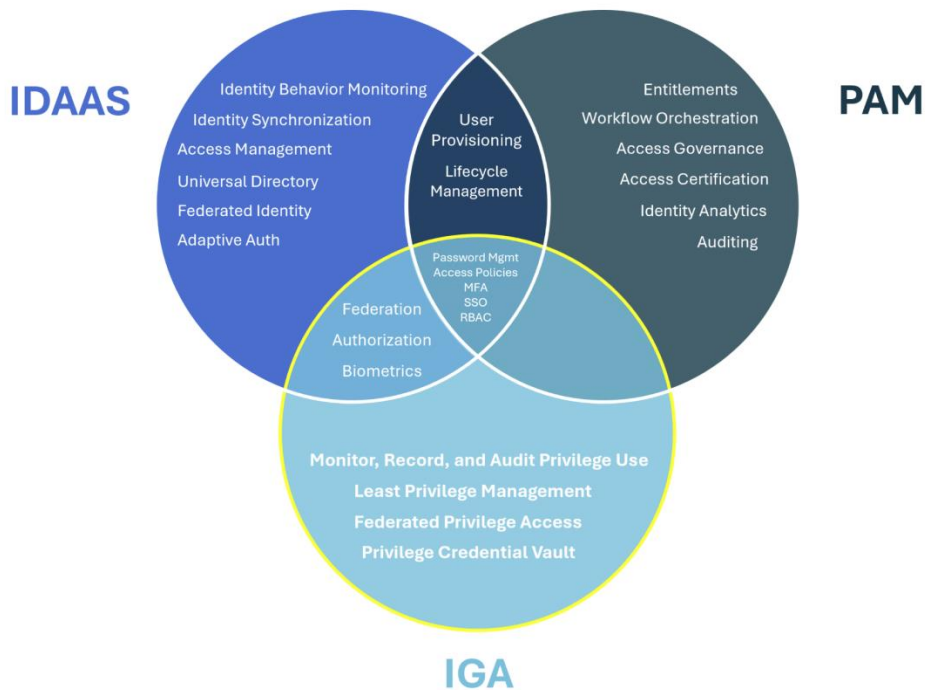
图 3:PAM 市场规模及增速（十亿美元，%）



数据来源: precedenceresearch<sup>4</sup>, 中信建投

需要注意的是，上述 IGA/IAM/PAM 市场并非完全独立，而是互有重合。以 IAM 市场为例，配置/合规审计等功能就与 IGA 重合，当然产品层面功能或有差异，但是从功能深度，合规复杂度来看，IGA 一般高于 IAM，客户很有可能存在冗余购买的情况，即购买了 Okta 套件但是未深度使用类似功能，而寻求 SailPoint 的功能，这种重合为市场未来的整合提供空间，以 2025 年为例，上述重合功能占据 IAM 市场~42%的收入规模，且大于 IGA 整体市场规模。

图 4:IdaaS/PAM/IGA 市场的关联



数据来源: klogixsecurity<sup>5</sup>, 中信建投

<sup>4</sup> <https://www.precedenceresearch.com/privileged-access-management-market>

<sup>5</sup> <https://www.klogixsecurity.com/blog/identity-governance-access-2021-cisoc>

**图 5:IAM 市场中审计、配置等功能与 IGA 重合度较高**

	Total Identity and Access Management Market Revenue	Provisioning Revenue	Multifactor Authentication Revenue	Password Management Revenue	Audit, Compliance, and Governance Revenue	Directory Service Revenue	Other Components Revenue
2032	53.1	14.9	10.8	8.7	6.7	4.6	5.7
2031	45.8	12.9	9.3	7.6	5.8	4	4.9
2030	40.2	11.4	8.2	6.7	5.1	3.5	4.3
2029	35.8	10.1	7.3	5.9	4.5	3.1	3.8
2028	31.4	8.9	6.5	5.2	4	2.8	3.4
2027	28.9	8.2	6	4.8	3.7	2.6	3.1
2026	25.7	7.3	5.3	4.3	3.3	2.3	2.8
2025	22.2	6.4	4.6	3.7	2.9	2	2.4
2024	18.8	5.4	3.9	3.2	2.4	1.7	2.1
2023	16.8	4.8	3.5	2.8	2.2	1.5	1.8
2022	14.7	4.3	3.1	2.5	1.9	1.3	1.6

 数据来源: Scoop<sup>6</sup>, 中信建投

## 市场规模测算: ~40 亿 IGA 市场, Agent 可能贡献 1x 以上空间

我们基于官方统计数据, 提出新的 TAM 模型。为了构建一个更严谨的模型, 我们将遵循以下三个步骤:

1) 确定目标市场, IGA 解决方案的核心客户是大型企业, 因此我们将目标市场定义为员工人数超过 1000 人的企业。2) 计算潜在用户总数: 我们将使用来自美国和欧盟官方统计机构的数据来确定在这些主要经济体中, 大型企业所雇佣的总员工人数。3) 应用行业平均收入: 我们将采用行业公认的每用户平均年收入来计算最终的市场规模。

第一步, 确定潜在用户总数(基于官方数据)。我们将聚焦于数据最可靠的主要市场: 美国和欧洲、日本。①美国市场: 根据美国劳工统计局(BLS)截至 2025 年 3 月的最新数据, 在私营行业中, 员工规模超过 1000 人的机构总共雇佣了 1599 万名员工<sup>7</sup>。②欧洲市场: 根据欧盟统计局(Eurostat)2023 年的数据<sup>8</sup>, 在欧盟和欧洲自由贸易联盟(EU-EFTA)地区, 员工人数超过 1000 人的跨国企业集团(MNE)雇佣了约 4100 万名员工。③日本市场: 根据日本总务省统计局发布的 2021 年经济活动普查数据<sup>9</sup>, 1000 名及以上员工的企业

<sup>6</sup> <https://scoop.market.us/identity-and-access-management-statistics/>

<sup>7</sup> <https://www.bls.gov/charts/county-employment-and-wages/employment-by-size.htm>

<sup>8</sup> [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Employment\\_in\\_large-scale\\_multinational\\_enterprise\\_groups](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Employment_in_large-scale_multinational_enterprise_groups)

<sup>9</sup> <https://www.e-stat.go.jp/en/dbview?sid=0004006260>

从业人员数为 1672 万人。

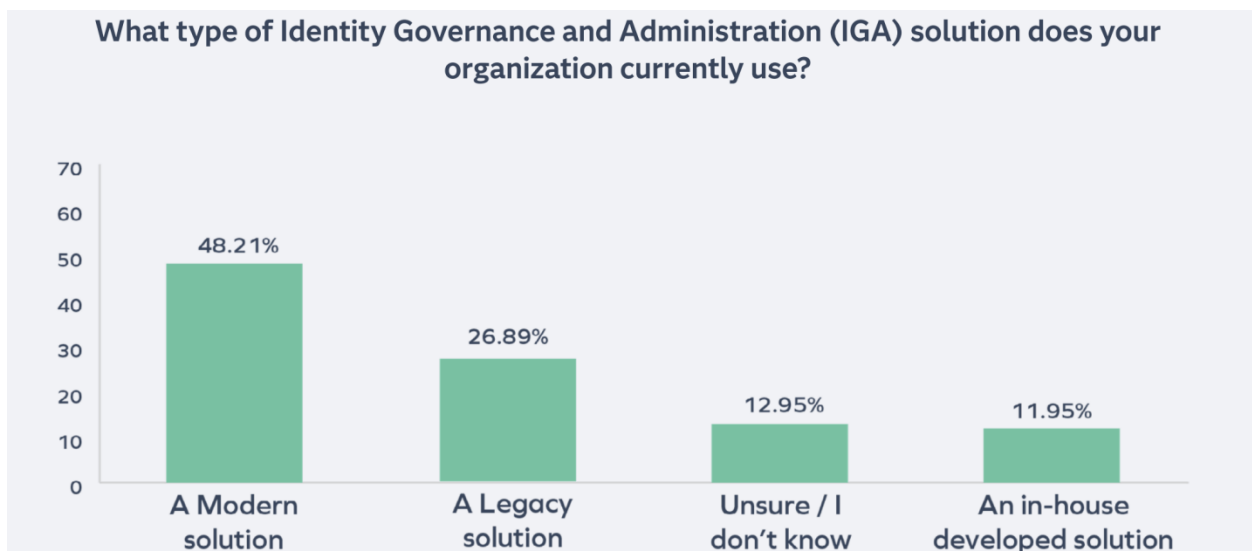
将这三个主要市场的数据相加，我们可以得出一个基于官方统计的、相对保守的潜在用户基数：总潜在用户数 = 1599 万（美国）+ 4100 万（欧盟）+ 1672 万（日本）= 约 7371 万人，考虑其他地区 = 美日欧用户/85% = 1300 万人。

第二步，应用每用户平均收入（ARPU）。我们将继续使用行业分析中普遍认可的估算值，即企业级 IGA 解决方案的平均年费为每位用户 100-120 美元。这是一个衡量产品价值和市场定价的合理基准。

第三步，重新计算总目标市场（TAM）。现在我们可以将更新后的数据代入 TAM 计算公式：总目标市场 (TAM) = 潜在用户总数 × 每用户平均收入 (ARPU)，TAM = 8672 万用户 × 100 美元/用户/年 × 20-30% 折扣 = 65 亿美元，其中美欧市场 42.7 亿美元。

目前上云率普遍估计在 40-60%，上云意味着 ACV 的 uplift，许多传统供应商的方案在企业中“部署程度非常有限”，可能只覆盖了少数关键应用。当 SailPoint 替换这些系统时，往往能在 6 到 9 个月内部署到远超原有系统的覆盖范围。

图 6:企业 IGA 市场目前的采用率情况



数据来源: Omada<sup>10</sup>, 中信建投

<sup>10</sup> <https://omadaidentity.com/wp-content/uploads/2025/01/Omada-Report-2025-State-of-IGA.pdf>

**图 7:IGA 市场规模 2024 年预估是 37.6 亿美元**

Vendor	2023	2024	Yr./Yr. Growth	2023 Market Share	2024 Market Share
SailPoint	\$619	\$782	26.30%	18.40%	20.80%
IBM	\$475	\$470	-1.20%	14.10%	12.50%
Microsoft	\$339	\$390	15.00%	10.10%	10.40%
Oracle	\$276	\$302	9.40%	8.20%	8.00%
Broadcom	\$260	\$272	4.60%	7.70%	7.20%
SAP	\$182	\$198	8.60%	5.40%	5.30%
Saviynt	\$140	\$176	25.80%	4.20%	4.70%
RSA	\$173	\$176	1.50%	5.10%	4.70%
Quest Software	\$116	\$128	10.30%	3.50%	3.40%
OpenText	\$92	\$99	8.50%	2.70%	2.60%
Top 10 Vendors	\$2,673	\$2,993	12.00%	79.40%	79.60%
Other Vendors	\$696	\$766	10.20%	20.60%	20.40%
<b>Total Market</b>	<b>\$3,369</b>	<b>\$3,760</b>	<b>11.60%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
<b>Legacy Vendors</b>	<b>\$2,270</b>	<b>\$2,411</b>	<b>6.20%</b>	<b>67.40%</b>	<b>64.10%</b>

数据来源: Gartner, 中信建投

SAIL 2023-24 年增量收入份额 40-60%，且绝对额方面在 1.4-1.6 亿美元，远高于 MSFT 和 Saviynt，反映市场增量主要来自迁移。更关键的洞察在于，这种“替代”并非简单的 1:1 置换。SailPoint 管理层指出，传统的本地部署解决方案（目前占据市场份额~35%，IBM、Oracle、Broadcom、SAP 等）通常只覆盖企业内部最关键的少数应用（约 10-50 个），其主要目的是满足最基本的审计要求。相比之下，现代化的 SailPoint 实施，其目标是覆盖企业内数以千计的全部应用，实现全面的身份治理。

这意味着，每一个“替代”交易，本质上都是一个巨大的“先占领，后扩张”（Land and Expand）的机会。初始合同可能只是为了替换掉旧的 IBM 系统所覆盖的 50 个应用，但这为 SailPoint 建立了一个滩头阵地。在接下来的数年里，SailPoint 可以通过扩展应用覆盖范围，将 ARR 从最初的基数上成倍放大。因此，传统厂商的衰退为 SailPoint 提供了一个极其广阔的、可供开发的存量市场，其潜力远超市场表面所见的“替代”二字。

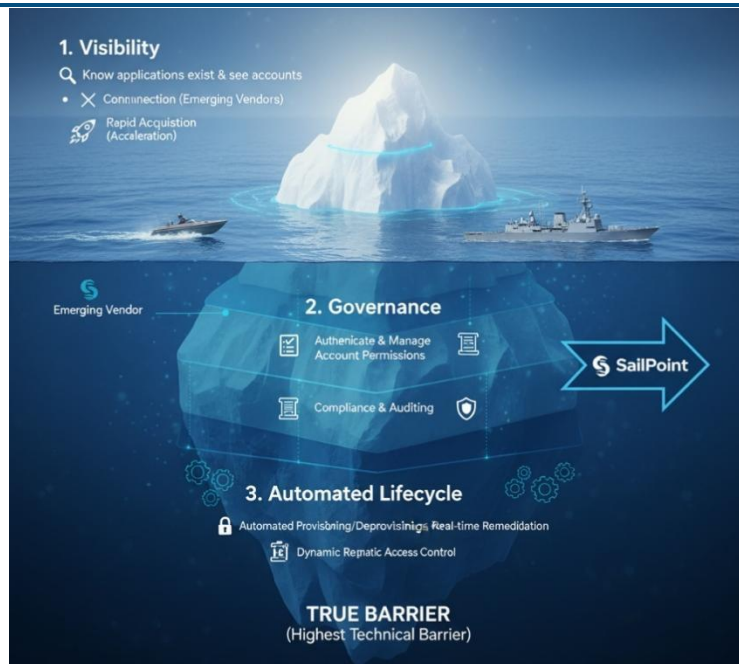
**图 8:2023-24 年 SailPoint 绝对收入增量在 1.4-1.6 亿美元，增量市场份额为 42-67%**

考察年度	供应商	市场总增量 (百万美元)	供应商收入增量 (百万美元)	增量市场份额
2023	市场总计	\$211	\$211	100%
	SailPoint		<b>\$141</b>	<b>66.80%</b>
	Microsoft		\$36	17.10%
	Saviynt		\$15	7.10%
2024	市场总计	\$391	\$391	100%
	SailPoint		<b>\$163</b>	<b>41.70%</b>
	Microsoft		\$51	13.00%
	Saviynt		\$36	9.20%

数据来源: Gartner, 中信建投

我们需要看到，就 IGA 市场本身，SailPoint 仍然具备非常强的竞争力，22 年以来市场份额提升显著，主要受益于本地供应商迁移。总体而言，SailPoint 管理层认为，公司在身份安全领域的壁垒在于连接的深度与广度，这里的“连接”并非单一概念，真正的壁垒在于“连接的深度”而非仅仅是“连接的广度或速度”。具体而言，1) **可见性**：仅仅知道应用存在并能看到账号，这是收购 Savvy 后帮助 SailPoint 加速可见性的部分，也是许多新兴厂商主要宣传的“快速连接”能力；2) **治理**，确保可见范围的账号权限可以进行认证&管理；3) **自动化生命周期**，能够进行自动化的账号开通、撤销以及实时修正。这是最深层的连接，也是技术门槛最高的部分。

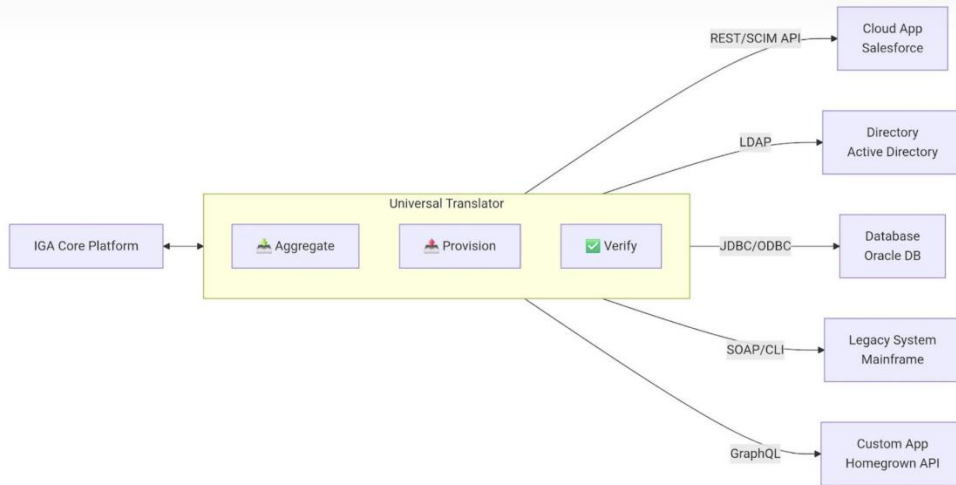
图 9:SailPoint 管理层定义的连接三维度，大多数同行在浅层可见度竞争，而核心壁垒在于治理和动态权限管理



数据来源：公司公告（根据业绩电话会议纪要绘制），中信建投

连接器作为一个专门软件组件，将 IGA 平台的通用命令（例如，“分配角色”）转换为目标系统所需的特定协议和数据格式（例如，特定的 API 调用或 LDAP 修改）。它弥合了抽象策略与技术实现之间的差距，实现自动化、可审计和一致的治理。**连接器作为身份治理的核心枢纽，通过三大关键功能确保持续的治理循环**：1) **聚合（可视）**：归集跨系统数据，构建统一的权限视图与事实来源；2) **配置（执行）**：自动化执行账户的创建、变更与撤销，响应身份生命周期事件；3) **核实（审计）**：闭环验证操作结果，确保系统状态与记录一致。

图 10:IGA 连接器示意图



数据来源: IDPRO<sup>11</sup>, 中信建投

就竞争壁垒而言，很多 IGA 厂商强调配置周期短，但忽略了连接深度。对于访问工具来说，连接到应用程序并允许用户登录是一回事，但对这些应用程序进行深度治理是另一回事，例如谁可以访问数据等等。SailPoint 的优势在于与商业应用以及许多定制应用程序之间丰富的连接经验。跟进一步地说，这类深度连接过程是非标准化的，管理层在 FY25Q4 电话会中提到“通常情况下，这些实施方案的瓶颈在于需要进行大量的技术工作才能与业务应用程序连接...那些声称能够快速扩展连接性的厂商，通常只提供非常浅层的连接器，它们可以连接到资源，但无法真正实现权限级别的管理。...当我们进入这些大型、复杂的环境时，一旦客户真正了解我们提供的产品和服务之间的差异，我们的成功率仍然非常高。”

图 11:SailPoint 在连接器深度/广度方面具备优势

厂商	连接器数量	集成深度（账号/权限/生命周期）	自定义 / 扩展能力
SailPoint	1100+ 企业应用连接器， 20,000+ 自定义应用	深度：不仅支持账号接入，还支持深度集成（账户治理、权限/entitlement 管理、完整应用生命周期治理），并结合 AI 做应用发现和策略推荐。	提供“标准、低代码连接工具”和可扩展框架，便于客户为自建或遗留系统构建自定义连接器
Okta	104+ 连接器	浅层：支持利用各连接器调用第三方应用的 API，实现创建/更新对象、触发流程等，依赖各应用开放接口	支持 Okta 自建与合作伙伴构建的连接器，用户也可通过 HTTP 等通用步骤调用任意 API，自定义集成
Saviynt	未披露具体数量	支持深度治理：账号导入（全量/增量）、访问导入、账号创建/更新/禁用/删除、访问添加/移除、密码变更以及 Entitlement 生命周期管理（创建/更新/删除）等	提供 Saviynt Connector Framework 和 Jar Connector Framework，用于为自研或无现成连接器的应用构建自定义连接器

数据来源: Okta<sup>12</sup>, Saviynt<sup>13</sup>, CyberSecurity Asia<sup>14</sup>, 中信建投

<sup>11</sup> <https://idpro.org/iga-connectors/>

<sup>12</sup> <https://help.okta.com/wf/en-us/content/topics/workflows/connector-reference/connector-reference.htm>

<sup>13</sup> <https://saviynt.com/exchange/apps/saviynt-connector-framework>

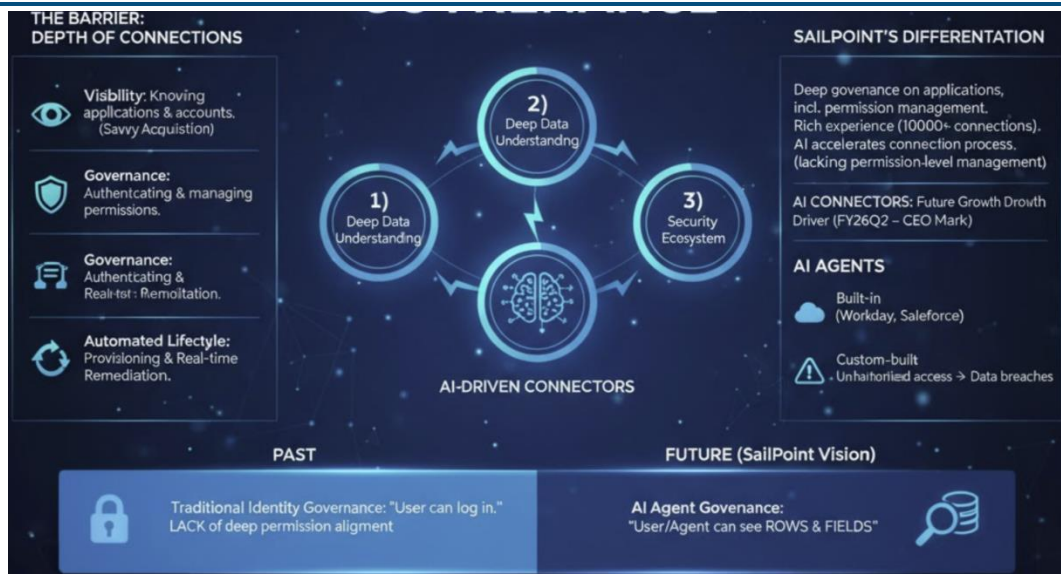
<sup>14</sup> <https://cybersecurityasia.net/sailpoint-connectivity-security-all-apps/>

公司管理层在业绩会中提到“目前尚未感受到中大型客户对集成解决方案的竞争压力，他们更专注于解决自身复杂的身份安全问题。...从市场角度来看，我认为访问控制、SSL 和 MSA 等技术将会日益商品化，它们将成为身份管理领域中应用较为广泛但未必具有战略意义的部分，而治理、安全和权限管理等领域则可能更具战略意义。我认为，像我们这样的公司以及我们在权限管理领域的一些同行在市场上拥有相当的优势。”Okta/Saviyant 等同业虽然声称在连接器数量方面与 SailPoint 接近，但其主要是 SSL 等浅层连接，即看到应用里有哪些账号（实现可见度），做一些基础操作（例如开户/销户），但在深层治理（生命周期权限管理，处理非结构化数据等）方面，仍然显著落后 SailPoint。

与共识有所区别，AI 不仅不会加速连接器同质化，反而可能成为新的差异化竞争领域。FY26Q2, SailPoint 管理层提到企业主要采用两类 AI 智能体：1) 软件厂商研发：比如 Workday 或 Salesforce 系统里自带的 AI 助手。2) 企业自研的：大企业为自身业务逻辑定制化开发的 Agent。Agent 以连接器进入系统工作，这些 Agent 会像人类员工一样工作，为了完成任务，它们会“四处寻找数据”。这意味着 Agent 存在与人一样类似的安全风险，如果 Agent 被允许访问它本不该看到的数据，当用户向它提问时，它就会把这些敏感数据吐露出来，导致数据泄露，因此 Agent 引入实际上带来细颗粒度的权限管理以及数据访问两种安全需求。Mark 指出，传统的身份治理有一个历史遗留短板，即缺乏与“深度权限数据”的紧密对齐，例如过去只需要知道“张三能登录 Salesforce”就行，但目前必须清楚张三（或 Agent）能看到 Salesforce 里的哪一行数据、哪一个字段。如果做不到这种细粒度的控制，就无法治理 AI Agent。

为了解决这个问题，Agent 治理需要 1) 身份图谱，解决谁是谁；2) 深度数据理解，解决谁能看什么具体数据；3) 安全生态，理解实时风险是什么。只有通过 AI 驱动的连接实现这三者的融合，才能真正看清并控制 AI Agent 的风险。SailPoint 认为这是整个行业面临的巨大挑战，同时也是他们的机会所在。

图 12:IGA 厂商需要实现定义可见度，数据访问理解，动态风险管理，AI Agent 尤其对后两者挑战加剧



数据来源：公司公告（根据业绩电话会纪要绘制），中信建投

## 增长驱动拆分：迁移+Agent 拉动 FY27-28 增速上修至 High 20s/Low 30s

SailPoint 管理层在历次业绩电话会中提到，收入驱动因素包括①交叉销售(Cross-sell)；②追加销售(Upsell)；

③套件升级(Suite upgrades); ④平台现代化(On-prem→SaaS), 包括迁移。FY26Q2 业绩电话会, 管理层提到四个主要 NRR 驱动因素保持了“良好的平衡”, 且迁移贡献 1/4, 新兴附加模块(如非员工风险管理、机器身份安全等)的 ARR 同比翻一番以上。

**SailPoint 的增长主要来自于中高端企业市场的迁移/现代化。** FY4Q25, SailPoint 管理层提到“我们在一些传统系统中的渗透率仍然很低。这些系统的维护成本通常非常高昂。我们提供的更现代化、基于 SaaS 的解决方案能够更好地应对他们面临的复杂问题...我们之所以能赢得新客户, 是因为我们能够取代他们原有的传统解决方案, 尤其是那些部署在本地的解决方案。他们真正需要的是一种更现代化的解决方案。在取代传统解决方案方面, 我们还有很大的新客户增长空间。”结合此前 Gartner 的数据, SailPoint 的份额持续增长, 而 Broadcom/Oracle 等传统 IGA 厂商的份额则持续回落, 管理层的表述更直接地印证这一点。

**Oracle/IBM/SAP 等产品 EOL 可能存在迁移机会。** 结合 Reddit 反馈<sup>15/16</sup>, Oracle Identity management 从 12c 升级至 14c 过程相对复杂, Oracle Identity Governance 等模块依赖与 Database/Weblogic Server/Java Development Kit 等模块的集成<sup>17</sup>, 因此 OIG 的升级实际上涉及多个模块的升级与再集成, 且 Oracle 支持人员响应缓慢, 导致客户迁移周期延长。此外, IBM/SAP 的身份安全相关产品也陆续于 2026 年 12 月<sup>18</sup>/2027 年<sup>19</sup>后停止支持, 这类持续在本地维护的客户基础存在迁移空间。结合 SailPoint 管理层在业绩电话会和 Navigate 大会中暗示采取更多积极措施推动客户从本地迁移上云, 我们认为后续 SailPoint 推出财务激励措施的机会较大, 并且有望加速市场份额整合(尤其是大型企业市场加速上云)。

**图 13: Oracle OIG 12c 产品将于 2026 年 12 月后停止支持, 引导客户迁移至 14c**



数据来源: Oracle<sup>20</sup>, 中信建投

<sup>15</sup> [https://www.reddit.com/r/oracle/comments/1kfm5vw/oam\\_14c\\_upgrade\\_issue/](https://www.reddit.com/r/oracle/comments/1kfm5vw/oam_14c_upgrade_issue/)

<sup>16</sup> [https://www.reddit.com/r/oracle/comments/1k5yv07/holy\\_hell\\_14c\\_is\\_making\\_me\\_hate\\_my\\_life/](https://www.reddit.com/r/oracle/comments/1k5yv07/holy_hell_14c_is_making_me_hate_my_life/)

<sup>17</sup> <https://blogs.oracle.com/cloud-infrastructure/identity-and-access-management-14c>

<sup>18</sup> <https://www.ibm.com/support/pages/ibm-verify-identity-access-and-ibm-security-verify-access-support-lifecycle>

<sup>19</sup> <https://community.sap.com/t5/technology-blog-posts-by-sap/preparing-for-sap-identity-management-s-end-of-maintenance-in-2027/ba-p/13596101>

<sup>20</sup> <https://blogs.oracle.com/cloud-infrastructure/identity-and-access-management-14c>

**图 14:IBM IAM 产品 Verify 10.0 版本预计 2026 年 4 月停止支持服务, 9.0 版本已经于 2022 年 4 月停止支持**


Software Version	GA Date	End of Support (If Announced)	Defect and Security Patches
<b>IBM Verify Identity Access v11.0 Releases</b>			
11.0.1	June 2025		v11.0 Current Patched (Fixed) Release
11.0.0	December 2024		Fixes delivered in v11.0 Current Patched Release
<b>IBM Security Verify Access v10.0 Releases</b>			
10.0.9	January 2025		v10.0 Current Patched (Fixed) Release
10.0.8	June 2024		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.7	December 2023		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.6	June 2023		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.5	December 2022	April 2026	Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.4	June 2022		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.3	December 2021		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.2	June 2021		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.1	December 2020		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release
10.0.0	June 2020		Fixes delivered in v10.0 Current Patched Release

 数据来源: IBM<sup>21</sup>, 中信建投

<sup>21</sup> <https://www.ibm.com/support/pages/ibm-verify-identity-access-and-ibm-security-verify-access-support-lifecycle>

**图 15:SAP 身份安全产品预计于 2027 年停止支持服务，2030 年完全终止支持**

## Preparing for SAP Identity Management's End-of-Maintenance in 2027


**Michael Friedrich**  
 Associate

2024 Feb 06 9:43 AM

 35 Kudos  46,669

SAP MANAGED TAGS

SAP Cloud Identity Services SAP Cloud Identity Access Governance SAP Identity Management Security

**Update:** I posted a new blog with an [Update on the SAP Identity Management migration to Microsoft Entra](#).

Maintenance for SAP Identity Management (SAP IDM), our on-premises tool for managing the identity lifecycle, will end in 2027. [Extended maintenance](#) will be available until 2030. This extension is intended to give your organization ample time to plan and execute a well-considered migration strategy.

数据来源: SAP<sup>22</sup>, 中信建投

**大中型企业市场仍然存在巨大的迁移空间。**管理层在业绩电话会中提到，公司专注于目标客户名单。名单上大约有 15,000 个客户。这些都是规模较大的客户，通常拥有 5,000 个或更多客户身份信息，年收入达数十亿美元。他们的业务环境也更加复杂。因此，这正是 SailPoint 的优势所在。目前，公司在该目标客户名单细分领域的渗透率仅为 14% 左右，还有很大提升空间。SailPoint 正在拓展规模越来越大的客户群。公司现在以 SaaS 为主导，重点推广 SaaS 套件。

**在手客户的迁移也处于早期阶段。**到目前为止，SailPoint 只迁移了其“**维护期 ARR 基础的大约 10%**”。这意味着还有 **90%** 的庞大本地部署客户群（主要是 IdentityIQ 客户）等待迁移到 SaaS。当这些客户从旧的“维护”合同迁移到 SaaS 时，SailPoint “**通常会看到 2 到 3 倍的 ARR 价值提升**”。目前迁移已经贡献了公司 115% 的净收入留存率（NRR）中的“**大约 3% 到 4%**”。FY26Q1，CEO 提到 NRR（115%）有四个驱动因素，而这 15% 的净增长中，“**大约四分之一**”来自迁移，符合此前季度 3-4% 的表述。

我们展示了两种计算思路：1) 自上而下，参考 Gartner/IDC 等第三方报告预估的行业增速，IGA 市场 2024 年仍有 11.1% 的增速，在不考虑 AI 额外贡献的情况下，25-27 年我们预计维持 9-10% 的同比增长。在市场增量中，23-24 年 SailPoint 的份额分别为 60%/40%，若 SailPoint 维持这一比例（40-50%），SailPoint ARR 的增速 FY26-28 有望实现 31%/26%/25%；2) 自下而上，考虑过去每年自然迁移增量，未来受益于 AI 带动迁移速度有所提升，ARR 增速 FY26-28 有望实现 27%/22%/23%。

我们认为绝对增速的预测精准度并非最关键的，目前的彭博一致预期更贴近自下而上的测算结果，而两种测算的差异在于，自下而上的测算基本是过去趋势的线性推测+少许边际变化，自上而下的测算考虑了行业增长的周期，IGA 本身处于本地迁移上云的节点（3-4 年本地产品到期后有一轮小迁移周期），另外如果考虑 AI/ML 部署带动的增量，本轮迁移周期的幅度甚至可能高于第三方机构的预测。我们认为这一点是数据反映的潜在预

<sup>22</sup> <https://community.sap.com/t5/technology-blog-posts-by-sap/preparing-for-sap-identity-management-s-end-of-maintenance-in-2027/ba-p/13596101>

期差。

**图 16:迁移对 FY26-28 ARR 的贡献测算, Base Case 按照~10%/12.5%/16%幅度计算, Bull Case 按照自上而下份额获取测算**

mn USD, %	FY4Q25	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26	FY4Q26	FY2026	FY2027	FY2028
ARR	877	925	982	1,029	1,109	1,109	1,358	1,667
% yoy(Base Case)	29%	30%	28%	27%	27%	27%	22%	23%
% yoy(Bull Case)						31%	26%	25%
Net New ARR	64	48	57	47	81	232	249	309
% yoy	15%	73%	0%	1%	27%		7%	24%
% qoq	37%	-25%	19%	-18%	73%			
Implied Quarterly NRR	114.0%	117.7%	113.1%	113.1%	113.2%			
YoY Net New ARR	95	125	100	107	116	232	249	309
① Migration	24	31	25	29	28	113	139	169
Maintenance Rev	39	37	38	36	37	148	141	134
Migration penetration	8.3%	10.8%	8.8%	10%	10%	9.8%	12.5%	16.0%
ACV 2-3x uplift	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
② Other Drivers	56	88	62	71	79	119	110	140
IGA Market Growth						10.0%	9.5%	9.0%
Incremental Share						40.0%	45.0%	50.0%
Year Net New ARR						150	176	202

数据来源: 公司公告, 中信建投

注: 其他驱动力包括 Upsell、cross-sell、Suites upgrade

交叉销售方面, 管理层数次提到目前增长最快的是 Non-employee risk management, 这款产品针对的是所有访问系统但未佩戴员工证件的人员, 典型案例就是 Snowflake (24 年出现数据泄露事件), 这是来自 2023 年 1 月收购的产品 SecZetta<sup>23</sup> (ZoomInfo 预计 2024 年 ARR 达 1660 万美元); 其次是 2024/10 月发布 MIS 产品, 目前已经有数十家客户采购, 贡献 Low millions ARR。FY26Q1, 管理层提到 Non-Employee Risk Management / MIS / 数据访问安全模块 ARR 均同比增长超过 1x。

关于 Agent/Machine 的机会, FY4Q25 管理层提到“其实在很多情况下, 机器已经存在了。虽然不断有新的事物出现, 但环境中已经存在大量的机器身份。客户面临的挑战有时在于如何识别所有这些身份。因此, 我们的产品服务实际上专注于首先发现并识别所有这些身份, 以便对其进行分类、分配给所有者, 然后按照典型的身份治理和安全流程进行管理。”

Navigate 2025 大会, 现有的机器身份安全(MIS)的价格约为典型人类身份成本的 33%。全新基础 AIS SKU 的价格约为典型人类身份成本的 40%。基础 AIS SKU 和高级 AIS SKU 的合并定价与典型人类身份成本相似 (~100%)。将在未来几个季度发布的高级版 AIS (Advanced AIS)。根据 SailPoint 的研究, 80% 的公司已经在使用 AI 代理, 但其中只有 40% 的公司有相应的治理措施。差异化优势在于, SailPoint 不仅能做访问层管理, 更能深入到数据授权层, 实现“用户-代理-数据”的完整映射。同时, 其现有超过 1.25 亿用户的数据库和管理超过 50

<sup>23</sup> <https://www.zoominfo.com/c/seczetta-inc/357025646>

亿个授权的规模，使其能有效区分人类与机器/代理身份。

为什么 IGA 比 IAM/PAM 更受益于 AI Agent? 经典的 IAM (身份识别、SSO、MFA) 是为“人”设计的，人会登录、输入密码、点“同意”。AI Agent 通常不登录，而通过密钥或 token 直接认证，所以传统 IAM 的 SSO/MFA 等工具不适用。但 AI Agent 又比普通机器身份复杂得多，它像机器一样大规模自动运行，同时又像人一样可以自主决策、自我演化、甚至生成子 Agent，因此企业需要管理 AI Agent 的身份/位置/最小必要权限/动态调整特权，这实际上更多涉及 IGA 的领域。

**图 17:按照产品拆分 SailPoint ARR 增长预估**

mn USD, %	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2026	2027	2028
ARR	710	767	813	877	925	982	1,124	1,426	1,793
% yoy	29%	32%	30%	29%	30%	28%	28%	27%	26%
Core IGA	699	750	795	827	904	949	1,081	1,339	1,610
yoy%					29%	26%	29.8%	23.8%	20.3%
Emerging Product	6	11	13	19	14	22	43	88	183
yoy%					136.1%	103.6%	120.8%	104.7%	109.1%
NERM	5	7	11	17	10	17	33		
Machine Identity	1	1	1	2	3	4	7		
DAS	0	0	1	1	1	1	2		

数据来源：公司公告，中信建投

注：NERM 对应 Non-employee Risk Management，DAS 对应 Data Access Security。季度为财务季度，FY2Q26 对应 2025/7/31 截止季度。

结合自下而上的产品拆分贡献，例如 NERM (主要是 SecZetta) 2024 年 ARR 1660 万美元，而同比翻倍预示着 25 年底 (近似对应 FY26 末，于 2026/1/30 结束) 3320 万美元以上的 ARR，而 Machine Identity/DAS 维持 100%+ 增速，这里暂时忽略了 Agentic Identity Security 产品，因此 27-28 年仍然低估 ARR 增速潜力。如果 AIS 产品 FY27 参考 Machine Identity Security 产品的路径达到 Low Million ARR (例如 200-300 万美元)，FY28 达到 High Millions ARR (例如 700-800 万美元)，FY27-28 整体 ARR 增速可以达到 26%/25%。考虑我们从行业增速/Win Rate 测算时，增量迁移可能带来 4/2pct 增量，此处 AI 驱动的身份安全新产品也可能贡献 4/1pct，也就是 Bull Case FY27-28 增速可能达 30%/26%。

## 产业链思考：IGA 受益顺序略微滞后 PAM，FY27 可能看到 AI 产品贡献加速

结合前述的业绩轨迹和估值分析，市场当前对 SailPoint 的定价隐含对其“老化”的担忧，认为其在云原生和 AI 时代面临 CyberArk (PAM 切入) 和 ConductorOne (新兴 IGA) 的夹击。然而，我们的研究表明，SailPoint 拥有一个复杂性护城河，并正在通过 SaaS 迁移和机器身份 (NHI) 构建第二增长曲线。短期看，SaaS 迁移红利是确定性极高的现金牛。存量客户从本地 IdentityIQ 迁移至 SaaS 带来 2-3x 的 ACV (年合同价值) 提升，这一逻辑将在未来几年持续释放业绩。长期看，SailPoint 的 NERM/MIS/AIS 等产品也有望在 FY27-28 年后贡献实质性增量，并解决用户体验、部署难度等问题，从而强化扩展性，否则将面临被 CyberArk 边缘化的风险。

如果我们超越个股的视角，从产业链角度思考，DevOps/身份安全/数据灾备等厂商回答的问题是类似的，即企业部署 AI 后如何应对潜在的风险，例如 Agent 可能未经允许删除生产代码库，或者错误执行代码导致用户数据泄露，新增权限 (Agent 的执行/决策) 导致额外的风险敞口。每个环节的厂商都有动机说服客户在原有环节采购增量 AI Agent 相关产品，例如 GitLab 提出客户在采用 Agent 编写代码/CI/CD 等环节就需要动态管理权限，

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

而 CyberArk 提出企业内 Agent 每次调用数据都涉及额外的安全扫描，SailPoint 提出 Agent 的权限涉及部分临时凭证，需要动态审计和调整。但是企业实际支出不可能无限制扩张，最终还需要落实到产业链的价值分布变化。

**表 1:从产业链的视角看待 Agent 对安全领域的变化**

环节	代表厂商	旧世界 (Human-Centric)	新世界 (Agent-Centric)	价值变化方向
		卖铲子:	卖流水线:	间接拉动 ARPU
生产车间(DevOps)	GitLab / GitHub	按开发者人头收费。	按“Agent 管理权”收费。Agent 需要身份、需要 CI/CD 配额、需要合规扫描。	尽管开发者人数可能持平或减少,但为了管理 Agent, 单价需翻 3-5 倍。
过路费 (Runtime/PAM)	CyberArk / HashiCorp	卖保险箱: 静态凭证, 人偶尔取用, 低频交互。	卖高速公路: 动态凭证, Agent 毫秒级高频调用。	量价齐升 调用量指数级上升, 成为 Agent 运行的刚需。
身份权限管理(IGA)	SailPoint / Saviynt	卖工牌: 季度/年度审计, 确保“人”合规。	卖电子身份证: 实时生命周期管理。Agent 也是“员工”, 且数量是人的 100 倍。	规模效应 单价虽低, 但数量级大幅提升。

资料来源: 公司公告, 中信建投

正如上表所示, 在 Human-Centric (旧范式) 中, IGA 的价值主要体现在合规审计 (卖工牌), 这是一个相对静态且低频的过程。但在 Agent-Centric (新世界) 中, 价值逻辑发生了根本性变化: **CyberArk (PAM) 赢在“高频”**: Agent 对资源的调用是毫秒级的, 这直接利好 CyberArk 的 Session 管理和凭证注入, 这是“量”的逻辑 (高速公路过路费)。**SailPoint (IGA) 赢在“无序”**: 当企业拥有的 Agent 数量是员工数量的 100 倍时, 核心痛点不再仅仅是“如何让 Agent 访问系统” (PAM 解决的问题), 而是“这个 Agent 是谁创建的? 它为什么拥有这个权限? 它的生命周期何时结束?”。

我们必须正视 GitLab 等 DevOps 平台试图在该领域分一杯羹的野心。GitLab 确实可以在 CI/CD 流水线源头控制 Agent 的权限, 但我们认为这将导致 SailPoint 价值的“左移”而非被替代: 1) **统一策略大脑 (Policy Brain)**: 企业 CIO/CISO 很难接受在 GitLab 定义一套权限规则, 在 AWS 定义一套, 在 Snowflake 又定义一套。SailPoint 的机会在于成为跨平台的“策略大脑”, 将治理策略通过 API 注入到 GitLab 的流水线中。2) **非人身份 (NHI) 的爆发点**: SailPoint 的机器身份安全 (MIS/AIS) 和非人身份 (NERM) 模块, 目前在收入占比中尚小, 但战略意义极大。一旦 Agent 大规模部署, 传统的工单式授权将彻底失效, SailPoint 的 Atlas 平台提供的即时 (JIT) 权限编排能力将成为刚需。

SailPoint 的长期优势在于身份图谱、角色/entitlement 建模、访问评审和审计, 天然适合回答“谁是谁、理论上应该拥有什么权限”, 并逐步把“数据访问安全”和 AI Agent 身份纳入进来。结合企业产品发布结构, 其策略是依托身份图谱切入 Data / Access 模块, 往深度数据理解走, 再叠加实时风险和 AIS 去补轻量化的 PAM 需求。而 CyberArk 起点是 PAM, 强项是特权账号、凭据金库、会话监控、JIT 高危访问以及对关键系统 (操作系统、数据库、网络设备、云控制台) 的深度控制, 天然更适合回答“谁在什么上下文下做了什么高危动作”。CyberArk 的路径则是由散点整合成面, 目前在“实时风险与高危行为控制”最强, 其次通过 Secrets Management、应用身份等扩展一些数据理解和可见度, 但在“全量身份图谱 + 数据行列级视角”比 SailPoint

弱。

从企业的视角看，对于大型/高安全行业而言，短期最现实的路径仍然是“SailPoint 做 Agent+ 数据 + 全量身份治理” + “CyberArk 做特权和关键路径控制”，在项目和组织层面搭好协作机制，并非一套产品应对所有问题；中型客户 / 新建设施：如果预算和团队只够深耕一套平台，以“合规 + 大量系统 + 数据视角”为主的话，SailPoint 更适合当中枢。以“少数关键系统 + 高危运维 + 漏洞利用面”为主的话，CyberArk 的 ROI 更直接。**若有明显的监管/合规催化，SailPoint 预计受益敞口更大。**

结合 FY26Q1-Q3 NRR 中 Emerging Product 的贡献 (Low Single Digit)，需要注意 NRR 是连续四个季度加权平均，也就意味着是一个高度滞后的数据。如果基于我们前述对于 Emerging Product 的预估，FY26Q3 当期按照披露 NRR 来讲，Emerging Product 大约贡献 NRR 1.35% 的拉动，而如果剔除加权平均，实际当期 NRR 可达 1.97%，非常接近 2%，若假设 Emerging Product Q4 继续维持同比翻倍以上的增长，当前 NRR 可上修 2.7-3.0%，加权后上修 1.8-1.9%。而 FY27 若 Core IGA 维持 24% 同比增速 (FY26 我们预计 ARR Exit Rate 在 27-29% yoy)，Emerging Product 维持 80-100% 增速假设下，当期 NRR 可能从 114% 提升至 116%，真正兑现第二增长曲线。

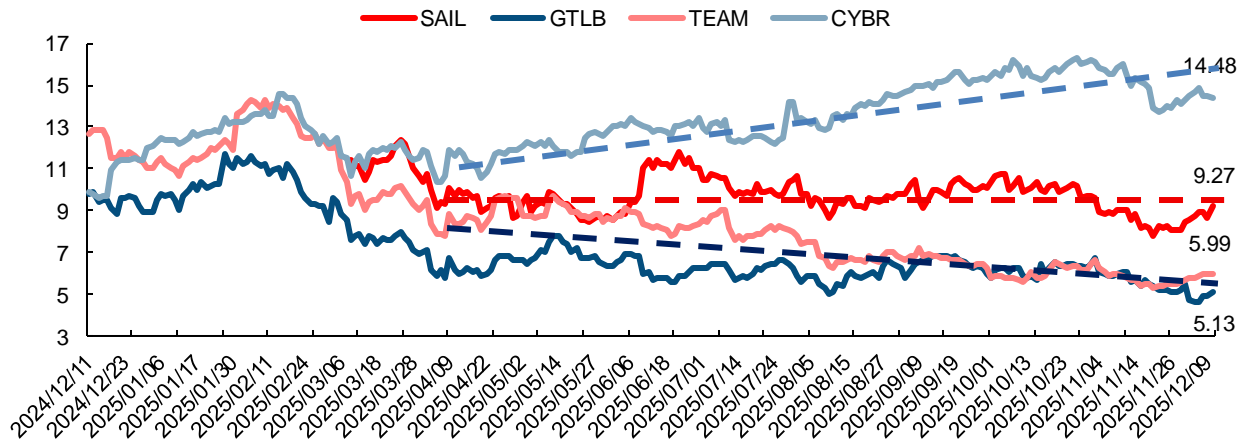
**图 18: FY25Q4-3Q26 SailPoint 的关键业绩指标**

关键指标(Key Metrics)	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3
Emerging Product ARR 增速	N/A	> 100% YoY	> 100% YoY	> 100% YoY
New SaaS Customer Attach Rate	N/A	N/A	40%(25Q2 为 25%)	> 40%("A little bit more than 40%")
Migration/Modernization Attach Rate	N/A	N/A	N/A	> 50%(超过一半的迁移包含了新兴产品)
Machine Identity (MIS) 表现	起步期贡献 "Low Millions" ARR	管道强劲兴趣延伸至新客户	历史上发布后增长最快的产品	历史上发布后增长最快的产品
Agent Identity 进展	仅作为概念提及	概念验证阶段	即将发布	发布仅 1 个月即获订单
NRR (净留存率) 及贡献	114%	115%(新兴产品贡献低个位数)	114%(新兴产品贡献显著)	114%(新兴产品贡献低个位数)

数据来源：公司公告，中信建投

市场正在定价 DevOps 遭受冲击，PAM 受益，IGA 中性。与 SailPoint 相比，CyberArk 的 AI 相关产品 ARR 规模更大，Venafi 2024 年的 ARR 预估在 1.66 亿美元，远大于我们预估 SailPoint 的 0.43 亿（至 FY26）。而 GitLab 则更间接一些，AI 驱动的代码生成和开发活动显著提升了平台的使用量，带动了 CI 流水线、部署、发布等核心指标同比增长 35%-45%，付费大客户的部署和流水线使用量每席位年增 20%-40%，没有直接付费贡献。

图 19:GTLB/TEAM/CYBR/SAIL 估值走势 (Forward 1 Year EV/Rev)



数据来源: Bloomberg, 中信建投

我们认为除了 SailPoint NRR 采用加权导致影响滞后体现, 叠加合规审计需求相比于 API 调用直接产生收费等, 也有客户结构的原因, 例如 CYBR 更高的非美地区敞口, Venafi 2024Q4 在 EMEA 地区签下历史上最大的订单。但结合前述分析, SailPoint 在 FY27 有望看到 Emerging Product 更显著的贡献, 定价上修。短期估值波动主要受到 1) 大股东 Thomas Bravo (持股 86.2%, 而目前公司流通股占比 12.3%) 减持风险; 2) 大客户签单季度间波动, 导致增速可见度稍弱。

我们看到 FY26Q3 业绩后公司股价小幅下跌, 但总体反应平淡, 波动相较于前几个季度明显收窄, 本季度业绩中 SaaS ARR 增速超预期, 但 SaaS 收入增速与 ARR 差距扩大, 引发市场担忧。业绩会中, CFO 提到 Net New ARR 同比增速 49%, 远高于 Net New ARR 的 25%, 对应传统 Term License 收入同比增速仅有 13%, 反映公司 SaaS 收入占比可能快速提升, 并且可能受 AI 产品驱动 (只在 Identity Security Cloud 中提供)。

图 20:FY26Q3 业绩会要点

关注领域	市场担忧	管理层披露/我们的观点 (26Q3 业绩会后)
增长质量	担心 ARR Beat 幅度收窄 (仅 1%)	SaaS NNARR +52% 才是核心信号。增长质量极高, Term 业务下降带来的短期顺风掩盖 SaaS 的强劲。
新兴产品	怀疑是否能维持高增长	连续三个季度翻倍。新客户附着率 >40%, 迁移客户附着率 >50%。这是结构性的第二增长曲线。
NRR 趋势	维持在 114%, 看似平淡	新产品 LSD 贡献已确认。FY27 NRR 突破 115% 可见度高。
AI 叙事	概念阶段, 变现尚早	首月即有订单。Flex 定价消除了采用摩擦, Agent Identity 变现周期将比 Machine Identity 更快。
估值逻辑	N/A	被低估。市场尚未对 SaaS Acceleration (+52% NNARR) 和 AI Security Moat 进行充分定价。

数据来源: 公司公告, 中信建投

如果按照 Q4 指引 +2% 通常超预期幅度, 26Q4 SaaS NNARR 增速可达 45%+, 隐含了很强的签单趋势, 这一增速超越以往的季节性, 多出 2500~3000 万美元, 相比于 FY26Q3 多出 1000-1500 万美元进一步提升。考虑到 SaaS ARR = t-1 期 SaaS ARR + t 期 Net New SaaS ARR, 且 FYQ4 一般 NNARR 占据全年的 1/3 (集中签约), 因此连续季度 NNARR 高增速将带动 ARR 本身增速提升。当期 Q3 NNARR 增速突增是一个积极信号, 但考虑

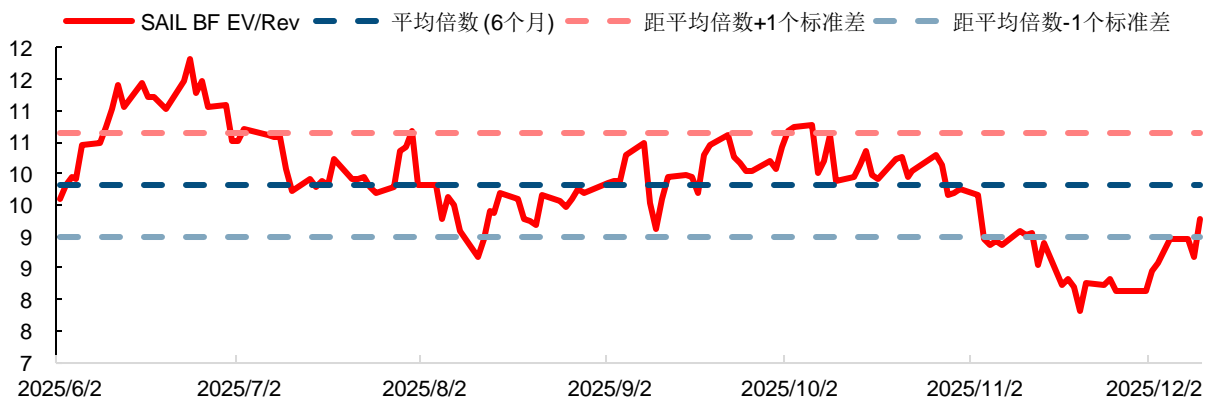
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

到过往季度也出现过订单提前签约/延迟签约等情况，尚无法直接对应 ARR 加速。但电话会中 CFO 明确提到 Q4 NNARR 增速预计仍然强劲，这超越了过往的季节性，实质上指引连续两个季度 NNARR 维持高速增长。

## 盈利预测与估值

我们预计公司 FY26-28 分别实现营业收入 10.7 亿/12.9 亿/15.7 亿美元，同比增长 24%/20%/22%，其中 ARR 分别实现 11.3 亿/14.4 亿/17.8 亿美元，同比增长 29%/27%/24%，SaaS ARR 分别实现 7.5 亿/10.1 亿/13.2 亿美元，同比增长 39%/35%/30%。Non-GAAP 毛利润分别实现 8.3 亿/10.1 亿/12.4 亿美元，对应 Non-GAAP 毛利率 77.6%/78.1%/78.7%，Non-GAAP 净利润分别实现 1.3 亿/2.0 亿/2.9 亿美元，对应 Non-GAAP 净利率 12.5%/15.9%/18.5%。当前公司交易于 FY27 9.3x EV/Rev，处于 6 个月内均值-1x 标准差水平，且较可比公司存在一定折价。

图 21:SailPoint 目前交易于一致预期 9.3x EV/Rev，处于均值-1 倍标准差附近



数据来源: Bloomberg, 中信建投

**图 22:SailPoint 相比于可比公司估值对比**

名称	Ticker	市值(亿美元)	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Rev	P/BV
SailPoint Inc	SAIL US	118.05	70.45	48.82	50.65	9.27	1.73
相对可比公司%			4%	2%	-15%	-14%	-87%
均值(不包括 SAIL)			67.44	48.08	59.81	10.77	13.70
CrowdStrike	CRWD US	1309.75	111.66	75.74	92.99	22.23	32.61
Zscaler	ZS US	387.98	59.98	39.55	46.23	10.57	19.57
SentinelOne	S US	51.80	52.40	37.99	55.38	3.87	3.34
Rubrik	RBRK US	199.44				12.75	
CyberArk	CYBR US	234.94	92.98	55.93	75.72	14.34	9.86
Palo Alto Networks	PANW US	1344.93	47.86	34.16	37.58	11.30	15.41
Gen Digital	GEN US	169.78	10.02	9.61	9.37	4.88	6.91
Datadog	DDOG US	530.59	63.64	49.35	52.89	12.33	15.41
Varonis	VRNS US	39.07	101.02	82.33	108.34	4.66	6.46

数据来源: Bloomberg, 中信建投

## 投资评价和建议

我们认为网安在软件板块内 AI 受益逻辑扎实，主要由于需求刚性，而网安内部身份安全近年逐步开始整合，AI Agent 部署加速云化/平台化进程，SailPoint/CyberArk/Okta 是细分领域核心厂商，其中我们认为 PAM/IGA 的整合胜算更高（前者对于高价值/JIT 的布局更贴近 AI Agent 部署顺序，后者掌握身份图谱，虽然受益顺序靠后但壁垒更深）。相比于 Palo Alto Network 直接收购 CyberArk 带来的重估，SailPoint 从估值上仍未反映 Agent 受益的积极情绪。SailPoint 实际上仍然受益于云迁移带来的份额扩张（从 2022 年的~16%提升至 24 年的 20%），目前存量客户迁移上云仅有 10%，这将在中短期（3 年内）持续为增速托底，我们认为市场已经定价该部分驱动力。然而，SailPoint 新产品例如 Non-Employee Risk Management / Machine Identity Security / Agent Identity Security / Data Access Security 等已经开始贡献 NRR 的 Low Single Digits，考虑到同比 100%+增速，我们预计 FY27-28 新产品可能达到总体 ARR 的中高个位数，逐步拉动增速提升。考虑到公司之前私有化估值处于 Forward 11-12x EV/Rev，当前的估值已经反映大股东减持风险 + AI Agent 安全贡献有限等潜在风险，我们认为 Risk/Reward 在身份安全领域具备较强吸引力，首次覆盖并给予“买入”评级。

## 风险分析

**预算审查加剧：**尽管身份安全被视为关键业务，公司并非对宏观环境免疫，正在通过“严格的管道管理”来应对潜在的“交易审查”，如果宏观经济进一步恶化，客户可能会推迟大型软件采购。

**现代化项目延后：**SaaS 迁移通常伴随着 2-3 倍的成本提升。在经济困难时期，客户可能会选择“暂时推迟”现代化改造，继续使用成本较低的旧版 On-prem 软件，从而拖累 SaaS ARR 的增速。

**联邦政府支出波动：**美国联邦政府是 SailPoint 的重要客户板块。公司过往业绩会中提到对“DOGE”可能带来的预算削减或冻结的担忧，虽然当时尚未显现实质影响，但政策变动可能导致订单签署的延迟或波动。

**平台整合的压力：**竞争对手（如 Microsoft, Palo Alto Networks, CyberArk）正在通过收购整合 IGA 功能，推销“一站式平台”故事。风险在于，对于中低端或非复杂企业，竞品方案可能胜过 SailPoint 的“完美”方案。

**定价权的侵蚀：**竞争对手声称特权访问更便宜、更易部署，并试图将身份治理作为平台的附属功能赠送或低价捆绑。如果市场开始认为 IGA 只是基础设施的一个功能而非独立类目，SailPoint 的定价能力将受损。

**实施复杂性：**尽管推出了 Flex Licensing 和加速工具，但对于拥有大量遗留系统的大型企业，上云仍然是一个漫长且痛苦的过程。如果迁移项目频繁失败或延期，会损害口碑并阻碍后续的向上渗透。

**合规标准的变动：**监管驱动 IGA 需求，那么监管的**放松**（例如美国新政府可能的去监管化政策）可能会削弱企业购买 IGA 产品的紧迫性，将其优先级下调，反之对于 AI 涉及数据隐私/企业合规的监管强化可能会驱动新一轮企业加强对 IGA 的采购。

**表 2:收入增速波动/毛利率波动对于 FY26E EPS 的敏感性分析**

	-4.00%	-2.00%	0.00%	2.00%	4.00%
-2.00%	-24.44%	-17.25%	-10.06%	-2.87%	4.32%
-1.00%	-19.41%	-12.22%	-5.03%	2.16%	9.35%
0.00%	-14.38%	-7.19%	0.00%	7.19%	14.38%
1.00%	-9.35%	-2.16%	5.03%	12.22%	19.41%
2.00%	-4.32%	2.87%	10.06%	22.28%	29.47%

资料来源：公司公告，中信建投

注：纵轴为毛利率波动，横轴为增速波动。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	531.08	512.38	742.77	894.29	1,093.72
现金	211.65	121.29	106.84	128.64	157.32
应收票据及应收账款合计	213.31	254.05	417.39	502.53	614.60
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	35.75	45.87	82.25	99.03	121.12
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	70.37	91.17	136.29	164.09	200.68
<b>非流动资产</b>	7,058.66	6,899.53	6,635.83	6,374.52	6,114.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	16.33	22.88	19.29	15.71	12.13
无形资产	1,779.88	1,560.72	1,300.60	1,040.76	781.28
其他非流动资产	5,262.45	5,315.93	5,315.93	5,318.05	5,321.57
<b>资产总计</b>	7,589.73	7,411.92	7,378.60	7,268.82	7,208.69
<b>流动负债</b>	461.86	574.69	904.79	994.86	1,031.21
短期借款	0.00	0.00	61.80	118.93	48.05
应付票据及应付账款合计	8.82	3.52	10.04	10.50	11.61
其他流动负债	453.04	571.18	832.96	865.43	971.55
<b>非流动负债</b>	1,830.21	1,229.52	1,234.26	1,235.83	1,235.83
长期借款	1,562.22	1,024.47	1,029.20	1,030.77	1,030.77
其他非流动负债	267.99	205.06	205.06	205.06	205.06
<b>负债合计</b>	2,292.06	1,804.22	2,139.05	2,230.69	2,267.03
少数股东权益	5,838.86	11,196.14	11,842.22	12,197.44	12,370.25
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	37.43	0.00	0.00	1.00	3.00
留存收益	-578.63	-5,588.44	-6,602.67	-7,160.31	-7,431.59
归属母公司股东权益	-541.20	-5,588.44	-6,602.67	-7,159.31	-7,428.59
<b>负债和股东权益</b>	7,589.73	7,411.92	7,378.60	7,268.82	7,208.69

### 现金流量表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	-250.35	-106.39	-26.94	20.86	157.99
净利润	-395.37	-315.83	-368.15	-202.42	-98.47
折旧摊销	279.31	274.83	263.70	264.30	265.55
财务费用	176.40	182.49	50.75	53.47	53.12
其他经营现金流	-310.70	-247.89	26.76	-94.50	-62.21
<b>投资活动现金流</b>	-12.66	-28.94	-3.30	-4.30	-5.30
资本支出	112.15	57.58	0.00	-3.00	-6.00
其他投资现金流	-124.82	-86.52	-3.30	-1.30	0.70
<b>筹资活动现金流</b>	50.43	41.26	15.79	5.23	-124.01
短期借款	0.00	0.00	61.80	57.14	-70.88
长期借款	3.72	-537.75	4.74	1.57	0.00
其他筹资现金流	46.71	579.01	-50.75	-53.47	-53.12
<b>现金净增加额</b>	-212.59	-94.08	-14.45	21.80	28.69

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万美元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	699.57	861.61	1,068.40	1,286.35	1,573.21
营业成本	276.64	305.73	373.94	391.05	432.63
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	574.89	574.88	786.34	805.26	910.89
研发费用	180.78	169.73	222.23	236.69	273.74
财务费用	176.40	182.49	50.75	53.47	53.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
<b>营业利润</b>	-509.13	-371.23	-364.86	-199.12	-95.17
其他非经营损益	-3.22	-5.40	-3.30	-3.30	-3.30
<b>利润总额</b>	-512.35	-376.63	-368.15	-202.42	-98.47
所得税	-116.98	-60.80	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	-395.37	-315.83	-368.15	-202.42	-98.47
少数股东损益	583.67	764.55	646.08	355.22	172.81
<b>归属母公司净利润</b>	-979.04	-1,080.38	-1,014.23	-557.64	-271.28
EBITDA	-56.64	80.70	-53.70	115.36	220.21
EPS (美元)	-1.74	-1.92	-1.81	-0.99	-0.48

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	152.85	23.16	24.00	20.40	22.30
归属于母公司净利润(%)	-125.64	-10.35	6.12	45.02	51.35
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.46	64.52	65.00	69.60	72.50
净利率(%)	-56.52	-36.66	-34.46	-15.74	-6.26
ROE(%)	180.90	19.33	15.36	7.79	3.65
ROIC(%)	-3.78	-2.34	-4.93	-2.50	-0.90
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.20	24.34	28.99	30.69	31.45
净负债比率(%)	25.49	16.11	18.78	20.27	18.65
流动比率	1.15	0.89	0.82	0.90	1.06
速动比率	1.00	0.73	0.67	0.73	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.09	0.12	0.14	0.18	0.22
应收账款周转率	3.28	3.39	2.56	2.56	2.56
<b>每股指标 (美元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-1.74	-1.92	-1.81	-0.99	-0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.45	-0.19	-0.05	0.04	0.28
每股净资产(最新摊薄)	-0.96	-9.95	-11.76	-12.75	-13.23
<b>估值比率</b>					
P/E	-12.06	-10.93	-11.64	-21.17	-43.52
P/B	-21.81	-2.11	-1.79	-1.65	-1.59
EV/EBITDA	-128.17	151.00	-240.83	115.70	61.08

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

### 许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度证券时报·新财富杂志海外市场研究团队第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所述公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：(8610) 56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk